

BUY (Unchanged)

Change in Numbers

TP: Bt 13.50

(From: Bt 6.50)

Upside : 14.4%

13 July 2021

Small Cap Research

Bangkok Airways Pcl (BA TB)

ดีลเพิ่มมูลค่า

เรามองว่าข้อตกลงของ BA ที่จะจ่ายค่ายกเลิกสัญญาเช่ากับ SPF เป็นการเพิ่มมูลค่า ดังนั้นเราจึงปรับเพิ่มราคาเป้าหมาย BA เป็น 13.5 บาท และคงคำแนะนำ "ซื้อ" อย่างไรก็ตามในระยะใกล้ การควบคุมการเดินทางระหว่างจังหวัด และการฟื้นตัวที่ล่าช้าของผู้โดยสารน่าจะส่งผลกระทบต่อกำไรของ BA และเรายังคงคาดว่าผลขาดทุนในปี 2021-22F



SAKSID PHADTHANANARAK

662 - 779 9112

saksid.pha@thanachartsec.co.th

ดีล SPF เพิ่มมูลค่า

ในปี 2006 BA ได้ขายสิทธิการเช่าสนามบินสมุยระยะเวลา 30 ปี ให้กับกองทุนรวมสิทธิการเช่าอสังหาริมทรัพย์สนามบินสมุย (SPF, "ซื้อ") ในราคา 9.5 พันลบ. ซึ่งภายใต้สัญญา BA ได้เช่าสนามบินกลับคืนเพื่อดำเนินการและจ่ายค่าเช่าให้กับ SPF ในรูปแบบของส่วนแบ่งรายได้ โดยมีการรับประกันขั้นต่ำ เราคาดว่าค่าเช่าสุทธิที่ BA จ่ายให้ SPF สำหรับสัญญา 30 ปี จะเท่ากับราว 7% ของเงินที่ขายและเข้าคืนมูลค่า 9.5 พันลบ. ซึ่งรวมถึงปีโควิดที่ BA ไม่มีรายได้ที่จะแบ่งให้ แต่ยังคงจ่ายประกันขั้นต่ำ 570 ลบ. ต่อปี เมื่อเดือนที่แล้ว BA ได้เสนอผู้ถือหุ้นหน่วย SPF มูลค่า 12.6 พันลบ. (รวม 18 พันลบ. หักด้วยจำนวนเงินที่ BA ถือหุ้น 30% ใน SPF) เพื่อยุติสัญญาเช่า BA มีแผนที่จะกู้เงินอัตราดอกเบี้ย 3-5% เพื่อรองรับข้อเสนอ เราคาดว่า BA จะประหยัดต้นทุนได้สุทธิ 200 ลบ. ต่อปี คำนวณจากค่าเช่าสุทธิ (7%*9.5 พันลบ.) ลบอัตราดอกเบี้ย (4%*12.6 พันลบ.) อย่างไรก็ตามข้อตกลงยังคงต้องได้รับการอนุมัติจากผู้ถือหุ้นของ SPF ในวันที่ 14 กรกฎาคม 2021 แต่เรามองว่าจะน่าจะได้รับการอนุมัติ

ปรับราคาเป้าหมายขึ้นเป็น 13.5 บาท

เราปรับราคาเป้าหมาย (ปีฐาน 2022F) ของ BA เป็น 13.5 บาท/หุ้น (จาก 6.5 บาท) และคงคำแนะนำ "ซื้อ" เนื่องจาก *ประการแรก* การเพิ่มขึ้นส่วนหนึ่งเกิดจากการประหยัดที่กล่าวข้างต้น ซึ่งเทียบเท่ากับ 1 บาท/หุ้น *ประการที่สอง* อีกส่วนหนึ่งมาจากการที่เราประเมินอย่างระมัดระวังเกินไปในเรื่องการประหยัดต้นทุนของ BA จึงทำให้เราปรับเพิ่มมูลค่าธุรกิจสายการบินขึ้น 3.5 บาท *ประการที่สาม* เรายังได้ปรับเพิ่มมูลค่าของบมจ. กรุงเทพดุสิตเวชการ (BDMS "ซื้อ") (ถือหุ้น 5.2%) ขึ้น 1 บาท จากราคาเป้าหมายล่าสุดที่ 26 บาท และ *ประการสุดท้าย* เราปรับมาใช้ประมาณการปี 2022F เป็นปีฐาน ทำให้ราคาเป้าหมายเพิ่มขึ้น 1.5 บาท/หุ้น

D/E ที่สูงไม่ใช่เรื่องที่น่าเป็นกังวล

BA มีแผนที่จะจัดหาเงินทุนสำหรับดีล SPF ด้วยการกู้ยืม และคาดว่าอัตราส่วนหนี้สินสุทธิต่อทุนจะเพิ่มขึ้นจาก 0.6 เท่า ในปี 2020 เป็น 1.6 เท่า ในปี 2021F เราไม่กังวลมากนักต่ออัตราส่วนที่สูงขึ้น เนื่องจากมูลค่าตลาดของพอร์ตการลงทุนอยู่ที่ 21 พันลบ. เทียบกับหนี้สินที่อาจเกิดขึ้นที่ 25 พันลบ. ในปี 2021F พอร์ตโฟลิโอประกอบด้วย BDMS และบมจ. บริการเชื้อเพลิงการบินกรุงเทพ (ถือหุ้น 10%) (BAFS, Unrated)

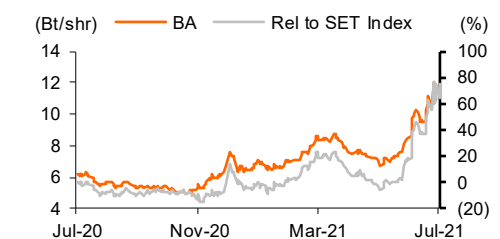
ปัจจัยลบระยะสั้น

แม้ว่าเรา仍将คำแนะนำ "ซื้อ" BA เพราะมูลค่า แต่ปัจจัยหลักดันในระยะใกล้เป็นลบ จากการระบาดอย่างต่อเนื่องของโควิด-19 ระลอก 3 และนโยบายของรัฐบาลที่จำกัดการเดินทางข้ามจังหวัด ซึ่งทำให้ BA ลดจำนวนเที่ยวบินลง เราคาดว่า BA จะกลายเป็นผู้ได้ประโยชน์จากการกลับมาเปิดประเทศอีกครั้งในช่วงต้นปีหน้า เมื่อประเทศสามารถกลับมาดำเนินแผนการพลิกฟื้นผลกำไรในปี 2023F ได้ สำหรับ valuation เราเชื่อว่าตลาดกำลังให้มูลค่าที่ต่ำกว่าธุรกิจสายการบินของ BA โครงสร้างราคาเป้าหมาย SOTP ของเรา เราให้ธุรกิจสายการบินคิดลบ 8 บาท และให้มูลค่าธุรกิจที่ไม่ใช่สายการบิน 21.5 บาท

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	7,666	2,112	5,919	17,464
Net profit	(5,283)	(3,641)	(2,894)	221
Consensus NP	—	(2,958)	(882)	(134)
Diff frm cons (%)	—	na	na	na
Norm profit	(3,839)	(3,641)	(2,894)	221
Prev. Norm profit	—	(1,479)	(699)	(476)
Chg frm prev (%)	—	na	na	na
Norm EPS (Bt)	(1.8)	(1.7)	(1.4)	0.1
Norm EPS grw (%)	na	na	na	na
Norm PE (x)	na	na	na	112.3
EV/EBITDA (x)	na	na	na	26.9
P/BV (x)	1.3	1.6	1.9	1.9
Div yield (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE (%)	na	na	na	1.7
Net D/E (%)	59.6	157.6	199.0	172.2

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 13-Jul-21 (Bt)	11.80
Market Cap (US\$ m)	759.9
Listed Shares (m shares)	2,100.0
Free Float (%)	36.3
Avg Daily Turnover (US\$ m)	1.7
12M Price H/L (Bt)	12.00/4.98
Sector	Transportation
Major Shareholder	Prasartong-Osoth family 58%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

กรุณาดาวน์โหลดรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน



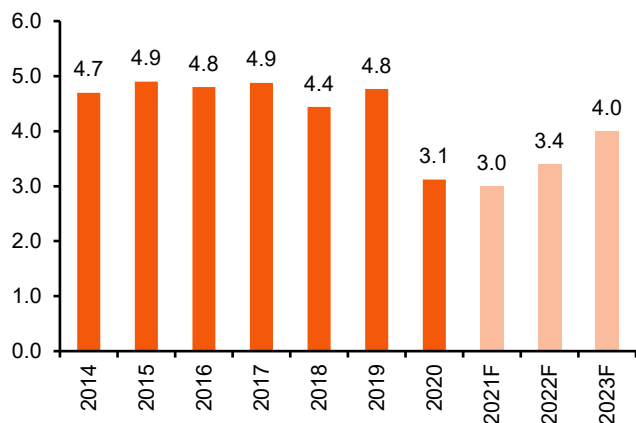
Ex 1: Key Assumption Changes

	2021F	2022F	2023F
Revenue per available seat kilometer (Bt/ASK)			
New	3.5	3.0	3.4
Old	3.9	4.0	4.0
Change (%)	(10.3)	(25.0)	(15.0)
Cost per available seat kilometer (Bt/ASK)			
New	9.2	4.1	3.1
Old	3.5	3.5	3.5
Change (%)	162.9	17.1	11.4
Cabin factor (%)			
New	55.0	60.0	65.0
Old	69.3	68.9	68.6
Change (pp)	(14.3)	(8.9)	(3.6)
Jet fuel price (US\$/bbl)			
New	72.0	80.0	80.0
Old	72.0	74.0	74.0
Change (%)	—	8.1	8.1

Source: Thanachart estimates

Ex 2: BA's Passenger Yield

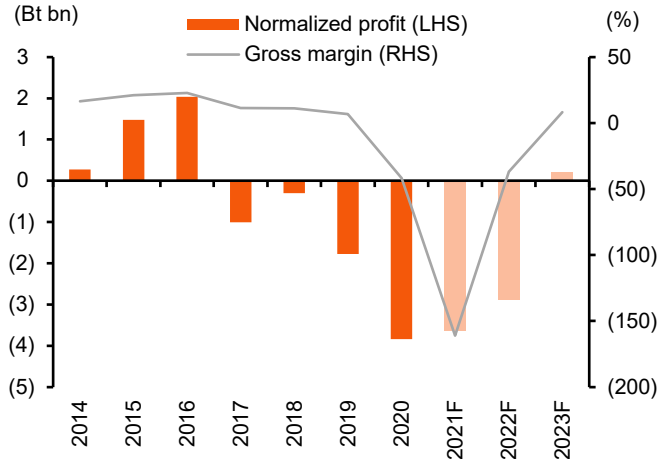
(Bt/km/pax)



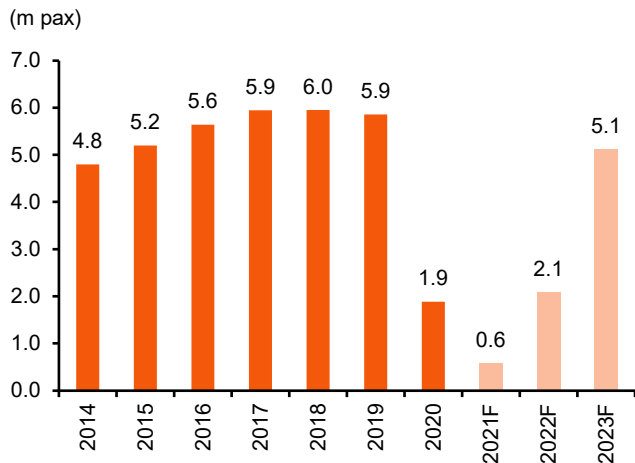
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 3: BA's Normalized Profit Vs. Gross Margin

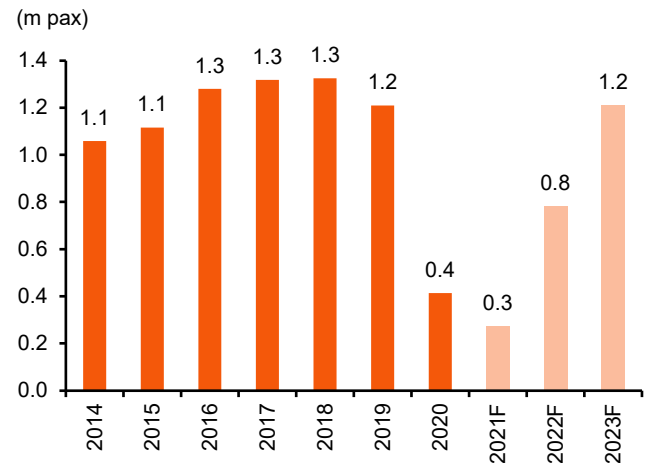
(Bt bn)



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 4: BA's Passenger Numbers

Sources: Company data, Thanachart estimates

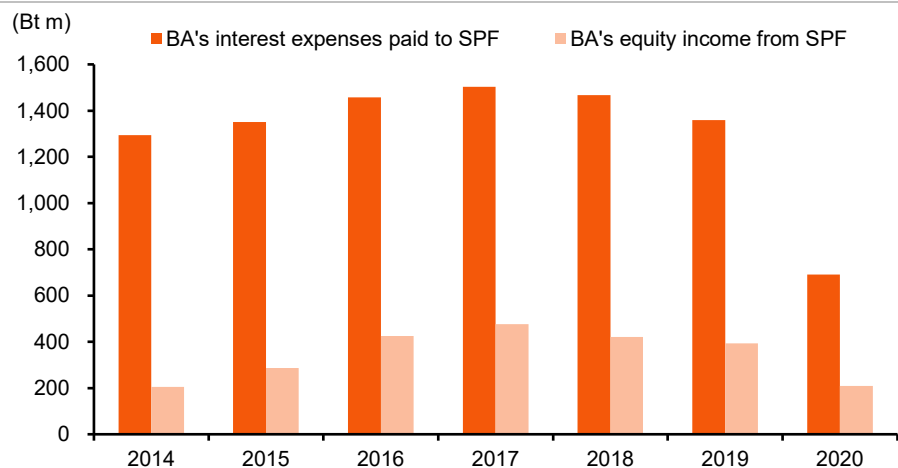
Ex 5: Samui Airport's Passenger Numbers

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 6: Our Sum-of-the-parts Valuation For BA

Bt per BA share	Our current value	Market value
Airline business	-8.0	—
Samui Airport	10.6	—
BDMS	10.3	9.2
BAFS	0.8	0.8
Total	13.5	10.0

Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 7: BA's Interest Expenses To SPF And BA's Equity Income From SPF

Sources: Company data

Ex 8: 12-month DCF-derived SOTP-based TP, Using A Base Year Of 2022F

(Bt m)	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	Terminal Value
EBITDA	(1,272)	1,775	2,671	2,851	3,039	3,236	3,441	3,654	3,877	4,139	4,398	—
Free cash flow	(1,535)	830	1,650	(1,111)	2,082	(719)	2,487	(299)	2,921	171	3,431	58,816
PV of free cash flow	(1,434)	725	1,345	(832)	1,450	(466)	1,499	(168)	1,523	80	1,478	25,344
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	1.0											
WACC (%)	7.1											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value - add investments	30,545											
Net debt (end 2017F)	25,164											
Minority interest	14											
Equity value	5,366											
# of shares (m)	2,100											
Equity value/share (Bt)	2.6											

Sum-of-the-parts	% holding	(Bt m)
Enterprise value from airline business		30,545
Investment equity value		23,280
BDMS	5.21%	21,527
BAFS	10.00%	1,753
Total enterprise value		53,826
(Less) Net debt		(25,164)
(Less) Minority interest		(14)
Total enterprise value		28,647
# of shares (fully diluted) (m shares)		2,100
Sum-of-the-parts (Bt)		13.5

Sources: Company data, Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 9: Valuation Comparison With Regional Peers

Name	BBG code	Country	EPS growth		PE		P/BV		EV/EBITDA		Div yield	
			21F	22F	21F	22F	21F	22F	21F	22F	21F	22F
			(%)	(%)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(%)	(%)
China Southern (China)	600029 CH	China	na	na	na	18.3	1.3	1.2	8.5	7.5	0.2	1.0
China Eastern	600115 CH	China	79.6	na	na	17.6	1.4	1.3	2.6	2.1	0.0	0.9
Air China (China)	601111 CH	China	82.1	na	na	17.0	1.4	1.3	13.2	7.1	0.1	1.0
Singapore Airlines	SIA SP	Singapore	79.7	na	na	38.1	1.2	1.2	13.4	6.7	0.0	0.4
Eva Airways Corp	2618 TT	Taiwan	14.5	17.0	na	na	1.3	1.4	6.6	5.9	na	na
Asia Aviation*	AAV TB	Thailand	na	na	na	23.5	0.8	0.8	96.7	18.4	0.0	1.7
Bangkok Airways*	BA TB	Thailand	na	na	na	na	1.6	1.9	na	na	0.0	0.0
Average			64.0	17.0	na	22.9	1.3	1.3	23.5	8.0	0.1	0.8

Source: Bloomberg

Note: * Thanachart estimates, using Thanachart normalized EPS

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

ครอบครัวปราสาททองโอสถ ได้ก่อตั้ง บมจ.การบินกรุงเทพ ขึ้นในปี 1968 ปัจจุบันดำเนินธุรกิจสายการบินที่ให้บริการเต็มรูปแบบ โดยมีเที่ยวบินทั้งที่ สนามบินสุวรรณภูมิและสนามบินสมุยไปยังจุดหมายปลายทางทั้งในประเทศ และต่างประเทศ นอกจากนี้ยังได้สร้างสนามบินเป็นของตัวเองที่เกาะสมุย ซึ่งเปิดให้บริการในปี 1989 BA เปิดสนามบินที่สองในจ.สุโขทัยในปี 1996 และสนามบินแห่งที่สามที่จ.ตราด ในปี 2003 นอกจากนี้ยังได้สัมปทาน 20 ปี ที่สนามบินสุวรรณภูมิในการดำเนินธุรกิจให้บริการภาคพื้นดิน การให้บริการ คลังสินค้า และการให้บริการครัวการบิน เริ่มตั้งแต่วันที่ 28 ก.ย.06 อีกด้วย

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- การเป็นเจ้าของสนามบินสมุย ทำให้มีอำนาจผูกขาดในเส้นทางบิน จาก/ไป เกาะสมุย และสามารถตั้งราคาตั๋วเครื่องบินสูงได้
- รายได้ที่ได้จากการถือหุ้นใน SPF และ BDMS จะช่วยลดความผันผวนของธุรกิจสายการบิน
- กลยุทธ์เที่ยวบินร่วมของ BA จะช่วยให้ BA เพื่อจุดหมายปลายทางได้โดยไม่ต้องลงทุนจำนวนมาก

O — Opportunity

- ประเทศไทยเป็นหนึ่งในสถานที่ที่ได้รับความนิยมจากนักท่องเที่ยว
- เกาะสมุยมีแนวโน้มการท่องเที่ยวที่แข็งแกร่ง เพราะเป็นหนึ่งในสามสถานที่ท่องเที่ยวที่นักท่องเที่ยวต่างชาตินิยม
- พื้นที่ให้บริการครอบคลุมบางส่วนของจีน ประเทศที่มีประชากรมากที่สุดเป็นอันดับ 1

CONSENSUS COMPARISON

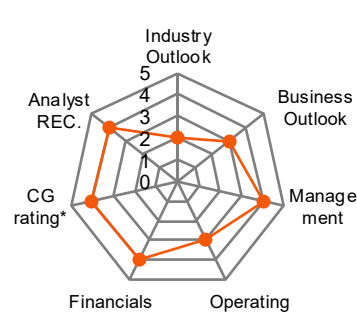
	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	10.18	13.50	33%
Net profit 21F (Bt m)	(2,958)	(3,641)	na
Net profit 22F (Bt m)	(882)	(2,894)	na
Consensus REC	BUY: 3	HOLD: 3	SELL: 1

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- เราประมาณการผลขาดทุนปี 2021-22F ซึ่งขาดทุนมากกว่าของตลาดมาก เราเชื่อว่าเป็นเพราะสมมติฐานการฟื้นตัวของผู้โดยสารที่ชะลอตัวลง และสมมติฐานราคาน้ำมันอากาศยานที่สูงขึ้น
- แต่ราคาเป้าหมายของเราสูงกว่าของตลาด เราเชื่อว่าเป็นเพราะเราให้มูลค่า SOTP ที่สูงขึ้นสำหรับธุรกิจที่ไม่ใช่สายการบิน

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart forecasts

COMPANY RATING



Rating Scale

Excellent	5
Good	4
Fair	3
Weak	2
Very Weak	1
None	0

Source: Thanachart; *CG Rating

W — Weakness

- ต้นทุนในการดำเนินงานที่สูงทำให้ยากที่จะแข่งขันได้โดยตรงกับสายการบินต้นทุนต่ำในเส้นทางที่ไม่ใช่สมุย
- การเน้นเฉพาะเส้นทางออกจาก/ไป เกาะสมุย จำกัดการเติบโตในระยะยาวของสายการบิน
- เครื่องบินส่วนใหญ่เป็นสัญญาเช่าซื้อ ทำให้ค่าใช้จ่ายค่าเช่าสูง
-

T — Threat

- เกาะสมุยสามารถรับนักท่องเที่ยวได้จำกัด และความผันผวนของน้ำมันเชื้อเพลิงเป็นความเสี่ยงหลัก
- การแข่งขันในอุตสาหกรรมการบินรุนแรง ในขณะที่ความต้องการในการท่องเที่ยวขึ้นอยู่กับเศรษฐกิจโลก
- ตัวเลือกในการเดินทางอื่นกำลังถูกพัฒนา เช่น รถไฟความเร็วสูง

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- ค่าใช้จ่ายน้ำมันเชื้อเพลิงคิดเป็น 20% ของค่าใช้จ่ายรวมของ BA ดังนั้นความผันผวนของราคาน้ำมันอากาศยานจะทำให้เกิดความเสี่ยงต่อประมาณการกำไรของเรา
- ความไม่สงบทางการเมือง และภัยธรรมชาติในประเทศไทย เป็นอีกความกังวลของเรา เนื่องจากบริษัท ที่ขึ้นอยู่สถานการณ์ที่ดีในตลาดในประเทศ
- ต้นทุนการดำเนินงานที่สูงจะทำให้ BA มีประสิทธิภาพน้อยลง และทำให้ยากในการขยายตัว

Source: Thanachart

INCOME STATEMENT

We forecast an earnings recovery in 2023...

...driven by a recovery in passenger numbers and passenger yield

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	23,962	7,666	2,112	5,919	17,464
Cost of sales	22,324	10,857	5,512	8,108	16,021
Gross profit	1,637	(3,191)	(3,400)	(2,189)	1,443
% gross margin	6.8%	-41.6%	-161.0%	-37.0%	8.3%
Selling & administration expenses	4,598	2,384	1,478	1,776	2,445
Operating profit	(2,960)	(5,576)	(4,879)	(3,965)	(1,002)
% operating margin	-12.4%	-72.7%	-231.0%	-67.0%	-5.7%
Depreciation & amortization	1,422	2,843	2,591	2,693	2,778
EBITDA	(1,539)	(2,733)	(2,288)	(1,272)	1,775
% EBITDA margin	-6.4%	-35.6%	-108.3%	-21.5%	10.2%
Non-operating income	2,517	2,356	1,830	1,887	1,937
Non-operating expenses	(4)	(2)	0	0	0
Interest expense	(1,769)	(1,117)	(1,127)	(1,241)	(1,190)
Pre-tax profit	(2,217)	(4,338)	(4,176)	(3,320)	(256)
Income tax	364	100	0	0	0
After-tax profit	(2,581)	(4,439)	(4,176)	(3,320)	(256)
% net margin	-10.8%	-57.9%	-197.7%	-56.1%	-1.5%
Shares in affiliates' Earnings	809	555	522	391	375
Minority interests	(6)	45	12	34	102
Extraordinary items	2,129	(1,444)	0	0	0
NET PROFIT	351	(5,283)	(3,641)	(2,894)	221
Normalized profit	(1,778)	(3,839)	(3,641)	(2,894)	221
EPS (Bt)	0.2	(2.5)	(1.7)	(1.4)	0.1
Normalized EPS (Bt)	(0.8)	(1.8)	(1.7)	(1.4)	0.1

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
ASSETS:					
Current assets:	12,589	3,257	2,551	2,864	3,814
Cash & cash equivalent	9,319	2,181	2,000	2,000	2,000
Account receivables	1,535	401	110	309	913
Inventories	510	477	242	356	703
Others	1,225	198	198	198	198
Investments & loans	31,971	28,305	28,305	28,305	28,305
Net fixed assets	15,608	9,777	20,186	18,493	16,716
Other assets	1,739	9,263	9,273	9,283	9,293
Total assets	61,908	50,602	60,314	58,945	58,128
LIABILITIES:					
Current liabilities:	9,257	10,677	12,020	12,372	12,983
Account payables	3,183	1,119	568	836	1,651
Bank overdraft & ST loans	50	1,105	2,165	2,232	1,983
Current LT debt	1,073	92	180	185	165
Others current liabilities	4,950	8,362	9,108	9,119	9,184
Total LT debt	16,568	12,669	24,820	25,593	22,738
Others LT liabilities	6,079	7,649	7,510	7,910	9,116
Total liabilities	31,903	30,996	44,350	45,875	44,837
Minority interest	57	14	14	14	14
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	2,100	2,100	2,100	2,100	2,100
Share premium	9,319	9,319	9,319	9,319	9,319
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	18,232	13,562	13,562	13,562	13,562
Retained earnings	296	(5,390)	(9,031)	(11,925)	(11,705)
Shareholders' equity	29,948	19,591	15,950	13,056	13,277
Liabilities & equity	61,908	50,602	60,314	58,945	58,128

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Earnings before tax	(2,217)	(4,338)	(4,176)	(3,320)	(256)
Tax paid	(100)	(378)	12	5	59
Depreciation & amortization	1,422	2,843	2,591	2,693	2,778
Chg In working capital	510	(896)	(26)	(45)	(135)
Chg In other CA & CL / minorities	1,081	5,271	1,268	432	483
Cash flow from operations	696	2,501	(330)	(236)	2,928
Capex	(1,510)	2,989	(13,000)	(1,000)	(1,000)
Right of use	0	(7,763)	(10)	(10)	(10)
ST loans & investments	0	0	0	0	0
LT loans & investments	1,201	3,665	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	2,303	141	(140)	400	1,206
Cash flow from investments	1,995	(968)	(13,150)	(610)	196
Debt financing	94	(3,598)	13,298	846	(3,124)
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	165	(203)	0	0	0
Warrants & other surplus	(1,278)	(4,870)	0	0	0
Cash flow from financing	(1,019)	(8,671)	13,298	846	(3,124)
Free cash flow	(813)	5,490	(13,330)	(1,236)	1,928

We assume capex of

Bt13bn in 2021F...

...to terminate the SPF

leasehold agreement

VALUATION

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Normalized PE (x)	na	na	na	na	112.3
Normalized PE - at target price (x)	na	na	na	na	128.5
PE (x)	70.6	na	na	na	112.3
PE - at target price (x)	80.8	na	na	na	128.5
EV/EBITDA (x)	na	na	na	na	26.9
EV/EBITDA - at target price (x)	na	na	na	na	28.9
P/BV (x)	0.8	1.3	1.6	1.9	1.9
P/BV - at target price (x)	0.9	1.4	1.8	2.2	2.1
P/CFO (x)	35.6	9.9	(75.1)	(105.0)	8.5
Price/sales (x)	1.0	3.2	11.7	4.2	1.4
Dividend yield (%)	0.8	0.0	0.0	0.0	0.0
FCF Yield (%)	(3.3)	22.2	(53.8)	(5.0)	7.8
(Bt)					
Normalized EPS	(0.8)	(1.8)	(1.7)	(1.4)	0.1
EPS	0.2	(2.5)	(1.7)	(1.4)	0.1
DPS	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
BV/share	14.3	9.3	7.6	6.2	6.3
CFO/share	0.3	1.2	(0.2)	(0.1)	1.4
FCF/share	(0.4)	2.6	(6.3)	(0.6)	0.9

Sources: Company data, Thanachart estimates

We believe BA is a

reopening play...

...though near-term

catalysts are negative

with the third virus wave

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Growth Rate					
Sales (%)	(4.7)	(68.0)	(72.5)	180.3	195.0
Net profit (%)	40.7	na	na	na	na
EPS (%)	40.7	na	na	na	na
Normalized profit (%)	na	na	na	na	na
Normalized EPS (%)	na	na	na	na	na
Dividend payout ratio (%)	59.9	0.0	0.0	0.0	0.0
Operating performance					
Gross margin (%)	6.8	(41.6)	(161.0)	(37.0)	8.3
Operating margin (%)	(12.4)	(72.7)	(231.0)	(67.0)	(5.7)
EBITDA margin (%)	(6.4)	(35.6)	(108.3)	(21.5)	10.2
Net margin (%)	(10.8)	(57.9)	(197.7)	(56.1)	(1.5)
D/E (incl. minor) (x)	0.6	0.7	1.7	2.1	1.9
Net D/E (incl. minor) (x)	0.3	0.6	1.6	2.0	1.7
Interest coverage - EBIT (x)	na	na	na	na	na
Interest coverage - EBITDA (x)	na	na	na	na	1.5
ROA - using norm profit (%)	na	na	na	na	0.4
ROE - using norm profit (%)	na	na	na	na	1.7
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	na	na	na	na	na
- asset turnover (x)	0.4	0.1	0.0	0.1	0.3
- operating margin (%)	na	na	na	na	na
- leverage (x)	2.0	2.3	3.1	4.1	4.4
- interest burden (%)	495.4	134.7	137.0	159.7	(27.4)
- tax burden (%)	na	na	na	na	na
WACC (%)	7.1	7.1	7.1	7.1	7.1
ROIC (%)	(7.3)	(14.5)	(12.5)	(7.7)	(2.1)
NOPAT (Bt m)	(2,960)	(5,576)	(3,903)	(3,172)	(802)
invested capital (Bt m)	38,320	31,276	41,115	39,066	36,163

Sources: Company data, Thanachart estimates

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้การเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

This report is prepared and issued by Thanachart Securities Public Company Limited (TNS) as a resource only for clients of TNS, Thanachart Capital Public Company Limited (TCAP) and its group companies. Copyright © Thanachart Securities Public Company Limited. All rights reserved. The report may not be reproduced in whole or in part or delivered to other persons without our written consent. Investors should use this report as one of many tools in making their investment decisions since Thanachart Securities may seek to do other business with the companies mentioned in the report. Thus, investors need to be aware that there could be potential conflicts of interest that could affect the report's neutrality.

Recommendation Structure:

Recommendations are based on absolute upside or downside, which is the difference between the target price and the current market price. If the upside is 10% or more, the recommendation is BUY. If the downside is 10% or more, the recommendation is SELL. For stocks where the upside or downside is less than 10%, the recommendation is HOLD. Unless otherwise specified, these recommendations are set with a 12-month horizon. Thus, it is possible that future price volatility may cause a temporary mismatch between upside/downside for a stock based on the market price and the formal recommendation.

For sectors, an "Overweight" sector weighting is used when we have BUYs on majority of the stocks under our coverage by market cap. "Underweight" is used when we have SELLs on majority of the stocks we cover by market cap. "Neutral" is used when there are relatively equal weightings of BUYs and SELLs.

Disclosures:

บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาต จำกัด (มหาชน) ทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ออกและเสนอขาย Derivative Warrants จำนวน 82 หลักทรัพย์ ได้แก่ ADVA16C2107A, ADVA16C2110A, AEON16C2108A, AOT16C2109A, BAM16C2107A, BAM16C2110A, BANP16C2107A, BANP16C2109A, BANP16C2110A, BCH16C2111A, BCH16C2109A, BDMS16C2107A, BDMS16C2109A, BGRI16C2110A, BH16C2109A, CBG16C2108A, CBG16C2109A, CBG16C2109B, CHG16C2111A, COM716C2107A, COM716C2110A, CPAL16C2109A, CPF16C2107A, CPF16C2108A, CPN16C2109A, DELT16C2108A, DELT16C2109A, EA16C2107A, EA16C2108A, EA16C2110A, EGCO16C2110A, EPG16C2109A, GPSC16C2109A, GPSC16C2110A, GULF16C2107A, GUNK16C2108A, GUNK16C2110A, HANA16C2107A, IRPC16C2108A, IRPC16C2110A, IVL16C2107A, IVL16C2109A, IVL16C2110A, JMT16C2110A, KBAN16C2111A, KBAN16C2107A, KBAN16C2108A, KBAN16C2109A, KCE16C2109A, KCE16C2110A, KTC16C2110A, KTC16C2110B, MINT16C2107A, MINT16C2109A, MTC16C2108A, MTC16C2109A, OR16C2107A, OR16C2108A, OR16C2109A, PRM16C2109A, PTG16C2107A, PTG16C2109A, PTT16C2109A, PTTG16C2108A, PTTG16C2110A, RBF16C2110A, RS16C2108A, RS16C2109A, S5016C2109C, S5016C2109A, S5016C2109B, S5016P2109A, S5016P2109B, SAWA16C2107A, SCGP16C2107A, SCGP16C2109A, STA16C2107A, STEC16C2110A, TASC16C2107A, TASC16C2109A, TQM16C2108A, TU16C2110A (underlying securities are ADVANC, AEONTS, AOT, BAM, BANPU, BCH, BDMS, BGRIM, BH, CBG, CHG, COM7, CPALL, CPF, CPN, DELTA, EA, EGCO, EPG, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, IRPC, IVL, JMT, KBANK, KCE, KTC, MINT, MTC, OR, PRM, PTG, PTT, PTTGC, RBF, RS, SET50, SAWAD, SCGP, STA, STEC, TASCO, TQM, TU). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ธนชาต จำกัด (TCAP) ซึ่งเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาต จำกัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 50.96 มีสัดส่วนการถือหุ้น บริษัท ราชธานีลิซซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) ทั้งทางตรงและทางอ้อม มากกว่าร้อยละ 56 และเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ THANI

บริษัทธนชาต จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทยธนชาต จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 50.96 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TTB ร้อยละ 20.1 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

บริษัทธนชาต จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลิซซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมไรสมิล แอนด์ แกรนารี จำกัด (มหาชน) (PRG) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท ธนชาต จำกัด (มหาชน) TCAP มีการรวมกัน ได้แก่ นายสมเจตน์ หม่อศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน) EASTW มีการรวมกัน ได้แก่ นางอศวีณี ไตลิ่งคะ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการตรวจสอบของ EASTW และ ทำหน้าที่ กรรมการบริษัท กรรมการบริหารของ TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ: ** "บริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจำหน่าย หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภที่ไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน มีผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ "หุ้นกู้ บริษัท สหกลีควิเบเมนท์ จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 1/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2565" ที่ออกโดย บริษัท สหกลีควิเบเมนท์ จำกัด (มหาชน) (SQ) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

หมายเหตุ: ** "บริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) ผู้จัดการการจำหน่ายหุ้นกู้ หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภที่ไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีประกัน และมีผู้แทน ผู้ถือหุ้นกู้ของบริษัท สวนอุตสาหกรรมโรจนะ จำกัด (มหาชน) (ROJNA) ครั้งที่ 3/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2566" ที่ออกโดย บริษัท สวนอุตสาหกรรมโรจนะ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

Thanachart Research Team

หัวหน้าฝ่าย

พิมพ์ผกา นิजारุณ, CFA
Tel: 662-779-9199
pimpaka.nic@thanachartsec.co.th

อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เติบเรอ
พัทธดนย์ บุญนาค
Tel: 662-483-8298
pattadol.bun@thanachartsec.co.th

ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน, ประกัน
สรัชดา ศรีทรง
Tel: 662-779-9106
sarachada.sor@thanachartsec.co.th

กลยุทธ์การลงทุน
อดิศักดิ์ ผู้พัฒนาหลักทรัพย์, CFA
Tel: 662-779-9120
adisak.phu@thanachartsec.co.th

กลยุทธ์การลงทุน
เถลิงศักดิ์ คูเจริญไพศาล
Tel: 662-483-8304
thaloengsak.kuc@thanachartsec.co.th

พลังงาน, ปิโตรเคมี, กระดาษ
จักร เรืองสินภิญญา
Tel: 662-779-9104
chak.reu@thanachartsec.co.th

อสังหาริมทรัพย์, พาณิชยกรรม
พรรณารายณ์ ตียะพิทยารัตน์
Tel: 662-779-9109
phannarai.von@thanachartsec.co.th

ขนส่ง, รับเหมา
ศักดิ์สิทธิ์ พัฒนานารักษ์
Tel: 662-779-9112
saksid.pha@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์เทคนิค
ภัทรวัลย์ หวังมิ่งมาศ
Tel: 662-779-9105
pattarawan.wan@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์เชิงปริมาณ
สิทธิเชษฐ์ รุ่งรัศมีพัฒน์
Tel: 662-483-8303
sittichet.run@thanachartsec.co.th

สาธารณูปโภค, สื่อสาร
ณัฐภาพ ประสิทธิ์สุขสันต์
Tel: 662-483-8296
nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th

ยานยนต์, นิคมฯ, Property Fund, REITs, บ้านเช่า
รดา ลิ้มสุทธิวันภูมิ
Tel: 662-483-8297
rata.lim@thanachartsec.co.th

Small Cap, การแพทย์, โรงแรม
ศิริพร อรุณทัย
Tel: 662-779-9113
siriporn.aru@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์ทางเทคนิค
วิชานันท์ ธรรมบำรุง
Tel: 662-779-9123
witchanan.tam@thanachartsec.co.th

นักวิเคราะห์, แพล
ลาภินี ทิพย์มณฑล
Tel: 662-779-9115
lapinee.dib@thanachartsec.co.th

Data Support Team

มณฤดี เพชรแสงใสกุล
Tel: 662-779-9108
monrudee.pet@thanachartsec.co.th

สุนทร รักษาวัตร
Tel: 662-779-9117
sunet.rak@thanachartsec.co.th

เกษมรัตน์ จิตกุลชล
Tel: 662-779-9118
kasemrat.jit@thanachartsec.co.th

สุขสวัสดิ์ ลิมาวงษ์ปรางค์
Tel: 662-779-9116
suksawat.lim@thanachartsec.co.th

วารทิพย์ รุ่งประดับวงศ์
Tel: 662-779-9114
varathip.run@thanachartsec.co.th

สุจินตนา สดภาพร
Tel: 662-779-9198
sujintana.sth@thanachartsec.co.th

Thanachart Securities Pcl.

Research Team
19 Floor, MBK Tower
444 Phayathai Road, Pathumwan Road, Bangkok 10330
Tel: 662 -779-9119
Email: thanachart.res@thanachartsec.co.th