

Fundamental Story

Thai Airways Int'l Pcl (THAI TB) - SELL, Price Bt6.85, TP Bt7.70

Results Comment

Saksid Phadthananarak | Email: saksid.pha@thanachartsec.co.th

กำไร 4Q25 ต่ำกว่าคาด

- THAI รายงานกำไรปกติ 4Q25 ที่ 6.8 พันลบ. ลดลง 46% y-y แต่เพิ่มขึ้น 26% q-q โดยกำไรต่ำกว่าที่เราคาด การลดลง y-y ส่วนใหญ่เกิดจากต้นทุนการดำเนินงานที่สูงขึ้น ขณะที่การเติบโต q-q เกิดจากปัจจัยตามฤดูกาล
- ด้วยกำไร 4Q25 ที่ต่ำกว่าคาด เรามองว่ามีความเสี่ยงด้านลบต่อประมาณการกำไรปี 2026F ของเรา เราจึงอยู่ในช่วงทบทวนประมาณการกำไรและราคาเป้าหมาย
- เรายังคงคำแนะนำ “ขาย” THAI เนื่องจากแนวโน้มกำไรที่เสื่อมลงท่ามกลางการแข่งขันในอุตสาหกรรมที่รุนแรง อีกทั้งมีความกังวลเกี่ยวกับความเสี่ยงที่เพิ่มขึ้นจากการปรับโครงสร้างบอร์ดและหุ้นที่สามารถขายเพิ่มหลังจากสิ้นสุดช่วง lock-up ของหุ้นจากการแปลงหนี้เป็นทุน (debt-to-equity swap) ในเดือนสิงหาคม 2026
- รายได้ของ THAI ลดลง 8% y-y ใน 4Q25 กุดตันโดยจำนวนผู้นักท่องเที่ยวที่มายังไทยที่ลดลง และการแข่งขันที่รุนแรงขึ้น จำนวนผู้โดยสารลดลง 6% y-y ขณะที่ passenger yield ลดลง 5% y-y แม้สายการบินจะลด ASK ลง 1% y-y แต่ cabin factor ลดลงเหลือ 80% ใน 4Q25 จาก 82% ใน 4Q24
- ต้นทุนการดำเนินงานเพิ่มขึ้น 16% y-y ใน 4Q25 จากค่าใช้จ่ายพนักงาน (16% ของต้นทุนรวม) เพิ่มขึ้น 68% y-y เนื่องจากการจ่ายเงินใจ ค่าใช้จ่ายปฏิบัติการบิน (38% ของต้นทุน) เพิ่มขึ้น 11% y-y จากต้นทุนซ่อมบำรุงและบำรุงรักษาที่สูงขึ้น ค่าเชื้อเพลิง (31% ของต้นทุน) เพิ่มขึ้น 16% y-y ส่งผลให้อัตรากำไรขั้นต้นลดลงอย่างมากเหลือ 19% ใน 4Q25 จาก 36% ใน 4Q24
- SG&A เพิ่มขึ้นอย่างมาก 38% y-y ใน 4Q25 เราจะสอบถามรายละเอียดเพิ่มเติมเกี่ยวกับปัจจัยที่ทำให้ค่าใช้จ่ายเพิ่มขึ้น ส่วนดอกเบี้ยจ่ายลดลง 31% y-y สะท้อนระดับหนี้ที่ลดลงหลังการแปลงหนี้เป็นทุน

Income Statement		(consolidated)				
Yr-end Dec (Bt m)	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	
Revenue	50,770	50,274	43,312	42,923	46,933	
Gross profit	18,195	14,690	10,874	9,578	8,986	
SG&A	2,207	2,388	2,209	2,492	3,037	
Operating profit	15,988	12,303	8,665	7,086	5,949	
EBITDA	19,464	15,379	11,892	10,922	9,802	
Other income	1,458	1,351	1,516	1,486	1,534	
Other expense	0	0	0	0	0	
Interest expense	4,549	3,481	3,392	3,137	3,144	
Profit before tax	12,898	10,172	6,789	5,435	4,338	
Income tax	363	1	1	6	(2,481)	
Equity & invest. income	9	32	(1)	(8)	10	
Minority interests	(7)	(8)	(10)	(8)	(5)	
Extraordinary items	(54,666)	(364)	5,346	(1,001)	(2,283)	
Net profit	(42,129)	9,832	12,124	4,413	4,541	
Normalized profit	12,537	10,196	6,778	5,415	6,824	
EPS (Bt)	(1.82)	0.42	0.43	0.16	0.16	
Normalized EPS (Bt)	0.54	0.44	0.24	0.19	0.24	

Balance Sheet		(consolidated)				
Yr-end Dec (Bt m)	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	
Cash & ST investment	84,212	92,526	82,693	84,703	78,579	
A/C receivable	13,973	15,594	14,099	15,426	12,294	
Inventory	4,000	4,296	4,491	4,692	5,061	
Other current assets	32,824	34,036	39,657	40,506	47,565	
Investment	682	707	695	688	698	
Fixed assets	37,025	36,458	44,080	43,148	42,356	
Other assets	119,792	114,136	111,975	110,568	117,506	
Total assets	292,508	297,753	297,691	299,730	304,059	
S-T debt	0	0	430	493	986	
A/C payable	28,311	29,673	29,983	28,947	29,393	
Other current liabilities	48,276	44,943	47,892	48,033	47,208	
L-T debt	38,134	38,694	38,842	39,376	39,494	
Other liabilities	132,199	129,005	112,987	110,904	111,066	
Minority interest	79	86	65	73	78	
Shareholders' equity	45,510	55,353	67,492	71,904	75,834	
Working capital	(10,338)	(9,783)	(11,393)	(8,830)	(12,038)	
Total debt	38,134	38,694	39,272	39,869	40,480	
Net debt	(46,078)	(53,832)	(43,421)	(44,834)	(38,099)	

Sources: Company data, Thanachart estimates

Income Statement		12M as				
(Bt m)	q-q%	y-y%	% 2025F	2025A	2026F	
Revenue	9	(8)	98	183,442	192,027	
Gross profit	(6)	(51)	89	44,129	47,288	
SG&A	22	38	108	10,126	9,773	
Operating profit	(16)	(63)	85	34,003	37,514	
EBITDA	(10)	(50)	90	47,994	52,138	
Other income	3	5	91	5,886	6,252	
Other expense						
Interest expense	0	(31)	100	13,154	12,651	
Profit before tax	(20)	(66)	80	26,735	31,116	
Income tax	na	na	na	(2,473)	156	
Equity & invest. income	na	14	53	34	65	
Minority interests	na	na	na	(30)	(35)	
Extraordinary items	na	na	na	1,697	0	
Net profit	3	na	93	30,910	30,990	
Normalized profit	26	(46)	88	29,213	30,990	
EPS (Bt)	3	na	99	1.09	1.09	
Normalized EPS (Bt)	26	(55)	94	1.03	1.09	

Financial Ratios		12M as				
(%)	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	
Sales grow th	18.7	12.0	0.8	(3.6)	(7.6)	
Operating profit grow th	95.6	23.6	76.3	64.5	(62.8)	
EBITDA grow th	72.2	19.0	45.6	43.0	(49.6)	
Norm profit grow th	83.3	58.4	464.6	306.7	(45.6)	
Norm EPS grow th	(82.7)	(85.1)	(56.5)	(68.6)	(55.4)	
Gross margin	35.8	29.2	25.1	22.3	19.1	
Operating margin	31.5	24.5	20.0	16.5	12.7	
EBITDA margin	38.3	30.6	27.5	25.4	20.9	
Norm net margin	24.7	20.3	15.6	12.6	14.5	
D/E (x)	0.8	0.7	0.6	0.6	0.5	
Net D/E (x)	(1.0)	(1.0)	(0.6)	(0.6)	(0.5)	
Interest coverage (x)	4.3	4.4	3.5	3.5	3.1	
Interest rate	30.2	36.2	34.8	31.7	31.3	
Effective tax rate	2.8	0.0	0.0	0.1	(57.2)	
ROA	18.0	13.8	9.1	7.3	9.0	
ROE	573.2	80.9	44.1	31.1	37.0	

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดย บริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) ซึ่งมีธนาคารทหารไทยธนาชาติเป็นธนาคารพาณิชย์ ขนาดใหญ่เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ในสัดส่วนร้อยละ 99.97 รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าจะทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ตัดแปลงแก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

This report is prepared and issued by Thanachart Securities Public Company Limited (TNS) which is owned 99.97% by TMBThanachart Bank Public Company Limited (TTB) as a resource only for clients of TNS, TMBThanachart Bank Public Company Limited (TTB) 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.

"บทวิเคราะห์ DR นี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) ("บล.ธนาชาติ") โดยใช้ข้อมูลจาก แนวโน้มธุรกิจ, ประเมินการทางการเงิน, Bloomberg และแหล่งอื่น ๆ บริษัทมิได้เป็นผู้ออกตราสารแสดงสิทธิในหลักทรัพย์ต่างประเทศ (DRs) จึงไม่มีความขัดแย้งทางผลประโยชน์"

คำเตือน: DRs มีความเสี่ยงจาก อัตราแลกเปลี่ยน และ หลักทรัพย์อ้างอิงในต่างประเทศ ซึ่งอาจทำให้มูลค่าลดลงได้ ผู้ลงทุนต้องศึกษาความเสี่ยงด้วยตนเอง ก่อนตัดสินใจลงทุน

นักวิเคราะห์ของบล. ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) ได้ขึ้นทะเบียนโดย ก.ล.ต. และขอรับรองว่าความเห็นในบทวิเคราะห์นี้เป็น ความเห็นที่เป็นอิสระ มีเหตุผลการรับ และ นักวิเคราะห์ ไม่มีส่วนได้เสีย ในหลักทรัพย์ที่นำเสนอ ณ วันที่จัดทำ

"This analysis was prepared by Thanachart Securities Public Company Limited ("TNS") using data from business trends, financial forecasts, Bloomberg, and other sources. The Company is not an issuer of rights in foreign securities (DRs), so there is no conflict of interest."

WARNING: DRs involve risks from foreign exchange rates and underlying securities, which may result in devaluation. Investors must study the risks themselves before making any investment decision.

Thanachart analyst registered with the SEC and certifies that the views in this analysis are as follows: Independent opinions are justified and analysts have no interest in the offered securities as of the date of issuance.

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:

หมายเหตุ: ธนาคารทหารไทยธนาชาติ จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TTB เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 99.97 ใน TNS ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)