

SELL (Unchanged)

TP: Bt 2.30

(From: Bt 2.00)

Change in Numbers

Downside : 22.3%

29 JUNE 2022

Asia Aviation Pcl (AAV TB)

เผชิญแรงต้าน

แม้ผู้โดยสารจะมีแนวโน้มการฟื้นตัวที่แข็งแกร่ง แต่ AAV กำลังเผชิญกับแรงต้านมากมาย เราปรับลดประมาณการกำไร และเลื่อนปีที่กลับมาทำกำไรออกไปเป็นปี 2024F แม้จะปรับมาใช้ปีฐาน 2023F แต่ราคาเป้าหมายของเราอยู่ที่ 2.3 บาท เท่านั้น เรายังคงคำแนะนำ “ขาย” AAV



SAKSID PHADTHANANARAK

662 - 779 9112

saksid.pha@thanachartsec.co.th

แรงต้าน

บทวิเคราะห์นี้เป็นส่วนหนึ่งของบทวิเคราะห์กลุ่มขนส่งทางอากาศของประเทศไทย “เปิดน่านฟ้า” วันที่ 29 มิถุนายน 2022 แม้ผู้โดยสารจะมีแนวโน้มฟื้นตัวแข็งแกร่ง แต่ก็มีอุปสรรคมากมายสำหรับการฟื้นตัวของธุรกิจของ AAV ได้แก่ 1) ราคาน้ำมันอากาศยาน (34% ของต้นทุนรวมในปี 2019) ปัจจุบันทำสถิติสูงสุดที่ US\$167/bbl (เทียบกับ US\$110 ใน 1Q22 และ US\$78 ในปี 2019) 2) ค่าใช้จ่ายดำเนินงานสนามบินของ AAV ลดลงจาก 12% ของต้นทุนทั้งหมดในปี 2019 เหลือเพียง 1% ในปี 2021 เนื่องจากการหยุดชะงักของเที่ยวบินในช่วงวิกฤตโควิด และ AOT ออกมาตรการช่วยเหลือ แต่มาตรการเหล่านี้จะสิ้นสุดในเดือนมีนาคม 2023 3) ขีดความสามารถในการให้บริการของสายการบินทั่วโลกที่เพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็วมาอยู่ที่ 85% ของระดับปี 2019 ในขณะนี้ และสายการบินของไทยซึ่งรวมถึง AAV ที่กำลังเพิ่ม capacity น่าจะทำให้การแข่งขันกลับมารุนแรง และ 4) เราคาดว่าดอกเบี้ยจ่ายของ AAV จะเพิ่มขึ้นเนื่องจากแนวโน้มอัตราดอกเบี้ยที่สูงขึ้น และอันดับความน่าเชื่อถือของหุ้นกู้ของไทยแอร์เอเชีย (ถือหุ้น 100%) อยู่ที่ BB

น่าจะกลับมาทำกำไรออกไปยังปี 2024F

เราปรับลดประมาณการกำไรของเราสำหรับ AAV ในปี 2022-24F (Exhibit 1) เพื่อสะท้อนปัจจัยลบที่กล่าวข้างต้น และปัจจุบันเราคาดว่าจะกลับมาทำกำไรออกไปยังปี 2024F แทนที่จะเป็นปี 2023F จากสมมติฐานปริมาณการขนส่งผู้โดยสาร (RPKs) ของเราที่อยู่ที่ 47/66/82% ของระดับปี 2019 และราคาน้ำมันอากาศยานที่ US\$135/118/104/bbl ในปี 2022-24F เราคาดว่า AAV จะสามารถส่งผ่านภาระต้นทุนที่เพิ่มขึ้นได้ส่วนหนึ่ง ซึ่งสะท้อนให้เห็นในสมมติฐานรายได้ปริมาณการผลิตด้านผู้โดยสาร (RASK) ของเราที่ 1.6-1.8 บาท ในปี 2022-24F เทียบกับ 1.3 บาท ใน 1Q22 AAV ขาดทุนในปี 2019 เมื่อ RASK อยู่ที่ 1.5 บาท และราคาน้ำมันอากาศยานที่ US\$78/bbl ด้วยปรับมาใช้ปีฐาน 2023F ราคาเป้าหมายของเรา (fully diluted) อยู่ที่ 2.3 บาท (จาก 2.0 บาท)

มูลค่าแพง

ราคาหุ้นของ AAV พุ่งขึ้น 27% จากระดับต่ำสุดในปีนี้จากแนวโน้มการฟื้นตัวของการท่องเที่ยวที่แข็งแกร่งหลังจากการเปิดประเทศอีกครั้ง เรายังคงแนะนำ “ขาย” AAV เนื่องจากกลับมาทำกำไรออกไปเป็นปี 2024F และมีมูลค่าที่แพงที่ PE ที่ 51 เท่า ในปี 2024F เทียบกับ PE ก่อนเกิดโควิดเฉลี่ยเจ็ดปีในปี 2012-17 ที่ 21 เท่า งบดุลยังอ่อนแอ ทำให้หุ้นกู้อายุ 2 ปีใหม่ของไทยแอร์เอเชียเสนออัตราดอกเบี้ยสูงถึง 6.8%

เราชอบธุรกิจสนามบินมากกว่าสายการบิน

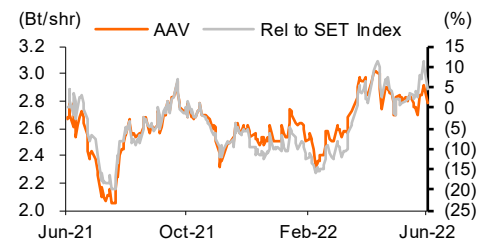
ในกลุ่มฯ นี้ เรามองว่าบมจ. ท่าอากาศยานไทย (AOT “ซ้อ”) เป็นผู้ที่ได้ประโยชน์โดยตรงที่สุดและมากที่สุดจาก operating leverage ที่มีต่อการท่องเที่ยวของไทย ด้วยกำไรฟื้นตัวในปี FY23F และทำสถิติสูงสุดในปี FY24F ซึ่งไม่เพียงแต่ได้แรงหนุนจากการฟื้นตัวของผู้โดยสารเท่านั้น แต่ยังมีรายได้สัมปทานที่เพิ่มขึ้นจากการเก็บรายได้ประกันขั้นต่ำในสัมปทานปลอดอากรใหม่ที่สูงกว่าสัมปทานเดิม 2.4 เท่า (ดูรายละเอียดเพิ่มเติมในบทวิเคราะห์ AOT “ฟื้นตัวอย่างรวดเร็ว” วันที่ 29 มิถุนายน 2022)

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้วัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและเป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไม่เข้าข่าย ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	3,828	21,778	32,422	38,669
Net profit	(6,647)	(6,423)	(557)	752
Consensus NP	—	(4,744)	(34)	1,303
Diff frm cons (%)	—	na	na	(42.3)
Norm profit	(4,785)	(6,423)	(557)	752
Prev. Norm profit	—	(6,034)	805	1,710
Chg frm prev (%)	—	na	na	(56.0)
Norm EPS (Bt)	(0.59)	(0.50)	(0.04)	0.06
Norm EPS grw (%)	na	na	na	na
Norm PE (x)	na	na	na	50.6
EV/EBITDA (x)	na	4.7	6.5	5.1
P/BV (x)	1.6	2.8	2.9	2.8
Div yield (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE (%)	na	na	na	5.7
Net D/E (%)	13.7	28.4	34.0	24.9

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 28-Jun-22 (Bt)	2.96
Market Cap (US\$ m)	989.6
Listed Shares (m shares)	11,735.7
Free Float (%)	34.8
Avg Daily Turnover (US\$ m)	2.0
12M Price H/L (Bt)	3.02/2.05
Sector	Transportation
Major Shareholder	Mr. Tassapon Bijleveld 40.5%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ



Ex 1: Key Assumption Changes

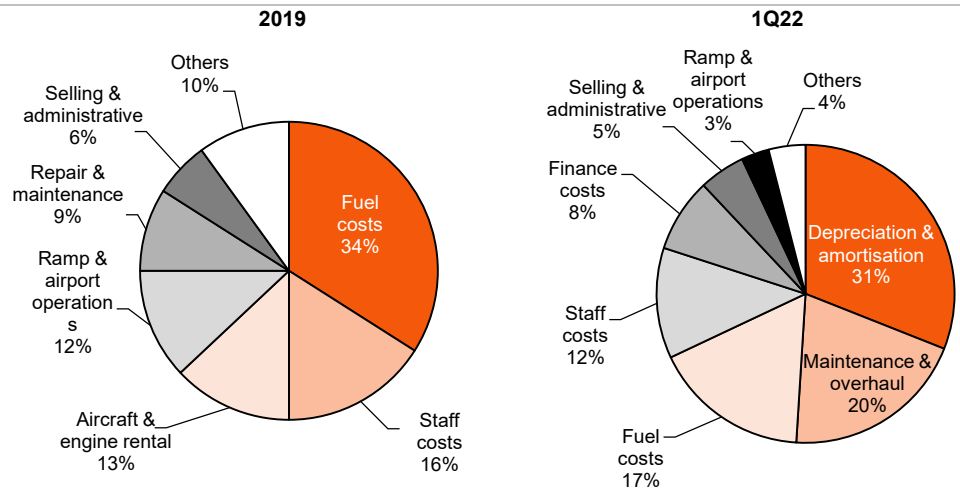
	2020	2021	2022F	2023F	2024F
Revenues per ASK (Bt)					
New	1.3	1.3	1.6	1.8	1.8
Old			1.4	1.6	1.5
Change (%)			14.3	12.5	20.0
Costs per ASK (Bt)					
New	2.3	4.5	2.3	1.9	1.7
Old			2.1	1.5	1.4
Change (%)			9.5	26.7	21.4
Jet fuel price (Bt/bbl)					
New	46	75	135	118	104
Old			80	80	80
Change (%)			68.8	47.5	30.0
Normalized earnings (Bt bn)					
New	(4.9)	(4.8)	(6.4)	(0.6)	0.8
Old			(6.0)	0.8	1.7
Change (%)			na	na	(56.0)

Source: Company data, Thanachart estimates

Ex 2: Jet Fuel Price

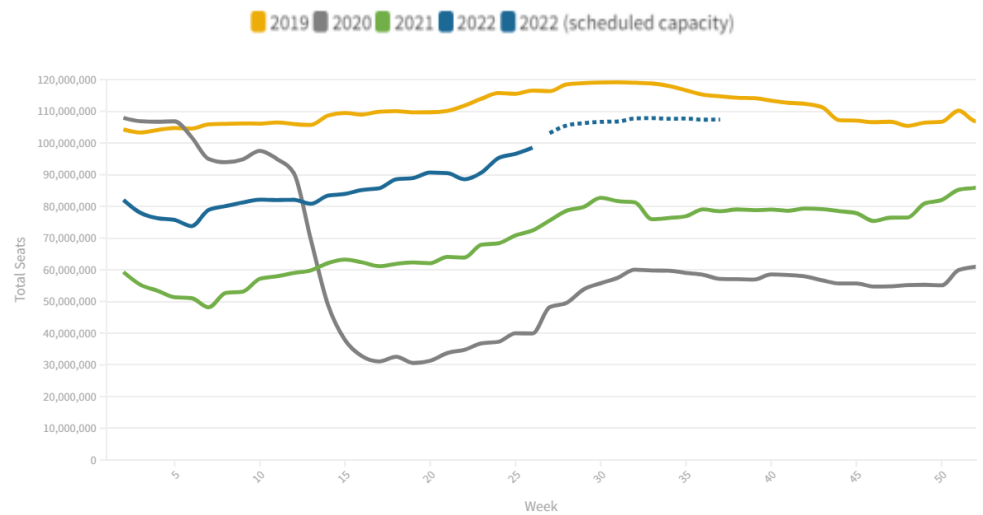
Source: Bloomberg

Ex 3 AAV's Cost Breakdown



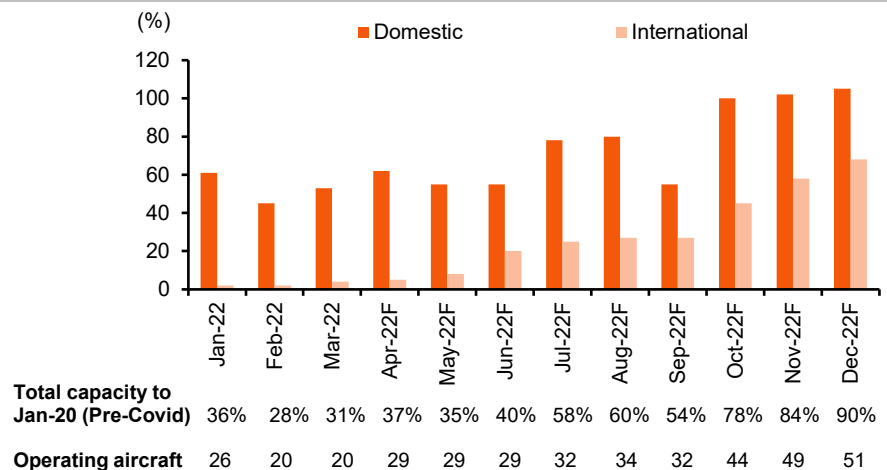
Source: Company data

Ex 4: Global Airlines' Total Seats

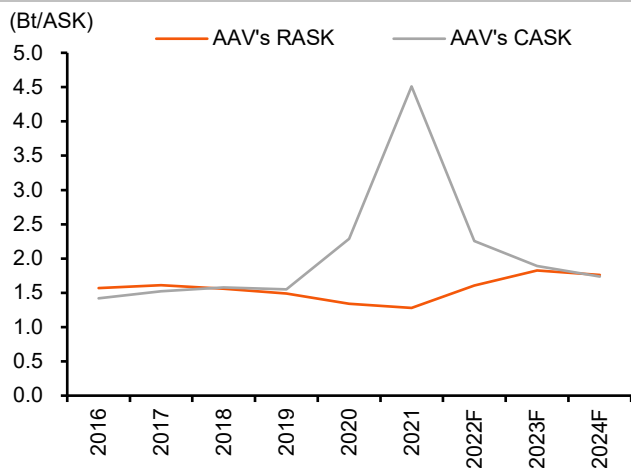


Source: OAG

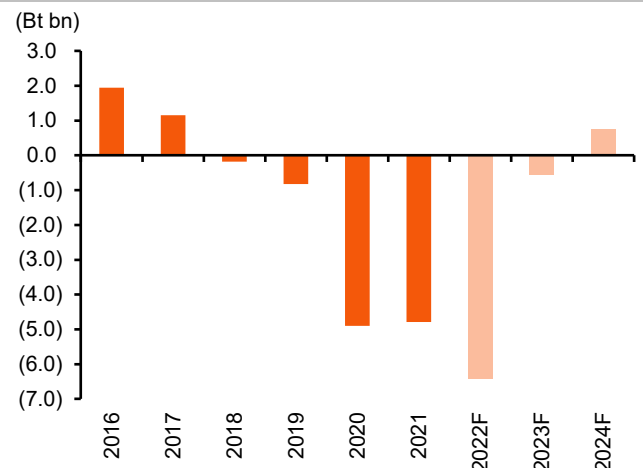
Ex 5: Thai AirAsia's Capacity Deployment Plan



Source: Company data

Ex 6: AAV's RASK Vs. CASK

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 7: AAV's Earnings

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 8: 12-month DCF-based TP Calculation Using A Base Year Of 2023F

(Bt m)	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	Terminal Value
EBITDA	6,527	8,142	8,441	8,786	8,904	8,951	9,045	9,132	9,232	9,362	—
Free cash flow	912	2,427	2,580	2,852	2,969	3,013	3,089	3,166	3,247	3,360	42,411
PV of free cash flow	910	2,420	1,960	1,976	1,878	1,738	1,625	1,520	1,368	1,285	16,224
Risk-free rate (%)	2.5										
Market risk premium (%)	8.0										
Beta	1.0										
WACC (%)	9.1										
Terminal growth (%)	2.0										
Enterprise value - add investments	32,904										
Net debt (2022F)	3,823										
Minority interest	—										
Equity value	29,082										
# of shares (m)*	12,850										
Target price/share (Bt)	2.30										

Source: Company, Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 9: Valuation Comparison With Regional Peers

Company	Code	Country	EPS Growth		PE		P/BV		EV/EBITDA		Div. Yield	
			22F (%)	23F (%)	22F (x)	23F (x)	22F (x)	23F (x)	22F (x)	23F (x)	22F (%)	23F (%)
Air Arabia PJSC	AIRARABI UH	UAE	55.6	0.0	8.8	8.8	1.8	1.7	5.4	5.4	6.9	7.1
EasyJet PLC	EZJ LN	UK	na	na	128.7	11.0	1.2	1.0	4.8	3.4	0.0	1.8
Singapore Airlines	SIA SP	Singapore	na	193.0	64.9	22.2	1.3	1.3	5.9	4.8	0.7	2.3
Eva Airways Corp	2618 TT	Taiwan	126.5	9.4	10.5	9.6	1.8	1.6	4.6	4.1	3.2	3.4
China Southern (China)	600029 CH	China	9.3	na	na	37.8	2.0	2.0	14.8	8.3	0.0	0.5
China Eastern	600115 CH	China	(0.4)	90.9	na	54.0	2.4	2.2	34.6	9.4	0.0	0.5
Air China (China)	601111 CH	China	23.7	na	na	36.7	3.2	2.9	71.8	10.0	0.0	0.4
Asia Aviation	AAV TB*	Thailand	na	na	na	na	2.8	2.9	4.7	6.5	0.0	0.0
Bangkok Airways	BA TB*	Thailand	na	na	na	na	2.3	2.5	na	49.4	0.0	0.0
Average			42.9	73.3	53.2	25.7	2.1	2.0	18.3	11.3	1.2	1.8

Source: Bloomberg

Note: * Thanachart estimates using Normalized EPS

Based on 28 Jun-22 closing prices

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บริษัท เอเชีย เอวิเอชั่น จำกัด (มหาชน) เป็นผู้ถือหุ้น 100% ใน Thai AirAsia ผู้นำในการให้บริการสายการบินราคาประหยัดในประเทศไทย ณ 1Q22 สายการบินบริหารเครื่องบิน 60 ลำ โดยมีศูนย์ปฏิบัติการการบิน 4 แห่งในประเทศไทย ซึ่งได้แก่ ท่าอากาศยานสุวรรณภูมิ ท่าอากาศยานดอนเมือง ภูเก็ต และเชียงใหม่ พื้นที่ให้บริการ คือ ภูมิภาคเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ และมีระยะเวลาของเที่ยวบินจากศูนย์ปฏิบัติการการบินไม่เกิน 4 ชั่วโมง

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- เป็นหนึ่งในสายการบินราคาประหยัดที่มีต้นทุนต่ำที่สุดในเอเชีย
- โมเดลการสร้างรายได้มาจากการขายเส้นทางและรายได้จากบริการเสริม
- การเป็นสมาชิกใน AirAsia group ทำให้บริษัทฯ ได้ประโยชน์ในเชิงของการเพิ่มอำนาจการต่อรอง เพิ่มโอกาสที่จะขายตัวแก่ลูกค้า (cross-selling) และการประหยัดจากขนาด (economies of scale)

O — Opportunity

- ภูมิภาคเอเชียเป็นหนึ่งในตลาดสายการบินราคาประหยัดที่มีการเติบโตเร็วที่สุดในโลก
- ประเทศไทยเป็นจุดหมายปลายทางยอดนิยมอันดับต้นๆของนักท่องเที่ยว
- พื้นที่ให้บริการครอบคลุมบางส่วนของจีน และอินเดีย ประเทศที่มีประชากรมากที่สุดเป็นอันดับ 1 และ 2 ของโลก

CONSENSUS COMPARISON

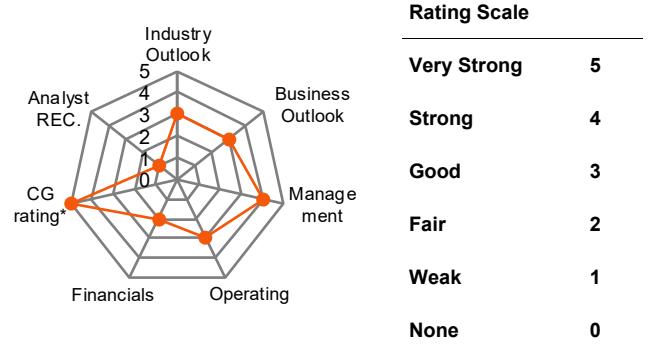
	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	2.88	2.30	-20%
Norm profit 22F (Bt m)	(4,744)	(6,423)	na
Norm profit 23F (Bt m)	(34)	(557)	na
Consensus REC	BUY: 3	HOLD: 1	SELL: 5

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- คาดการณ์ผลขาดทุนของเราในปี 2022-23F นั้นสูงกว่าประมาณการของตลาด ซึ่งอาจเป็นเรามองว่าการแข่งขันจะกลับมารุนแรงขึ้น ทำให้ AAV ไม่สามารถส่งต่อต้นทุนที่เพิ่มขึ้นได้อย่างเต็มที่
- ราคาเป้าหมายของเรายังต่ำกว่าของตลาดตามประมาณการกำไรของเราที่ต่ำกว่า

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart forecasts

COMPANY RATING



Source: Thanachart; *CG Rating

Rating Scale

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

W — Weakness

- เครื่องบินทุกลำเป็นเครื่องบินเช่า ซึ่งเป็นสาเหตุให้มีค่าใช้จ่ายดำเนินงานสูง
- ให้บริการในพื้นที่จำกัด และมีระยะเวลาของเที่ยวบินจากศูนย์ปฏิบัติการการบินไม่เกิน 4 ชั่วโมง
- ฐานะทางการเงินอ่อนแอ เนื่องจากวิกฤติโควิด-19 ที่ยืดเยื้อ

T — Threat

- ความเสี่ยงจากความผันผวนของราคาน้ำมัน
- อุตสาหกรรมการบินมีการแข่งขันรุนแรง ขณะที่ความต้องการท่องเที่ยวยังขึ้นอยู่กับสถานการณ์เศรษฐกิจโลก
- การขนส่งโดยวิธีอื่น เช่นรถไฟความเร็วสูง

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- การระบาดของโควิดที่ลดลง ถือเป็น upside risk เนื่องจากจะส่งผลเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญต่อการฟื้นตัวของท่องเที่ยวของประเทศไทย
- ค่าใช้จ่ายน้ำมันเป็นหนึ่งในต้นทุนหลักของไทยแอร์เอเชีย ราคาน้ำมันเครื่องบินที่ต่ำกว่าที่คาดจะเป็น upside risk ต่อกำไรของเรา
- RASK ที่สูงกว่าที่คาดไว้เนื่องจากการแข่งขันที่ไม่รุนแรงจะเป็น upside risk ต่อประมาณการกำไรของเรา

Source: Thanachart

INCOME STATEMENT

We delay AAV's profit-making year to 2024F...

...given airlines' fast capacity ramp-ups making us concerned about fierce competition returning

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	13,634	3,828	21,778	32,422	38,669
Cost of sales	20,484	11,223	25,785	28,842	33,021
Gross profit	(6,850)	(7,395)	(4,007)	3,581	5,648
% gross margin	-50.2%	-193.2%	-18.4%	11.0%	14.6%
Selling & administration expenses	1,665	1,236	2,396	2,432	2,900
Operating profit	(8,516)	(8,630)	(6,403)	1,149	2,747
% operating margin	-62.5%	-225.4%	-29.4%	3.5%	7.1%
Depreciation & amortization	6,355	5,434	15,276	5,378	5,394
EBITDA	(2,161)	(3,196)	8,873	6,527	8,142
% EBITDA margin	-15.8%	-83.5%	40.7%	20.1%	21.1%
Non-operating income	750	339	442	425	420
Non-operating expenses	0	(43)	0	0	0
Interest expense	(1,800)	(1,899)	(2,304)	(2,270)	(2,227)
Pre-tax profit	(9,566)	(10,234)	(8,265)	(696)	940
Income tax	(660)	(1,741)	(1,653)	(139)	188
After-tax profit	(8,906)	(8,493)	(6,612)	(557)	752
% net margin	-65.3%	-221.8%	-30.4%	-1.7%	1.9%
Shares in affiliates' Earnings	0	0	0	0	0
Minority interests	4,008	3,708	189	0	0
Extraordinary items	134	(1,862)	0	0	0
NET PROFIT	(4,764)	(6,647)	(6,423)	(557)	752
Normalized profit	(4,898)	(4,785)	(6,423)	(557)	752
EPS (Bt)	(0.6)	(0.8)	(0.5)	(0.0)	0.1
Normalized EPS (Bt)	(0.6)	(0.6)	(0.5)	(0.0)	0.1

BALANCE SHEET

We expect a successful capital call to allow AAV to survive the COVID-19 crisis

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
ASSETS:					
Current assets:	2,760	7,673	5,459	4,813	5,047
Cash & cash equivalent	1,110	5,360	3,000	2,000	2,000
Account receivables	284	563	656	977	1,165
Inventories	240	230	283	316	362
Others	1,125	1,520	1,520	1,520	1,520
Investments & loans	0	0	0	0	0
Net fixed assets	6,230	5,277	5,287	5,209	5,115
Other assets	58,987	58,258	58,299	58,299	58,299
Total assets	67,978	71,208	69,045	68,321	68,461
LIABILITIES:					
Current liabilities:	17,823	17,560	17,275	17,400	17,444
Account payables	757	989	2,273	2,542	2,911
Bank overdraft & ST loans	1,000	829	738	691	585
Current LT debt	2,286	2,742	1,521	1,424	1,205
Others current liabilities	13,780	13,000	12,743	12,743	12,744
Total LT debt	4,672	4,093	4,563	4,272	3,615
Others LT liabilities	28,122	32,726	33,742	33,742	33,742
Total liabilities	50,617	54,380	55,580	55,414	54,801
Minority interest	3,094	(3,372)	0	0	0
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	485	988	1,285	1,285	1,285
Share premium	2,600	10,897	15,800	15,800	15,800
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	(204)	2,141	(3,372)	(3,372)	(3,372)
Retained earnings	11,386	6,175	(248)	(805)	(53)
Shareholders' equity	14,266	20,201	13,465	12,908	13,660
Liabilities & equity	67,978	71,208	69,045	68,321	68,461

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Earnings before tax	(9,566)	(10,234)	(8,265)	(696)	940
Tax paid	660	1,740	1,654	139	(188)
Depreciation & amortization	6,355	5,434	15,276	5,378	5,394
Chg In working capital	209	(36)	1,138	(85)	134
Chg In other CA & CL / minorities	5,076	(4,740)	3,304	0	0
Cash flow from operations	2,734	(7,835)	13,106	4,736	6,282
Capex	12,292	(4,481)	(5,300)	(5,300)	(5,300)
Right of use	(28,527)	243	(10,000)	0	0
ST loans & investments	0	0	0	0	0
LT loans & investments	13	0	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	13,512	7,688	989	0	0
Cash flow from investments	(2,710)	3,450	(14,311)	(5,300)	(5,300)
Debt financing	(1,983)	(3,948)	(842)	(436)	(982)
Capital increase	0	8,800	5,200	0	0
Dividends paid	0	0	0	0	0
Warrants & other surplus	(914)	3,782	(5,513)	0	0
Cash flow from financing	(2,896)	8,634	(1,155)	(436)	(982)
Free cash flow	15,026	(12,316)	7,806	(564)	982

VALUATION

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Normalized PE (x)	na	na	na	na	50.6
Normalized PE - at target price (x)	na	na	na	na	39.3
PE (x)	na	na	na	na	50.6
PE - at target price (x)	na	na	na	na	39.3
EV/EBITDA (x)	na	na	4.7	6.5	5.1
EV/EBITDA - at target price (x)	na	na	3.7	5.2	4.0
P/BV (x)	1.7	1.6	2.8	2.9	2.8
P/BV - at target price (x)	1.3	1.3	2.2	2.3	2.2
P/CFO (x)	8.6	(3.1)	2.9	8.0	6.1
Price/sales (x)	2.5	9.1	1.6	1.1	0.9
Dividend yield (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
FCF Yield (%)	63.8	(51.4)	20.6	(1.5)	2.6
(Bt)					
Normalized EPS	(0.6)	(0.6)	(0.5)	(0.0)	0.1
EPS	(0.6)	(0.8)	(0.5)	(0.0)	0.1
DPS	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
BV/share	1.8	1.8	1.0	1.0	1.1
CFO/share	0.3	(1.0)	1.0	0.4	0.5
FCF/share	1.9	(1.5)	0.6	(0.0)	0.1

Sources: Company data, Thanachart estimates

Valuation now looks expensive to us at PE of 51x in 2024F

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Growth Rate					
Sales (%)	(66.1)	(71.9)	468.8	48.9	19.3
Net profit (%)	na	na	na	na	na
EPS (%)	na	na	na	na	na
Normalized profit (%)	na	na	na	na	na
Normalized EPS (%)	na	na	na	na	na
Dividend payout ratio (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Operating performance					
Gross margin (%)	(50.2)	(193.2)	(18.4)	11.0	14.6
Operating margin (%)	(62.5)	(225.4)	(29.4)	3.5	7.1
EBITDA margin (%)	(15.8)	(83.5)	40.7	20.1	21.1
Net margin (%)	(65.3)	(221.8)	(30.4)	(1.7)	1.9
D/E (incl. minor) (x)	0.5	0.5	0.5	0.5	0.4
Net D/E (incl. minor) (x)	0.4	0.1	0.3	0.3	0.2
Interest coverage - EBIT (x)	na	na	na	0.5	1.2
Interest coverage - EBITDA (x)	na	na	3.9	2.9	3.7
ROA - using norm profit (%)	na	na	na	na	1.1
ROE - using norm profit (%)	na	na	na	na	5.7
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	na	na	na	na	5.7
- asset turnover (x)	0.2	0.1	0.3	0.5	0.6
- operating margin (%)	na	na	na	na	8.2
- leverage (x)	3.8	4.0	4.2	5.2	5.1
- interest burden (%)	123.2	122.8	138.7	(44.2)	29.7
- tax burden (%)	na	na	na	na	80.0
WACC (%)	9.1	9.1	9.1	9.1	9.1
ROIC (%)	(32.2)	(40.9)	(22.8)	5.3	12.7
NOPAT (Bt m)	(8,516)	(8,630)	(5,122)	919	2,198
invested capital (Bt m)	21,114	22,506	17,287	17,294	17,065

Sources: Company data, Thanachart estimates

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ 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 ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ออกและเสนอขาย Derivative Warrants จำนวน 77 หลักทรัพย์ ได้แก่ ADVANC16C2210A, AMAT16C2209A, AMAT16C2206A, AOT16C2209A, AOT16C2206A, AWC16C2207A, BAM16C2206A, BAM16C2207A, BANPU16C2210A, BANP16C2207A, BCH16C2207A, BEC16C2207A, BGRI16C2209A, BLA16C2209A, BLA16C2205A, BLA16C2208A, CBG16C2210A, CBG16C2207A, CENTEL16C2209A, CHG16C2207A, COM716C2211A, COM716C2208A, COM716C2209A, DOHO16C2207A, EA16C2206A, EA16C2207A, EA16C2209A, ESSO16C2209B, ESSO16C2209A, GPSC16C2206A, GPSC16C2207A, GPSC16C2209A, GULF16C2210A, GULF16C2207A, GUNK16C2206A, GUNK16C2207A, GUNK16C2209A, HANA16C2207A, HANA16C2209A, IVL16C2209A, IVL16C2206A, JMART16C2210A, JMART16C2206A, JMT16C2210A, JMT16C2207A, KBAN16C2206A, KBAN16C2208A, KBAN16C2209A, KCE16C2208A, KCE16C2209A, KTC16C2209A, MEGA16C2207A, MINT16C2211A, MINT16C2207A, MTC16C2209A, PTG16C2209A, PTTE16C2209A, PTTG16C2207A, RBF16C2209A, RCL16C2208A, SET5016P2209B, S5016C2206A, S5016C2209A, S5016P2206A, S5016P2206B, S5016P2209A, SAWA16C2209A, SCB16C2208A, SPRC16C2209A, STEC16C2209A, SYNE16C2206A, TOP16C2211A, TOP16C2206A, TTA16C2211A, TTA16C2207A, TTA16C2208A, TU16C2210A, WHA16C2209A (underlying securities are ADVANC, AMATA, AOT, AWC, BAM, BANPU, BCH, BEC, BGRIM, BLA, CBG, CENTEL, CHG, COM7, DOHOME, EA, ESSO, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, IVL, JMART, JMT, KBANK, KCE, KTC, MEGA, MINT, MTC, PTG, PTTEP, PTTGC, RBF, RCL, SET50, SAWAD, SCB, SPRC, STEC, SYNEX, TOP, TTA, TU, WHA). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ทูธนชาติ จำกัด (TCAP) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 100 และ TCAP เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของ บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 50.96 โดย ทูธนชาติ จำกัด (TCAP) และ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd มี สัดส่วนการถือหุ้น บริษัท ราชธานีลิซซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) ทั้งทางตรงและทางอ้อม ร้อยละ 60 และเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ THANI

บริษัท ทูธนชาติ จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทยธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 50.96 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TTB ร้อยละ 23 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

บริษัท ทูธนชาติ จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลิซซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมโรซมิล แอนด์ แกรนารี จำกัด (มหาชน) (PRG) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท ทูธนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ หมุศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน) EASTW มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นางอติวีณี ไตลิ่งคะ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการตรวจสอบของ EASTW และ ทำหน้าที่ กรรมการบริษัท กรรมการบริหารของ TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ: ** "บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจำหน่ายหุ้นกู้ หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน มีผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ "หุ้นกู้ บริษัท สหกลีดิควิปเมนท์ จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 1/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2565" ที่ออกโดย บริษัท สหกลีดิควิปเมนท์ จำกัด (มหาชน) (SQ) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

หมายเหตุ: ** "บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) ผู้จัดการการจำหน่ายหุ้นกู้ หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีประกัน และมีผู้แทน ผู้ถือหุ้นกู้ ของบริษัท 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 นิจารุณ, CFA

Tel: 662-779-9199

pimpaka.nic@thanachartsec.co.th

Strategy, ประกัน, กระดาษ

จักร เรื่องสิทธิสัญญา

Tel: 662-779-9104

chak.reu@thanachartsec.co.th

สาธารณูปโภค, สื่อสาร

ณัฐภาพ ประสิทธิ์สุทัศน์

Tel: 662-483-8296

nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th

อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เติบเรื่อ

พัทธดนย์ บุณนาค

Tel: 662-483-8298

pattadol.bun@thanachartsec.co.th

อสังหาริมทรัพย์, พาณิชย

พรรณารายณ์ ดิยะพิทยารัตน์

Tel: 662-779-9109

phannarai.von@thanachartsec.co.th

ยานยนต์, นิคมฯ, Property Fund, REITs, บันเทิง

รดา ลิ้มสุทธิวันภูมิ

Tel: 662-483-8297

rata.lim@thanachartsec.co.th

ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน

สรชดา ศรทรง

Tel: 662-779-9106

sarachada.sor@thanachartsec.co.th

ขนส่ง, รับเหมา

ศักดิ์สิทธิ์ พัฒนานารักษ์

Tel: 662-779-9112

saksid.pha@thanachartsec.co.th

Small Cap, การแพทย์, โรงแรม

ศิริพร อรุโณทัย

Tel: 662-779-9113

siriporn.aru@thanachartsec.co.th

พลังงาน, ปิโตรเคมี

ยุพาพรรณ พลพรประเสริฐ

Tel: 662-779-9110

yupapan.pol@thanachartsec.co.th

นักวิเคราะห์, แพล

ลาภินี ทิพยมณฑล

Tel: 662-779-9115

lapinee.dib@thanachartsec.co.th

กลยุทธ์การลงทุน

อดิศักดิ์ ผู้พัฒนาหลักทรัพย์, CFA

Tel: 662-779-9120

adisak.phu@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์เทคนิค

ภัทรวัลย์ หวังมิ่งมาศ

Tel: 662-779-9105

pattarawan.wan@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์ทางเทคนิค

วิชานันท์ ชรรคมป่ารุง

Tel: 662-779-9123

witchanan.tam@thanachartsec.co.th

กลยุทธ์การลงทุน

เถลิงศักดิ์ กุเจริญไพศาล

Tel: 662-483-8304

thaloengsak.kuc@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์เชิงปริมาณ

สิทธิเชษฐ รุ่งรัมย์พัฒน์

Tel: 662-483-8303

sittichet.run@thanachartsec.co.th

ผู้ช่วยนักวิเคราะห์-กลยุทธ์การลงทุน

นลภรณ์ คลังเปรมจิตต์

Tel: 662-779-9107

nariporn.kla@thanachartsec.co.th

Data Support Team

มลฤดี เพชรแสงใสกุล

Tel: 662-779-9108

monrudee.pet@thanachartsec.co.th

เกษมรัตน์ จิตกุล

Tel: 662-779-9118

kasemrat.jit@thanachartsec.co.th

วารทิพย์ รุ่งประดับวงศ์

Tel: 662-779-9114

varathip.run@thanachartsec.co.th

สุนทร รักษาวัต

Tel: 662-779-9117

sunet.rak@thanachartsec.co.th

สุขสวัสดิ์ ลิมาวงษ์ปราณี

Tel: 662-779-9116

suksawat.lim@thanachartsec.co.th

สุจินตนา สถาพร

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