

BUY (Unchanged)

Change in Numbers

TP: Bt 13.50

Upside : 18.1%

(Unchanged)

29 June 2022

Small Cap Research

# Bangkok Airways Pcl (BA TB)

## มูลค่าไม่แพง

แม้เราจะปรับลดกำไรจากมุมมองที่ระมัดระวังมากขึ้นเกี่ยวกับการฟื้นตัวของอุตสาหกรรมสายการบิน แต่เรายังคงแนะนำ "ซื้อ" BA เนื่องจากมีมูลค่าที่ถูกลง ภายใต้คาดการณ์ของเรา การซื้อ BA ที่ราคาปัจจุบัน นักลงทุนจะจ่ายเฉพาะพอร์ตการลงทุน และได้ธุรกิจสายการบินและสนามบินฟรี



SAKSID PHADTHANARAK

662 - 779 9112

saksid.pha@thanachartsec.co.th

### 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 เนื่องจากผูกขาดเส้นทางสมุย เส้นทางสมุยคิดเป็น 61% ของรายได้ผู้โดยสารของ BA ใน 1Q22 และ 48% ในปี 2019 แต่อย่างไรก็ตาม ด้วยการปรับมาใช้ปีฐานปี 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. บริการเรือเพลิงการบินกรุงเทพ (BAFS, Unrated) กล่าวอีกนัยหนึ่ง การซื้อ BA ตอนนี้ นักลงทุนจะจ่ายเฉพาะพอร์ตการลงทุนและได้ธุรกิจสายการบินและสนามบินฟรี

### สนามบินอีกแห่ง

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

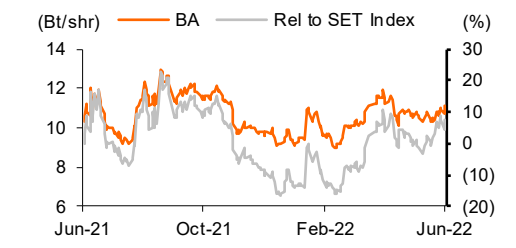
### อาจมี upside จาก REIT

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

### 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

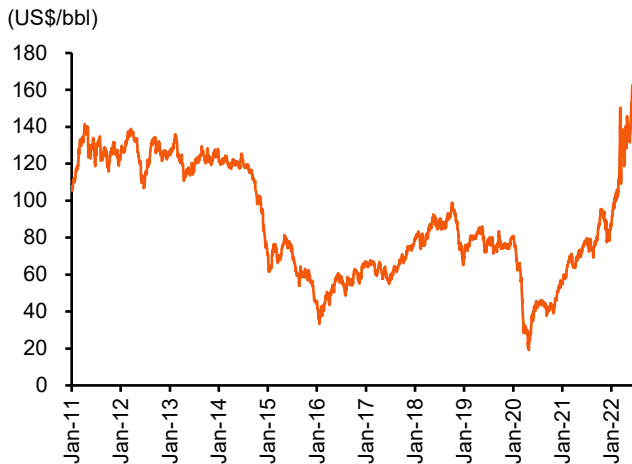
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์  
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ



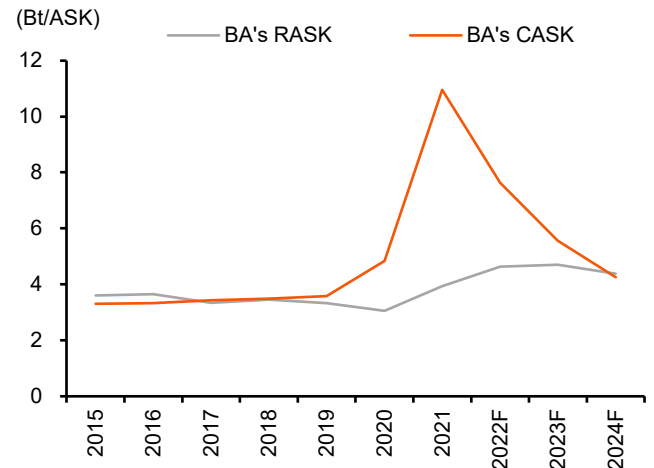
**Ex 1: Key Assumption Changes**

	2020	2021	2022F	2023F	2024F
<b>Revenues per ASK (Bt)</b>					
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
<b>Costs per ASK (Bt)</b>					
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
<b>Jet fuel price (Bt/bbl)</b>					
New	46	75	135	118	104
Old			80	80	80
Change (%)			68.8	47.5	30.0
<b>Normalized earnings (Bt bn)</b>					
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**

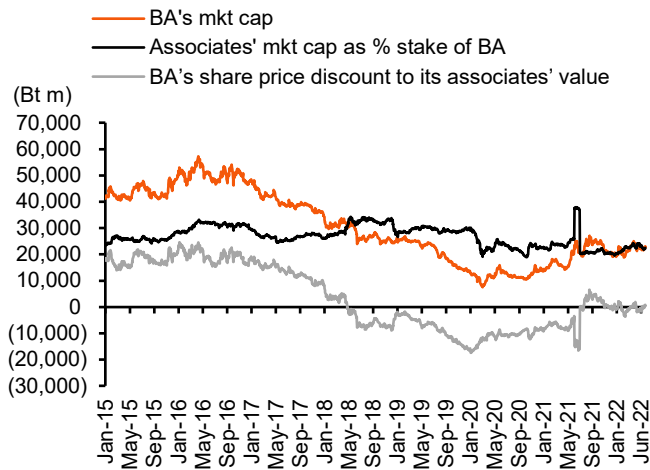
Sources: Company data, Thanachart estimates

**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
<b>Total</b>		<b>25,121</b>		<b>22,449</b>
<b>Per BA share (Bt)</b>		<b>12.0</b>		<b>10.7</b>
<b>Airline and airport value (Bt) (DCF derived)</b>		<b>1.5</b>		
<b>Our TP (Bt)</b>		<b>13.5</b>		

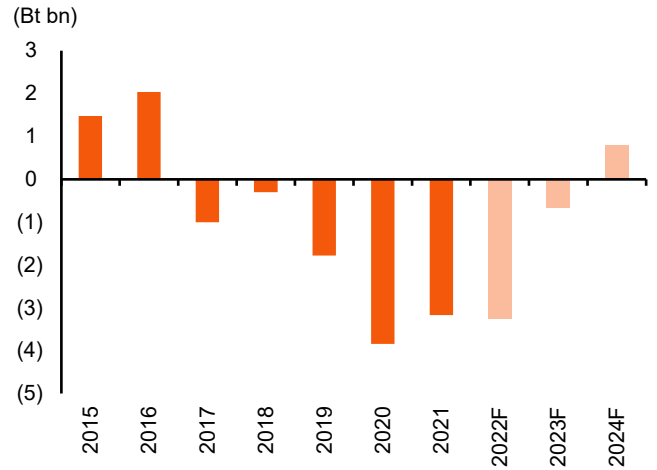
Sources: Company data, Thanachart estimates

**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**

**Project Details**

<b>Location</b>	Plub Pla, Ban Chang District, Rayong Province
<b>Land Area</b>	Approx. 6,500 Rai (10,400,000 sq.m.)
<b>Contract Type</b>	PPP Net Cost
<b>Contract Term</b>	50 Years
<b>3 Years</b>	Design & Build
<b>47 Years</b>	Operation and Maintenance
<b>Authority</b>	Royal Thai Navy
<b>Total Project Cost</b>	THB 31bn (phase 1)
<b>Equity Injection</b>	Paid-up capital of THB 9bn at COD
<b>Sources of Fund</b>	Debt 70 : Equity 30

**Roles & responsibilities**

<b>Commercial Gateway</b> 269 Rai (430,000 sq.m.)		<b>Airport City</b> 654 Rai (1,047,000 sq.m.)
<b>Passenger Terminal Building 3</b>		<b>Cargo &amp; Free Trade Zone</b> 430 Rai (688,000 sq.m.)

- Design and development of the required Airport Infrastructure
- Operations and maintenance over the concession term
- Financing and maintenance over the project components

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 (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
<b>Average</b>			<b>42.9</b>	<b>73.3</b>	<b>53.2</b>	<b>25.7</b>	<b>2.1</b>	<b>2.0</b>	<b>18.3</b>	<b>11.3</b>	<b>1.2</b>	<b>1.8</b>

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 เราเชื่อว่าเป็นเพราะสมมติฐานการฟื้นตัวของผู้โดยสารที่ชะลอลดลง 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 ดังนั้นความผันผวนของราคาน้ำมันอากาศยานจะทำให้เกิดความเสียหายต่อประมาณการกำไรของเรา
- ความไม่สงบทางการเมือง และภัยธรรมชาติในประเทศไทย เป็นอีกความกังวลของเรา เนื่องจากบริษัท ที่ขึ้นอยู่สถานการณ์ที่ดีในตลาดในประเทศ
- ต้นทุนการดำเนินงานที่สูงจะทำให้ BA มีประสิทธิภาพน้อยลง และทำให้ยากในการขยายตัว

Source: Thanachart

## INCOME STATEMENT

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

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

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
<b>Gross profit</b>	<b>(3,191)</b>	<b>(3,398)</b>	<b>(1,996)</b>	<b>753</b>	<b>2,235</b>
% 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
<b>Operating profit</b>	<b>(5,576)</b>	<b>(4,949)</b>	<b>(3,875)</b>	<b>(1,469)</b>	<b>(329)</b>
% operating margin	-72.7%	-182.2%	-45.4%	-9.9%	-1.7%
Depreciation & amortization	2,843	2,342	2,281	2,311	2,301
<b>EBITDA</b>	<b>(2,733)</b>	<b>(2,607)</b>	<b>(1,594)</b>	<b>842</b>	<b>1,972</b>
% 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)
<b>Pre-tax profit</b>	<b>(4,338)</b>	<b>(3,791)</b>	<b>(3,808)</b>	<b>(1,312)</b>	<b>34</b>
Income tax	100	(117)	0	0	7
<b>After-tax profit</b>	<b>(4,439)</b>	<b>(3,674)</b>	<b>(3,808)</b>	<b>(1,312)</b>	<b>27</b>
% 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
<b>NET PROFIT</b>	<b>(5,283)</b>	<b>(8,550)</b>	<b>(3,260)</b>	<b>(664)</b>	<b>803</b>
<b>Normalized profit</b>	<b>(3,839)</b>	<b>(3,171)</b>	<b>(3,260)</b>	<b>(664)</b>	<b>803</b>
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

*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*

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
<b>ASSETS:</b>					
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
<b>Total assets</b>	<b>50,602</b>	<b>48,939</b>	<b>48,749</b>	<b>49,023</b>	<b>49,210</b>
<b>LIABILITIES:</b>					
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
<b>Total LT debt</b>	<b>12,669</b>	<b>4,540</b>	<b>18,263</b>	<b>17,099</b>	<b>14,992</b>
Others LT liabilities	7,649	7,434	9,646	11,620	13,167
<b>Total liabilities</b>	<b>30,996</b>	<b>35,777</b>	<b>38,847</b>	<b>39,785</b>	<b>39,169</b>
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
<b>Retained earnings</b>	<b>(5,390)</b>	<b>(13,922)</b>	<b>(17,182)</b>	<b>(17,846)</b>	<b>(17,044)</b>
Shareholders' equity	19,591	13,198	9,939	9,274	10,077
<b>Liabilities &amp; equity</b>	<b>50,602</b>	<b>48,939</b>	<b>48,749</b>	<b>49,023</b>	<b>49,210</b>

Sources: Company data, Thanachart estimates

## 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
<b>Cash flow from operations</b>	<b>1,349</b>	<b>(3,180)</b>	<b>92</b>	<b>1,416</b>	<b>2,961</b>
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
<b>Cash flow from investments</b>	<b>(641)</b>	<b>(5,941)</b>	<b>203</b>	<b>(36)</b>	<b>(464)</b>
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
<b>Cash flow from financing</b>	<b>(7,846)</b>	<b>9,066</b>	<b>(421)</b>	<b>(1,380)</b>	<b>(2,498)</b>
<b>Free cash flow</b>	<b>4,338</b>	<b>(4,673)</b>	<b>(1,908)</b>	<b>(584)</b>	<b>961</b>

## 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
<b>(Bt)</b>					
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
<b>Growth Rate</b>					
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
<b>Operating performance</b>					
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
<b>DuPont</b>					
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 ทูธนชาติ จำกัด (TCAP) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 100 และ TCAP เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 50.96 โดย ทูธนชาติ จำกัด (TCAP) และ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd มีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ 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 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 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, เติมน้ำมัน

พัทธดนย์ บุณนาค

Tel: 662-483-8298

pattadol.bun@thanachartsec.co.th

### อสังหาริมทรัพย์, พาณิชยกรรม

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, แพลตฟอร์ม

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

ภัทรวลดี หวังมิ่งมาศ

Tel: 662-779-9105

pattarawan.wan@thanachartsec.co.th

### วิเคราะห์ทางเทคนิค

วิชานันท์ ชรรคมป่ารุ่ง

Tel: 662-779-9123

witchanan.tam@thanachartsec.co.th

### กลยุทธ์การลงทุน

เถลิงศักดิ์ กุเจริญไพศาล

Tel: 662-483-8304

thaloengsak.kuc@thanachartsec.co.th

### วิเคราะห์เชิงปริมาณ

สิทธิเชษฐ รุ่งรัศมีพัฒน์

Tel: 662-483-8303

sittichet.run@thanachartsec.co.th

### ผู้ช่วยนักวิเคราะห์-กลยุทธ์การลงทุน

นลินภรณ์ คลังเปรมจิตต์

Tel: 662-779-9107

nariporn.kla@thanachartsec.co.th

## Data Support Team

### มณฑุณี เพชรแสงใสกุล

Tel: 662-779-9108

monrudee.pet@thanachartsec.co.th

### เกษมรัตน์ จิตกุล

Tel: 662-779-9118

kasemrat.jit@thanachartsec.co.th

### วาราทิพย์ รุ่งประดับวงศ์

Tel: 662-779-9114

varathip.run@thanachartsec.co.th

### สุนทร รักษาวัต

Tel: 662-779-9117

sunet.rak@thanachartsec.co.th

### สุขสวัสดิ์ ลิ้มวณิชปราชญ์

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