

Thailand Air Transportation

เปิดหน้าฟ้า

Sector Valuation			Current price	Target price	Market	Norm EPS grw		— Norm PE —		— P/BV —		— Div. yield —	
Company	BBG Code	Rec.	(Bt)	(Bt)	Cap (US\$ m)	2022F (%)	2023F (%)	2022F (x)	2023F (x)	2022F (x)	2023F (x)	2022F (%)	2023F (%)
Asia Aviation	AAV TB	SELL	2.96	2.30	990	na	na	na	na	2.8	2.9	0.0	0.0
Airports of Thailand	AOT TB	BUY	72.00	85.00	29,302	na	na	na	182.7	10.3	9.9	0.0	0.3
Bangkok Airways	BA TB	BUY	11.10	13.50	664	na	na	na	na	2.3	2.5	0.0	0.0

Source: Thanachart estimates, Based on 28 June 2022 closing prices

เราให้น้ำหนักลงทุนกลุ่มขนส่งทางอากาศเป็น “OVERWEIGHT” จากนโยบายการกลับมาเปิดประเทศอย่างเต็มที่ของรัฐบาล และอุตสาหกรรมที่มีแนวโน้มฟื้นตัวแข็งแกร่ง AOT เป็น Top Sector Pick ของเรา และเราแนะนำ “ซื้อ” BA เช่นกัน เนื่องจากมีมูลค่าที่น่าสนใจ

เป็น laggard play สำหรับการฟื้นตัวของการท่องเที่ยว

แม้จะมีการระบาดของโอไมครอน และสงครามรัสเซีย - ยูเครน แต่ปริมาณการขนส่งผู้โดยสารระหว่างประเทศ (RPKs) ในสหรัฐ และยุโรป ฟื้นตัวเป็น 75% และ 74% ของระดับปี 2019 ในเดือนเมษายน 2022 ตามข้อมูลของสมาคมขนส่งทางอากาศระหว่างประเทศ (IATA) แต่เนื่องจากยังคงมีข้อจำกัดด้านการเดินทาง RPKs ในภูมิภาคเอเชียจึงเพิ่มขึ้นเพียง 22% ของปี 2019 สำหรับประเทศไทย บมจ. ท่าอากาศยานไทย (AOT “ซื้อ”) รายงานจำนวนผู้โดยสารระหว่างประเทศที่ 13/22/28% ของปี FY19 ในเดือนเมษายน-มิถุนายน 2022 โดยเราคาดว่าจะอยู่ที่ 14% ในปี FY22F (สิ้นงวดเดือนกันยายน 2022) และ 55/94% ในปี FY23-24F

สายการบินกับแรงต้าน

จากรายงานของ Official Aviation Guide of the Airways (OAG) ชี้ความสามารถในการรองรับ (capacity) ของสายการบินทั่วโลกกลับมาอยู่ที่ 85% ของปี 2019 ไทยแอร์เอเชีย สายการบินต้นทุนต่ำรายใหญ่ที่สุดในไทยมีแผนที่จะเพิ่ม capacity จาก 37% ของระดับก่อนโควิดใน 2Q22 เป็น 57-84% ใน 3Q-4Q22F การเพิ่ม capacity อย่างรวดเร็วทั่วโลกอาจทำให้เกิดการแข่งขันที่รุนแรงต่อผู้ประกอบการสายการบินในช่วงที่มีแรงกดดันด้านต้นทุนสูง ราคาน้ำมันอากาศยาน (30-35% ของต้นทุนรวมในปี 2019) กำลังอยู่ใกล้ระดับสูงสุดที่ US\$168/bbl ค่าใช้จ่ายดำเนินการสนามบิน (10-15% ของค่าใช้จ่ายรวม) น่าจะเพิ่มขึ้นในปีหน้า หลังจากมาตรการช่วยเหลือของ AOT สิ้นสุดลงในเดือนมีนาคม 2023 อัตราดอกเบี้ยที่สูงขึ้นน่าจะทำให้ดอกเบี้ยจ่ายเพิ่มขึ้นด้วยเช่นกัน สายการบินไทยขาดทุนก่อนวิกฤตโควิดในปี 2019 จากการแข่งขันที่รุนแรงและราคาน้ำมันอากาศยานอยู่ที่ US\$78/bbl

AOT ได้ประโยชน์ที่สุดในมุมมองของเรา

AOT เป็น Top Pick ของเรา (ดูบทวิเคราะห์ AOT “ฟื้นตัวอย่างรวดเร็ว” วันที่ 29 มิถุนายน 2022) ด้วยเป็นผู้ที่ได้ประโยชน์โดยตรงที่สุดจากการท่องเที่ยวของไทยที่ฟื้นตัว ด้วยมี operating leverage สูงสุด ธุรกิจที่มีลักษณะเกือบผูกขาด อัตราส่วนหนี้สินต่อทุนที่ต่ำ และกำไรที่ฟื้นตัวในปี FY23F และทำสถิติสูงสุดในปี FY24F ซึ่งไม่เพียงแต่ได้แรงหนุนจากการฟื้นตัวของผู้โดยสารเท่านั้น แต่ยังมีการได้สัมปทานที่สูงขึ้นจากการเก็บรายได้ประกันขั้นต่ำสัมปทานปลอดอากรใหม่ที่สนามบินสุวรรณภูมิจากเดือนเม.ย.2023F ที่สูงกว่าสัมปทานเดิมในปี FY19 ราว 2.4 เท่า

เราแนะนำ “ซื้อ” BA ด้วยเช่นกัน

เราไม่ชอบอุตสาหกรรมสายการบิน และเรายังคงแนะนำ “ขาย” AAV (ดูบทวิเคราะห์ บมจ. เอเชีย เอวิเอชั่น (AAV) “เผชิญแรงต้าน” วันที่ 29 มิถุนายน 2022) อย่างไรก็ตาม เราให้คำแนะนำ “ซื้อ” บมจ. การบินกรุงเทพ (BA) (ดูบทวิเคราะห์ BA “มูลค่าไม่แพง” วันที่ 29 มิถุนายน 2022) เนื่องจากมีมูลค่าถูก มีการกระจายความเสี่ยงทางธุรกิจไปสู่ธุรกิจสนามบิน และแผนการเสริมความแข็งแกร่งของงบดุล โดยรับกระแสเงินสดในอนาคตจากการให้เข้าสนามบินสมุยแก่กอง REIT

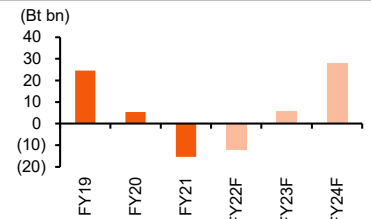


SAKSID PHADTHANANARAK

662 – 779-9112

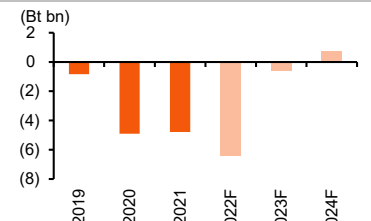
saksid.pha@thanachartsec.co.th

AOT's Earnings



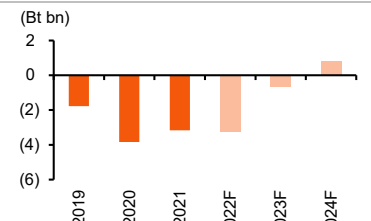
Sources: Company data, Thanachart estimates

AAV's Earnings



Sources: Company data, Thanachart estimates

BA's Earnings



Sources: Company data, Thanachart estimates

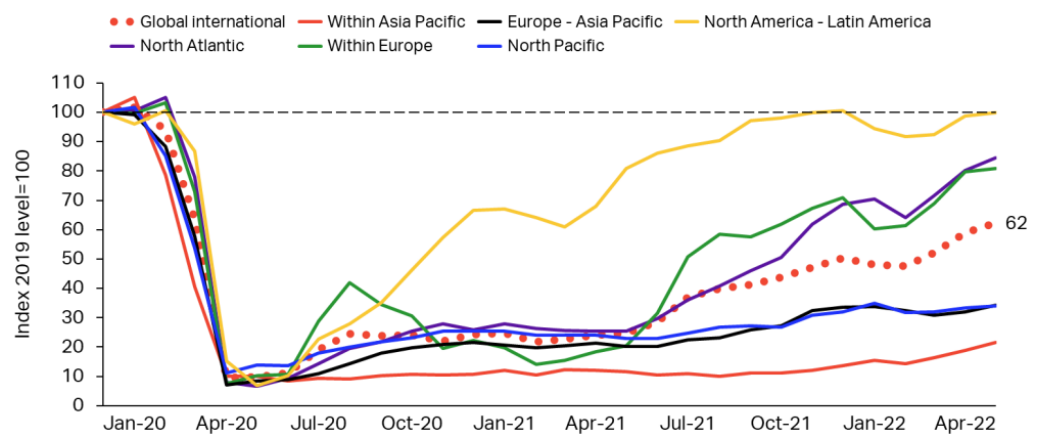
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

Ex 1: Air Passenger Market In April 2022

	April 2022 (% chg. Vs the same month in 2019)			
	Total market		International	
	RPK	ASK	RPK	ASK
Total	(37.2)	(32.9)	(43.4)	(38.6)
Africa	(44.7)	(40.0)	(47.1)	(42.6)
Asia-Pacific	(68.1)	(61.0)	(78.4)	(73.7)
Europe	(24.5)	(19.2)	(25.8)	(20.0)
Latin America	(15.9)	(14.6)	(30.1)	(29.8)
Middle East	(34.4)	(26.0)	(35.0)	(26.8)
North America	(9.7)	(10.8)	(24.7)	(21.3)

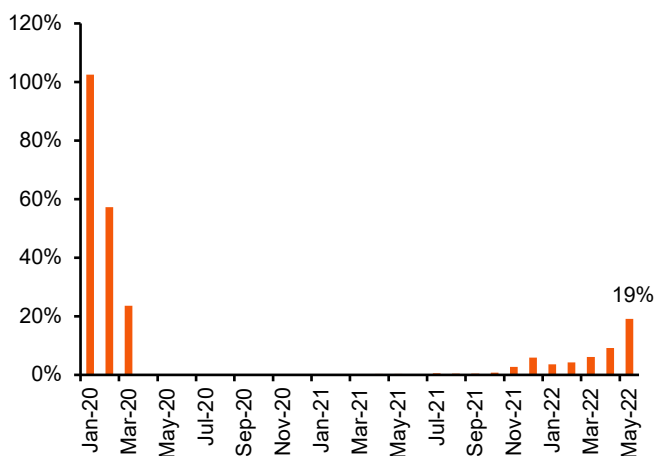
Source: IATA

Ex 2: International Air Connectivity Index



Sources: IATA Connectivity Index Using Data From OAG

Ex 3: Thailand's Tourist Arrivals As % Of The 2019 Level

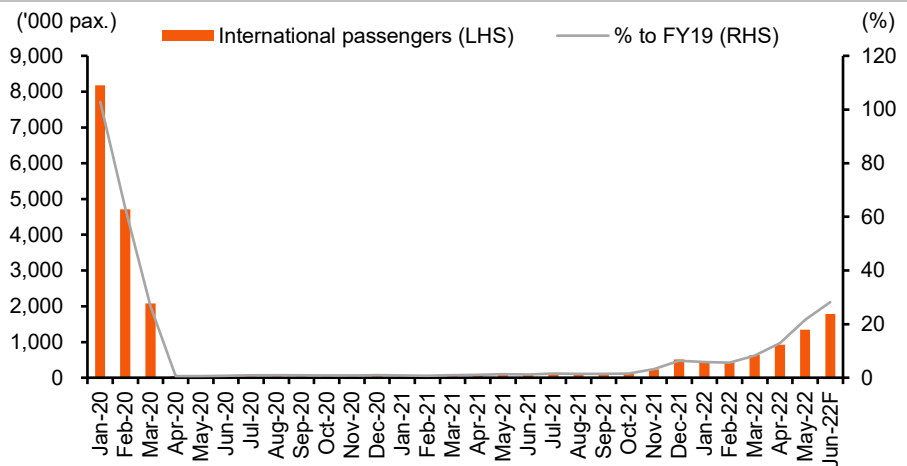


Source: TAT

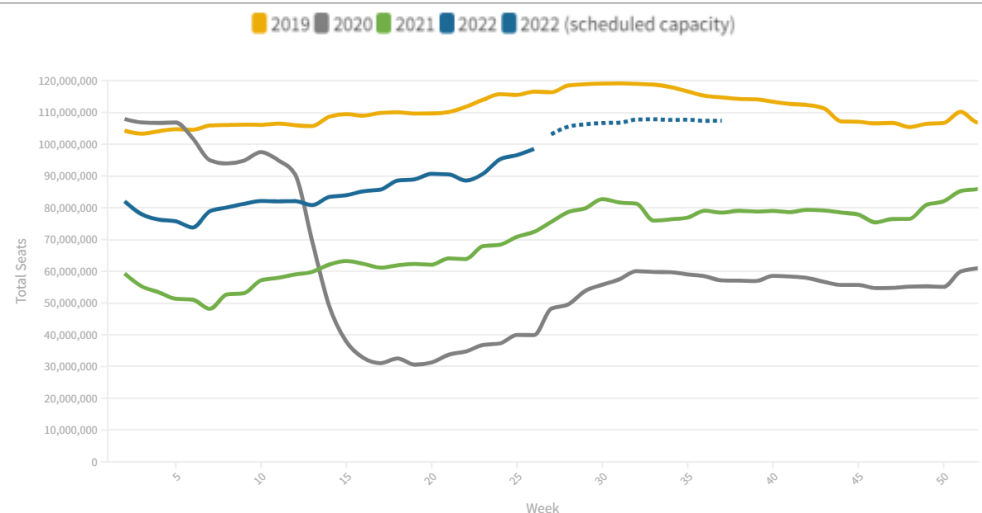
Ex 4: Thailand's Top Tourist Arrival Countries

2019		May-22	
China	28%	India	15%
Malaysia	11%	Malaysia	11%
India	5%	Singapore	7%
S Korea	5%	US	5%
Laos	5%	UK	5%

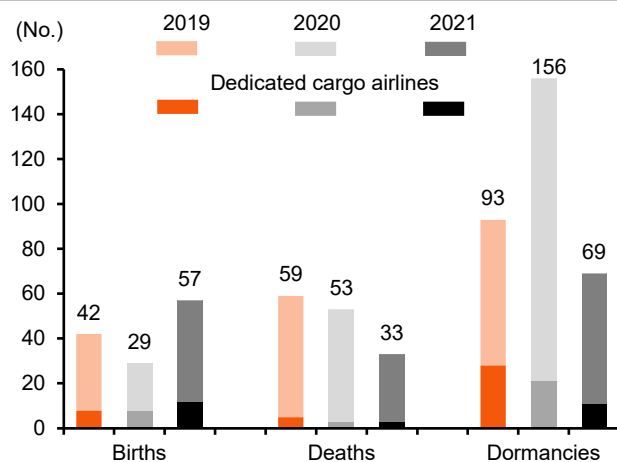
Source: TAT

Ex 5: AOT's Monthly International Passengers

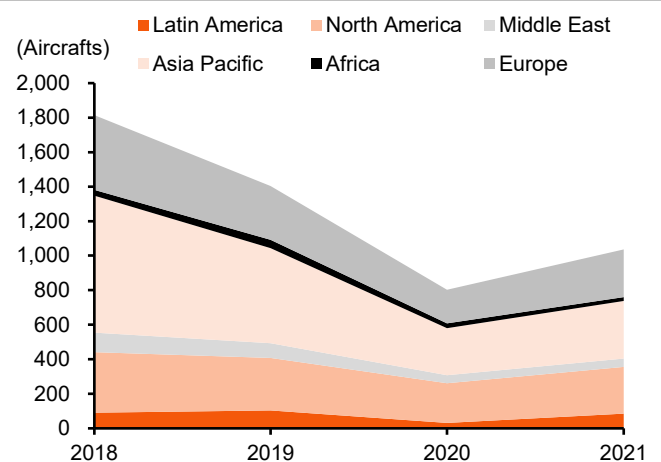
Source: Company data

Ex 6: Total Global Airline Seats

Source: OAG

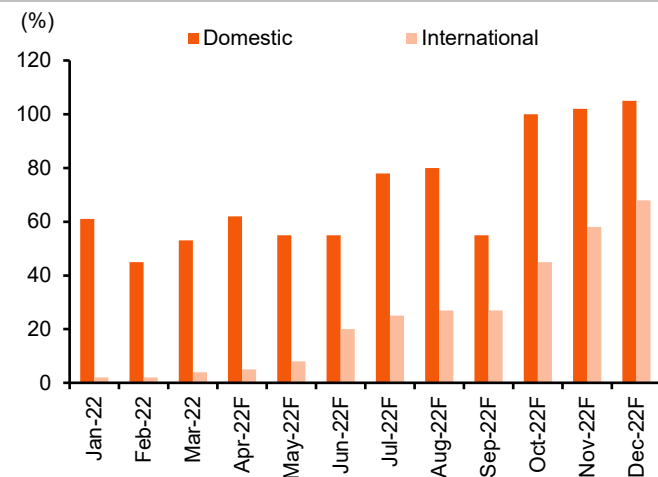
Ex 7: Number Of Airline Births, Deaths And Dormancies

Source: IATA

Ex 8: Aircraft Deliveries In Each Region

Source: IATA

Ex 9: Thai AirAsia's Capacity Deployment Plan



Source: AAV

Ex 10: Major Thai Airlines' Fleets

Airplanes	2019	2022F
Thai Airways	83	41
Bangkok Airways	40	30
Thai AirAsia	63	53
Nok Air	24	23
Thai Smile	20	20
Thai Lion Air	34	16
Thai Vietjet Air	11	20
Total	275	203
Low-cost airlines' fleet	152	132

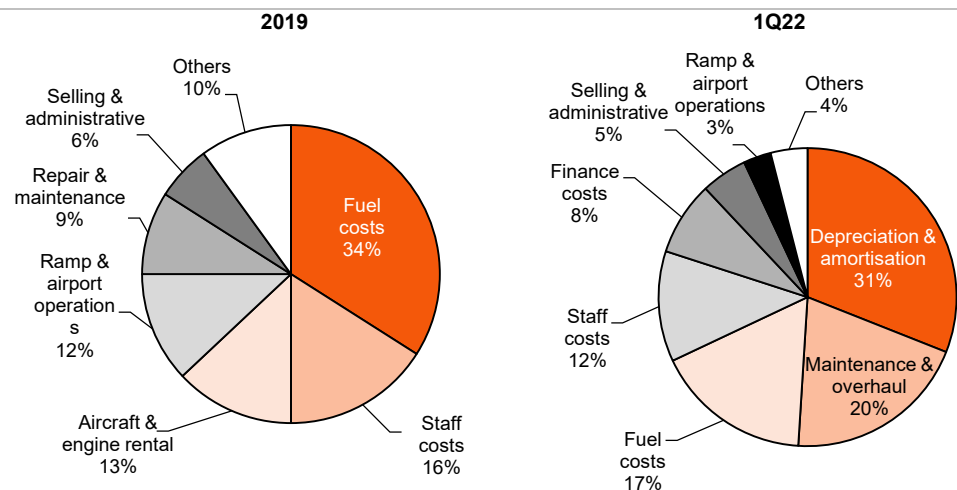
Source: AAV

Ex 11: Jet Fuel Price



Source: Bloomberg

Ex 12: Thai AirAsia's Cost Structure In 2019 Vs. 1Q22



Source: AAV

Ex 13: Sector Valuation Comparison

		AAV	AOT	BA	Industry
Rating		SELL	BUY	BUY	Overweight
Target price (Bt)	Thanachart	2.30	85.00	13.50	
	Consensus	2.88	73.81	12.14	
Consensus rec.	BUY	3.0	17.0	2.0	
	HOLD	1.0	7.0	3.0	
	SELL	5.0	2.0	1.0	
Sales (Bt m)	2021	3,828	7,086	2,717	13,631
	2022F	21,778	14,870	8,541	45,189
	2023F	32,422	42,465	14,814	89,701
	2024F	38,669	74,290	19,724	132,683
Norm profits (Bt m)	2021	(4,785)	(15,319)	(3,171)	(23,275)
	2022F	(6,423)	(12,079)	(3,260)	(21,762)
	2023F	(557)	5,630	(664)	4,409
	2024F	752	28,213	803	29,769
Sales growth (%)	2021	(71.9)	(77.3)	(64.6)	(74.0)
	2022F	468.8	109.9	214.4	231.5
	2023F	48.9	185.6	73.4	98.5
	2024F	19.3	74.9	33.2	47.9
Norm EPS growth (%)	2021	na	na	na	na
	2022F	na	na	na	na
	2023F	na	na	na	na
	2024F	na	401.1	na	575.2
Operating margin (%)	2021	(225.4)	(242.7)	(182.2)	(225.8)
	2022F	(29.4)	(84.7)	(45.4)	(50.6)
	2023F	3.5	24.0	(9.9)	11.0
	2024F	7.1	51.7	(1.7)	30.7
ROE (%)	2021	na	na	na	na
	2022F	na	na	na	na
	2023F	na	5.5	na	5.5
	2024F	5.7	24.9	8.3	13.0
Dividend yield (%)	2021	0.0	0.0	0.0	0.0
	2022F	0.0	0.0	0.0	0.0
	2023F	0.0	0.3	0.0	0.1
	2024F	0.0	1.6	0.0	0.5
P/BV (x)	2021	1.6	9.2	1.8	4.2
	2022F	2.8	10.3	2.3	5.1
	2023F	2.9	9.9	2.5	5.1
	2024F	2.8	8.4	2.3	4.5
Norm PE (x)	2021	na	na	na	na
	2022F	na	na	na	na
	2023F	na	182.7	na	246.5
	2024F	50.6	36.5	29.0	36.5
EV/EBITDA (x)	2021	na	na	na	na
	2022F	4.7	na	na	4.7
	2023F	6.5	44.3	49.4	33.4
	2024F	5.1	19.6	19.8	14.8
Net D/E (x)	2021	0.1	(0.1)	1.5	0.5
	2022F	0.3	0.1	2.0	0.8
	2023F	0.3	0.1	2.0	0.8
	2024F	0.2	(0.1)	1.6	0.6

Sources: Company data; Thanachart estimates

STOCK PERFORMANCE

	Absolute (%)				Rel SET (%)			
	1M	3M	12M	YTD	1M	3M	12M	YTD
SET INDEX	(2.7)	(5.3)	1.0	(3.8)	—	—	—	—
Transportation	2.1	6.5	6.0	9.2	4.8	11.8	5.0	13.0
AAV TB	5.0	13.0	11.3	16.5	7.7	18.3	10.3	20.3
AOT TB	4.3	9.9	16.1	18.0	7.0	15.3	15.2	21.8
BA TB	5.7	9.9	16.2	13.8	8.4	15.2	15.3	17.7

Source: Bloomberg

SECTOR - SWOT ANALYSIS

S — Strength	W — Weakness
▪ ประเทศไทยเป็นจุดหมายปลายทางยอดนิยมของนักท่องเที่ยว ▪ AOT ดำเนินธุรกิจให้บริการท่าอากาศยานที่มีลักษณะผูกขาด ▪ ด้วยรายได้ต่อ GDP ที่สูง รัฐบาลจึงพยายามสนับสนุนและส่งเสริมอุตสาหกรรมการท่องเที่ยวอยู่เสมอ	▪ AOT และสายการบินของไทย มีความหลากหลายทางรายได้เพียงเล็กน้อย รายได้จึงขึ้นอยู่กับจำนวนผู้โดยสารเป็นหลัก ▪ ขีดความสามารถในการรองรับที่จำกัดของ AOT ทำให้พวกเขาพลาดโอกาสที่จะได้รับประโยชน์อย่างเต็มที่จากอุตสาหกรรมการท่องเที่ยวที่แข็งแกร่งของประเทศไทย
O — Opportunity	T — Threat
▪ เศรษฐกิจที่เติบโตแข็งแกร่งในภูมิภาคเอเชีย-แปซิฟิก ช่วยผลักดันการเติบโตของอุตสาหกรรมการท่องเที่ยวในภูมิภาค ▪ ความเชี่ยวชาญทางการแพทย์ของไทยยังเป็นปัจจัยผลักดันการท่องเที่ยวของไทยอีกด้วย	▪ การแข่งขันของสายการบินรุนแรง และสายการบินของไทยประสบปัญหาในการแข่งขันกับสายการบินต่างชาติของประเทศผู้ผลิตน้ำมัน ▪ อัตราเงินเฟ้อที่เพิ่มขึ้นทำให้ต้นทุนเพิ่มขึ้น โดยเฉพาะน้ำมันอากาศยาน ▪ การระบาดของโรคเป็นภัยคุกคามต่ออุตสาหกรรม

REGIONAL COMPARISON

Name	—EPS growth—		— PE —		— P/BV —		— EV/EBITDA —		— Div. Yield —	
	22F	23F	22F	23F	22F	23F	22F	23F	22F	23F
	(%)	(%)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(%)	(%)
China	24.6	61.5	10.8	35.1	2.1	1.9	26.2	11.0	1.3	1.9
Germany	90.6	127.7	29.2	12.5	1.1	1.0	15.0	11.6	0.0	1.3
Japan	97.8	na	na	58.5	3.3	2.9	25.6	13.8	0.1	0.6
Mexico	36.3	11.8	15.5	13.9	3.0	2.8	9.9	9.1	3.7	4.2
Singapore	348.6	171.3	57.0	21.0	2.0	1.9	13.1	8.5	1.0	2.6
UAE	55.6	na	8.8	8.8	1.8	1.7	5.4	5.4	6.9	7.1
UK	na	na	128.7	11.0	1.2	1.0	4.8	3.4	0.0	1.8
Taiwan	126.5	9.4	10.5	9.6	1.8	1.6	4.6	4.1	3.2	3.4
Thailand	na	na	na	246.5	5.1	5.1	4.7	33.4	0.0	0.1
Average	111.4	76.3	37.2	46.3	2.4	2.2	12.1	10.3	2.3	2.6
AAV TB	na	na	na	na	2.8	2.9	4.7	6.5	0.0	0.0
AOT TB	na	na	na	182.7	10.3	9.9	na	44.3	0.0	0.3
BA TB	na	na	na	na	2.3	2.5	na	49.4	0.0	0.0
Average	na	na	na	246.5	5.1	5.1	4.7	33.4	0.0	0.1

Sources: Bloomberg Consensus
Note: * Thanachart estimate – using normalized EPS

SELL (Unchanged)

Change in Numbers

TP: Bt 2.30

Downside : 22.3%

(From: Bt 2.00)

29 JUNE 2022

Small Cap Research

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 “เปิดหน้าฟ้า” 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% จากระดับต่ำสุดในปีนี้จากแนวโน้มการฟื้นตัวของท่องเที่ยวที่แข็งแกร่งหลังจากการเปิดประเทศอีกครั้ง เรายังคงแนะนำ “ขาย” AAV เนื่องจากกลับมาทำกำไรช้าออกไปเป็น 2024F และมีมูลค่าที่แพงที่ PE ที่ 51 เท่า ในปี 2024F เทียบกับ PE ก่อนเกิดโควิดเฉลี่ยเจ็ดปีในปี 2012-17 ที่ 21 เท่า งบดุลยังอ่อนแอ ทำให้หุ้นอายุ 2 ปีใหม่ของไทยแอร์เอเชียเสนออัตราดอกเบี้ยสูงถึง 6.8%

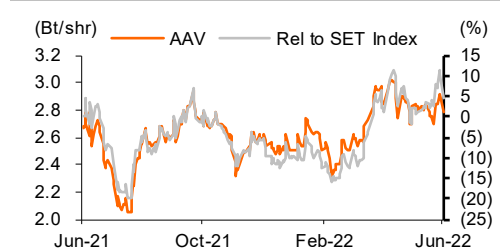
เราชอบธุรกิจสนามบินมากกว่าสายการบิน

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

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

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้วัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและเป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือชักชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน



Ex 1: Key Assumption Changes

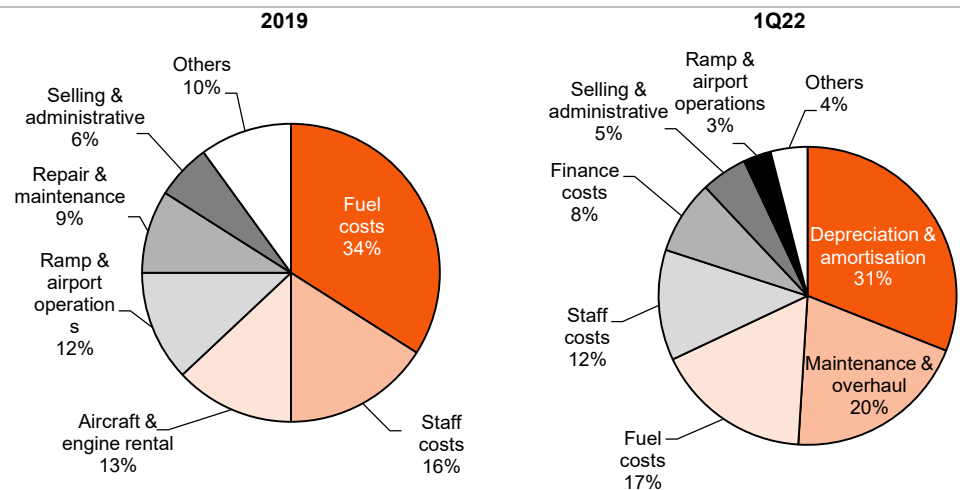
	2020	2021	2022F	2023F	2024F
Revenues per ASK (Bt)					
New	1.3	1.3	1.6	1.8	1.8
Old			1.4	1.6	1.5
Change (%)			14.3	12.5	20.0
Costs per ASK (Bt)					
New	2.3	4.5	2.3	1.9	1.7
Old			2.1	1.5	1.4
Change (%)			9.5	26.7	21.4
Jet fuel price (Bt/bbl)					
New	46	75	135	118	104
Old			80	80	80
Change (%)			68.8	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

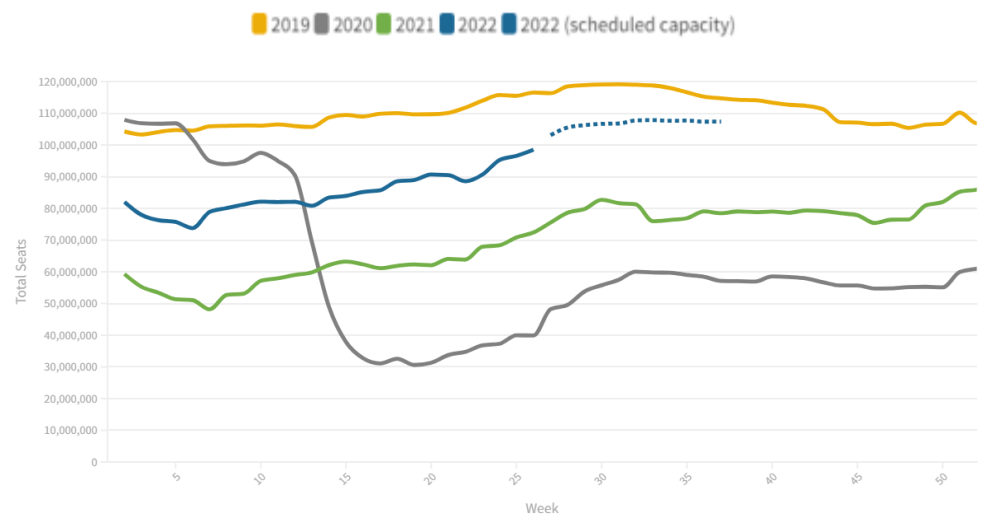
Source: Bloomberg

Ex 3 AAV's Cost Breakdown



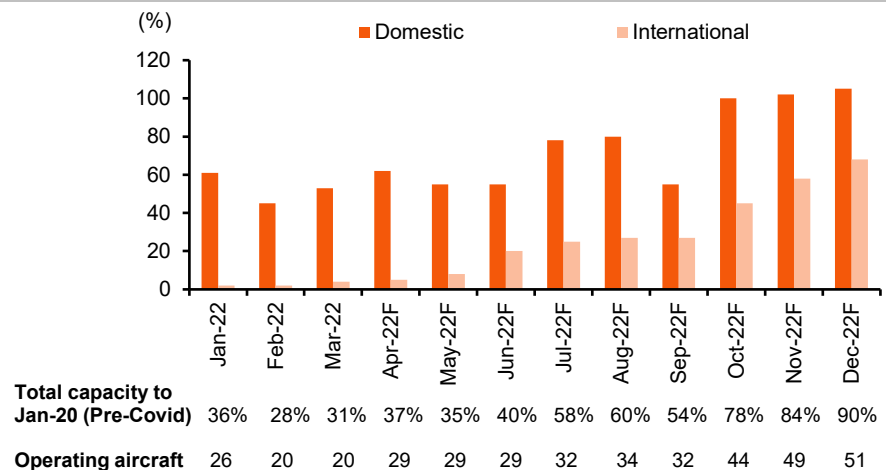
Source: Company data

Ex 4: Global Airlines' Total Seats

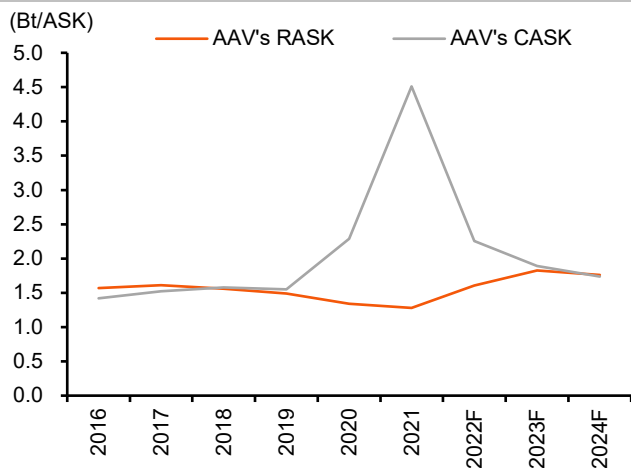


Source: OAG

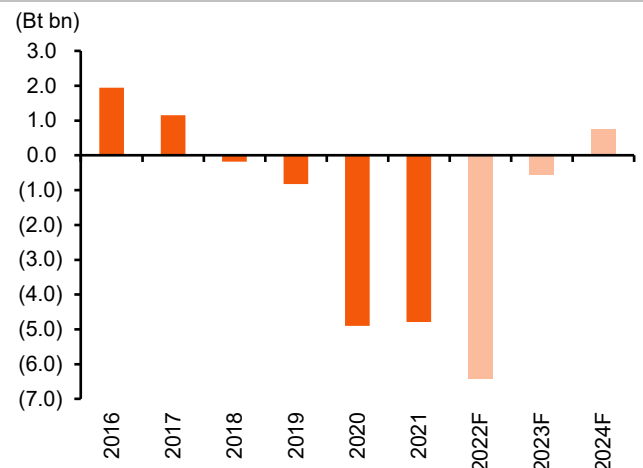
Ex 5: Thai AirAsia's Capacity Deployment Plan



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	23F	22F	23F	22F	23F	22F	23F
			(%)	(%)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(%)	(%)
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

COMPANY RATING



Rating Scale

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

Source: Thanachart; *CG Rating

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

W — Weakness

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

T — Threat

- ความเสี่ยงจากความผันผวนของราคาน้ำมัน
- อุตสาหกรรมการบินมีการแข่งขันรุนแรง ขณะที่ความต้องการท่องเที่ยวยังขึ้นอยู่กับสถานการณ์เศรษฐกิจโลก
- การขนส่งโดยวิธีอื่น เช่นรถไฟความเร็วสูง

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

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- การระบาดของโควิดที่ลดลง ถือเป็น upside risk เนื่องจากจะส่งผลเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญต่อการฟื้นตัวของการท่องเที่ยวของประเทศไทย
- 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

BUY (Unchanged)

Change in Numbers

TP: Bt 85.00

(From: Bt 83.00)

29 JUNE 2022

Upside : 18.1%

Airports of Thailand Pcl (AOT TB)

ฟื้นตัวอย่างรวดเร็ว

เนื่องจากการฟื้นตัวอย่างรวดเร็วของผู้โดยสาร เราคาดว่ากำไรจากการเก็บรายได้ประกันขั้นต่ำสำหรับผู้ประกอบการพื้นที่ปลอดอากรจะสิ้นสุดในเดือนมี.ค.2023 ซึ่งไม่เพียงแต่จะทำให้กำไรของ AOT ในปี FY23F พลิกฟื้นเท่านั้น แต่ยังทำให้สถิติสูงสุดใหม่ในปี FY24-25F อีกด้วย เราปรับเพิ่มกำไรของเรา และคงคำแนะนำ “ซื้อ” ราคาเป้าหมายที่ 85 บาท



SAKSID PHADTHANANARAK

662 – 779 9112

saksid.pha@thanachartsec.co.th

ผู้โดยสารฟื้นตัวอย่างรวดเร็ว

บทวิเคราะห์นี้เป็นส่วนหนึ่งของบทวิเคราะห์กลุ่มขนส่งทางอากาศของไทย “เปิดนานฟ้า” วันที่ 29 มิถุนายน 2022 ผู้โดยสารระหว่างประเทศของ AOT อยู่ที่ 5% ของระดับปี FY19 ใน 1HFY22F (รอบปีบัญชีของ AOT สิ้นสุดในเดือนกันยายน) ตัวเลขดังกล่าวเพิ่มขึ้นเป็น 13% ในเดือนเมษายน, 22% ในเดือนพฤษภาคม และ 28% ในเดือนนี้ เราคาดว่าตัวเลขจะเร่งตัวขึ้นอีกตั้งแต่เดือนกรกฎาคมหลังนโยบายเปิดประเทศเต็มรูปแบบ และเราคาดว่ากำไรที่ฟื้นตัวจะอยู่ที่ 14/55/94% ของระดับปี FY19 ในปี FY22-24F อย่างไรก็ตาม ตัวเลขของเรายังคงเป็นระดับที่ระมัดระวังมากกว่าที่ AOT ซึ่งคาดว่าจะอยู่ที่ 15/58/101% ในปี FY22-24F สมมติฐานของเราอิงจากจำนวนนักท่องเที่ยวที่มายังประเทศที่ 7/26/39 ล้านคน ในปี 2022-24F เทียบกับ 40 ล้านคน ในปี 2019

รายได้สัมปทานเพิ่มขึ้นอย่างมาก

เนื่องจากวิกฤตโควิด AOT จึงยกเว้นการเก็บรายได้ประกันขั้นต่ำสำหรับผู้ประกอบการร้านค้าปลอดอากรจนถึงเดือนมีนาคม 2023 แต่เนื่องจากการฟื้นตัวอย่างแข็งแกร่งของผู้โดยสาร เราจึงไม่คาดว่า AOT จะขยายระยะเวลาการยกเว้นและจะเริ่มเก็บรายได้ประกันขั้นต่ำที่ 233 บาท ต่อผู้โดยสารระหว่างประเทศที่สนามบินสุวรรณภูมิตั้งแต่เดือนเมษายน 2023 เพิ่มขึ้นจาก 97 บาท ในปี FY19 ดังนั้นแม้ว่าผู้โดยสารระหว่างประเทศจะยังไม่กลับมาสู่ระดับปี FY19 แต่เราคาดว่ากำไรของ AOT จะอยู่ที่ 6/28 พันลบ. ในปี FY23-24F เทียบกับ 25 พันลบ. ในปี FY19 จากนั้น เมื่อผู้โดยสารระหว่างประเทศถึงระดับ 108% ของระดับปี FY19 ในปี FY25F เราคาดว่ากำไรของ AOT อยู่ที่ 35 พันลบ. หรือ 143% ของระดับปี FY19

ปรับเพิ่มประมาณการกำไร

เนื่องจากการฟื้นตัวอย่างรวดเร็วของผู้โดยสาร เราจึงปรับประมาณการกำไรของ AOT ขึ้น 37/5% ในปี FY23-24F และปรับราคาเป้าหมาย (ปีฐาน FY23F) เป็น 85 บาท (จาก 83 บาท) ตามสมมติฐานใหม่ของเราใน Exhibit 1 เรายังคงแนะนำ “ซื้อ” AOT เนื่องจาก 1) เป็นหุ้นขนาดใหญ่และได้ประโยชน์โดยตรงจากการกลับมาเปิดประเทศอย่างเต็มรูปแบบ ซึ่งราคาหุ้นยังไม่ขยับขึ้นมากนัก 2) ปัจจัยผลักดันถัดไปมาจากกลับมาเก็บรายได้ประกันขั้นต่ำในเดือนเมษายน 2023 และ 3) ในฐานะที่เป็นธุรกิจที่มี operating leverage สูง และรายได้สัมปทานต่อผู้โดยสารที่สูงขึ้น กำไรของ AOT จึงสามารถก้าวข้ามระดับปี FY19 ได้อย่างง่ายดายในปี FY24F และสูงขึ้นไปอีกมากในปี FY25F

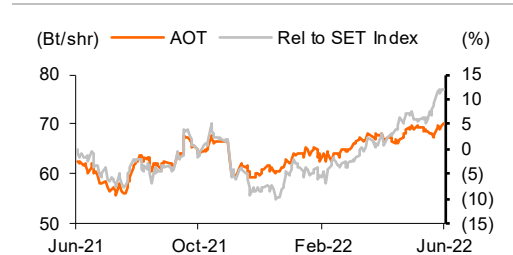
ซื้อขายที่มูลค่าที่เหมาะสม

ในฐานะที่เป็นประตูสู่ประเทศไทย ซึ่งธุรกิจมีลักษณะผูกขาด AOT ซื้อขายที่ PE เฉลี่ย 5 ปีที่ 40 เท่า ในปี FY15-19 เทียบกับ 37/29 เท่า ในปี FY24-25F ซึ่งเราเชื่อว่า PE ที่สูงนั้นสมเหตุสมผล เนื่องจากการฟื้นตัวของกำไรในปีหน้า และเติบโตไปอีกที่ 401/24% ในปี FY24-25F และให้ ROE เพิ่มขึ้นเป็น 25/27% ในปี FY24-25F จาก 6% ในปี FY23F เทียบกับ 17% ในปี FY19 ความสามารถในการทำกำไรที่สูงขึ้นเป็นผลมาจากผลตอบแทนต่อผู้โดยสารที่สูงขึ้นภายใต้สัมปทานปลอดอากรใหม่

COMPANY VALUATION

Y/E Sep (Bt m)	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	7,086	14,870	42,465	74,290
Net profit	(16,322)	(12,079)	5,630	28,213
Norm profit	(15,319)	(12,079)	5,630	28,213
Consensus NP	—	(9,689)	11,465	27,930
Diff frm cons (%)	—	na	(50.9)	1.0
Prev. Norm profit	—	(13,554)	4,109	26,864
Chg frm prev (%)	—	na	37.0	5.0
Norm EPS (Bt)	(1.1)	(0.8)	0.4	2.0
Norm EPS grw (%)	na	na	na	401.1
Norm PE (x)	na	na	182.7	36.5
EV/EBITDA (x)	na	na	44.3	19.6
P/BV (x)	9.2	10.3	9.9	8.4
Div yield (%)	0.0	0.0	0.3	1.6
ROE (%)	na	na	5.5	24.9
Net D/E (%)	(6.9)	12.1	13.9	(8.1)

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 28-Jun-22 (Bt)	72.00
Market Cap (US\$ m)	29,302.3
Listed Shares (m shares)	14,285.7
Free Float (%)	30.0
Avg Daily Turnover (US\$ m)	52.0
12M Price H/L (Bt)	70.25/55.75
Sector	Transportation
Major Shareholder	Ministry of Finance 70%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

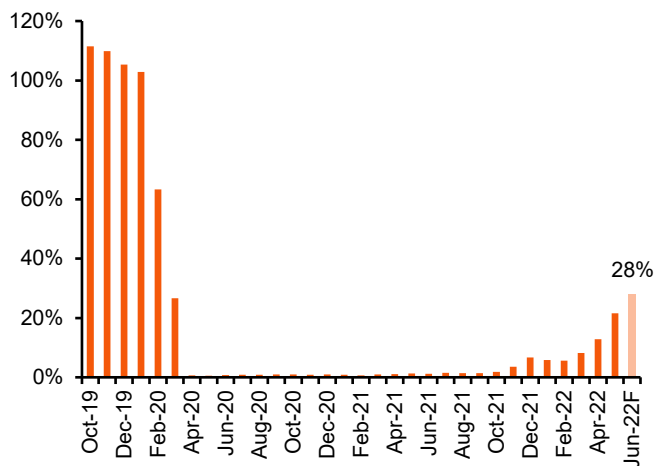
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลเท่านั้นและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณะชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

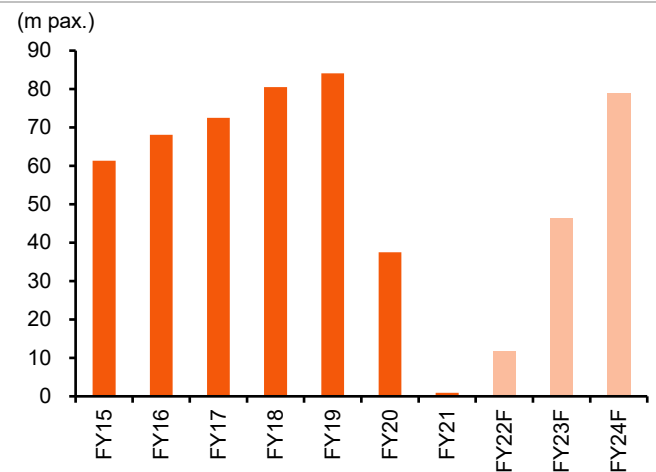
Ex 1: Key Assumption Changes

	FY20	FY21	FY22F	FY23F	FY24F
International passengers (m)					
New	37.5	1.0	11.8	46.2	79.0
Old			7.5	42.0	75.5
Change (%)			57.3	10.0	4.6
Domestic passengers (m)					
New	35.2	19.1	33.0	47.2	56.6
Old			30.1	46.3	57.8
Change (pp)			9.6	1.9	(2.1)
Normalized earnings (Bt bn)					
New	5.4	(15.3)	(12.1)	5.6	28.2
Old			(13.9)	4.1	26.9
Change (pp)			na	37.0	5.0

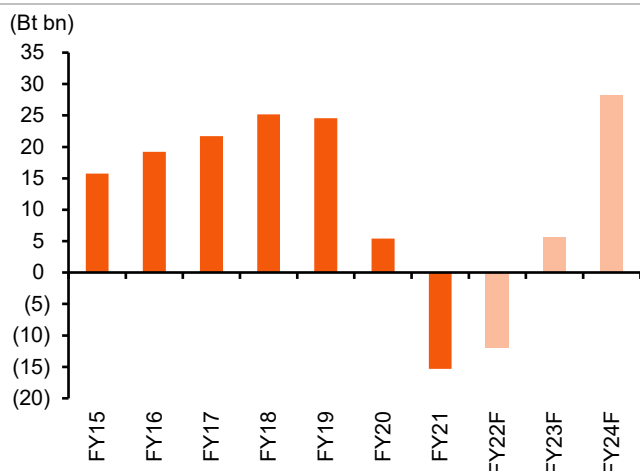
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 2: AOT's Inter. Pax. As % Of The FY19 Level

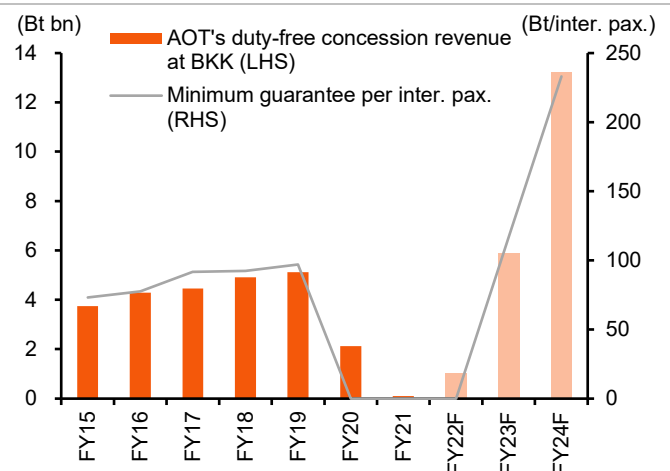
Source: Company data

Ex 3: AOT's Yearly Inter. Pax.

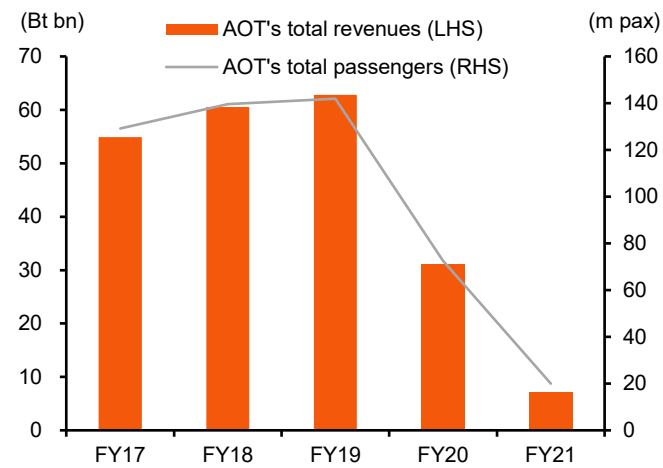
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 4: AOT's Earnings

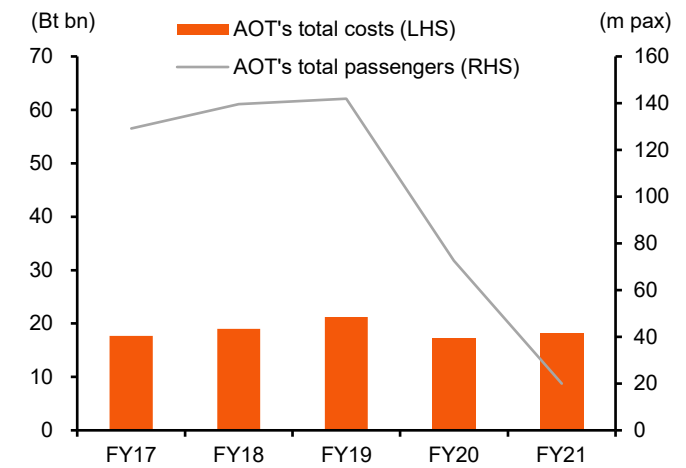
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 5: AOT's Duty-free Minimum Guarantee Per Inter. Pax.

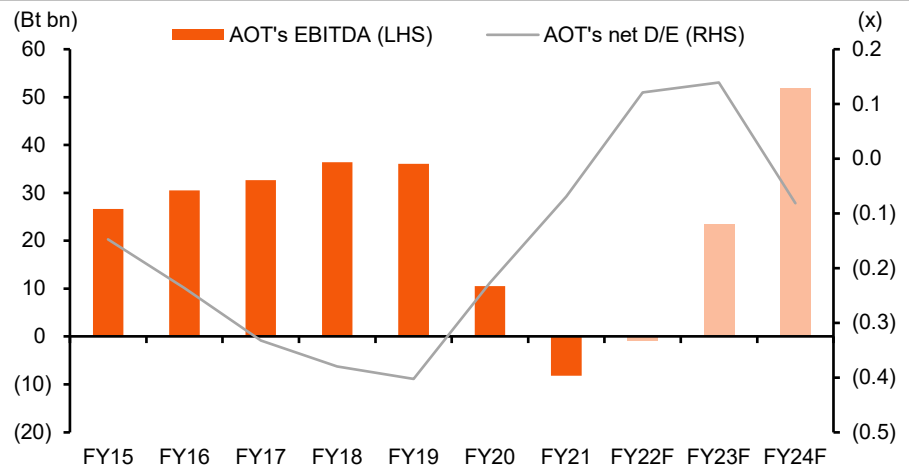
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 6: 90% of AOT's Revenues Are Linked To Passengers

Sources: Company data

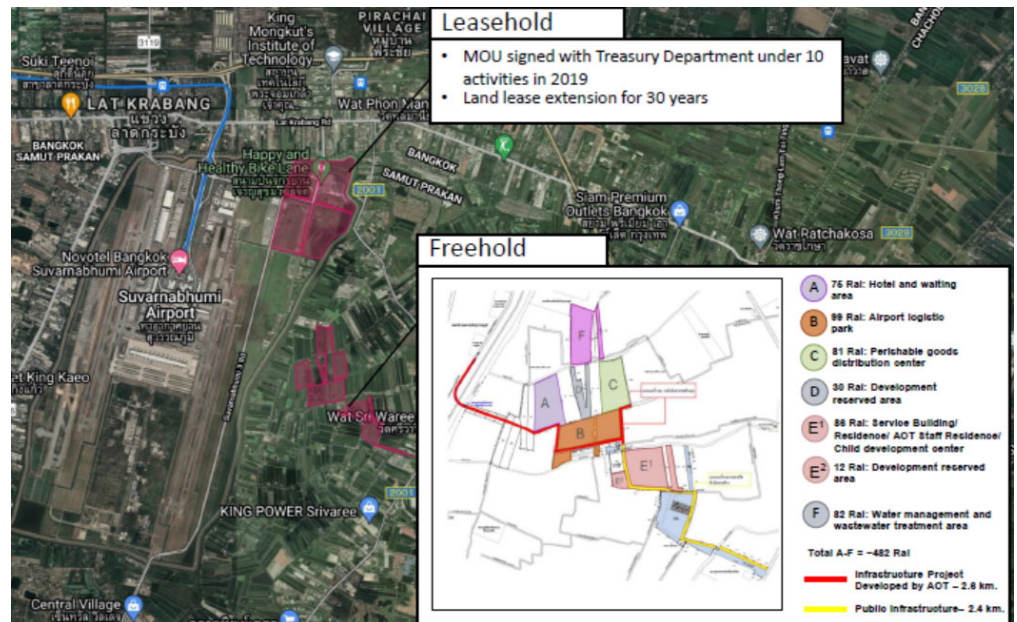
Ex 7: 70% of AOT's Costs Are Fixed

Sources: Company data

Ex 8: AOT's EBITDA Vs. Net D/E Ratio

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 9: AOT's Airport City Project



Source: Company data

Ex 10: 12-month DCF-based TP Calculation Using A Base Year Of FY23F

(Bt m)	FY23F	FY24F	FY25F	FY26F	FY27F	FY28F	FY29F	FY30F	FY31F	FY32F	FY33F	FY34F	Terminal value
EBITDA excl. depreciation from right of use	21,003	49,325	57,389	65,928	74,525	88,032	94,742	101,344	108,593	116,402	124,818	133,171	—
Free cash flow	(1,104)	34,374	35,577	33,426	30,692	49,457	68,320	67,995	78,035	80,526	83,545	94,203	2,515,996
PV of free cash flow	(1,101)	29,895	28,479	24,844	21,181	31,685	40,640	37,554	38,480	36,701	35,201	36,694	661,628
Risk-free rate (%)	2.5												
Market risk premium (%)	8.0												
Beta	0.9												
WACC (%)	7.2												
Terminal growth (%)	2.0												
Enterprise value - add investments	1,226,893												
Net debt (FY22F)	12,241												
Minority interest	973												
Equity value	1,213,679												
# of shares (m)	14,286												
Equity value/share (Bt)	85.0												

Sources: Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 11: Valuation Comparison With Regional Peers

Name	BBG code	Country	EPS growth		— PE —		— P/BV —		EV/EBITDA		— Div yield —	
			22F	23F	22F	23F	22F	23F	22F	23F	22F	23F
			(%)	(%)	(x)	(x)	(%)	(%)	(x)	(x)	(%)	(%)
Beijing Capital Int'l	694 HK	China	30.0	98.6	na	na	1.1	1.0	na	14.4	0.0	0.7
Shenzhen Airport Co	000089 CH	China	(20.1)	9.6	5.5	5.0	0.5	0.5	3.8	3.5	5.7	6.3
Xiamen Int'l Airport	600897 CH	China	110.1	47.0	16.0	10.9	1.2	1.1	5.9	4.3	3.1	4.5
Shanghai Int'l Airport	600009 CH	China	19.8	na	na	65.9	4.2	3.9	na	27.1	0.0	0.5
Fraport Frankfurt Airport	FRA GR	Germany	90.6	127.7	29.2	12.5	1.1	1.0	15.0	11.6	0.0	1.3
Japan Airport Terminal	9706 JP	Japan	97.8	na	na	58.5	3.3	2.9	25.6	13.8	0.1	0.6
Grupo Aeroportuario	ASURB MM	Mexico	36.3	11.8	15.5	13.9	3.0	2.8	9.9	9.1	3.7	4.2
SATS Ltd	SATS SP	Singapore	348.6	149.5	49.1	19.8	2.7	2.5	20.3	12.2	1.2	2.9
Airports of Thailand*	AOT TB	Thailand	na	na	na	182.7	10.3	9.9	na	44.3	0.0	0.3
Average			89.1	74.0	23.1	46.2	3.0	2.8	13.4	15.6	1.5	2.4

Source: Bloomberg
Note: * Thanachart estimates using normalized EPS
Based on 28 Jun-22 closing prices

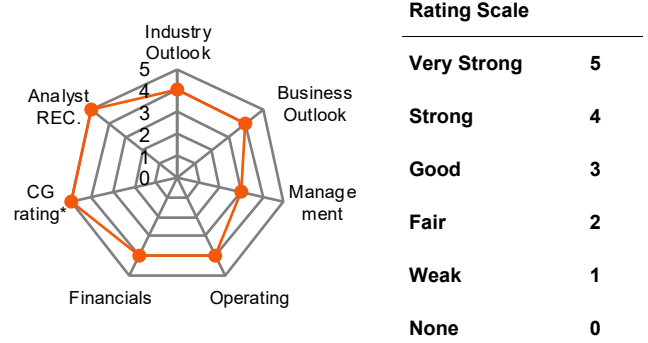
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บริษัท ท่าอากาศยานไทย จำกัด (มหาชน) เป็นองค์กรรัฐวิสาหกิจ และเป็นผู้นำธุรกิจบริหารท่าอากาศยานของประเทศไทย ปัจจุบัน AOT ดำเนินธุรกิจในการบริหารท่าอากาศยานนานาชาติ 6 แห่ง ได้แก่ ท่าอากาศยานดอนเมือง ท่าอากาศยานภูเก็ต ท่าอากาศยานเชียงใหม่ ท่าอากาศยานหาดใหญ่ ท่าอากาศยานเชียงราย และ ท่าอากาศยานสุวรรณภูมิ ซึ่งทุกท่าอากาศยานให้บริการทั้งเที่ยวบินภายใน และต่างประเทศ ท่าอากาศยานสุวรรณภูมิเปิดดำเนินการเชิงพาณิชย์ในวันที่ 28 ก.ย. 2006 โดยเป็นท่าอากาศยานหลักสามารถรองรับผู้โดยสารได้ 45 ล้านคน และคลังสินค้า 3 ล้านตัน ต่อปี และภายใน 1 ชั่วโมงสามารถรองรับเที่ยวบินได้ 76 เที่ยวบิน

Source: Thanachart

COMPANY RATING



Source: Thanachart; *CG Rating

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- AOT ดำเนินธุรกิจให้บริการท่าอากาศยานที่มีลักษณะผูกขาด
- เนื่องจากเป็นรัฐวิสาหกิจ การดำเนินงาน และการเงินของบริษัทฯ จึงได้รับการสนับสนุนจากรัฐบาล

O — Opportunity

- ประเทศไทยเป็นหนึ่งในแหล่งท่องเที่ยวที่ได้รับความนิยมจากนักท่องเที่ยวมากที่สุด
- เศรษฐกิจที่เติบโตแข็งแกร่งในเอเชีย-แปซิฟิก กำลังผลักดันอุตสาหกรรมท่องเที่ยวในภูมิภาค
- อุตสาหกรรมด้านสุขภาพของไทยยังช่วยผลักดันการท่องเที่ยวเชิงการแพทย์และสุขภาพในประเทศไทยอีกด้วย

W — Weakness

- รายได้ของ AOT มีความหลากหลายน้อย ซึ่งทำให้กำไรของบริษัทฯ แต่ละไตรมาสมีความผันผวนตามฤดูกาลท่องเที่ยว
- มีทิศทางที่ไม่ชัดเจน เนื่องจากการเปลี่ยนแปลงนโยบายของรัฐบาล ซึ่งทำให้ AOT พลาดโอกาสที่จะได้รับประโยชน์อย่างเต็มที่จากการฟื้นตัวอย่างแข็งแกร่งของอุตสาหกรรมการท่องเที่ยวไทย

T — Threat

- ธุรกิจท่าอากาศยานมีการแข่งขันรุนแรง ท่าอากาศยานหลายแห่งในเอเชียกำลังลดค่าธรรมเนียม เพื่อดึงดูดสายการบิน
- การระบาดของโรคเป็นปัจจัยเสี่ยงกดดันอุตสาหกรรม

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	73.81	85.00	15%
Norm profit 22F (Bt m)	(9,689)	(12,079)	na
Norm profit 23F (Bt m)	11,465	5,630	-51%
Consensus REC	BUY: 17	HOLD: 7	SELL: 2

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไรในปี FY22-23F ของเรต่ำกว่าตลาด เนื่องจากเราได้รวมการฟื้นตัวของผู้โดยสารที่ล่าช้าในประมาณการ
- แต่ราคาเป้าหมายของเราสูงกว่าตลาด 15% เนื่องจากเรายังคงมองบวกต่อการเติบโตในระยะยาวของ AOT

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart forecasts

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- อุตสาหกรรมท่องเที่ยวของไทย เป็นส่วนประกอบของเศรษฐกิจโลก จึงไม่ต้องสงสัยเลยว่า การท่องเที่ยวจะได้รับผลกระทบจากความผันผวนของเศรษฐกิจโลก
- หากการระบาดของโควิด-19 ไม่ลดลงภายในสิ้นปีนี้ อาจส่งผลกระทบต่ออย่างมากต่อการดำเนินการเติบโตของผู้โดยสารของเรา
- การแทรกแซงทางการเมือง และการคอร์รัปชัน เป็นอีกปัจจัยกังวลหนึ่งของเรา เนื่องจาก AOT เป็นรัฐวิสาหกิจ การลงทุนใหญ่ๆ ของ AOT จึงยังคงต้องได้รับการอนุมัติจากคณะรัฐมนตรี ดังนั้นความล่าช้าในการอนุมัติโดยคณะรัฐมนตรีจะส่งผลกระทบต่อกำไรของ AOT

Source: Thanachart

INCOME STATEMENT

FY ending Sep (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	31,179	7,086	14,870	42,465	74,290
Cost of sales	17,194	18,186	19,886	22,928	24,766
Gross profit	13,985	(11,100)	(5,016)	19,537	49,524
% gross margin	44.9%	-156.7%	-33.7%	46.0%	66.7%
Selling & administration expenses	8,870	6,099	7,584	9,342	11,143
Operating profit	5,115	(17,199)	(12,600)	10,195	38,380
% operating margin	16.4%	-242.7%	-84.7%	24.0%	51.7%
Depreciation & amortization	5,441	9,027	11,674	13,369	13,491
EBITDA	10,556	(8,172)	(926)	23,564	51,871
% EBITDA margin	33.9%	-115.3%	-6.2%	55.5%	69.8%
Non-operating income	1,951	630	393	500	525
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(646)	(2,973)	(3,023)	(3,284)	(2,985)
Pre-tax profit	6,419	(19,542)	(15,229)	7,411	35,920
Income tax	1,038	(4,173)	(3,046)	1,482	7,184
After-tax profit	5,381	(15,369)	(12,184)	5,929	28,736
% net margin	17.3%	-216.9%	-81.9%	14.0%	38.7%
Shares in affiliates' Earnings	(0)	(0)	0	0	0
Minority interests	22	50	105	(299)	(523)
Extraordinary items	(1,083)	(1,003)	0	0	0
NET PROFIT	4,321	(16,322)	(12,079)	5,630	28,213
Normalized profit	5,403	(15,319)	(12,079)	5,630	28,213
EPS (Bt)	0.3	(1.1)	(0.8)	0.4	2.0
Normalized EPS (Bt)	0.4	(1.1)	(0.8)	0.4	2.0

We expect AOT's earnings to turn positive in FY23F...

...and jump to a record high of Bt28bn in FY24F...

...driven by a passenger recovery and higher duty-free concession revenue

BALANCE SHEET

FY ending Sep (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
ASSETS:					
Current assets:	50,491	21,499	24,833	25,180	34,830
Cash & cash equivalent	43,558	17,103	20,000	20,000	30,000
Account receivables	3,225	3,637	4,074	4,421	4,071
Inventories	0	0	0	0	0
Others	3,709	759	759	759	759
Investments & loans	648	6	6	6	6
Net fixed assets	110,130	112,157	118,967	128,434	125,919
Other assets	12,290	61,424	58,555	55,694	52,848
Total assets	173,559	195,086	202,361	209,314	213,603
LIABILITIES:					
Current liabilities:	15,333	13,610	15,347	14,535	14,855
Account payables	1,809	930	1,017	1,570	2,375
Bank overdraft & ST loans	0	27	0	0	0
Current LT debt	2,848	3,159	4,836	3,470	2,985
Others current liabilities	10,677	9,495	9,495	9,495	9,495
Total LT debt	8,245	6,080	27,405	31,230	16,916
Others LT liabilities	6,949	61,974	58,371	58,071	57,771
Total liabilities	30,527	81,664	101,123	103,836	89,542
Minority interest	796	1,078	973	1,272	1,794
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	14,286	14,286	14,286	14,286	14,286
Share premium	12,568	12,568	12,568	12,568	12,568
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	500	837	837	837	837
Retained earnings	114,882	84,653	72,574	76,515	94,576
Shareholders' equity	142,236	112,344	100,265	104,206	122,266
Liabilities & equity	173,559	195,086	202,361	209,314	213,603

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Sep (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Earnings before tax	6,419	(19,542)	(15,229)	7,411	35,920
Tax paid	(1,038)	4,173	3,046	(1,482)	(7,184)
Depreciation & amortization	5,441	9,027	11,674	13,369	13,491
Chg In working capital	656	(1,290)	(350)	206	1,155
Chg In other CA & CL / minorities	(12,961)	4,573	2,400	2,280	2,166
Cash flow from operations	(1,483)	(3,058)	1,540	21,784	45,548
Capex	(11,502)	(11,055)	(15,915)	(20,275)	(8,430)
Right of use	0	(35,809)	300	300	300
ST loans & investments	0	0	0	0	0
LT loans & investments	440	642	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	(1,361)	38,397	(6,004)	(2,580)	(2,466)
Cash flow from investments	(12,423)	(7,825)	(21,619)	(22,555)	(10,596)
Debt financing	(2,462)	(2,001)	22,975	2,460	(14,799)
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(14,999)	(2,714)	0	(1,689)	(10,153)
Warrants & other surplus	(985)	(10,856)	0	0	0
Cash flow from financing	(18,446)	(15,571)	22,975	771	(24,952)
Free cash flow	(12,984)	(14,113)	(14,375)	1,509	37,118

We assume AOT's capex at Bt169bn over FY22-31F for its capacity expansion

VALUATION

FY ending Sep	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Normalized PE (x)	190.4	na	na	182.7	36.5
Normalized PE - at target price (x)	224.7	na	na	215.7	43.0
PE (x)	238.1	na	na	182.7	36.5
PE - at target price (x)	281.0	na	na	215.7	43.0
EV/EBITDA (x)	94.4	na	na	44.3	19.6
EV/EBITDA - at target price (x)	112.0	na	na	52.2	23.2
P/BV (x)	7.2	9.2	10.3	9.9	8.4
P/BV - at target price (x)	8.5	10.8	12.1	11.7	9.9
P/CFO (x)	(693.8)	(336.3)	667.9	47.2	22.6
Price/sales (x)	33.0	145.2	69.2	24.2	13.8
Dividend yield (%)	0.3	0.0	0.0	0.3	1.6
FCF Yield (%)	(1.3)	(1.4)	(1.4)	0.1	3.6
(Bt)					
Normalized EPS	0.4	(1.1)	(0.8)	0.4	2.0
EPS	0.3	(1.1)	(0.8)	0.4	2.0
DPS	0.2	0.0	0.0	0.2	1.2
BV/share	10.0	7.9	7.0	7.3	8.6
CFO/share	(0.1)	(0.2)	0.1	1.5	3.2
FCF/share	(0.9)	(1.0)	(1.0)	0.1	2.6

Sources: Company data, Thanachart estimates

37/29x PEs in FY24-25F look attractive in our view vs. its past-5-year average of 40x in FY15-19

FINANCIAL RATIOS

FY ending Sep	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Growth Rate					
Sales (%)	(50.3)	(77.3)	109.9	185.6	74.9
Net profit (%)	(82.7)	na	na	na	401.1
EPS (%)	(82.7)	na	na	na	401.1
Normalized profit (%)	(78.0)	na	na	na	401.1
Normalized EPS (%)	(78.0)	na	na	na	401.1
Dividend payout ratio (%)	62.8	0.0	0.0	60.0	60.0
Operating performance					
Gross margin (%)	44.9	(156.7)	(33.7)	46.0	66.7
Operating margin (%)	16.4	(242.7)	(84.7)	24.0	51.7
EBITDA margin (%)	33.9	(115.3)	(6.2)	55.5	69.8
Net margin (%)	17.3	(216.9)	(81.9)	14.0	38.7
D/E (incl. minor) (x)	0.1	0.1	0.3	0.3	0.2
Net D/E (incl. minor) (x)	(0.2)	(0.07)	0.12	0.14	(0.08)
Interest coverage - EBIT (x)	7.9	na	na	3.1	12.9
Interest coverage - EBITDA (x)	16.3	na	na	7.2	17.4
ROA - using norm profit (%)	2.9	na	na	2.7	13.3
ROE - using norm profit (%)	3.6	na	na	5.5	24.9
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	3.6	na	na	5.8	25.4
- asset turnover (x)	0.2	0.0	0.1	0.2	0.4
- operating margin (%)	22.7	na	na	25.2	52.4
- leverage (x)	1.3	1.4	1.9	2.0	1.9
- interest burden (%)	90.9	117.9	124.8	69.3	92.3
- tax burden (%)	83.8	na	na	80.0	80.0
WACC (%)	7.2	7.2	7.2	7.2	7.2
ROIC (%)	4.7	(15.7)	(9.6)	7.2	25.8
NOPAT (Bt m)	4,288	(17,199)	(10,080)	8,156	30,704
invested capital (Bt m)	109,771	104,506	112,506	118,906	112,168

Sources: Company data, Thanachart estimates

Despite the COVID-19 crisis for two years, the balance sheet is still solid with low gearing

BUY (Unchanged)

Change in Numbers

TP: Bt 13.50

(Unchanged)

Upside : 18.1%

29 June 2022

Small Cap Research

Bangkok Airways Pcl (BA TB)

มูลค่าไม่แพง

แม้เราจะปรับลดกำไรจากมุมมองที่ระมัดระวังมากขึ้นเกี่ยวกับการฟื้นตัวของอุตสาหกรรมสายการบิน แต่เรายังคงแนะนำ “ซื้อ” BA เนื่องจากมีมูลค่าที่ถูก ภายใต้คาดการณ์ของเรา การซื้อ BA ที่ราคาปัจจุบัน นักลงทุนจะจ่ายเฉพาะพอร์ตการลงทุน และได้ธุรกิจสายการบินและสนามบินฟรี

ปรับลดประมาณการกำไร

บทวิเคราะห์นี้เป็นส่วนหนึ่งของบทวิเคราะห์กลุ่มขนส่งทางอากาศของไทย “เปิดน่านฟ้า” วันที่ 29 มิถุนายน 2022 เราปรับลดประมาณการกำไรของเราสำหรับ BA ลงเป็นขาดทุนมากขึ้นในปี 2022-23F และ 30% ในปี 2024F (Exhibit 1) เนื่องจากเราสมมติให้ราคาน้ำมันอากาศยานสูงขึ้น 30-69% เป็น US\$135/118/104/bbl ในปี 2022-24F (เทียบกับ US\$168/bbl ณ จุดสูงสุดของเดือนนี้, US\$110 ใน 1Q22 และ US\$78 ในปี 2019) นอกจากนี้เรายังคาดว่าจะรายได้ปริมาณการผลิตด้านผู้โดยสาร (RASK) จะเพิ่มขึ้น 13-53% เป็น 4.6/4.7/4.4 บาทต่อ ASK เนื่องจากเราคาดว่า BA จะสามารถส่งต่อต้นทุนที่เพิ่มขึ้นบางส่วนให้กับผู้โดยสารได้ เนื่องจากผู้โดยสารเดินทางสมุย เส้นทางสมุยคิดเป็น 61% ของรายได้ผู้โดยสารของ BA ใน 1Q22 และ 48% ในปี 2019 แต่อย่างไรก็ตาม ด้วยการปรับมาในปีฐานปี 2023F ราคาเป้าหมายของเราจึงยังคงอยู่ที่ 13.5 บาท/หุ้น

ไม่แพงในมุมมองของเรา

แม้จะมีมุมมองที่ระมัดระวังมากขึ้นเกี่ยวกับการฟื้นตัวของธุรกิจสายการบิน และราคาหุ้นที่เพิ่มขึ้น 24% จากระดับต่ำสุดในปีนี้ แต่เราเชื่อว่า BA ยังคงไม่แพง BA ซื้อขายที่ระดับที่มีส่วนลด 8% จากคาดการณ์มูลค่าพอร์ตการลงทุนของเรา (ซึ่งเราคิดมูลค่าพอร์ตลงทุนในระดับที่มีส่วนลด 15%) ที่ 12.0 บาทต่อหุ้น BA จากมูลค่านี้ 11.1 บาทมาจากบมจ. กรุงเทพดุสิตเวชการ (BDMS “ซื้อ”) (ถือหุ้น 5.2%) และ 0.9 บาท มาจากการถือหุ้น 10% ในบมจ. บริการเรือเฟอร์รี่กรุงเทพ (BAFS, Unrated) กล่าวอีกนัยหนึ่ง การซื้อ BA ตอนนี้ นักลงทุนจะจ่ายเฉพาะพอร์ตการลงทุนและได้ธุรกิจสายการบินและสนามบินฟรี

สนามบินอีกแห่ง

ปัจจุบัน BA เป็นเจ้าของสนามบินสมุยและธุรกิจจัดส่งอาหารและเครื่องดื่มธุรกิจจากพื้นดิน และขนส่งสินค้า รายได้ที่เกี่ยวข้องกับสนามบินคิดเป็น 17% ของรายได้ทั้งหมดในปี 2019 BBS JV ซึ่ง BA ถือหุ้น 45% (35% ถือโดยกลุ่ม BTS และ 20% ถือโดย STEC) ยังเป็นผู้รับผิดชอบในการลงทุนและดำเนินการส่วนต่อขยายสนามบินอุตะเภ่อีกด้วย อย่างไรก็ตาม เรายังไม่ได้รวมโครงการนี้ในประมาณการของเรา เนื่องจากยังอยู่ในขั้นตอนการพัฒนาแผนแม่บท และจะใช้เวลาก่อสร้างอย่างน้อย 4 ปี หากเราสมมติให้ IRR อยู่ที่ 10% สำหรับการลงทุนระยะแรก เราจะประเมินมูลค่าเพิ่ม 1 บาทต่อหุ้นสำหรับ BA

อาจมี upside จาก REIT

BA ยกเลิกสัญญาเช่าทรัพย์สินสนามบินสมุยกับกองทุนอสังหาริมทรัพย์สนามบินสมุย (SPF) เมื่อปีที่แล้ว โดยมีแผนที่จะให้เช่าแก่กองทุน REIT ใหม่อีกครั้ง เราเชื่อว่าข้อตกลงนี้จะเป็นประโยชน์ต่อ BA เนื่องจากต้นทุนทางการเงินที่ลดลง (เทียบกับเฉลี่ย 12.6% ต่อปี สำหรับ SPF) เงินที่ได้จากกองทุน REIT จะช่วยให้ BA ลดหนี้และเป็นเงินทุนแก่โครงการต่างๆ ของ BA นอกจากนี้ REIT จะเป็นตัวสร้างเงินทุนของ BA ในอนาคต



SAKSID PHADTHANANARAK

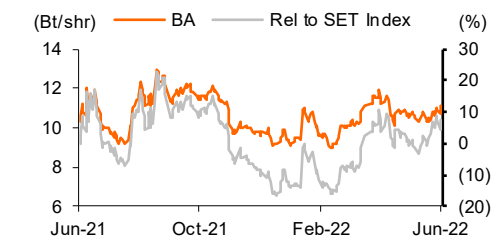
662 – 779 9112

saksid.pha@thanachartsec.co.th

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	2,717	8,541	14,814	19,724
Net profit	(8,550)	(3,260)	(664)	803
Consensus NP	—	(938)	843	1,623
Diff frm cons (%)	—	na	na	(50.5)
Norm profit	(3,171)	(3,260)	(664)	803
Prev. Norm profit	—	(2,894)	221	1,153
Chg frm prev (%)	—	na	na	(30.4)
Norm EPS (Bt)	(1.5)	(1.6)	(0.3)	0.4
Norm EPS grw (%)	na	na	na	na
Norm PE (x)	na	na	na	29.0
EV/EBITDA (x)	na	na	49.4	19.8
P/BV (x)	1.8	2.3	2.5	2.3
Div yield (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE (%)	na	na	na	8.3
Net D/E (%)	151.6	198.5	197.8	157.1

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 28-Jun-22 (Bt)	11.10
Market Cap (US\$ m)	664.1
Listed Shares (m shares)	2,100.0
Free Float (%)	38.2
Avg Daily Turnover (US\$ m)	1.4
12M Price H/L (Bt)	12.90/8.95
Sector	Transportation
Major Shareholder	Prasartong-Osoth family 58%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

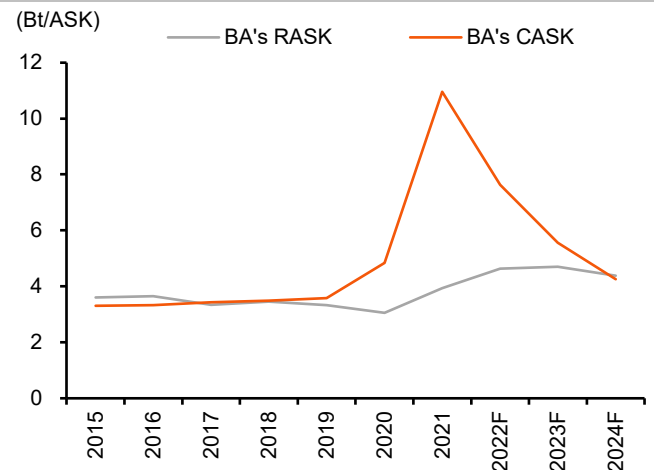
Ex 1: Key Assumption Changes

	2020	2021	2022F	2023F	2024F
Revenues per ASK (Bt)					
New	3.1	3.9	4.6	4.7	4.4
Old			3.0	3.4	3.9
Change (%)			53.3	38.2	12.8
Costs per ASK (Bt)					
New	4.8	11.0	7.6	5.6	4.2
Old			4.1	3.1	3.4
Change (%)			85.4	80.6	23.5
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	(3.8)	(3.2)	(3.3)	(0.7)	0.8
Old			(2.9)	0.2	1.2
Change (%)			na	na	(30.4)

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 2: Jet Fuel Prices

Source: Bloomberg

Ex 3: BA's RASK Vs. CASK

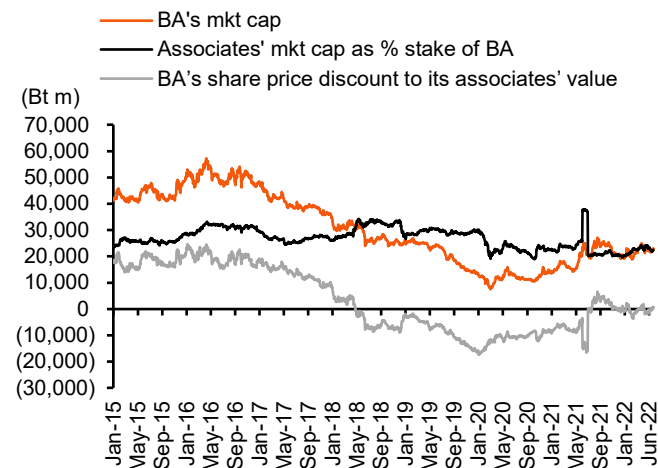
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 4: Our Sum-of-the-parts Valuation For BA

BBG code	% holding	15% discount (Bt m)	Current price (Bt/share)	Market value (Bt m)
BDMS TB	5.2%	23,225	24.90	20,617
BAFS TB	10.0%	1,897	28.75	1,833
Total		25,121		22,449
Per BA share (Bt)		12.0		10.7
Airline and airport value (Bt) (DCF derived)		1.5		
Our TP (Bt)		13.5		

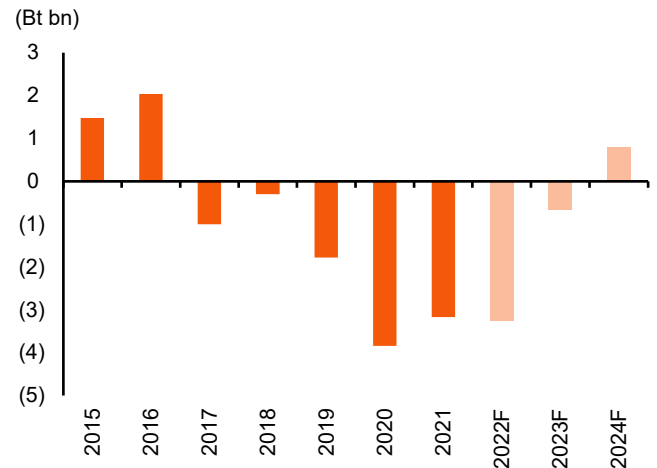
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 5: BA's Market Cap Vs. Its Associates' Market Cap



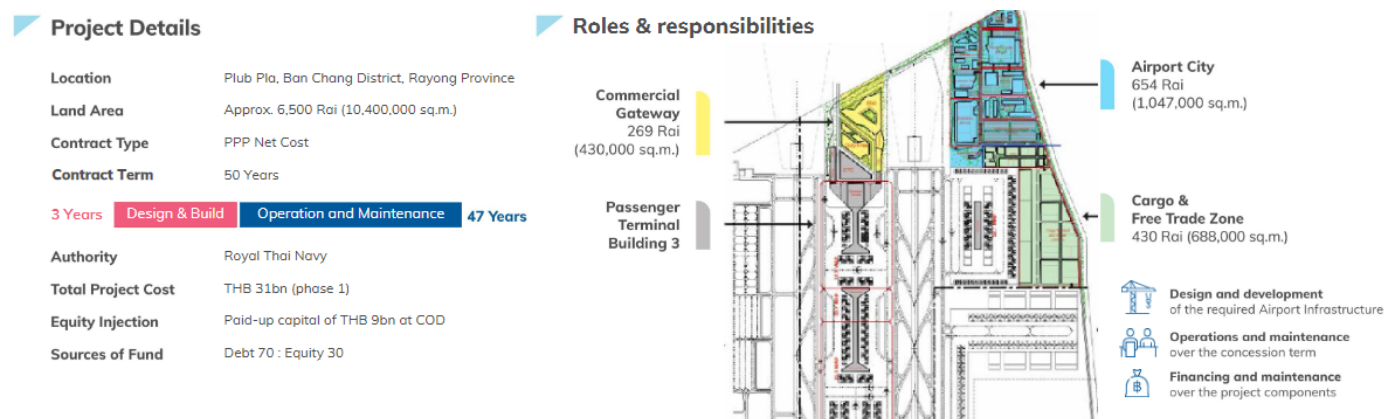
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 6: BA's Earnings



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 7: U-Tapao Airport Project



Source: BTS Group Holding

Valuation Comparison

Ex 8: Valuation Comparison With Regional Peers

Company	Code	Country	EPS Growth		PE		P/BV		EV/EBITDA		Div. Yield	
			22F	23F	22F	23F	22F	23F	22F	23F	22F	23F
			(%)	(%)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(%)	(%)
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 Thanachart normalized EPS
Based on 28 Jun-22 closing prices

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

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 และการให้บริการครุภัณฑ์ เริ่มตั้งแต่วันที่ 28 ก.ย. 2006 อีก ด้วย

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)	12.14	13.50	11%
Net profit 22F (Bt m)	(938)	(3,260)	na
Net profit 23F (Bt m)	843	(664)	na
Consensus REC	BUY: 2	HOLD: 3	SELL: 1

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- เราประมาณการผลขาดทุนปี 2022-23F ซึ่งขาดทุนมากกว่าของตลาด เราเชื่อว่าเป็นเพราะสมมติฐานการฟื้นตัวของผู้โดยสารที่ชะลอตัวลง และสมมติฐานราคาน้ำมันอากาศยานที่สูงขึ้น
- ราคาเป้าหมายของเราสูงกว่าของตลาด 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

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	7,666	2,717	8,541	14,814	19,724
Cost of sales	10,857	6,115	10,537	14,061	17,489
Gross profit	(3,191)	(3,398)	(1,996)	753	2,235
% gross margin	-41.6%	-125.1%	-23.4%	5.1%	11.3%
Selling & administration expenses	2,384	1,551	1,879	2,222	2,564
Operating profit	(5,576)	(4,949)	(3,875)	(1,469)	(329)
% operating margin	-72.7%	-182.2%	-45.4%	-9.9%	-1.7%
Depreciation & amortization	2,843	2,342	2,281	2,311	2,301
EBITDA	(2,733)	(2,607)	(1,594)	842	1,972
% EBITDA margin	-35.6%	-96.0%	-18.7%	5.7%	10.0%
Non-operating income	2,356	2,429	1,270	1,310	1,409
Non-operating expenses	(2)	(5)	0	0	0
Interest expense	(1,117)	(1,265)	(1,202)	(1,153)	(1,046)
Pre-tax profit	(4,338)	(3,791)	(3,808)	(1,312)	34
Income tax	100	(117)	0	0	7
After-tax profit	(4,439)	(3,674)	(3,808)	(1,312)	27
% net margin	-57.9%	-135.2%	-44.6%	-8.9%	0.1%
Shares in affiliates' Earnings	555	453	391	375	413
Minority interests	45	50	157	273	363
Extraordinary items	(1,444)	(5,379)	0	0	0
NET PROFIT	(5,283)	(8,550)	(3,260)	(664)	803
Normalized profit	(3,839)	(3,171)	(3,260)	(664)	803
EPS (Bt)	(2.5)	(4.1)	(1.6)	(0.3)	0.4
Normalized EPS (Bt)	(1.8)	(1.5)	(1.6)	(0.3)	0.4

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
ASSETS:					
Current assets:	3,257	3,106	3,187	3,761	4,238
Cash & cash equivalent	2,181	2,126	2,000	2,000	2,000
Account receivables	401	373	585	1,015	1,351
Inventories	477	438	433	578	719
Others	198	169	169	169	169
Investments & loans	28,305	28,191	28,191	28,191	28,191
Net fixed assets	9,777	8,927	8,646	8,336	8,035
Other assets	9,263	8,715	8,725	8,735	8,745
Total assets	50,602	48,939	48,749	49,023	49,210
LIABILITIES:					
Current liabilities:	10,677	23,803	10,938	11,066	11,010
Account payables	1,119	967	1,010	1,348	1,677
Bank overdraft & ST loans	1,105	917	900	842	738
Current LT debt	917	16,617	2,490	2,332	2,044
Others current liabilities	7,537	5,302	6,538	6,544	6,550
Total LT debt	12,669	4,540	18,263	17,099	14,992
Others LT liabilities	7,649	7,434	9,646	11,620	13,167
Total liabilities	30,996	35,777	38,847	39,785	39,169
Minority interest	14	(36)	(36)	(36)	(36)
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	2,100	2,100	2,100	2,100	2,100
Share premium	9,319	9,320	9,320	9,320	9,320
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	13,562	15,701	15,701	15,701	15,701
Retained earnings	(5,390)	(13,922)	(17,182)	(17,846)	(17,044)
Shareholders' equity	19,591	13,198	9,939	9,274	10,077
Liabilities & equity	50,602	48,939	48,749	49,023	49,210

Sources: Company data, Thanachart estimates

We estimate BA's earnings to turn to a profit in 2024F...

...driven by a recovery in passenger numbers and lower oil prices

We are not too concerned about BA's high net D/E ratio...

...given the plan to lease out Samui Airport assets to a REIT and its Bt22bn investment portfolio

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Earnings before tax	(4,338)	(3,791)	(3,808)	(1,312)	34
Tax paid	(378)	117	0	0	(7)
Depreciation & amortization	2,843	2,342	2,281	2,311	2,301
Chg In working capital	(896)	(85)	(164)	(237)	(148)
Chg In other CA & CL / minorities	4,119	(1,763)	1,783	654	782
Cash flow from operations	1,349	(3,180)	92	1,416	2,961
Capex	2,989	(1,493)	(2,000)	(2,000)	(2,000)
Right of use	(7,763)	796	(10)	(10)	(10)
ST loans & investments	0	0	0	0	0
LT loans & investments	3,665	114	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	467	(5,359)	2,213	1,974	1,546
Cash flow from investments	(641)	(5,941)	203	(36)	(464)
Debt financing	(2,773)	6,909	(421)	(1,380)	(2,498)
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(203)	(0)	0	0	0
Warrants & other surplus	(4,870)	2,157	0	0	0
Cash flow from financing	(7,846)	9,066	(421)	(1,380)	(2,498)
Free cash flow	4,338	(4,673)	(1,908)	(584)	961

VALUATION

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Normalized PE (x)	na	na	na	na	29.0
Normalized PE - at target price (x)	na	na	na	na	35.3
PE (x)	na	na	na	na	29.0
PE - at target price (x)	na	na	na	na	35.3
EV/EBITDA (x)	na	na	na	49.4	19.8
EV/EBITDA - at target price (x)	na	na	na	55.4	22.4
P/BV (x)	1.2	1.8	2.3	2.5	2.3
P/BV - at target price (x)	1.4	2.1	2.9	3.1	2.8
P/CFO (x)	17.3	(7.3)	252.3	16.5	7.9
Price/sales (x)	3.0	8.6	2.7	1.6	1.2
Dividend yield (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
FCF Yield (%)	18.6	(20.0)	(8.2)	(2.5)	4.1
(Bt)					
Normalized EPS	(1.8)	(1.5)	(1.6)	(0.3)	0.4
EPS	(2.5)	(4.1)	(1.6)	(0.3)	0.4
DPS	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
BV/share	9.3	6.3	4.7	4.4	4.8
CFO/share	0.6	(1.5)	0.0	0.7	1.4
FCF/share	2.1	(2.2)	(0.9)	(0.3)	0.5

Sources: Company data, Thanachart estimates

Investors buying BA pay
for its investment
portfolio only and get the
airline and airport
businesses for free

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Growth Rate					
Sales (%)	(68.0)	(64.6)	214.4	73.4	33.2
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 (%)	(41.6)	(125.1)	(23.4)	5.1	11.3
Operating margin (%)	(72.7)	(182.2)	(45.4)	(9.9)	(1.7)
EBITDA margin (%)	(35.6)	(96.0)	(18.7)	5.7	10.0
Net margin (%)	(57.9)	(135.2)	(44.6)	(8.9)	0.1
D/E (incl. minor) (x)	0.7	1.7	2.2	2.2	1.8
Net D/E (incl. minor) (x)	0.6	1.5	2.0	2.0	1.6
Interest coverage - EBIT (x)	na	na	na	na	na
Interest coverage - EBITDA (x)	na	na	na	0.7	1.9
ROA - using norm profit (%)	na	na	na	na	1.6
ROE - using norm profit (%)	na	na	na	na	8.3
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	na	na	na	na	0.3
- asset turnover (x)	0.1	0.1	0.2	0.3	0.4
- operating margin (%)	na	na	na	na	5.5
- leverage (x)	2.3	3.0	4.2	5.1	5.1
- interest burden (%)	134.7	150.1	146.2	825.1	3.2
- tax burden (%)	na	na	na	na	80.0
WACC (%)	7.1	7.1	7.1	7.1	7.1
ROIC (%)	(14.5)	(15.4)	(9.4)	(4.0)	(1.0)
NOPAT (Bt m)	(5,576)	(4,949)	(3,100)	(1,175)	(263)
invested capital (Bt m)	32,101	33,146	29,592	27,547	25,852

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 ธนชาติ จำกัด (TCAP) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd. โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 100 และ TCAP เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 50.96 โดย ธนชาติ จำกัด (TCAP) และ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd. มีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ บริษัท ราชธานีลิซซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) ทั้งทางตรงและทางอ้อม ร้อยละ 60 และเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ THANI

บริษัทธนชาติ 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)

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

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท ธนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ ภูมิศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS”

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

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

หมายเหตุ: ** “บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) ผู้จัดการการจำหน่ายหุ้นกู้ หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ 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 นิการุณ, CFA Tel: 662-779-9199 pimpaka.nic@thanachartsec.co.th	Strategy, ประกัน, กระดาษ จักร เรืองสินัญญา Tel: 662-779-9104 chak.reu@thanachartsec.co.th	สาธารณูปโภค, สื่อสาร ณัฐภาพ ประสิทธิ์สุขสันต์ Tel: 662-483-8296 nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th
อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เติ่นเรือ 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, บ้านเท่ง รดา ลิ้มสุทธีวันภูมิ Tel: 662-483-8297 rata.lim@thanachartsec.co.th
ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน สรชดา สรทรง 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 ผู้พัฒนบริหารกุล, CFA Tel: 662-779-9120 adisak.phu@thanachartsec.co.th	วิเคราะห์เทคนิค ภัทรวลลิ์ หวังมิ่งมาศ Tel: 662-779-9105 pattarawan.wan@thanachartsec.co.th	วิเคราะห์ทางเทคนิค วิชนันท์ ธรรมป่ารุ่ง 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 นลิกรณ์ คลังเปรมจิตต์ Tel: 662-779-9107 nariporn.kla@thanachartsec.co.th

Data Support Team

มณฤดี 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 sunset.rak@thanachartsec.co.th	สุขสวัสดิ์ ลิมาวงษ์ปราณี Tel: 662-779-9116 suksawat.lim@thanachartsec.co.th	สุจินตนา สภาพร 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