THAI

N.A.

บินด้วยกัน บินได้ไกล

ราคาปัจจุบัน (บาท)	ราคาเป้าหมาย (บาท)
3.32	8 -10
Upside (%)	**Dividend yield (%)**
N.A.	0.0

Flash Points

- ภายหลังจากเข้าแผนฟื้นฟูช่วง Covid การดำเนินงานมีพัฒนาการขึ้น สามารถกลับมามีกำไรปกติในปี 2567 ราว 2.1 หมื่นล้านบาท ดีขึ้นจากปี 2562 ที่ขาดทุนปกติราว 1.6 หมื่นล้านบาท ตามการบริหารต้นทุนอย่างมีประสิทธิภาพ ขณะที่งบดุลแกร่งขึ้นมี IBD/E ที่ 2.2 เท่า จาก Pre-COVID ที่ 12.5 เท่า หลังดำเนินการแปลงหนี้เป็นทุน
- ด้านจำนวนหุ้นล่าสุดที่ 28,303,291,567 หุ้น เพิ่มจาก 2,182,771,917 หุ้น ณ สิ้นปี 2562 เพราะการแปลงหนี้เป็นทุน 20,989,446,278 หุ้น (ราคาใช้สิทธิที่ 2.5452 บาทต่อหุ้น) และผู้ถือหุ้นเดิม 5,108,501,972 หุ้น และบุคคลในวงจำกัด 22,571,400 หุ้น ทั้ง 2 กลุ่มมีราคาใช้สิทธิ 4.48 บาทต่อหุ้น

Impact Insight

- Free Float ณ 14 มี.ค. ที่ 43.1% แต่หุ้นที่มาจากการแปลงหนี้เป็นทุน 100% ถูก Lock-up 1 ปี (สัดส่วน 25% ขายได้หลังครบ 6 เดือนนับแต่วันที่กลับเข้าซื้อขาย) ทำให้ **Free Float ในการซื้อขายต่ำกว่าข้างต้นพอควร เชิงกลยุทธ์มองเป็นปัจจัยหนุนราคาหุ้น**
- ฝ่ายวิจัยมองว่าการดำเนินงานมีพัฒนาการขึ้นกว่า Pre-COVID หลังการคุมค่าใช้จ่ายทำได้ดีขึ้น หนุน Operating profit margin ขยับมาที่ 19% ดีกว่ากลุ่มสายการบินในต่างประเทศที่ 11% ในขณะที่ฝั่งรายได้ยืนระดับ 1.8 – 2 แสนล้านบาท จากจุดแข็งในการเป็นสายการบินหลักของไทย ช่วยให้ Slot การบินดีกว่าสายการบินอื่น
- คาดกำไรปกติปี 2568 ที่ 2.8 หมื่นล้านบาท (Norm EPS ที่ 1 บาท) เติบโต 30% YoY หนุนด้วยรายได้ดีขึ้นและดอกเบี้ยจ่ายลด หลังแปลงหนี้เป็นทุน

Execution

- อิง PER ที่ 8 – 10 เท่า ใกล้เคียงกับหุ้นสนามบินต่างประเทศ ได้ FV ในกรอบ 8 – 10 บาท ในมุมฝ่ายวิจัยจุดน่าสนใจของ THAI มาจากการบริหารต้นทุนที่ดีขึ้น ขณะที่สัดส่วนรายได้จากจีนน้อยกว่า 5% ทำให้ผลจากการชะลอตัวของนักท่องเที่ยวจีนน้อยกว่าหุ้นกลุ่มท่องเที่ยวไทยอื่น

Consensus Analysis

EPS (บาท)	ASPS	IAA Cons	% diff
2568F	1.00	0.94	6%
2569F	1.00	0.93	8%

Global Peers

	PER (X)	PBV (X)	ROE (%)	Div Yield
Australia				
QANTAS AIRWAYS	10.2	16.8	223.9	4.1%
China				
HAINAN AIRLINES	30.8	15.4	47.9	N.A
Hongkong				
CATHAY PAC	8.3	1.3	15.4	5.7%
Japan				
JAPAN AIRLINES C	9.9	1.2	11.6	3.4%
ANA HOLDINGS INC	10.1	1.1	11.2	2.3%
Taiwan				
EVA AIRWAYS	8.1	1.5	17.9	5.4%
Thailand				
ASIA AVIATION	7.3	1.1	17.2	0.0%
BANGKOK AIRWAYS	8.5	1.6	21.0	6.2%
Singapore				
SINGAPORE AIRLINES	18.4	1.3	7.4	3.4%

ที่มา : Bloomberg

ประมาณการตัวเลขสำคัญทางการเงิน

สิ้นสุด ธ.ค.	2567	2568F	2569F	2570F
กำไรสุทธิ (ล้านบาท)	-26,934	27,910	28,420	27,998
กำไรปกติ (ล้านบาท)	21,507	27,910	28,420	27,998
EPS		1.0	1.0	1.0
Norm EPS		1.0	1.0	1.0
Norm profit growth (%)		29.8%	1.8%	-1.5%
PER (เท่า)		3.4	3.3	3.4
BVPS (บาท)		2.6	3.3	4.1
P/BV (x)		1.3	1.0	0.8
ROE		46.9%	33.8%	26.6%
DPS (บาท)	-	-	0.25	0.25
Dividend Yield (%)	0.0%	0.0%	7.6%	7.4%

ที่มา : สายงานวิจัย บล.เอเซียพลัส

ESG Assessment

SET ESG Ratings	-
CG Score	-
Anti-corruption ที่ผ่านการรับรอง	-

ที่มา : SET

Research Division

จัดทำโดย ภาสกร หวังวิวัฒน์เจริญ
นักวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานด้านหลักทรัพย์
เลขทะเบียนนักวิเคราะห์: 093372

ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ รวบรวมมาจากแหล่งข้อมูลที่น่าเชื่อถือ อย่างไรก็ดี บริษัทหลักทรัพย์ เอเซีย พลัส จำกัด ไม่สามารถที่จะยืนยันหรือรับรองความถูกต้องของข้อมูลเหล่านี้ได้ ไม่ว่าประการใดๆ บทวิเคราะห์ในเอกสารนี้ จัดทำขึ้นโดยอ้างอิงหลักเกณฑ์ทางวิชาการเกี่ยวกับหลักการวิเคราะห์ และมิได้เป็นการชี้นำ หรือเสนอแนะให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์ใดๆ การตัดสินใจซื้อหรือขายหลักทรัพย์ใดๆ ของผู้อ่าน ไม่ว่าจะเกิดจากการอ่านบทความในเอกสารนี้หรือไม่ก็ตาม ล้วนเป็นผลจากการใช้วิจารณญาณของผู้อ่าน โดยไม่มีส่วนเกี่ยวข้องหรือพันธะผูกพันใดๆ กับบริษัทหลักทรัพย์ เอเซีย พลัส จำกัด ไม่ว่ากรณีใด

ทัวร์เอื้อหลวงพร้อมเหินฟ้า

บมจ. การบินไทย หรือ "THAI" กลับมาเริ่มซื้อขายตั้งแต่ 4 ส.ค. 68 หลังบริษัทฯ ได้แก้ไขเหตุอาจถูกเพิกถอนและมีคุณสมบัติครบถ้วนตามเกณฑ์แล้ว ภายหลังจากเข้าแผนฟื้นฟูช่วง Covid การดำเนินงานมีพัฒนาการขึ้นตามลำดับ สามารถมีกำไรปกติปี 2566 ราว 2.5 หมื่นล้านบาท และปี 2567 ราว 2.1 หมื่นล้านบาท ดีขึ้นจากปี 2562 ที่ขาดทุนปกติราว 1.6 หมื่นล้านบาท ตามการบริหารต้นทุนอย่างมีประสิทธิภาพและเข้มงวดมากขึ้น ทั้งจำนวนพนักงานสอดรับกับรายได้และค่าเช่าเครื่องบินในอัตราที่เหมาะสม สำหรับฝั่งรายได้อยู่ที่ 1.8 แสนล้านบาท

ด้านสถานะการเงินหลังเจ้าหนี้แปลงหนี้เป็นทุน ทำให้ ณ สิ้นงวด 1Q68 มี IBD/E (รวมหนี้สินสัญญาเช่าตาม TFRS 16) ที่ 2.2 เท่า (หนี้สินที่มีดอกเบี้ย 3.9 หมื่นล้านบาท และหนี้สินตามสัญญาเช่า 8.5 หมื่นล้านบาท เทียบกับส่วนของผู้ถือหุ้น 5.5 หมื่นล้านบาท ซึ่งมีกำไรสะสมอยู่ราว 9.6 พันล้านบาท) ดีขึ้นจาก 12.5 เท่า ณ สิ้นปี 2562 นอกจากนี้ **"กระแสเงินสดอิสระ (FCFF)"** ตามการคำนวณของฝ่ายวิจัย (CFO หัก CAPEX ดอกเบี้ยจ่าย และเงินสดจ่ายค่าเช่า) ปี 2566 – 67 เฉลี่ยอยู่ที่ราว 3 หมื่นล้านบาทต่อปี (ปี 2562 ติดลบ 3.1 พันล้านบาท) ภาพรวมสะท้อนสถานะการเงินมีพัฒนาการขึ้นชัดเจน ตามความเห็นฝ่ายวิจัย

ในมุมฝ่ายวิจัยจุดน่าสนใจของ THAI คือการบริหารต้นทุนที่ดีขึ้นกว่าสมัยก่อน ขณะที่ฝั่งรายได้ยังคงรับประโยชน์จากการเป็นสายการบินหลักของไทย ช่วยให้ Slot การบิน อยู่ในช่วงเวลาที่ดี เมื่อเทียบกับสายการบินอื่น

ตารางสรุปผลประกอบการ

(ล้านบาท)	1Q67	2Q67	3Q67	4Q67	1Q68	%QoQ	%YoY	2562	2566	2567	%YoY
รายได้ดำเนินงาน	44,881	42,947	44,514	50,770	50,274	-1.0%	12.0%	181,042	157,446	183,112	16.3%
- ค่าโดยสารฯ	38,517	36,088	37,103	43,260	43,219	-0.1%	12.2%	149,044	132,736	154,968	16.7%
- ค่าระวางขนส่งฯ	3,762	4,192	4,730	4,584	4,176	-8.9%	11.0%	17,783	15,464	17,268	11.7%
- อื่นๆ	2,602	2,667	2,682	2,926	2,879	-1.6%	10.6%	14,214	9,245	10,877	17.7%
ค่าใช้จ่ายดำเนินงาน	34,925	38,032	40,207	34,782	37,971	9.2%	8.7%	194,691	121,895	147,946	21.4%
- ค่าน้ำมันเครื่องบิน	12,926	13,742	13,550	10,255	12,703	23.9%	-1.7%	54,675	47,765	50,474	5.7%
- ค่าใช้จ่ายที่เกี่ยวกับพนักงาน	3,625	4,221	4,271	4,973	4,211	-15.3%	16.2%	37,413	14,708	17,090	16.2%
- ค่าซ่อมแซมและซ่อมบำรุงอากาศยาน	5,263	5,256	5,526	4,384	5,370	22.5%	2.0%	19,322	11,037	20,428	85.1%
- อื่นๆ	13,111	14,813	16,860	15,170	15,687	3.4%	19.7%	83,281	48,385	59,954	23.9%
กำไรจากการดำเนินงาน	9,955	4,915	4,307	15,988	12,303	-23.1%	23.6%	-13,649	35,551	35,166	-1.1%
ดอกเบี้ยจ่าย	4,608	4,795	4,830	4,549	3,481	-23.5%	-24.5%	4,441	15,611	18,781	20.3%
ค่าใช้จ่าย (รายได้) ภาษี	7	6	-1	363	1	-99.6%	-80.9%	982	1,322	-374	-128.3%
กำไรปกติ	6,438	1,201	1,331	12,537	10,196	-18.7%	58.4%	-16,121	25,389	21,507	-15.3%
กำไรสุทธิ	2,410	306	12,480	-42,129	9,832	N.A.	308.0%	-12,042	28,096	-26,934	N.A.
Norm EPS					0.36					0.76	
Ratio											
Operating profit margin(%)	22.2%	11.4%	9.7%	31.5%	24.5%			-7.5%	22.6%	19.2%	
Norm profit margin	14.3%	2.8%	3.0%	24.7%	20.3%			-8.9%	16.1%	11.7%	
Net profit margin	5.4%	0.7%	28.0%	-83.0%	19.6%			-6.7%	17.8%	-14.7%	
IBD/E	ส่วนของผู้ถือหุ้นยังติดลบ			2.8	2.2			12.5		2.8	
Operating Statistics											
จำนวนผู้โดยสาร (ล้านคน)	3.9	3.8	3.9	4.5	4.3	-4.0%	11.6%	24.5	13.8	16.1	17.3%
RPK (ล้านคน - กิโลเมตร)	12,227	11,700	13,046	14,768	14,776	0.1%	20.8%	71,695	43,268	51,741	19.6%
ราคาน้ำมันเฉลี่ย (USD/BBL)	111.9	108.1	104.3	94.3	100.3	6.3%	-10.3%	84.0	113.0	104.6	-7.4%

ที่มา : งบการเงิน และ สายงานวิจัย บล.เอเซียพลัส

หมายเหตุ : 1.) ปี 2567 ขาดทุนสุทธิ หลักๆ มาจากผลขาดทุนทางบัญชีจากการปรับโครงสร้างหนี้ราว 4.5 หมื่นล้านบาท

2.) Norm EPS แสดงปี 2567 และ 1Q68 เนื่องจากจำนวนหุ้นมีการเปลี่ยนแปลงพอควร หลังเจ้าหนี้แปลงหนี้เป็นทุนช่วง 4Q67 ซึ่ง ณ สิ้นงวด 1Q68 จำนวนหุ้นอยู่ที่ 28,303.3 ล้านหุ้น เทียบกับช่วงก่อนแปลงหนี้เป็นทุนเท่ากับ 2,182.8 ล้านหุ้น

3.) รายได้งวด 1Q67 ตามตารางข้างต้น ฝ่ายวิจัยหักการรับรู้รายได้จาก Expired passenger ticket ราว 4.1 พันล้านบาท ให้สอดคล้องกับ MD&A

0 2680 1000 asiaplus.co.th Asia Plus Group ASIA PLUS Securities

เมื่อหุ้นที่มาจากการแปลงหนี้เป็นทุนถูก Lock-up 6 เดือน - 1 ปี

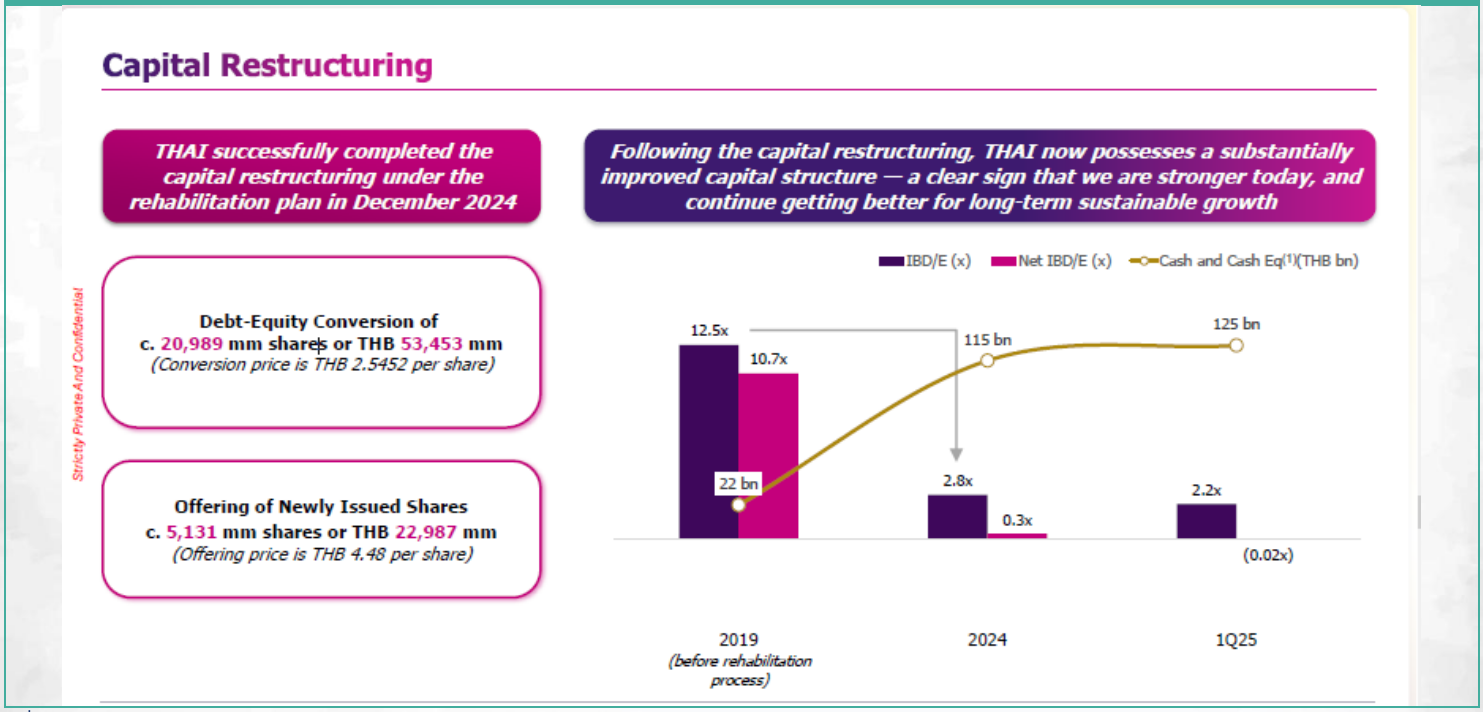
ในเชิงของโครงสร้างการถือหุ้น ณ สิ้นงวด 1Q68 มีจำนวนหุ้นที่ 28,303,291,567 หุ้น (พาร์ 1.3 บาท) เพิ่มจากสิ้นปี 2562 ที่มีจำนวนหุ้น 2,182,771,917 หุ้น เพราะเหตุดังนี้

- **การแปลงหนี้เป็นทุน 20,989,446,278 หุ้น (ราคาใช้สิทธิของเจ้าหนี้ที่ 2.5452 บาทต่อหุ้น)**
- **การใช้สิทธิของผู้ถือหุ้นเดิม 5,108,501,972 หุ้น และบุคคลในวงจำกัด 22,571,400 หุ้น ทั้ง 2 กลุ่มมีราคาใช้สิทธิ 4.48 บาทต่อหุ้น**

สำหรับการแปลงหนี้เป็นทุน นอกจากทำให้สัดส่วน IBD/E ลดลงจาก Pre-COVID พบว่าผู้ถือหุ้นใหญ่อันดับ 1 ณ 14 มี.ค. 68 อย่าง กระทรวงการคลัง เดิมปี 2563 ถืออยู่ 48% มาอยู่ที่ 38.9% ณ ปัจจุบัน และอันดับรองลงมาเป็นเจ้าหนี้ที่ได้รับหุ้นจากการแปลงหนี้เป็นทุน ได้แก่ BBL (ถือ 8.5% : ก่อนแปลงหนี้เป็นทุนถือ 0.4%) สหกรณ์ออมทรัพย์การไฟฟ้าฯ (สัดส่วน 5.4%) KTB (สัดส่วน 4.7%) และ TTB (สัดส่วน 2.1%) **ซึ่งฝ่ายวิจัยมองว่าโครงสร้างดังกล่าว จะทำให้การบริหารงานของ THAI คล่องตัวแบบสายการบินเอกชนอื่นมากขึ้นกว่าสมัยก่อน**

ทั้งนี้ Free Float ณ 14 มี.ค. 68 อยู่ที่ 43.1% แต่หุ้นที่มาจากการแปลงหนี้เป็นทุน 100% จะถูก Lock-up 1 ปี (สัดส่วน 25% ขายได้หลังครบ 6 เดือนนับแต่วันที่กลับเข้าซื้อขาย) ทำให้ Free Float ในการซื้อขายต่ำกว่าข้างต้น

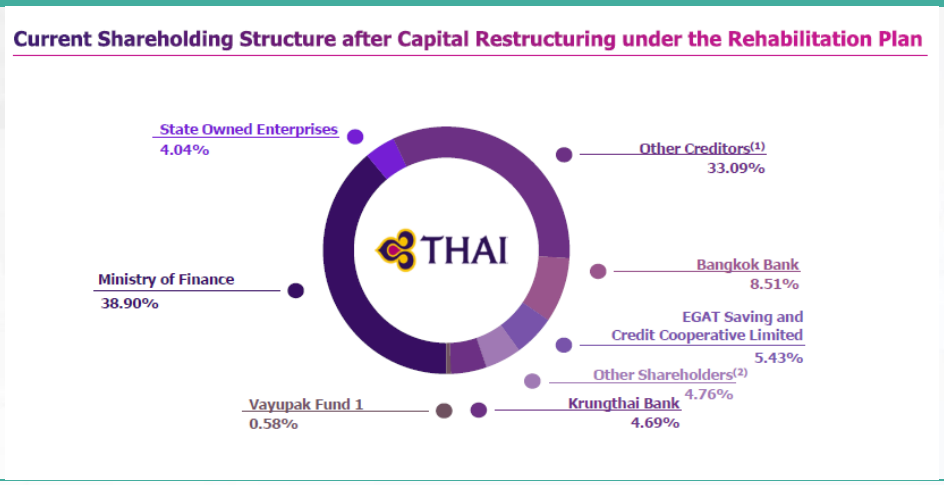
การแปลงหนี้เป็นทุน



ที่มา : THAI

0 2680 1000 asiaplus.co.th Asia Plus Group ASIA PLUS Securities

โครงสร้างการถือหุ้นใน THAI



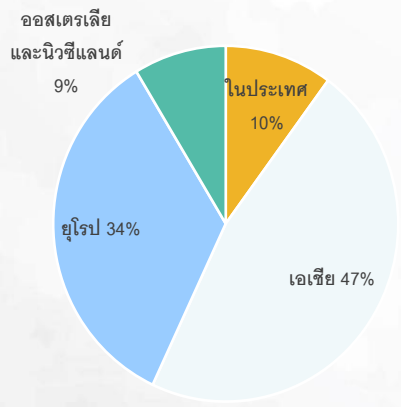
ที่มา : THAI

แนวโน้มรายได้ของ THAI ดูทำได้ดีกว่าภาพรวมอุตสาหกรรมการท่องเที่ยวไทย

ฝ่ายวิจัยมองว่าในเชิงของการบริหารจัดการรายได้ของ THAI ดูทำได้ดีกว่าอุตสาหกรรมการท่องเที่ยวไทย สะท้อนจากรายได้ค่าโดยสารฯ (สัดส่วน 86% ของรายได้) งวด 1Q68 เติบโต 12% YoY สูงกว่านักท่องเที่ยวต่างชาติมาไทยช่วงเดียวกันขยายตัวเพียง 1% YoY **นอกจากการเป็นสายการบินหลักของไทย ทำให้ได้ Slot การบินออกจากสนามบินในไทย อยู่ในช่วงเวลาที่ดี เมื่อเทียบกับสายการบินอื่น ยังถูกหนุนด้วยโครงสร้างรายได้พึ่งพานักท่องเที่ยวจีนไม่สูงไม่ถึง 5% (รายได้หลักๆ อยู่ในเส้นทางบิน ญี่ปุ่น ออสเตรเลีย และยุโรป) ประกอบกับการขยายเครือข่ายผ่านสายการบินในกลุ่ม Star Alliance** และการเป็นพันธมิตรกับ Turkish Airlines (JBA : Joint Business Agreement) ช่วยขยายตลาดเข้าสู่เมืองรองในยุโรปได้มากขึ้น (ก่อนหน้า Hub ในยุโรป มีที่แฟรงก์เฟิร์ต) เป็นปัจจัยหนุนรายได้ผ่าน Connecting revenue ดังรูปหน้าถัดไป

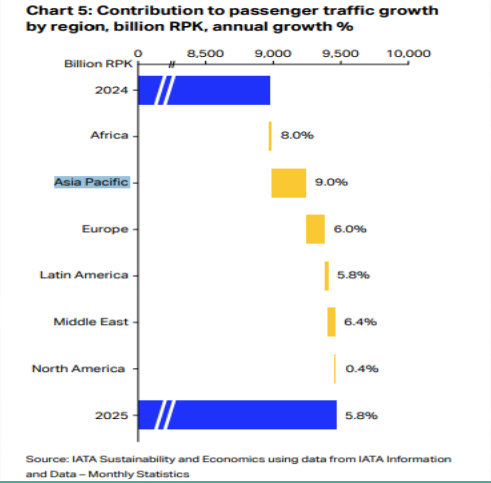
โดยปัจจัยข้างต้น หนุนแนวโน้ม RPK (Revenue Passenger Kilometers) ของ THAI ให้ขยายตัวต่อเนื่อง (ปี 2567 บวก 20% YoY และ 1Q68 เพิ่ม 21% YoY) ตามความเห็นฝ่ายวิจัย ทั้งนี้ รายงานของ IATA (International Air Transport Association) ณ มิ.ย. 68 คาดการณ์ว่า RPK ทั้งโลกปีนี้จะเติบโต 5.8% YoY ซึ่ง Asia Pacific และ Europe สูงขึ้น 9% และ 6% ตามลำดับ

สัดส่วนรายได้แยกตามภูมิภาค



ที่มา : หมายเหตุประกอบงบการเงิน

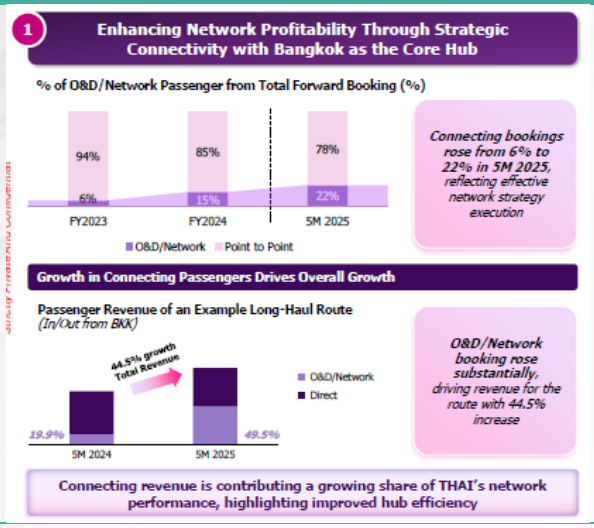
RPK annual growth โดย IATA



ที่มา : IATA

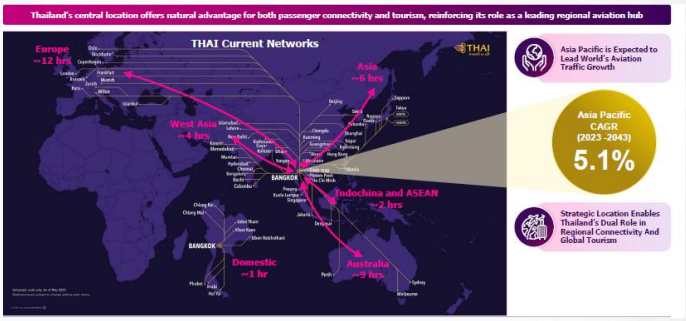
0 2680 1000 asiaplus.co.th Asia Plus Group ASIA PLUS Securities

ตัวอย่างการเติบโตของ Connecting revenue



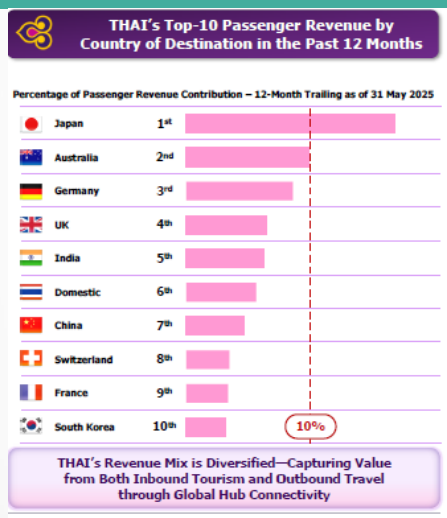
ที่มา : THAI

เส้นทางบินของ THAI



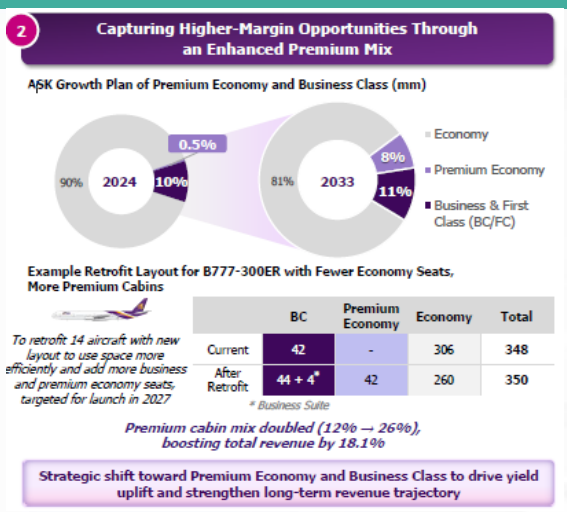
ที่มา : THAI

โครงสร้างผู้โดยสาร THAI



ที่มา : THAI

แนวทางการเพิ่มรายได้ของ THAI



ที่มา : THAI

ขยายฝูงบินรองรับการเติบโต VS ปริมาณการส่งมอบเครื่องบินในอุตสาหกรรม

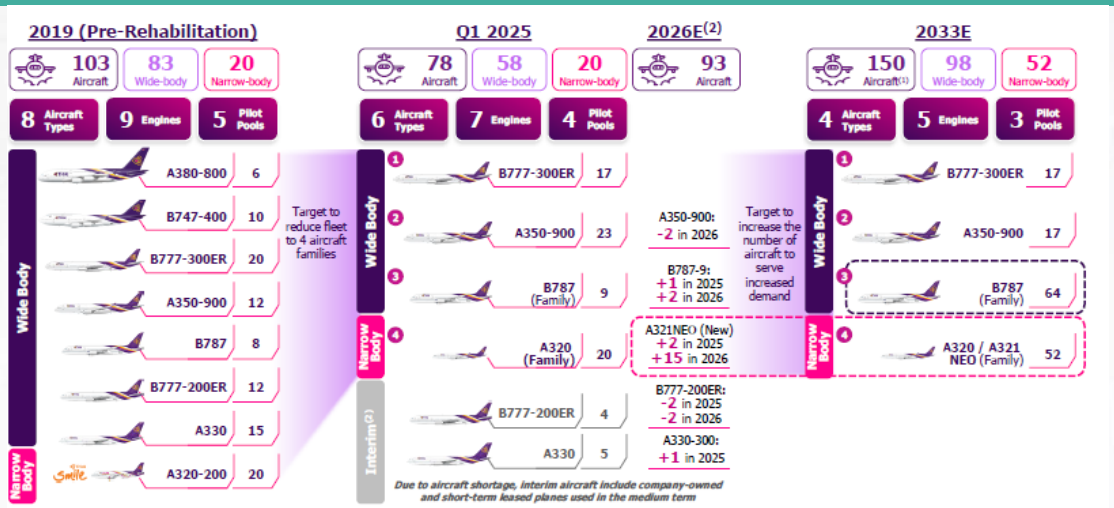
ด้านฝูงบินของ THAI ณ สิ้นงวด 1Q68 ของ THAI อยู่ที่ 78 ลำ แบ่งเป็น Wide-body (ลำตัวกว้าง) จำนวน 58 ลำ และ Narrow-body (ลำตัวแคบ) จำนวน 20 ลำ โดยบริษัทฯ ตั้งเป้าฝูงบินปี 2569 อยู่ที่ 93 ลำ หลักๆ เป็น Narrow-body อย่าง A321Neo ช่วยสนับสนุนเส้นทางบินในภูมิภาค (สามารถบินไปถึงฟุกุโอะกะ) 17 ลำ (สิ้นปีนี้ 2 ลำ และปีหน้า 15 ลำ) และ Wide-body อย่าง B787-9 จำนวน 3 ลำ (ปีนี้ 1 ลำ และปีหน้า 2 ลำ) รองรับเส้นทางบินระยะไกล

ขณะที่ปริมาณการส่งมอบเครื่องบินของผู้ผลิตเครื่องบินในช่วงหลังเน้นไปที่ Narrow-body พิจารณาจากข้อมูลของ AIRBUS ณ 31 พ.ค. 68 มี Backlog รอส่งมอบราว 8,630 ลำ เป็นกลุ่ม Narrow-body ราว 7,666 ลำ และ Wide-body 964 ลำ ซึ่งงวด 1H68 มีการส่งมอบเครื่องบิน 306 ลำ (สัดส่วน 89% เป็น Narrow-body) จากเป้าหมายการส่งมอบทั้งปีราว 820 ลำ เช่นเดียวกับ BOEING งวด 1H68 ส่งมอบเครื่องบิน 280 ลำ (สัดส่วน 75% เป็น Narrow-body อย่าง B737)

0 2680 1000 asiaplus.co.th Asia Plus Group ASIA PLUS Securities

ในมุมฝ่ายวิจัย แม้ปริมาณการส่งมอบเครื่องบินที่ทยอยเข้าสู่ระบบ ย่อมทำให้การแข่งขันในอุตสาหกรรมเพิ่มขึ้น แต่ด้วยแนวโน้มเครื่องบินที่ส่งมอบส่วนใหญ่อยู่ในกลุ่ม Narrow-body ซึ่งไม่ใช่ Fleet หลักของ THAI จึงมองว่าการแข่งขันในเส้นทางบินหลักของ THAI อย่าง ยุโรป และ ญี่ปุ่น อยู่ในระดับที่บริหารจัดการได้

ฝูงบินของ THAI



ที่มา : THAI

ฝูงบิน THAI VS Peers

	1Q68		
Thailand	Wide body	Narrow-body	Total
AAV		61	61
BA		24	24
THAI	58	20	78
Asia-Pacific Airlines			
ANA			278
JAL			232
EVA			89
SIA			205

ที่มา : THAI และ สายงานวิจัย บล.เอเซียพลัส รวบรวม

Backlog ของ AIRBUS

ที่มา : AIRBUS

กระชับโครงสร้างองค์กร ยกระดับ Operating profit margin เหนือกลุ่มฯ

Operating profit margin (OPM หรือ EBIT Margin) ของ THAI มีพัฒนาการชัดจาก โดยปี 2567 อยู่ที่ 19% และ 1Q68 ที่ 24.5% เทียบกับปี 2562 ขาดทุนจากการดำเนินงาน หลังปรับโครงสร้างองค์กร ทำให้จำนวนพนักงานสอดรับกับการสร้างรายได้ จากเดิมปี 2562 ราว 3.6 หมื่นคน มาที่ 2.3 หมื่นคน (สัดส่วนค่าใช้จ่ายผลประโยชน์พนักงานต่อรายได้ปี 2562 อยู่ที่ 17% ลงมาอยู่ที่ 6.6% ในปี 2567 VS รายได้ราว 1.8 แสนล้านบาทเท่ากัน)

ขณะที่ต้นทุนน้ำมัน (สัดส่วน 34% ของ OPEX หรือ 28% ของรายได้) ฝ่ายวิจัยตั้งข้อสังเกตว่าหลังจากผ่านปี 2565 ที่เป็นช่วงเริ่มเกิดสงครามยูเครนกับรัสเซีย ทิศทางราคาน้ำมันดิบดูไบรายปีลดลงต่อเนื่อง ประเมินช่วยให้ต้นทุนน้ำมันเครื่องบินของ THAI อยู่ในการบริหารจัดการ โดยสมมติฐานราคาน้ำมันดิบดูไบของฝ่ายวิจัยปี 2568 เฉลี่ยอยู่ที่ 65 เหรียญฯ ต่อบาร์เรล ลดลง 18% จากค่าเฉลี่ยปี 2567 (1Q68 ราคาน้ำมันเครื่องบินลดลง 10% YoY)

0 2680 1000 asiaplus.co.th Asia Plus Group ASIA PLUS Securities

ทั้งนี้ หากเทียบ OPM ปี 2567 ของ THAI ทำได้ดีกว่า BA (ไม่รวมรายได้เงินปันผล) ที่ 14% และ AAV ราว 10% ในขณะที่ Asia-Pacific Full-Service Airline อย่าง ANA EVA JAL และ SIA เฉลี่ยอยู่ที่ราว 11% รวมถึงข้อมูลจาก IATA พบว่าค่าเฉลี่ย OPM ของสายการบินในภูมิภาค Asia-Pacific อยู่ที่ 4.1% (ปี 2562 ที่ 3.3%) **ภาพรวม OPM ที่สูงกว่าอุตสาหกรรม เป็นจุดเด่นของ THAI ในการกลับมารอบนี้ ตามความเห็นฝ่ายวิจัย**

OPERATING PROFIT MARGIN THAI VS PEERS

Thailand	FY2567	1Q67	1Q68
AAV	10%	14%	15%
BA	14%	24%	25%
THAI	19%	22%	24%
Asia-Pacific Full-Service Airline			
ANA	9%		
EVA	18%	13%	15%
JAL	9%	4%	6%
SIA	9%		

ที่มา : งบการเงิน presentation ของสายการบินในต่างประเทศ และ สายงานวิจัย บล.เอเซียพลัส

Global airline industry : EBIT margin

Global airline industry	EBIT margin, % of revenue				
	2021	2022	2023	2024E	2025F
Global	**-8.5%**	**1.5%**	**6.9%**	**6.4%**	**6.7%**
Regions					
Africa	-6.8%	-3.1%	3.5%	3.9%	3.9%
Asia Pacific	-9.7%	-7.2%	4.6%	4.1%	4.4%
Europe	-10.4%	3.9%	6.6%	5.6%	6.5%
Latin America	-11.0%	-1.9%	12.3%	13.6%	12.2%
Middle East	-20.7%	7.2%	13.0%	13.3%	12.8%
North America	-4.7%	4.5%	7.0%	6.5%	6.9%

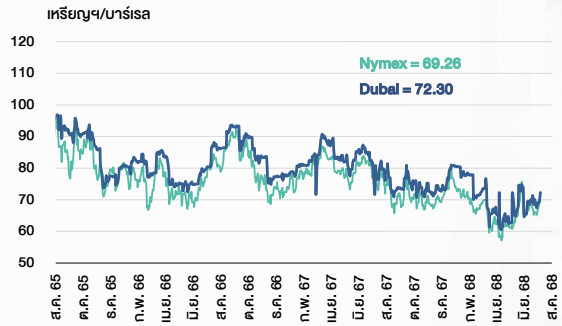
ที่มา : IATA

ราคาน้ำมันดิบเฉลี่ยรายไตรมาส

ไตรมาส	2562	2563	2564	2565	2566	2567	2568
1Q	62.99	50.47	59.65	94.43	80.15	80.11	76.58
2Q	65.50	34.67	66.86	106.96	77.52	84.77	66.53
3Q	59.11	43.07	71.19	96.61	85.36	78.43	69.19
4Q	59.79	43.95	78.43	86.04	83.98	73.95	
ค่าเฉลี่ย	**61.68**	**43.13**	**69.04**	**95.81**	**81.82**	**79.25**	**71.38**

ที่มา : Bloomberg

การเคลื่อนไหวของราคาน้ำมันดิบ



ที่มา : Bloomberg

คาดกำไรปกติปี 2568 เติบโต 30% YoY

กำไรปกติงวด 1Q68 ราว 1 หมื่นล้านบาท (Norm EPS ราว 0.36 บาท) โต 58% YoY จากรายได้เพิ่ม 12% YoY และ OPM ดีขึ้นมาที่ 24.5% จาก 22.2% งวด 1Q67 หลังราคาน้ำมันต่ำลง ประกอบกับดอกเบี้ยจ่ายลด 24.5% YoY เหลือ 3.5 พันล้านบาท (ค่าเฉลี่ยปี 2567 ที่ 4.7 พันล้านบาทต่อไตรมาส) ตามมูลหนี้หลังเจ้าหนี้แปลงหนี้เป็นทุน ด้าน Effective tax rate ทรงตัวต่ำที่ 0.01% เพราะการใช้ Tax loss carry forward จากผลขาดทุนช่วง COVID (สามารถทยอยใช้ได้ถึงปี 2570)

โดยคาดกำไรปกติ 2Q68 ลด QoQ ตามฤดูกาล และฟื้นตัวตั้งแต่ 3Q68 – 1Q69 หนุนด้วยการเดินทางเพิ่มขึ้น หลังผ่านฤดูฝนและเทศกาล ผลักดันราคาค่าตั๋วเครื่องบินขยับขึ้น

สำหรับปี 2568 ฝ่ายวิจัยคาดกำไรปกติปี 2568 ที่ 2.8 หมื่นล้านบาท (NORM EPS ที่ 1 บาท) เพิ่มขึ้น 30% YoY หนุนด้วยรายได้เติบโต 6% YoY เป็น 1.94 แสนล้านบาท (รายได้ 1Q68 คิดเป็นสัดส่วน 26% ของประมาณการ) บนสมมติฐาน RPK สูงขึ้น 9% YoY สอดคล้องกับคาดการณ์ของ IATA ที่ได้กล่าวในช่วงก่อนหน้า และ OPM ที่ 19.4% จาก 19.2% ปีก่อน ตามทิศทางราคาน้ำมัน ประกอบกับคาดดอกเบี้ยจ่ายลดลง 24% YoY

0 2680 1000 asiaplus.co.th Asia Plus Group ASIA PLUS Securities

สมมติฐานในการทำประมาณการ

(ล้านบาท)	2567	2568F	2569F	2570F
รายได้	183,112	193,861	200,595	207,517
OPEX	147,946	156,212	162,476	168,981
ดอกเบี้ยจ่าย	18,781	14,200	14,200	14,200
ภาษี	374	570	581	1,475
กำไรปกติ	**21,507**	**27,910**	**28,420**	**27,998**
% Change				
รายได้	16.3%	5.9%	3.5%	3.5%
OPEX	21.4%	5.6%	4.0%	4.0%
ดอกเบี้ยจ่าย	20.3%	-24.4%	0.0%	0.0%
กำไรปกติ	-15.3%	29.8%	1.8%	-1.5%
Ratio				
RPK Change	20%	9%	5%	5%
OPM	19.2%	19.4%	19.0%	18.6%
Effective tax rate	1.7%	2.0%	2.0%	5.0%
NPM	11.7%	14.4%	14.2%	13.5%
ROE	47.3%	46.9%	33.8%	26.6%

ที่มา : สายงานวิจัย บล.เอเซียพลัส

บน Norm EPS ที่ 1 บาท อิง PER ที่ 8 – 10 เท่า ได้ FV ในกรอบ 8 – 10 บาท

บน Norm EPS 1 บาท อิง PER ที่ 8 – 10 เท่า จะได้ FV กรอบ 8 - 10 บาท ใกล้เคียงกับ Forward PER ณ 29 ก.ค. 68 ของสายการบินต่างประเทศ JAL ที่ 9.9 เท่า SIA อยู่ที่ 18 เท่า ส่วนสายการบินไทย AAV และ BA ที่ 7 เท่า และ 8.5 เท่า ตามลำดับ

ในมุมฝ่ายวิจัยจุดน่าสนใจของ THAI คือการบริหารต้นทุนที่ดีขึ้นกว่าสมัยก่อน ขณะที่ฝั่งรายได้สัดส่วนรายได้จากจีนน้อยกว่า 5% ทำให้ผลกระทบจากการชะลอตัวของนักท่องเที่ยวจีนมาไทย ต่ำกว่าหุ้นในกลุ่มท่องเที่ยวไทยอื่น ขณะที่แนวโน้ม ROE ที่ยืนสูงกว่า 20% ในช่วง 3 ปีข้างหน้า สูงกว่า BA AAV รวมทั้งหุ้นสายการบินอื่นในต่างประเทศ (ตารางหน้าถัดไป) คาดเป็นอีกปัจจัยสนับสนุนราคาหุ้น

เชิงกลยุทธ์หาก Market cap ของ THAI ปิดสิ้นวัน คิดเป็นสัดส่วน 1% ของ SET มีลุ้น Fast track เข้า SET50 (อิงปัจจุบัน Market cap SET ที่ 15.3 ล้านล้านบาท สัดส่วน 1% ราคาหุ้น THAI ต้องปิดสิ้นวันอย่างน้อยที่ 5.45 บาท)

0 2680 1000 asiaplus.co.th Asia Plus Group ASIA PLUS Securities

PER PBV และ ROE ของหุ้นสายการบิน

	PER (X)	PBV (X)	ROE (%)	Div Yield
Australia				
QANTAS AIRWAYS	10.2	16.8	223.9	4.1%
China				
HAINAN AIRLINES	30.8	15.4	47.9	N.A
Hongkong				
CATHAY PAC	8.3	1.3	15.4	5.7%
Japan				
JAPAN AIRLINES C	9.9	1.2	11.6	3.4%
ANA HOLDINGS INC	10.1	1.1	11.2	2.3%
Taiwan				
EVA AIRWAYS	8.1	1.5	17.9	5.4%
Thailand				
ASIA AVIATION	7.3	1.1	17.2	0.0%
BANGKOK AIRWAYS	8.5	1.6	21.0	6.2%
Singapore				
SINGAPORE AIRLINES	18.4	1.3	7.4	3.4%
Simple Average Asia Pacific Airlines	**12.4**	**4.6**	**41.5**	**3.8%**
USA				
DELTA AIRLINES	9.6	1.8	21.3	1.2%
AMERICAN AIRLINES	26.1	-2.0	-8.4	0.0%
UNITED AIRLINES	8.8	1.9	24.0	0.0%

ที่มา : Bloomberg ณ 29 ก.ค. 68

ประเด็นความเสี่ยง

1. ต้นทุนน้ำมันเครื่องบินสูงขึ้น ตามราคาน้ำมันดิบ (หรือค่าเงินบาทอ่อนค่า) กดดันต่อ Operating profit margin
2. การแข่งขันในกลุ่มสายการบิน อาจกระทบต่อรายได้ค่าโดยสาร

0 2680 1000 asiaplus.co.th Asia Plus Group ASIA PLUS Securities

สำหรับกำไรปกติงวด 1Q68 ราว 1 หมื่นล้านบาท (Norm EPS ราว 0.36 บาท) เติบโต 58% YoY จากรายได้เพิ่มขึ้น 12% YoY ตามจำนวนผู้โดยสารสูงขึ้น ขณะที่ Operating profit margin ขยับมาที่ 24.5% เทียบกับ 22.2% งวด 1Q67 หลังราคาน้ำมันต่ำลง รวมทั้งการบริหารค่าใช้จ่ายพนักงานอย่างมีประสิทธิภาพ ประกอบกับดอกเบี้ยจ่ายลดเหลือ 3.5 พันล้านบาท (ค่าเฉลี่ยปี 2567 ราว 4.7 พันล้านบาทต่อไตรมาส) เป็นไปตามมูลหนี้ซึ่งลดลงหลังเจ้าหนี้แปลงหนี้เป็นทุน โดยทิศทางกำไรปกติ 2Q68 ลดลง QoQ ตามฤดูกาล และหลังจากนั้นรายได้ทยอยฟื้นตัวเป็นขั้นบันไดตั้งแต่ 3Q68 – 1Q69 หนุนด้วยการเข้าสู่ Seasonality ของการเดินทางท่องเที่ยวในหลายภูมิภาค

THAI (Non - rated) : บินด้วยกัน บินให้ไกล

THAI กลับมาเริ่มซื้อขายตั้งแต่ 4 ส.ค. 68 โดยโครงสร้างหลังแปลงหนี้เป็นทุนให้กับเจ้าหนี้ ณ สิ้นงวด 1Q68 มีจำนวนหุ้นอยู่ที่ 28,303,291,567 หุ้น (ณ สิ้นปี 2562 มีหุ้น 2.2 พันล้านบาทหุ้น และเพิ่มจากการแปลงหนี้เป็นทุนราว 2.2 หมื่นล้านหุ้น ราคาใช้สิทธิของเจ้าหนี้ที่ 2.5452 บาทต่อหุ้น ส่วนที่เหลือเป็นการใช้สิทธิของผู้ถือหุ้นเดิมอีก 5.1 พันล้านหุ้น ราคา 4.48 บาท) ซึ่งผู้ถือหุ้นหลักคือ กระทรวงการคลัง (สัดส่วน 38.9%) ตามด้วย BBL (สัดส่วน 8.5%) สหกรณ์ออมทรัพย์การไฟฟ้าฝ่ายผลิตแห่งประเทศไทย จำกัด (สัดส่วน 5.4%) KTB (สัดส่วน 4.7%) และ TTB (สัดส่วน 2.1% หรือ 580 ล้านหุ้น)

ทั้งนี้ Free Float ณ 14 มี.ค. 68 อยู่ที่ 43.1% แต่หุ้นที่มาจากการแปลงหนี้เป็นทุน 100% จะถูก Lock-up 1 ปี (สัดส่วน 25% ขายได้หลังครบ 6 เดือนนับแต่วันที่กลับเข้าซื้อขาย) ทำให้ Free Float ในการซื้อขายที่แท้จริงน่าจะต่ำกว่าตัวเลขข้างต้น

ทางพื้นฐาน การดำเนินงานมีพัฒนาการขึ้นตามลำดับ สามารถมีกำไรปกติปี 2566 ราว 2.5 หมื่นล้านบาท และปี 2567 ราว 2.1 หมื่นล้านบาท (ปี 2562 ขาดทุนปกติราว 1.6 หมื่นล้านบาท) ตามการบริหารต้นทุนอย่างมีประสิทธิภาพ ทั้งจำนวนพนักงานสอดรับกับรายได้และค่าเช่าเครื่องบินในอัตราที่เหมาะสม สำหรับฝั่งรายได้ปีล่าสุดอยู่ที่ 1.8 แสนล้านบาท รับประโยชน์จากการเป็นสายการบินหลักของไทยช่วยให้ Slot การบิน อยู่ในช่วงเวลาที่ดี เมื่อเทียบกับสายการบินอื่น

ด้านสถานะการเงินหลังเจ้าหนี้แปลงหนี้เป็นทุน ทำให้ ณ สิ้นงวด 1Q68 มี IBD/E (รวมหนี้สินสัญญาเช่าตาม TFRS 16) ที่ 2.2 เท่า ดีขึ้นจาก 2.8 เท่า ณ สิ้นปี 2567 และ 12.5 เท่า ณ สิ้นปี 2562

สำหรับกำไรปกติงวด 1Q68 ราว 1 หมื่นล้านบาท (Norm EPS ราว 0.36 บาท) โต 58% YoY จากรายได้เพิ่ม 12% YoY ตามจำนวนผู้โดยสารสูงขึ้น ขณะที่ Operating profit margin ขยับมาที่ 24.5% เทียบกับ 22.2% งวด 1Q67 หลังราคาน้ำมันต่ำลง รวมทั้งการบริหารค่าใช้จ่ายอย่างมีประสิทธิภาพ ประกอบกับดอกเบี้ยจ่ายลดเหลือ 3.5 พันล้านบาท (ค่าเฉลี่ยปี 2567 ราว 4.7 พันล้านบาทต่อไตรมาส) ตามมูลหนี้ลดลงหลังเจ้าหนี้แปลงหนี้เป็นทุน โดยทิศทางกำไรปกติ 2Q68 ลด QoQ ตามฤดูกาล และทยอยฟื้นตัวเป็นขั้นบันไดตั้งแต่ 3Q68 – 1Q69 หนุนด้วย Seasonality ของการท่องเที่ยวในหลายภูมิภาค

เบื้องต้นฝ่ายวิจัยคาดกำไรปกติปี 2568 ที่ 2.8 หมื่นล้านบาท (+30% YoY หนุนด้วยรายได้ดีขึ้น และภาระดอกเบี้ยจ่ายลด) คิดเป็น Norm EPS ราว 1 บาท (Norm EPS 1Q68 คิดเป็นสัดส่วน 37% ของสมมติฐาน) และ ROE ราว 47% หากกำหนด PER ที่ 8 – 10 เท่า จะได้มูลค่าพื้นฐาน 8 - 10 บาท (Forward PER ณ 29 ก.ค. 68 ของสายการบินต่างประเทศ อาทิ JAL ที่ 9.9 เท่า SIA อยู่ที่ 18 เท่า ส่วนสายการบินในไทยอย่าง AAV และ BA อยู่ที่ 7 เท่า และ 8.5 เท่า ตามลำดับ

ในมุมฝ่ายวิจัยจุดน่าสนใจของ THAI คือการบริหารต้นทุนที่ดีขึ้นกว่าสมัยก่อน ขณะที่ฝั่งรายได้สัดส่วนรายได้จากจีนน้อยกว่า 5% (หลักๆ คือ ญี่ปุ่น ออสเตรเลีย และยุโรป) ทำให้ผลกระทบจากการชะลอตัวของนักท่องเที่ยวจีนมาไทย ต่ำกว่าหุ้นในกลุ่มท่องเที่ยวไทยอื่น

Pasakorn ASPS Research

Font 14 Paragraph exactly 18 Paragraph exactly 18 Paragraph exactly 18 Paragraph exactly 18 Paragraph exactly 18 Paragraph exactly 18 Paragraph exactly 18 Paragraph exactly 18

หัวข้อ

Font 14 Paragraph exactly 18 Paragraph exactly 18 Paragraph exactly 18 Paragraph exactly 18 Paragraph exactly 18 Paragraph exactly 18 Paragraph exactly 18 Paragraph exactly 18

หัวข้อ

Font 14 Paragraph exactly 18 Paragraph exactly 18 Paragraph exactly 18 Paragraph exactly 18 Paragraph exactly 18 Paragraph exactly 18 Paragraph exactly 18 Paragraph exactly 18

หัวข้อ

Font 14 Paragraph exactly 18 Paragraph exactly 18 Paragraph exactly 18 Paragraph exactly 18 Paragraph exactly 18 Paragraph exactly 18 Paragraph exactly 18 Paragraph exactly 18

Outperform

Neutral

Underperform

หัวข้อ
ใส่กราฟ

ที่มา : สายงานวิจัย บล.เอเซีย พลัส

หัวข้อ
ใส่กราฟ

ที่มา : สายงานวิจัย บล.เอเซีย พลัส

0 2680 1000 asiaplus.co.th Asia Plus Group ASIA PLUS Securities

ประมาณการผลการดำเนินงานปี 2567-2569 ของ xxx

ที่มา : สายงานวิจัย บล.เอเซียพลัส

0 2680 1000 asiaplus.co.th Asia Plus Group ASIA PLUS Securities