

SAV ผู้คน่านฟ้ากัมพูชา

เราเริ่มต้นด้วยคำแนะนำ “ซื้อ” โดยประเมินมูลค่าพื้นฐานที่ 27.0 บาท (1XPEG'25E) ด้วยปัจจัยบวกจากการเป็นผู้ประกอบการที่ได้รับสัมปทานดำเนินการบริการด้านการเดินอากาศเพียงรายเดียวในประเทศกัมพูชา ผ่านบริษัทลูกอย่าง แคมโบเดีย แอร์ กราฟฟิค เซอร์วิส (CATS) ซึ่งธุรกิจการบินในกัมพูชายังมีโอกาสเติบโตได้อีกมากทั้งจากการเติบโตของภาคการท่องเที่ยว หรือการเข้ามาของผู้ประกอบการสายการบิน นอกจากนี้ในอนาคตยังมีโอกาสเติบโตจากการเข้าบริหารการเดินอากาศในประเทศลาวเพิ่มอีกแห่ง ซึ่งจะเป็ปัจจัยหนุนการเติบโตในปี 25 ได้อีกมาก ทั้งนี้เราคาดกำไรสุทธิในปี 24 -25 จะเติบโต 71%YoY,29%YoY ตามลำดับ

ผู้คน่านฟ้ากัมพูชาเพียงรายเดียว

- SAV เป็นผู้ประกอบการในรูปแบบการเข้าถือหุ้นในบริษัทอื่น (Holding company) โดยปัจจุบันมีการถือหุ้นในบริษัท CATS ที่ให้บริการด้านการเดินอากาศ (Air Navigator Service) ในเขตแดนลงข่าวการบินพนมเปญ (Phanom Penh FIR)
- จุดเด่นคือการเป็นผู้ประกอบการเพียงรายเดียวในกัมพูชาทำให้มีความเสี่ยงด้านการแข่งขันกับบริษัทอื่น อีกทั้งด้วยการเป็นผู้ประกอบการเพียงรายเดียว ทำให้เครื่องบินทุกลำที่เข้ามาในน่านฟ้าของกัมพูชาจะเป็นลูกค้าของ SAV ทั้งหมด ไม่ว่าจะมีการขึ้น-ลงสนามบินในกัมพูชา หรือเพียงบินผ่าน ก็ตาม
- โครงสร้างรายได้หลักคือการให้บริการเที่ยวบินขึ้น-ลง เส้นทางบินทั้งในและระหว่างประเทศ (Landing & Take off : Domestic, International Flight) รวมถึงการให้บริการเที่ยวบินที่บินผ่านน่านฟ้ากัมพูชา (Overflight) ซึ่งค่าบริการจะถูกกำหนดจากหน่วยงานรัฐบาลกัมพูชา ขณะที่ต้นทุนจะเป็นส่วนแบ่งรายได้ตามอัตราที่รัฐบาลกัมพูชากำหนดเช่นกัน
- ในอนาคต SAV มีแผนเพิ่มรายได้ในทางอื่นเพิ่มนอกจากในกัมพูชา โดยอยู่ระหว่างเจรจาเข้าไปบริหารน่านฟ้าประเทศลาวเพิ่มอีกประเทศ คาดว่าจะเซ็น MOU ภายในสิ้นปีนี้ รวมถึงการเข้าประมูลการจัดหาระบบตรวจจับสิ่งแปลกปลอมในรันเวย์ที่สนามบินของ AOT เพิ่มอีกทาง

คาดการณ์ 25 แซงปี 19

เราคาดว่าด้วยผลดีจากการท่องเที่ยวที่เติบโตขึ้น รวมถึงการเปิดเส้นทางบินใหม่ของสายการบินทั้งในและต่างประเทศกัมพูชาเราจึงคาดว่าผลประกอบการจะยังเห็นการเติบโตต่อเนื่อง โดยปี 24 เราคาดกำไรสุทธิที่ 463 ล้านบาท (+71%YoY) และปี 25 ที่ 597 ล้านบาท (+29%YoY) ซึ่งระดับดังกล่าวจะเป็นกำไรสูงสุดแซงปี 19 ที่เป็นระดับก่อนโควิด

เริ่มต้นด้วยคำแนะนำ “ซื้อ” ที่ราคาพื้นฐาน 27 บาท

เราเริ่มคำแนะนำการลงทุนใน SAV ด้วย “ซื้อ” โดยประเมินมูลค่าพื้นฐานที่ 27 บาท (1XPEG'25E เทียบเท่า PE ที่ระดับ 29 เท่า) เพราะมองว่า SAV เป็นผู้ประกอบการที่มีภาพของการเติบโตที่ชัดเจน รวมถึงมีโอกาสจะเห็นผลประกอบการออกมาดีกว่าที่เราคาดไว้ หากเริ่มดำเนินการในประเทศลาวได้ เนื่องจากรายได้ในปี 19 ของผู้ให้บริการน่านฟ้าลาวมีรายได้สูงกว่าของ SAV กว่า 80% ทั้งนี้ SAV ประกาศจ่ายปันผลระหว่างกาลจำนวน 0.30 บาท/หุ้น XD 21 พ.ย. จ่าย 6 ธ.ค.

BUY

Fair price: Bt 27.0

Upside (Downside): +18%

Key Statistics

Bloomberg Ticker	SAV TB
Current Price (Bt)	22.90
Market Cap. (Bt m)	14,656
Shares issued (mn)	640
Par value (Bt)	1.00
52 Week high/low (Bt)	24.9/13.0
Foreign limit/ actual (%)	49.0/17.72
NVDR Shareholders (%)	0.6
Free float (%)	40.7
Number of retail holders	3,613
Dividend policy (%)	50
Industry	Services
Sector	Transportation&Logistics
First Trade Date	26 September 2023
CG Rate	▲▲▲▲▲
Thai CAC	
SET ESG Ratings	

Major Shareholders 14 Mar 24

Samart U-tran Co.,Ltd	60.0
Samart Inter Holding Co.,Ltd	14.1
Mrs.Charunee Chinwongvorakul	3.4
N.C.B Trust Limited-Norges bank 30	1.8
Bualuang Long-Term Equity Fund	0.8

Key Financial Summary

Year End (Dec)	2022A	2023A	2024E	2025E
Revenue (Bt m)	1,218	1,644	1,771	2,141
Net Profit (Bt m)	200	272	463	597
NP Growth (%)	-368%	36%	71%	29%
EPS (Bt)	0.35	0.42	0.72	0.93
PER (x)	54.84	39.85	31.65	24.54
BPS (Bt)	0.2	0.6	2.0	7.4
PBV (x)	76.6	28.7	11.5	3.1
DPS (Bt)	0.0	0.8	0.4	0.5
Div. Yield (%)	0.0%	4.4%	1.8%	2.3%
ROA (%)	8.9%	14.4%	21.2%	23.8%
ROE (%)	58.8%	21.3%	29.4%	32.6%

Source: Pi Estimated

Analyst: Dome Kunprayoonsawad

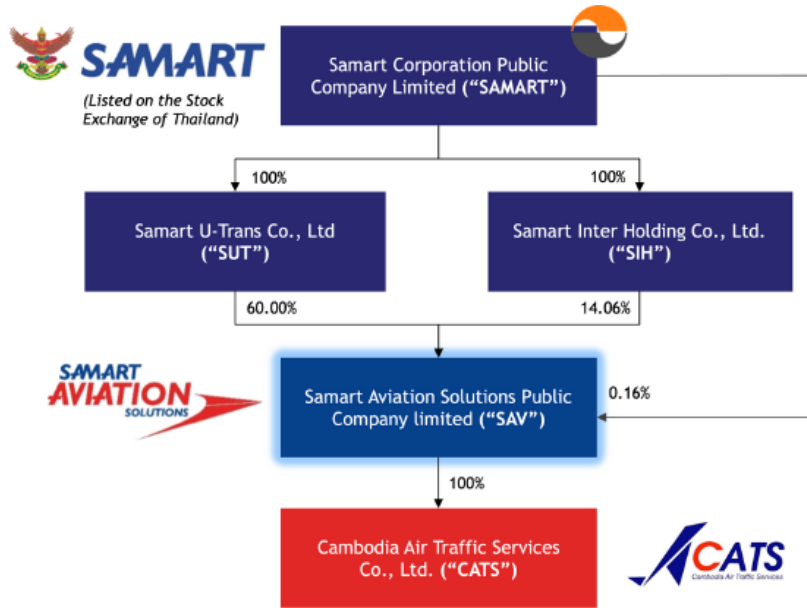
Registration No.10196

Email: dome.ku@pi.financial

ความเป็นมาและลักษณะการประกอบธุรกิจ

บริษัท สามารถ เอวิเอชั่น โซลูชั่นส์ จำกัด (มหาชน) "SAV" เป็นบริษัทในกลุ่ม สามารถ คอร์ปอเรชั่น ดำเนินธุรกิจลงทุนในบริษัทอื่น (Holding company) โดยมีการลงทุนในบริษัท แคมโบเดีย แอร์ ทราฟฟิค เซอร์วิส จำกัด (CATS) ที่เป็นผู้ได้รับสัมปทานเพียงรายเดียวจากรัฐบาลประเทศกัมพูชาในการให้บริการการเดินอากาศ (Air Navigation Service: ANS) มาตั้งแต่ปี 2002 ซึ่งตั้งแต่เริ่มสัญญาสัมปทาน มีการต่อสัญญามาแล้วทั้งสิ้น 3 ครั้ง โดยสัญญาปัจจุบันถึงปี 2051 จึงไม่มีความเสี่ยงด้านการแข่งขันจากผู้ประกอบการรายอื่นแต่อย่างใด

แผนภาพแสดงโครงสร้างการถือหุ้นของ SAV

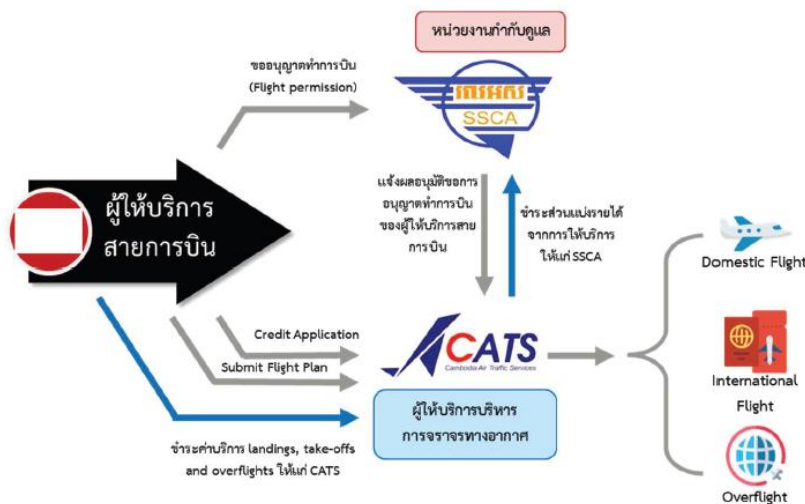


Source: Company Data

ลักษณะของการบริการ

ผู้ประกอบการสายการบินแต่ละสายการบินต้องดำเนินการขออนุญาตบินจากสำนักเลขานุการการบินพลเรือน ("SSCA") ควบคู่ไปกับการยื่นขอเครดิต (Credit Application) กับ CATs โดยผู้ประกอบการสายการบินจะสามารถดำเนินงานบินได้ต่อเมื่อได้รับแจ้งผลอนุมัติแผนการบินจาก SSCA เรียบร้อย

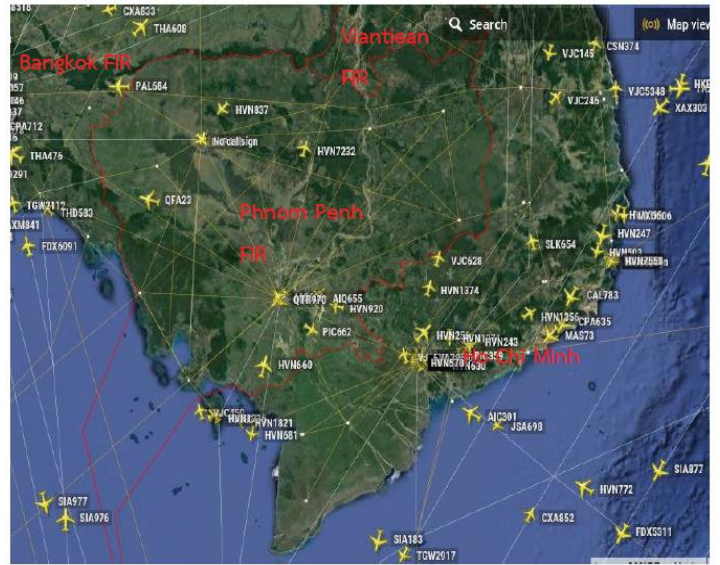
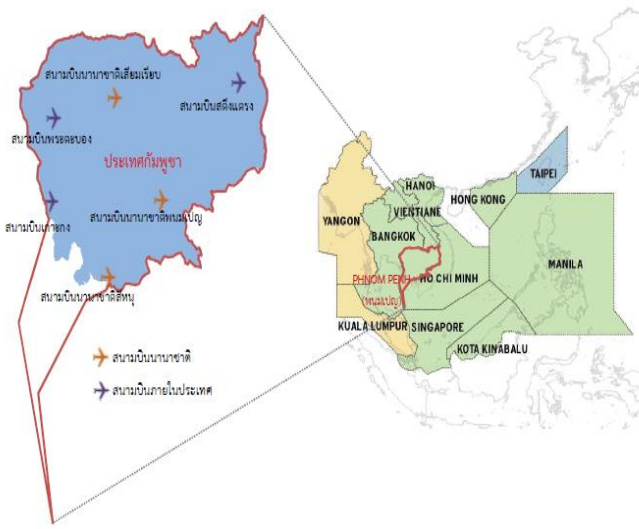
แผนภาพขั้นตอนการให้บริการ



การให้บริการของ CATs สามารถแบ่งได้ดังนี้

1.การให้บริการจราจรทางอากาศ (Air Traffic Management :ATM) ภายใต้เขตแถลงข่าวการบินพนมเปญ (Phnom Penh Flight Information Region : Phnom Penh FIR) ซึ่งเขตแถลงข่าวการบินคือขอบเขตของน่านฟ้าในความรับผิดชอบของแต่ละประเทศ โดยจะมีผู้ให้บริการบริหารจัดการจราจรทางอากาศของแต่ละเขตทำการบริหารจัดการจราจรทางอากาศ รวมถึงให้ข้อมูลข่าวสารเกี่ยวกับการบิน เพื่อให้อากาศยานที่ทำการบินในเขตน่านฟ้าที่ตนรับผิดชอบมีความปลอดภัยและมีประสิทธิภาพ ทั้งนี้การแบ่งเขตแถลงข่าวจะพิจารณาจากภูมิประเทศของแต่ละประเทศเป็นหลัก ซึ่งน่านฟ้าของแต่ละประเทศอาจมีเขตแถลงข่าวการผลิตเพียงเขตเดียวหรือมากกว่าหนึ่งเขตก็ได้ โดยปัจจุบัน Phnom Penh FIR มีพื้นที่รับผิดชอบการบริการในเส้นทางบินระหว่างประเทศ (International Air Traffic Service Route) จำนวน 19 เส้นทางบิน เส้นทางบินภายในประเทศ (Domestic Air Traffic Service Route) จำนวน 21 เส้นทางบิน และมีสนามบินระหว่างประเทศจำนวน 3 สนามบิน และสนามบินภายในประเทศประเทศ 3 สนามบิน

แผนภาพแสดงเขตแถลงข่าวการบินพนมเปญ (Phnom Penh FIR) และเขตแถลงข่าวการบินใกล้เคียง



Source: CATs

ซึ่งการให้บริการดังกล่าวมีวัตถุประสงค์เพื่อป้องกันการชนกันระหว่างอากาศยานเอง หรือระหว่างอากาศยานและสิ่งกีดขวางบนพื้นที่ขับเคลื่อน อีกทั้งยังเพื่อให้เกิดความรวดเร็วและรักษาความปลอดภัยของจราจรทางอากาศ โดยสามารถแบ่งได้เป็น 3 ส่วนงานหลักคือ

- 1.บริการควบคุมจราจรทางอากาศเขตสนามบิน (Aerodrome Control Service) เป็นการบริการสำหรับอากาศยานที่กำลังปฏิบัติการ ณ บริเวณสนามบิน โดยเป็นการจัดลำดับการขึ้นลงของอากาศยาน การให้คำอนุญาตในการติดเครื่องยนต์ของอากาศยาน (Start-up Engine) และการให้คำอนุญาตในการขับเคลื่อน (Taxi) รวมถึงให้ข้อมูลต่างๆ ที่เกี่ยวกับความปลอดภัย ในเขตพื้นที่ขับเคลื่อน (Movement Area) ได้แก่ ทางขับ (Taxi way) ทางวิ่ง (Runway) และลานจอด (Apron) รวมทั้งในวงจรการบิน (Traffic Pattern) บริเวณใกล้เคียงสนามบิน (Aerodrome Vicinity) ซึ่งดำเนินการโดยหอบังคับการบิน (Aerodrome Control Tower) มีพื้นที่รับผิดชอบภายในรัศมี 10 ไมล์ทะเล (Nautical Miles) จากสนามบิน จากพื้นดินจนถึงระยะความสูงประมาณ 3,000 ฟุต ปัจจุบัน CATS ให้บริการสนามบินต่างๆ ทั่วประเทศกัมพูชา ประกอบไปด้วยสนามบินระหว่างประเทศ 3 สนามบิน ได้แก่ สนามบินนานาชาติพนมเปญ (Phnom Penh International Airport) สนามบินนานาชาติเสียมเรียบแห่งใหม่ (New Siem Reap Angkor International Airport) และสนามบินนานาชาติ สีหนุ (Sihanouk International Airport) โดยในปี 24-25 จะมีสนามบินใหม่ 2 แห่งได้แก่ Techo International Airport ที่จะมาทดแทนสนามบินนานาชาติพนมเปญ และสนามบินนานาชาติดาราสาคร
- 2.บริการควบคุมจราจรทางอากาศเขตประชิดสนามบิน (Approach Control Service) เป็นการบริการสำหรับอากาศยานที่กำลังทำการบินเข้า-ออก ระหว่างสนามบินกับเส้นทางบินที่กำหนดไว้ในแผนการบิน (Flight Plan) ดำเนินการโดยศูนย์ควบคุมจราจรทางอากาศเขตประชิดสนามบิน (Approach Control Center) ที่ตั้งอยู่ที่ CATS Building ณ กรุงพนมเปญ มีพื้นที่รับผิดชอบภายในรัศมี 30 ไมล์ทะเล (Nautical miles) จากสนามบิน ความสูงระดับ 3,000-10,000 ฟุต ปัจจุบันให้บริการดังกล่าวเฉพาะสนามบินนานาชาติ 3 สนามบินได้แก่ สนามบินนานาชาติพนมเปญ สนามบินนานาชาติเสียมเรียบ และสนามบินนานาชาติสีหนุ
- 3.การบริการควบคุมการจราจรทางอากาศตามเส้นทางบิน (Area Control Service) ให้บริการสำหรับอากาศยานที่บินอยู่ตาม

เส้นทางบินภายในอาณาเขตแกลงข่าวการบินพนมเปญ โดยมีการให้คำอนุญาต (Clearance) ในการใช้ความสูงและบินตามเส้นทางบินที่กำหนดไว้ โดยมีศูนย์ควบคุมจราจรทางอากาศตามเส้นทางบิน (Area Control Center: Phnom Penh Area Control Center) ตั้งอยู่ที่ CATS Building กรุงพนมเปญ มีพื้นที่รับผิดชอบตั้งแต่ความสูง 10,000 ฟุตขึ้นไป และมีอาณาเขตแกลงข่าวการบินที่ติดกัน ได้แก่ เขตแกลงข่าวการบินกรุงเทพ (Bangkok FIR) ประเทศไทย เขตแกลงข่าวการบินโฮจิมินห์ (Ho Chi Minh FIR) ประเทศเวียดนาม และเขตแกลงข่าวการบินเวียงจันทน์ (Vientiane FIR) ประเทศลาว

แผนภาพจำลองการปฏิบัติงานของแต่ละหน่วยงานควบคุมจราจรทางอากาศ



Source: CATs

1.1 การบริการห้วงอากาศ (Airspace Management) เพื่อให้การจราจรทางอากาศภายในเขตแกลงข่าวการบินพนมเปญ ที่มีปริมาณเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องทุกปี มีความคล่องตัวและความปลอดภัยทาง CATs จึงมีการจัดการบริหารห้วงอากาศ (Airspace Management) โดยการบริการห้วงอากาศเกี่ยวข้องกับการเตรียมห้วงอากาศด้วยการพัฒนาและปรับปรุงโครงสร้างเส้นทางบิน (Air Traffic Route Structure) รวมถึงการปรับเพิ่มพื้นที่ในการบริหารควบคุมของเจ้าหน้าที่ควบคุมจราจรทางอากาศ (Air Traffic Control Sector)

1.2 การบริหารความคล่องตัวและความสามารถในการรองรับการจราจรทางอากาศ (Air Traffic Flow and Capacity Management) การบริหารจัดการปริมาณการจราจรทางอากาศ (Traffic Demand) ให้เหมาะสมกับขีดความสามารถในการรองรับปริมาณการจราจรทางอากาศ (Capacity) ในเขตพื้นที่รับผิดชอบของผู้ให้บริการจราจรทางอากาศแต่ละเขตแกลงข่าวการบินในแต่ละประเทศ

2.ระบบสื่อสาร ระบบช่วยการเดินอากาศและระบบติดตามอากาศยาน (Aeronautical communications, Navigation and Surveillance System/Services) เป็นการนำเทคโนโลยีมาใช้ในการบริหารจัดการการจราจรทางอากาศของอากาศยานได้แก่

- ระบบสื่อสารการเดินอากาศ (Communications)
- ระบบนำทางอากาศยาน (Navigation Aid)
- ระบบติดตามอากาศยาน (Surveillance)
- ระบบปฏิบัติการ Air Traffic Control Automation
- ระบบสื่อสารอัตโนมัติระหว่างหน่วยงานควบคุมการจราจรทางอากาศของประเทศข้างเคียง หรือ ATS Interfacility Data Communication (AIDC)

3.การบริการข่าวสารการเดินอากาศ (Aeronautical Information Services) เป็นบริการทางด้านข้อมูลข่าวสารการเดินอากาศภายในเขตแกลงข่าวการบินพนมเปญ ครอบคลุมในการจัดหาข้อมูลการบินที่จำเป็นสำหรับความปลอดภัย ความสม่ำเสมอ และประสิทธิภาพของการเดินอากาศภายในน่านฟ้าของประเทศกัมพูชา

4.การบริการด้านออกแบบแผนการบิน (Flight Procedure Design) และการบริการด้านแผนที่การเดินอากาศ (Aeronautical Charts) CATs รับผิดชอบออกแบบ (Design) และทำแผนภูมิการเดินอากาศ (Aeronautical Chart) เกี่ยวกับโครงสร้างห้วงอากาศและเส้นทางบิน แบบแผนการบิน (Flight Procedure) ในการบินขึ้น-ลง ณ สนามบินต่างๆ ภายในเขตแกลงข่าวการบินพนมเปญ

แผนภูมิการเดินทางอากาศ (Aeronautical Charts)



Source: Company data

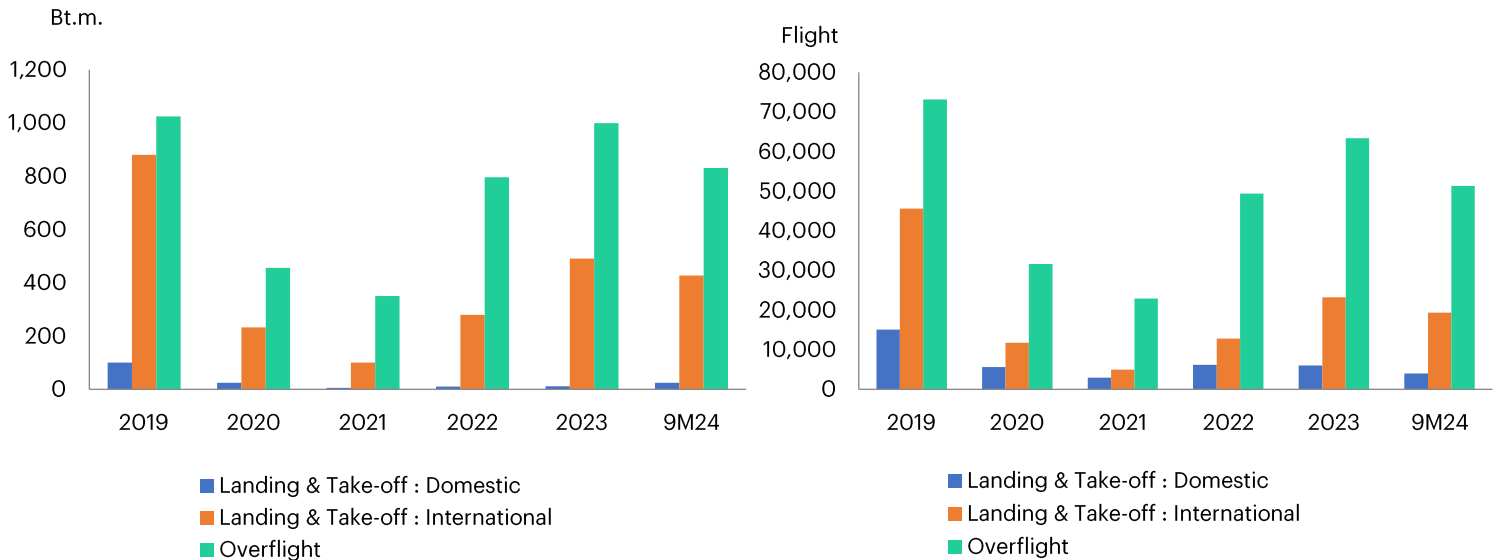
รายได้แบ่งมอบเพราะใครบินเข้าออกต้องผ่านมือ SAV

โครงสร้างรายได้ของ SAV ในปัจจุบันได้แก่ รายได้จากสัญญาที่ทำกับลูกค้า ประกอบด้วย รายได้จากการบริการและรายได้จากงานตามสัญญาสัมปทาน โดยรายได้จากการบริการ แบ่งเป็น 3 ประเภทหลักได้แก่

1. รายได้ค่าบริการสำหรับเที่ยวบินที่ขึ้น-ลงในประเทศ (Landing & Take-off: Domestic) นับเฉพาะเส้นทางบินที่ขึ้นลงสนามบินภายในประเทศกัมพูชาเท่านั้น
2. รายได้ค่าบริการสำหรับเที่ยวบินที่ขึ้น-ลงระหว่างประเทศ (Landing & Take-off: International) เรียกเก็บจากสายการบินที่ขึ้น-ลงสนามบินภายในประเทศกัมพูชา โดยเป็นเส้นทางระหว่างประเทศกัมพูชากับประเทศอื่นๆ
3. รายได้ค่าบริการสำหรับเที่ยวบินที่บินผ่านเขตน่านฟ้ากัมพูชา (Overflight) เป็นรายได้ค่าบริการควบคุมจราจรทางอากาศที่เรียกเก็บจากสายการบินที่มีการนำเครื่องบินผ่านน่านฟ้ากัมพูชา (Phnom Penh FIR) จากท่าอากาศยานแห่งหนึ่งนอกประเทศกัมพูชา ไปยังอีกท่าอากาศยานหนึ่งนอกประเทศกัมพูชา โดยมีได้มีการนำเครื่องบินลงจอดในสนามบินประเทศกัมพูชา

สำหรับรายได้จากงานสัญญาสัมปทานเป็นรายได้จากงานตามสัญญาสัมปทาน ซึ่งตามมาตรฐานบัญชี IFRIC 12 จะบันทึกเท่ากับต้นทุนที่ CATS มีการพัฒนาอุปกรณ์และระบบต่างๆ เพิ่มเติม (Intangible Upgrade) เพื่อให้เป็นไปตามข้อตกลงในสัญญาสัมปทาน

ทั้งนี้ระหว่างปี 19-23 สัดส่วนรายได้ของ SAV ส่วนใหญ่จะมาจากรายได้ค่าบริการรูปแบบบินผ่าน (Overflight) ตามมาด้วยค่าบริการเที่ยวบินระหว่างประเทศ และเที่ยวบินในประเทศ สอดคล้องกับจำนวนเที่ยวบินที่มีรูปแบบบินผ่านมากที่สุด



Source: Company data

โดยค่าบริการ (Tariff Rate) ที่ SAV เรียกเก็บกับลูกค้าสายการบิน จะเป็นอัตรามาตรฐานตามที่สำนักงานเลขาธิการพลเรือน กัมพูชา (State Secretariat of Civil Aviation : SSCA) เป็นผู้กำหนด โดยจะขึ้นอยู่กับขนาดของเครื่องบินซึ่งกำหนดโดย น้ำหนักบรรทุกสูงสุดของเครื่องบินขณะบินขึ้น (Maximum takeoff weight : MTOW) และประเภทของการทำการบิน มี อัตราดังนี้

Class	MTOW (tons)	Type of Aircraft	Landing & Take-off ⁽¹⁾ (USD per charge)	Overflight (USD per charge)
A	> 300	B747	850	515
B	201 - 300	A333	812	486
C	101 - 200	B767	773	454
D	51 - 100	B737, A320	734	412
E	26 - 50	GLF4	580	324
F	11 - 25	ATR42	386	216
G	4 - 10	BE30	193	108
H	≤ 3	B505	116	66

	Surcharges	
	Holiday	Overtime ⁽³⁾
Landing & Take-off	10%	25%
Overflight	10%	N/A

Source: Company data

สำหรับอัตราค่าบริการสำหรับการบินแบบ Landing & Take-off จะนับการนำเครื่องบินลงจอดและการนำเครื่องบินลำเดิมขึ้นออกจากท่าอากาศยานเป็นการให้บริการ 1 ครั้ง และอัตราค่าบริการสำหรับการบินแบบ Overflight จะนับการบินเข้าและผ่านเขต Phnom Penh FIR เป็น 1 ครั้ง ทั้งนี้การเปลี่ยนแปลงอัตราค่าบริการข้างต้น อยู่ในอำนาจการตัดสินใจของสำนักงานเลขาธิการการบินพลเรือนกัมพูชา ที่ผ่าน มา CATS ได้รับอนุมัติให้ปรับอัตราค่าบริการดังกล่าวขึ้นเป็นจำนวน 2 ครั้ง

ลูกค้าหลักสำหรับการขึ้นลงในประเทศได้แก่สายการบิน Cambodia Ankor ส่วนการขึ้นลงเส้นทางระหว่างประเทศได้แก่กลุ่มสายการบิน เวียดนาม ด้านการบินผ่าน (Overflight) ได้แก่เวียดเจ็ทแอร์ไลน์

สัดส่วนรายได้ตามกลุ่มการให้บริการ

รายการ	งบการเงินสำหรับงวดปีสิ้นสุดวันที่					
	31 ธันวาคม 2564		31 ธันวาคม 2565		31 ธันวาคม 2566	
	ล้านบาท	ร้อยละ	ล้านบาท	ร้อยละ	ล้านบาท	ร้อยละ
รายได้จากสัญญาที่ทำกับลูกค้า						
รายได้ค่าบริการ						
Landing & Take-off : Domestic	4.96	1.09	10.04	0.82	11.63	0.71
Landing & Take-off : International	99.97	21.93	279.87	22.99	490.84	29.85
Overflight	350.84	76.98	796.29	65.40	998.83	60.74
รายได้จากงานตามสัญญาสัมปทาน	-	-	131.40	10.79	143.03	8.70
รวม	455.77	100.00	1,217.61	100.00	1,644.32	100.00

Source: Company data

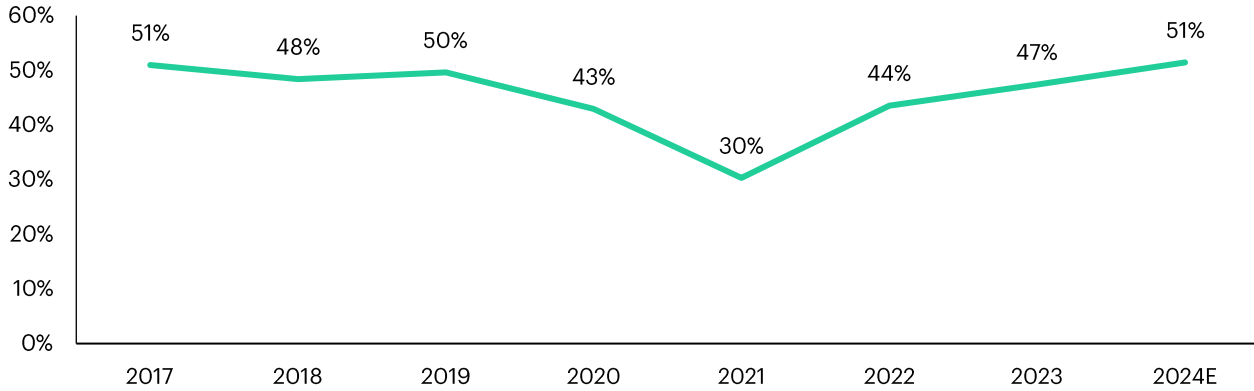
ต้นทุนหลักคือส่วนแบ่งรายได้ให้กับรัฐบาลกัมพูชา

ต้นทุนหลักของ SAV คือ ส่วนแบ่งรายได้ให้กับสัญญาสัมปทาน โดยแบ่งได้ดังนี้

1. ร้อยละ 50 สำหรับรายได้ค่าบริการสำหรับเที่ยวบินที่ขึ้น-ลงในประเทศ และต่างประเทศ (Landing & Take-off)
2. ร้อยละ 30 สำหรับรายได้ค่าบริการสำหรับเที่ยวบินที่บินผ่าน (Overflight) ทั้งนี้ในการคิดค่าบริการของเที่ยวบินแบบบินผ่านมีการใช้อัตราร้อยละ 30 ในช่วง 15 ปีแรกตั้งแต่เริ่มต้นสัมปทาน (สิ้นสุดปี 2017) หลังจากนั้นใช้รายได้ในปี 17 เป็นฐาน (ประมาณ 931 ล้านบาท) ในการคิดค่าบริการในปี 18 สำหรับส่วนเกินรายได้ปีฐานจะมีต้องให้ส่วนแบ่งในอัตราร้อยละ 40

จะเห็นว่าต้นทุนค่าบริการค่อนข้างคงที่ที่ทำให้อัตรากำไรขั้นต้นของ SAV อยู่ในระดับสูงมาโดยตลอด

อัตรากำไรขั้นต้นรายปีของ SAV



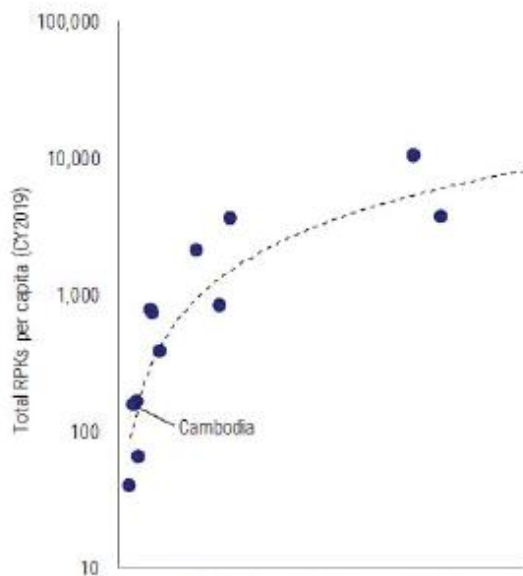
Source: Company data

ธุรกิจมีความสัมพันธ์กับการท่องเที่ยวอย่างมาก

อ้างอิงจาก The Strategic Airport Planning Group: SAP ที่เป็นหน่วยงานที่ปรึกษาให้แก่สนามบินและสายการบิน ด้านกลยุทธ์และการวางแผนเกี่ยวกับการบิน มีผลการศึกษาออกมาว่าผลิตภัณฑ์มวลรวมของแต่ละประเทศ (GDP) มีความสัมพันธ์กับอุตสาหกรรมท่องเที่ยวของประเทศนั้นๆเป็นอย่างมาก แสดงจากปริมาณการขนส่งผู้โดยสารคิดเป็นคน-กิโลเมตร (Revenue Passenger Kilometers: RPKs) กับผลิตภัณฑ์มวลรวมต่อหัว (GDP per Capita) ของประเทศในภูมิภาคเอเชียแปซิฟิก แสดงให้เห็นว่าประเทศที่มีมวลรวมต่อหัวสูง จะมีปริมาณการท่องเที่ยวทางอากาศสูงตามไปด้วย

แผนภาพแสดงความสัมพันธ์ระหว่างผลิตภัณฑ์มวลรวมต่อหัว และปริมาณการท่องเที่ยวทางอากาศรวมของประเทศในภูมิภาคเอเชียแปซิฟิกปี 2562

Country/SAR	Domestic and int'l RPKs (millions)	Per capita	
		GDP (in current US\$)	Domestic and int'l RPKs
Australia	161,600	\$ 54,323	6,331
Bangladesh	10,451	\$ 2,154	64
Brunei	4,734	\$ 29,313	10,291
Cambodia	2,384	\$ 1,736	153
China	1,169,680	\$ 10,170	830
Hong Kong	159,668	\$ 48,275	21,230
India	220,200	\$ 2,072	161
Indonesia	101,949	\$ 4,194	382
Japan	204,188	\$ 40,566	1,618
Malaysia	116,121	\$ 11,232	3,570
Myanmar	2,072	\$ 1,302	39
New Zealand	38,452	\$ 42,343	7,712
Philippines	76,954	\$ 3,512	717
Singapore	155,409	\$ 65,833	27,246
South Korea	189,826	\$ 31,902	3,667
Thailand	146,292	\$ 7,814	2,101
Vietnam	73,958	\$ 3,398	767

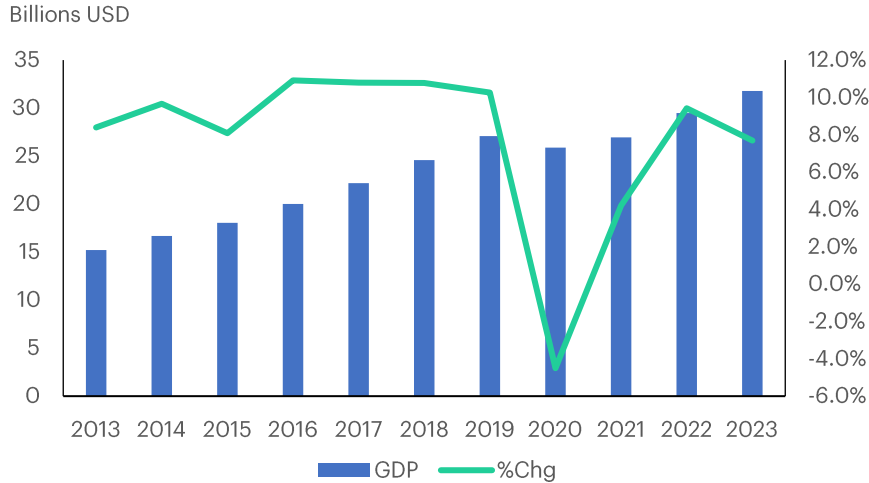


- หมายเหตุ :
- อ้างอิงจากการศึกษาของ SAP โดยได้มีการนำข้อมูลจากรายงานประจำปีของ International Civil Aviation Organization (ICAO) ปี 2559 และตาราง GDP และจำนวนประชากรของ International Monetary Fund (IMF) ปี 2562 มาใช้
 - ปริมาณการท่องเที่ยวทางอากาศรวม รวมถึงการท่องเที่ยวในประเทศ (Domestic) และระหว่างประเทศ (International) อ้างอิงจากรายงานของสนามบินของแต่ละประเทศ ซึ่งอาจรวมถึงผู้โดยสารที่เปลี่ยนเครื่อง และบางประเทศเป็นตัวเลขประมาณการ

Source: Company data

โดยในช่วง 10 ปีที่ผ่านมา (13-23) อัตราการเติบโตของ GDP ประเทศ กัมพูชา มีการเติบโตอย่างต่อเนื่องเฉลี่ยที่ระดับ 7.6% (CAGR)

GDP ของกัมพูชา



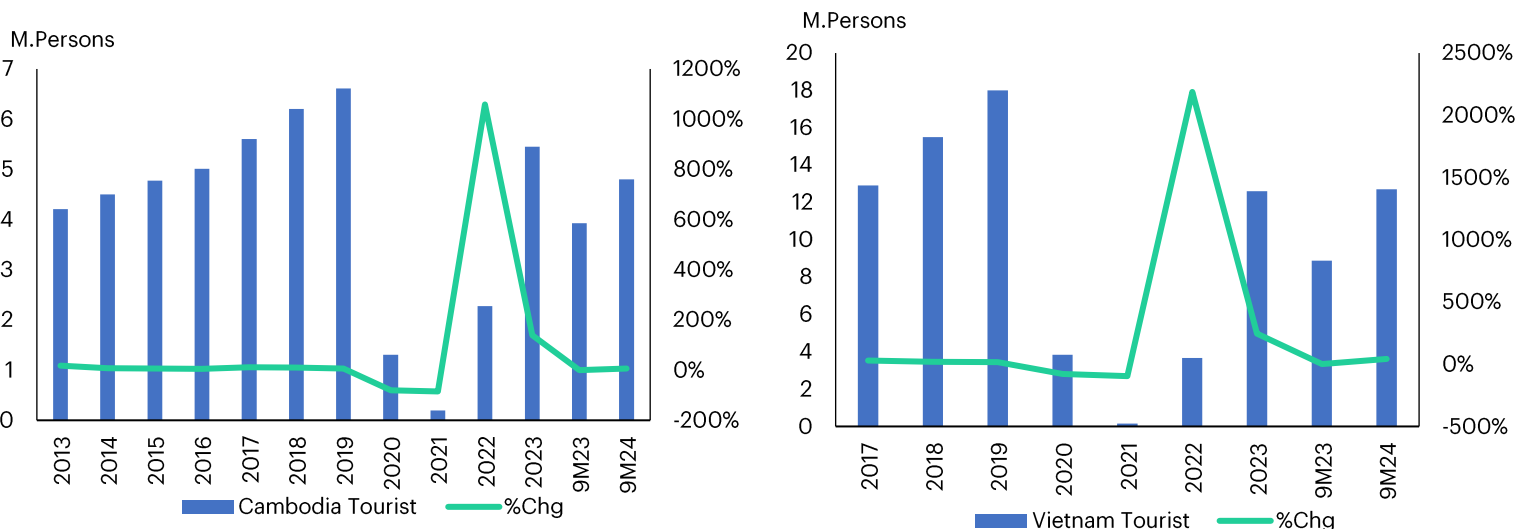
Source: www.macrotrends.net

นอกจากภาวะเศรษฐกิจจะส่งผลต่อปริมาณการท่องเที่ยวทางอากาศแล้ว จากการศึกษาของ SAP พบว่ายังมีปัจจัยหลักที่ส่งผลต่อการท่องเที่ยวทางอากาศอีกได้แก่ 1.อุตสาหกรรมการท่องเที่ยว (Tourist) และ 2.การเติบโตของระบบคมนาคมทางอากาศ (Aviation Infrastructure capacity growth)

โดยอุตสาหกรรมการท่องเที่ยวกัมพูชามีจำนวนนักท่องเที่ยวเติบโตอย่างต่อเนื่องจากปี 13 ที่มีจำนวน 3.17 ล้านคนเป็น 4.5 ล้านคนในปี 23 ขณะที่ในช่วง 9M24 มีจำนวนนักท่องเที่ยวเข้ามาจำนวน 4.8 ล้านคน (+6%YoY) และต่ำกว่า 9M19 เพียง 0.3% โดยทางรัฐบาลกัมพูชาตั้งเป้านักท่องเที่ยวปี 24-25 ที่ระดับ 6 ล้านคน (+12%YoY) และ 7 ล้านคน (+17%YoY) ตามลำดับ

นอกจากอุตสาหกรรมการท่องเที่ยวกัมพูชาแล้วปัจจัยที่จะกระทบกับจำนวนเที่ยวบินที่บินผ่านกัมพูชาคือการท่องเที่ยวของเวียดนาม เพราะเป็นพื้นที่ติดกัน และมีจำนวนเที่ยวบินประเภทบินผ่าน (overflight) มากที่สุด ซึ่งที่ผ่านมามีนักท่องเที่ยวพื้นตัวอย่างต่อเนื่องเช่นกัน โดยจำนวนนักท่องเที่ยวในช่วง 9M24 มีจำนวน 12.7 ล้านคน (+43%YoY) และต่ำกว่า 9M19 เพียง 1% ส่วนปี 24-25 เวียดนามตั้งเป้านักท่องเที่ยว 17 ล้านคน และ 25 ล้านคนตามลำดับ

จำนวนนักท่องเที่ยวของกัมพูชาและเวียดนาม



Source: www.nagacorp.com/eng/ir/tourism.php

จำนวนเที่ยวบินประเภท overflight ของกัมพูชา

ประเทศต้นทาง	2556	2557	2558	2559	2560	2561	2562	2563	2564	2565	2566
1 เวียดนาม	8,801	9,337	12,180	14,852	17,229	19,466	21,145	13,885	8,315	21,898	22,844
2 ไทย	10,334	9,094	10,534	11,427	11,012	11,954	13,067	4,028	2,110	7,292	11,835
3 ฟิลิปปินส์	6,917	7,756	8,069	9,585	9,914	10,179	10,111	4,746	5,152	8,199	10,313
4 มาเลเซีย	1,912	1,989	1,990	2,210	3,426	4,956	6,377	1,027	519	1,197	2,882
5 สิงคโปร์	1,187	1,376	1,361	1,382	1,801	2,554	3,517	803	709	1,728	2,221
6 จีน	799	1,111	1,126	1,748	2,521	2,740	3,364	460	409	757	1,110
7 สหรัฐอาหรับเอมิเรตส์	1,572	1,935	2,417	2,997	2,488	2,505	2,344	1,552	1,824	1,876	1,972
8 กาดาว์	1,071	1,100	893	1,055	1,092	1,444	1,743	1,088	1,274	1,226	1,516
9 ออสเตรเลีย	2,346	1,874	1,942	1,878	2,018	1,993	1,548	464	433	979	431
10 อีโอง	838	1,123	1,226	1,203	1,260	1,310	1,200	258	29	53	206
11 อื่นๆ	5,644	5,722	6,305	7,667	7,433	8,050	8,717	3,340	2,130	4,182	8,083
รวม	41,421	42,417	48,043	56,004	60,194	67,151	73,133	31,651	22,904	49,387	63,413

Source: Company data

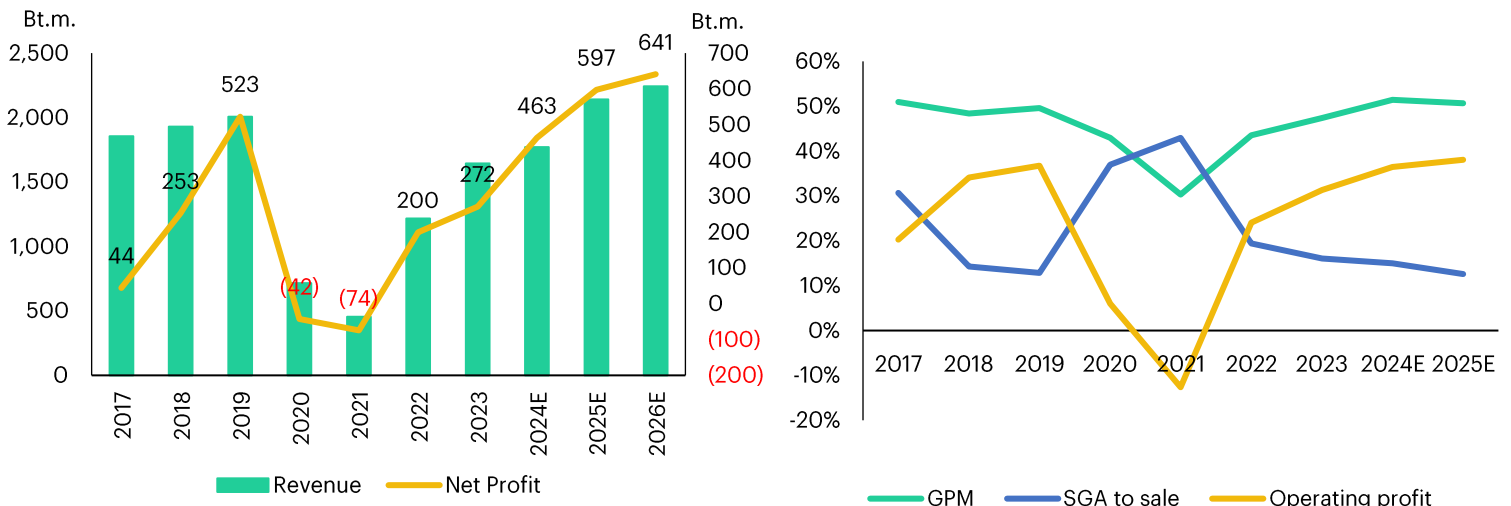
ส่วนการเติบโตของระบบคมนาคมทางอากาศของกัมพูชา ปัจจุบันกัมพูชามีสนามบินนานาชาติที่รองรับนักท่องเที่ยวได้ 3 สนามบิน ได้แก่ สนามบินพนมเปญ สนามบินเสียมเรียบ และสนามบินสีหนุวิลล์ โดยปัจจุบันมีการสร้างสนามบินนานาชาติโตโซ เพื่อเข้ามาให้บริการสนามบินหลักแทนสนามบินพนมเปญ ซึ่งจะรองรับผู้โดยสารได้สูงสุดถึง 30 ล้านคน (เฟสแรก 10 ล้านคน)

คาดการณ์รายได้ปี 24-25 เติบโตต่อเนื่อง

ภาพรวมผลประกอบการของ SAV ในปี 17-23 ที่ผ่านมามีการฟื้นตัวได้อย่างต่อเนื่องยกเว้นช่วงปี 20-21 ที่ได้รับผลกระทบจากการระบาดของโควิด แต่หลังจากนั้นในปี 23-9M24 รายได้กลับมาเติบโตได้อย่างแข็งแกร่ง ตามจำนวนเที่ยวบินที่เพิ่มขึ้น ซึ่งเป็นการเพิ่มทั้งจากการฟื้นตัวของภาคการท่องเที่ยวและการเปิดสายการบินใหม่อย่าง แอร์เอเชีย กัมพูชา ที่เริ่มมา ตั้งแต่ 2Q24 ที่ผ่านมา สำหรับปี 24-25 เราคาดว่าด้วยการปรับตัวของภาคการท่องเที่ยวที่เห็นการเติบโตอย่างต่อเนื่อง ผ่านมาตรการส่งเสริมการท่องเที่ยวของรัฐบาล กัมพูชาซึ่งคาดว่านักท่องเที่ยวในปี 24-25 จะอยู่ที่ระดับ 6 ล้านคนและ 7 ล้านคนตามลำดับ รวมถึงการเพิ่มเที่ยวบินระหว่างประเทศของสายการบินแอร์เอเชียกัมพูชาที่มีบินไปประเทศมาเลเซีย และสิงคโปร์ รวมถึงอยู่ระหว่างศึกษาการเปิดเส้นทางบินไปยังเมืองเซบูประเทศฟิลิปปินส์และบาหลีประเทศอินโดนีเซียเพิ่ม ขณะสายการบินเวียดนามแอร์ไลน์ที่เปิดเส้นทางฮานอย-พนมเปญเพิ่มในเดือน ต.ค. ที่ผ่านมานอกจากนี้ยังได้รับผลดีจากการเปิดสนามบินใหม่อีก 2 แห่งในปี 24-25 นี้ ซึ่งการเปิดสนามบินแห่งใหม่ของกัมพูชา ทำให้ SAV ที่มีการลงทุนเพิ่มจะมีการตัดค่าเสื่อมราคาลดลงและทำให้ค่าเสื่อมราคาที่จะเข้ามาในงบการเงินในปี 25 ลดลงได้

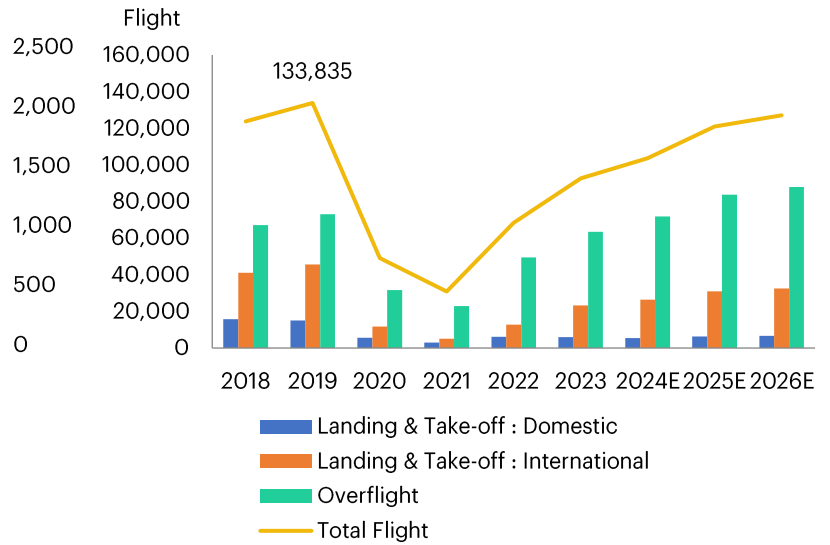
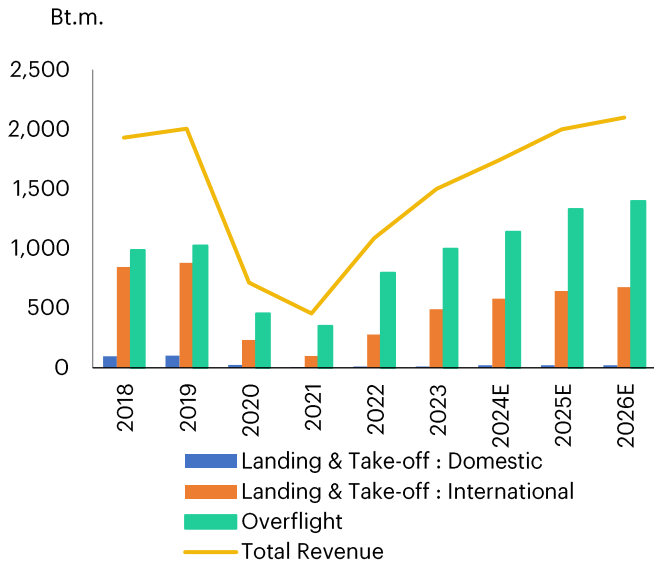
นอกจากนี้ด้วยการเปิดสนามบินเสียมเรียบอีกครั้งในปี 23 ที่ผ่านมา ล่าสุดมีสายการบินอีกอย่างน้อย 3 สายการบินมีแผนเปิดเที่ยวบินตรงมายังกัมพูชาเพิ่ม อย่างเช่นสายการบินเอเชียน่า แอร์ไลน์ประเทศเกาหลีใต้ สายการบินอินดีโก ประเทศอินเดีย ทำให้เราคาดการณ์จำนวนเที่ยวบินในปี 24-25 จะเพิ่มขึ้น 12% และ 14% ตามลำดับ (อ้างอิงจากการเติบโตของจำนวนนักท่องเที่ยวกัมพูชา) ทำให้เราประเมินรายได้ได้อยู่ที่ 1,771 ล้านบาท (+8%YoY) และ 2,141 ล้านบาท (+21%YoY) ส่วนกำไรขั้นต้นเราคาดว่าจะไว้ที่ 52% และ 51% ตามลำดับ และทำให้รวมแล้วเราคาดว่าจะทำกำไรสุทธิสำหรับปี 24-25 ที่ 463 ล้านบาท (+72%YoY) และ 597 ล้านบาท (+29%YoY) ตามลำดับ

รายได้ กำไรสุทธิ อัตรากำไรขั้นต้น ค่าใช้จ่ายในการขายและบริการต่อรายได้และกำไรจากการดำเนินงานรายปี



Source: Company data, PI Estimates

รายได้ และจำนวนเที่ยวบินแยกตามกลุ่มการให้บริการรายปี



Source: Company data, PI Estimates

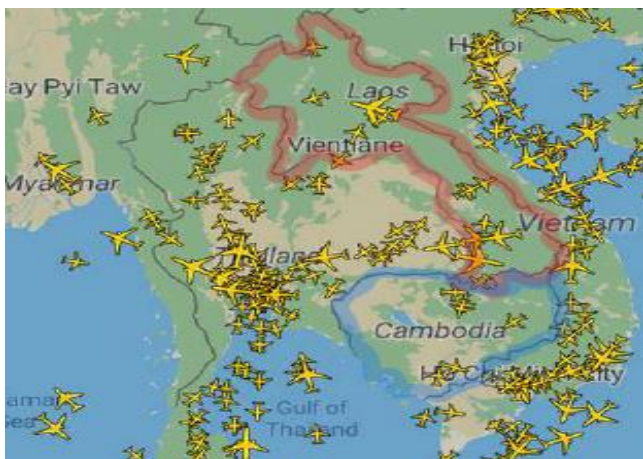
มีโอกาสเพิ่มรายได้อีกมากในปี 25

นอกเหนือจากการเติบโตของจำนวนเที่ยวบินในประเทศกัมพูชาแล้ว ในปี 25 จากการที่

ทาง SAV ยังมีการหาโอกาสในการเพิ่มรายได้อื่นอีก (เรายังไม่ได้รวมไว้ในประมาณการณแต่อย่างใด) ไม่ว่าจะเป็นการเข้าไปบริหารเขตแดนของท่าอากาศยานเวียงจันทน์ (Vientiane FIR) ประเทศลาว ที่มีความถี่ของจำนวนเที่ยวบินสูงกว่ากัมพูชาประมาณ 2.5-3 เท่า โดยช่วงก่อนโควิดมีจำนวนเที่ยวบินรวมกว่า 390,000 เที่ยวบิน/ปี (ปี 19 กัมพูชามีจำนวนเที่ยวบินรวมเพียง 133,800 เที่ยวบิน) เพราะน่านฟ้าประเทศลาวเป็นช่องทางสำคัญของสายการบินจากไทยในการบินไปยังกลุ่มประเทศเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ ซึ่งความคืบหน้าล่าสุดคาดว่าจะเซ็นสัญญา MOU กับรัฐบาลลาวได้ในภายในปี 24 นี้ ขึ้นตอนหลังจากนั้นจะเป็นการเซ็นสัญญา PPP ในช่วง 1Q25 และเริ่มดำเนินการได้อย่างเร็วในช่วง 2Q25 เป็นต้นไป ซึ่งหากเริ่มดำเนินการจะทำให้ผลประกอบการในปี 25 ของ SAV เติบโตขึ้นได้อย่างมาก เนื่องจากถ้าคิดในมุมมองรายได้แล้ว รายได้ของน่านฟ้าลาวในปี 19 มีมูลค่ากว่า 119 ล้านดอลลาร์ฯ สูงกว่ารายได้ของ SAV ในปี 19 ถึง 84% (SAV มีรายได้ปี 19 ที่ระดับ 64.5 ล้านดอลลาร์ฯเท่านั้น)

นอกจากโครงการเข้าไปบริหารน่านฟ้าประเทศลาวแล้ว ในปี 25 SAV ยังมีแผนหารายได้เพิ่มโดยจะเข้าประมูลการจัดหาอุปกรณ์ให้กับบริษัท วิทยุการบินมูลค่าประมาณไม่เกิน 1,500 ล้านบาท การประมูลอุปกรณ์ตรวจจับสิ่งแปลกปลอม (Foreign Object Debris : FOD) ในสนามบินสุวรรณภูมิ ดอนเมือง และภูเก็ต ของ AOT มูลค่ากว่า 1,500 ล้านบาท (ทำร่วมกับบริษัทแดนไทย) ซึ่งคาดว่าจะมีความคืบหน้าชัดเจนในช่วง 1Q25 เป็นต้นไป รวมถึงการเป็นตัวแทนจำหน่ายอุปกรณ์เรดาร์ ให้กับสนามบินในกลุ่มประเทศ CLMV เพิ่ม

ขอย้ายเขตแดนของท่าอากาศยานเวียงจันทน์ (Vientiane FIR) และตัวอย่างอุปกรณ์ตรวจจับสิ่งแปลกปลอม (FOD)

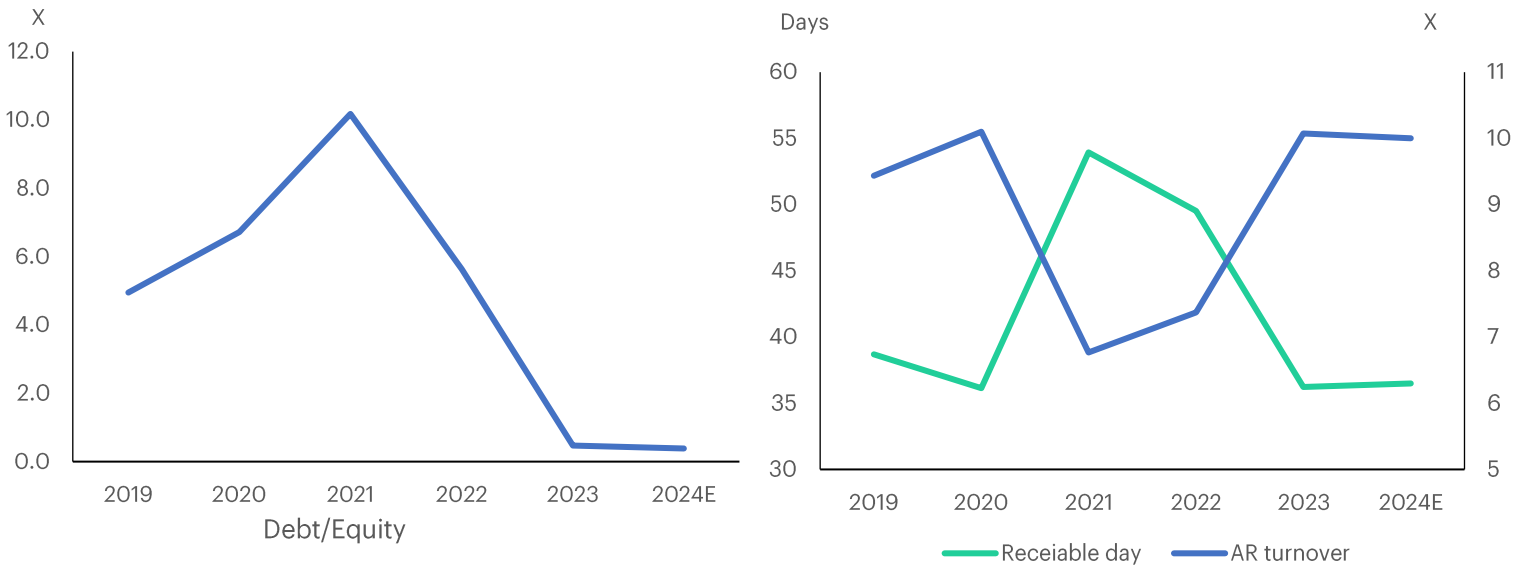


Source: Company data

ฐานะการเงินแข็งแกร่ง หลังเข้าจดทะเบียนในตลาด

สถานะการเงินของ SAV มีความเข้มแข็งอย่างมาก หลังจากเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ โดยในปี 22 SAV มีอัตราหนี้สินต่อทุน (D/E) สูงถึง 5.6 เท่า แต่หลังจากการเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ปี 23 อัตราหนี้สินต่อทุนลดลงเหลือเพียง 0.5 เท่า และล่าสุด ณ สิ้น 3Q24 อัตราส่วน D/E อยู่ที่ 0.4 เท่า ขณะที่เมื่อพิจารณาในส่วนของบริษัทจะพบว่าอัตราส่วนหมุนเวียน (Current Ratio) อยู่ในระดับมากกว่า 1 เท่ามาโดยตลอด นอกจากนี้ด้วยการที่ธุรกิจของ SAV มีรูปแบบให้บริการก่อนแล้วค่อยเรียกเก็บหนี้จากลูกค้าทำให้ต้องพิจารณาถึงระยะเวลาการเก็บหนี้เฉลี่ย (Receivable Turnover) จะพบว่าระหว่างปี 19-23 อยู่ในกรอบ 35-40 วันมาโดยตลอด (มีเพียงปี 21-22 ที่เป็นช่วงโควิดที่มีระยะเวลาเพิ่มเป็น 50 วัน) ทั้งนี้หากในอนาคต SAV ได้เข้าไปบริหารเขตแดนข่าวการบินเวียงจันทน์อาจจะทำให้ต้องมีการจัดหาเงินกู้มาใช้ แต่คาดว่าจะกระทบกับฐานะทางการเงินไม่มากนักเพราะรายได้ที่เข้ามามีโอกาสสูงกว่าต้นทุนทางการเงินที่เพิ่มขึ้นได้

อัตราหนี้สินต่อทุน อัตราการหมุนเวียนลูกหนี้ และระยะเวลาเก็บหนี้เฉลี่ย



Source: Company data, PI Estimates

ความเสี่ยงหลักคือการยกเลิกสัมปทาน

ด้วยการที่ SAV ดำเนินธุรกิจโดยเข้าถือหุ้นในบริษัทอื่น (Holding Company) โดยรายได้หลักมาจากผลประกอบการของบริษัท CATS เพียงบริษัทเดียว ซึ่งบริษัทดังกล่าวประกอบธุรกิจหลักคือการให้บริการจัดการจราจรทางอากาศเพียงผู้เดียวในประเทศกัมพูชาซึ่งเป็นการให้บริการตามอายุสัมปทานที่ได้รับจากสำนักงานเลขาธิการการบินพลเรือนกัมพูชา (SSCA) มีกำหนดสิ้นสุดในเดือนตุลาคมปี 2051 ทำให้มีความเสี่ยงตรงหากไม่ได้รับการต่อสัญญาสัมปทานหรือถูกยกเลิกสัญญาสัมปทานจะส่งผลกระทบต่อการทำงาน และฐานะทางการเงินของ SAV ได้อย่างมาก

นอกจากความเสี่ยงด้านสัมปทานแล้ว ความเสี่ยงอีกประการของ SAV คืออัตราแลกเปลี่ยนเนื่องจากการทำธุรกิจที่กัมพูชาจะใช้สกุลเงินเรียลหรือดอลลาร์เป็นหลัก ทำให้มีความเสี่ยงจากความผันผวนดังกล่าวในการรายงานตัวเลขทางการเงินได้ แต่ในส่วนของต้นทุนคาดว่าจะกระทบไม่มากนักเพราะต้นทุน ค่าใช้จ่ายต่างๆ เป็นการดำเนินงานในประเทศกัมพูชาทั้งหมด ซึ่งมีการคำนวณในรูปเงินเรียลหรือดอลลาร์เช่นกัน

เริ่มคำแนะนำด้วย "ซื้อ" ด้วยมูลค่าเหมาะสม 26.1 บาท (1XPEG'25E)

เราเริ่มต้นคำแนะนำการลงทุนใน SAV ด้วย "ซื้อ" มองว่า SAV มีจุดเด่นตรงการเป็นผู้ประกอบการในอุตสาหกรรมที่ไม่มีคู่แข่งแต่อย่างใดในประเทศกัมพูชา อีกทั้งยังอยู่ในธุรกิจที่ได้รับผลดีจากการเติบโตของภาคการท่องเที่ยวที่มีการฟื้นตัวอย่างต่อเนื่อง นอกจากนี้หากในอนาคตได้เข้าไปบริหารน่านฟ้าประเทศลาวเพิ่ม จะมีโอกาสเห็นการเติบโตของผลประกอบการได้อย่างมาก โดยเราประเมินมูลค่าเหมาะสมปี 25 อยู่ที่ 26.1 บาท (1XPEG'25E) หรือเทียบเท่าอัตราส่วน PE ที่ระดับ 28 เท่า ซึ่งเป็นระดับที่ต่ำกว่าผู้ประกอบการที่ทำมีรูปแบบธุรกิจคล้ายกันอย่าง AOT (ในแง่ของความเป็นของสายการบินที่ต้องมาใช้บริการในประเทศนั้นๆ) ที่มีค่าเฉลี่ยกว่า 30-40 เท่า

Environment Social Governance: SET ESG Rating -

Environment

- ด้านสิ่งแวดล้อม SAV ให้ความสำคัญต่อการดูแลรักษาสิ่งแวดล้อม โดยเน้นการใช้ทรัพยากรอย่างมีประสิทธิภาพ พอย่างเช่นการใช้พลังงานหมุนเวียนเพื่อลดการสร้างภาวะเรือนกระจก การใช้ไฟฟ้า และน้ำอย่างประหยัด การลดปริมาณขยะพลาสติกด้วยการส่งเสริมให้ใช้วัสดุที่ย่อยสลายได้หรือใช้วัสดุคงทนเพื่อนำกลับมาใช้ได้หลายครั้ง
- นอกจากนี้ในด้านการให้บริการกับสายการบินทาง CATS มีการเพิ่มประสิทธิภาพการให้บริการแก่ลูกค้าสายการบินอย่างเช่นการบริหารเส้นทางบินที่ช่วยลดระยะทางการบินของอากาศยานรวมถึงลดต้นทุนค่าเชื้อเพลิงอากาศยาน ซึ่งจะทำให้ลดการปล่อยก๊าซคาร์บอนไดออกไซด์ลงได้ตามไปด้วย

Social

- ด้านสังคม SAV ได้ให้ความสำคัญกับพนักงานในการปฏิบัติงานอย่างชอบธรรม ทั้งในแง่ค่าตอบแทน หรือความสำคัญของอาชีพอนามัยภายในบริษัท รวมถึงมีการสนับสนุนกิจกรรมของชุมชนอย่างเช่นการให้ทุนการศึกษา การฝึกงานของเยาวชนท้องถิ่น เป็นต้น

Governance

- ด้านธรรมาภิบาล SAV มีการบริหารงานและการดำเนินงานที่โปร่งใส และสามารถตรวจสอบได้ โดยให้ความสำคัญกับผู้มีส่วนได้เสียทุกกลุ่ม ทั้งผู้ถือหุ้น พนักงาน ลูกค้า และคู่ค้า

Stock Update

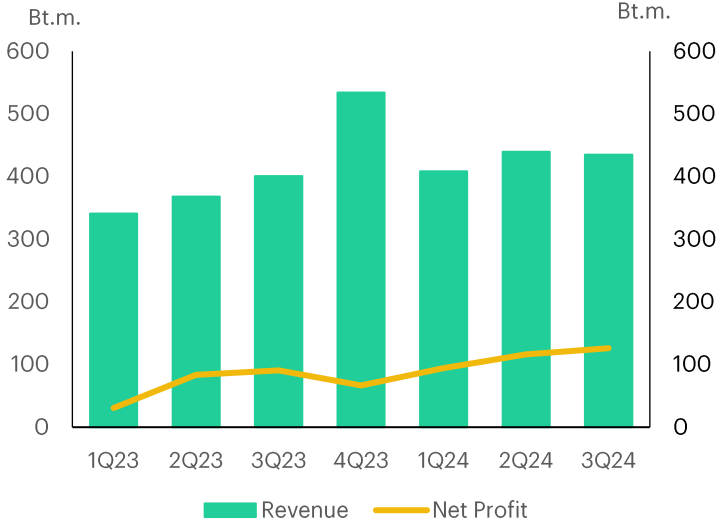


19 NOV 2024

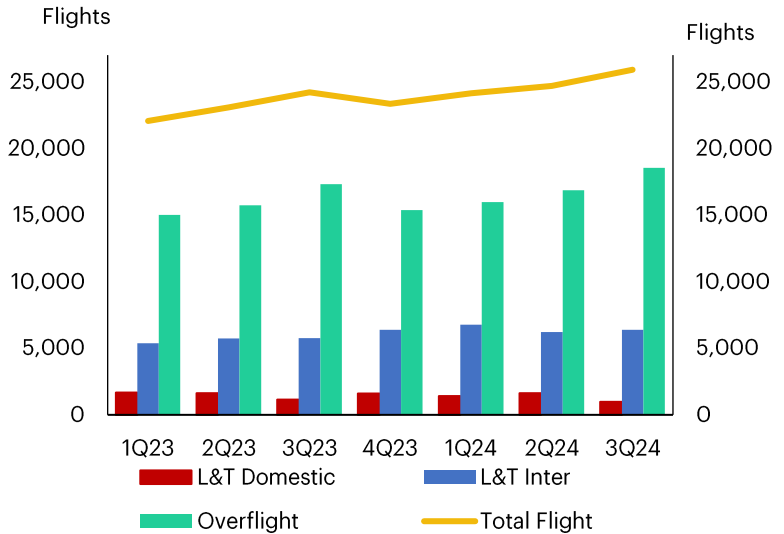
SAV

SAMART AVIATION SOLUTIONS PCL

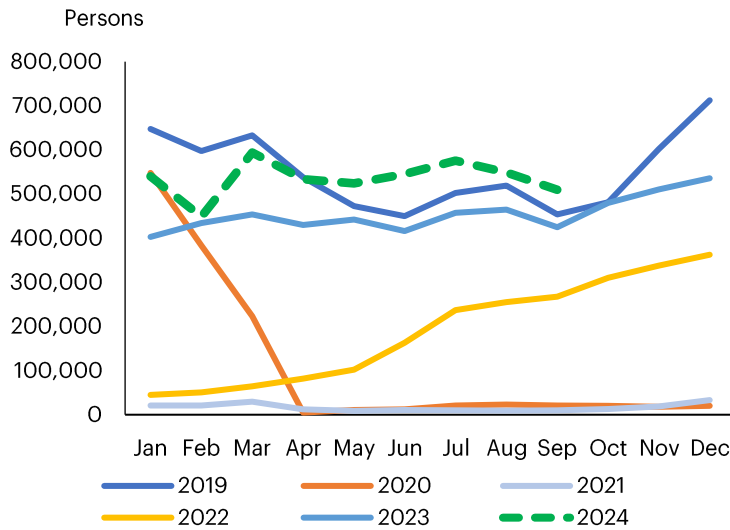
รายได้และกำไรสุทธิรายไตรมาส



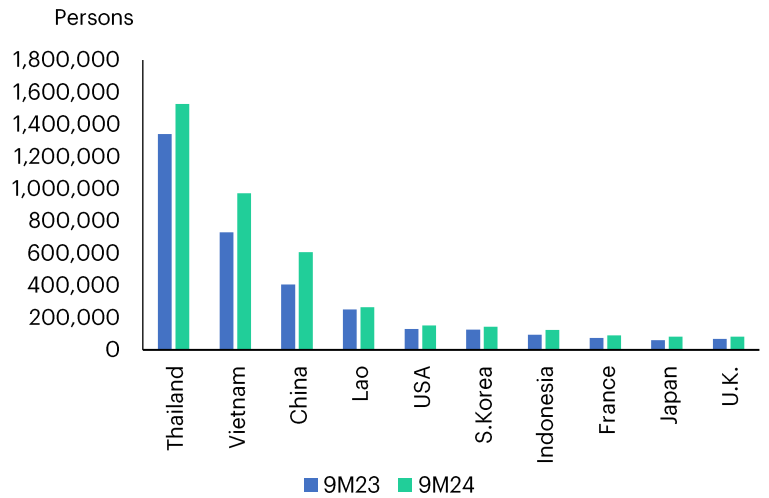
จำนวนเที่ยวบินรวมรายไตรมาส



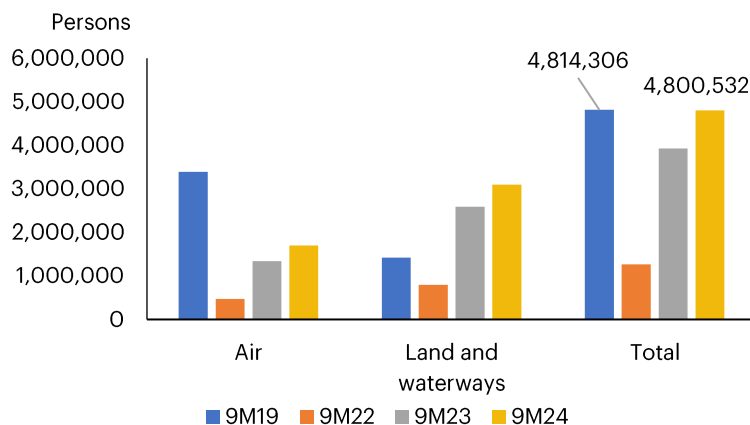
จำนวนนักท่องเที่ยวกับพวขรายเดือน



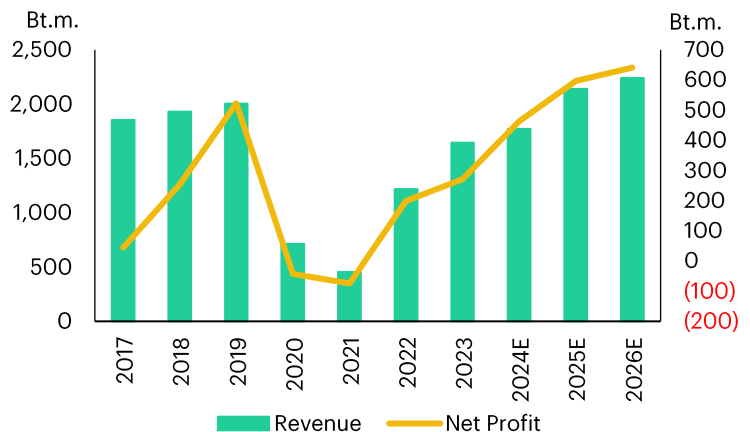
นักท่องเที่ยวหลักรายประเทศ



ช่องทางการเข้าประเทศกับพวขของนักท่องเที่ยว



รายได้และกำไร (บาท) สุทธิรายปี



Source: Pi research, company data

Summary financials

Balance Sheet (Bt m)	2022	2023	2024E	2025E
Cash & equivalents	339	520	764	1,002
Accounts receivable	165	163	177	214
Inventories	-	-	-	-
Other current assets	119	62	63	63
Total current assets	623	745	1,004	1,279
Invest. in subs & others	-	-	-	-
Fixed assets - net	1,007	1,136	1,178	1,230
Other assets	242	0	0	0
Total assets	1,873	1,881	2,182	2,509
Short-term debt	259	0	0	0
Accounts payable	180	221	215	264
Other current liabilities	48	125	87	102
Total current liabilities	487	346	302	367
Long-term debt	1	1	1	1
Other liabilities	252	259	303	309
Total liabilities	740	606	606	676
Paid-up capital	288	320	320	320
Premium-on-share	-	1,163	1,163	1,163
Others	(8)	(58)	44	44
Retained earnings	59	(149)	50	307
Non-controlling interests	-	-	-	-
Total equity	339	1,276	1,577	1,833
Total liabilities & equity	1,080	1,881	2,182	2,509
Income Statement (Bt m)	2022	2023	2024E	2025E
Revenue	1,218	1,644	1,771	2,141
Cost of goods sold	(688)	(866)	(860)	(1,057)
Gross profit	530	779	911	1,085
SG&A	(237)	(264)	(265)	(270)
Other income / (expense)				
EBIT	293	515	646	815
Depreciation	68	64	68	58
EBITDA	362	579	713	873
Finance costs	(56)	(69)	(10)	(10)
Other income / (expense)	4	(75)	(40)	(40)
Earnings before taxes (EBT)	242	370	596	766
Income taxes	(54)	(90)	(130)	(168)
Earnings after taxes (EAT)	188	280	467	597
Equity income				
Non-controlling interests				
Core Profit	188	280	467	597
FX Gain/Loss & Extraordinary	11	(8)	(4)	-
Net profit	200	272	463	597
EPS (Bt)	0.35	0.42	0.72	0.93

Cashflow Statement (Bt m)	2022	2023	2024E	2025E
CF from operation	291	404	535	741
CF from investing	(290)	534	(43)	(53)
CF from financing	209	(756)	(249)	(449)
Net change in cash	210	182	243	238

Valuation	2022	2023	2024E	2025E
EPS (Bt)	0.35	0.42	0.72	0.93
Core EPS (Bt)	0.33	0.44	0.73	0.93
DPS (Bt)	-	0.75	0.41	0.53
BVPS (Bt)	0.6	2.0	2.5	2.9
EV per share (Bt)	18.9	18.2	21.7	21.3
PER (x)	54.8	44.8	31.6	24.5
Core PER (x)	58.1	43.4	31.4	24.5
PBV (x)	32.3	9.5	9.3	8.0
EV/EBITDA (x)	30.1	20.1	19.5	15.6
Dividend Yield (%)	-	3.9	1.8	2.3

Profitability Ratios (%)	2022	2023	2024E	2025E
Gross profit margin	43.5	47.4	51.4	50.7
EBITDA margin	29.7	35.2	40.3	40.8
EBIT margin	24.1	31.3	36.5	38.1
Net profit margin	16.4	16.5	26.1	27.9
ROA	10.7	14.4	21.2	23.8
ROE	58.8	21.3	29.4	32.6

Financial Strength Ratios	2022	2023	2024E	2025E
Current ratio (x)	1.3	2.2	3.3	3.5
Quick ratio (x)	1.3	2.2	3.3	3.5
Int.-bearing Debt/Equity (x)	0.8	0.0	0.0	0.0
Net Debt/Equity (x)	(0.2)	(0.4)	(0.5)	(0.5)
Interest coverage (x)	5.3	7.4	66.7	84.2
Inventory day (days)	-	-	-	-
Receivable day (days)	50	36	37	37
Payable day (days)	96	93	91	91
Cash conversion cycle	(46)	(57)	(55)	(55)

Growth (% YoY)	2022	2023	2024E	2025E
Revenue	167.2	35.0	7.7	20.9
EBITDA	2,794.4	60.2	23.2	22.4
EBIT	(609.1)	75.6	25.4	26.2
Core profit	(374.7)	48.7	66.8	27.9
Net profit	(368.4)	36.1	70.5	29.0
EPS	(368.4)	22.5	70.5	29.0

Source : Company Data, Pi Research

Corporate Governance Report of Thai Listed Companies 2023

CG Rating by the Thai Institute of Directors Association (Thai IOD)

สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) ผลสำรวจการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนที่แสดงไว้นี้เป็นผลที่ได้จากการสำรวจและประเมินข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ("บริษัทจดทะเบียน") เปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลที่ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอข้อมูลในมุมมองของบุคคลภายนอกต่อมาตรฐานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน โดยไม่ได้เป็นการประเมินผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินกิจการของบริษัทจดทะเบียน อีกทั้งมิได้ใช้ข้อมูลภายในของบริษัทจดทะเบียนในการประเมิน ดังนั้น ผลสำรวจที่แสดงนี้จึงไม่ได้เป็นการรับรองถึงผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินการของบริษัทจดทะเบียน และไม่ถือเป็นการให้คำแนะนำในการลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนหรือคำแนะนำใดๆ ผู้ใช้ข้อมูลจึงควรใช้วิจารณญาณของตนเองในการวิเคราะห์และตัดสินใจในการใช้ข้อมูลใดๆ ที่เกี่ยวกับบริษัทจดทะเบียนที่แสดงในผลสำรวจนี้ ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ฝาย จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความครบถ้วนและถูกต้องของผลสำรวจดังกล่าว

ช่วงคะแนน	สัญลักษณ์	Description	ความหมาย
90-100		Excellent	ดีเลิศ
80-89		Very Good	ดีมาก
70-79		Good	ดี
60-69		Satisfactory	ดีพอใช้
50-59		Pass	ผ่าน
< 50	No logo given	na.	na.

ความหมายของคำแนะนำ

- “ซื้อ” เนื่องจากราคาปัจจุบัน ต่ำกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทนขั้นต่ำ 10% (ไม่รวมเงินปันผล)
- “ถือ” เนื่องจากราคาปัจจุบัน ต่ำกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทนระหว่าง 0% - 10% (ไม่รวมเงินปันผล)
- “ขาย” เนื่องจากราคาปัจจุบัน สูงกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน (ไม่รวมเงินปันผล)

หมายเหตุ : ผลตอบแทนที่คาดหวังอาจเปลี่ยนแปลงตามความเสี่ยงของตลาดที่เพิ่มขึ้น หรือลดลงในขณะนั้น

IOD Disclaimer

The Corporate Governance Report (CGR) of Thai listed Companies is based on a survey and assessment of information which companies listed on the Stock Exchange of Thailand and the Market for Alternative Investment (“listed companies”) disclose to the public. The CGR is a presentation of information from the perspective of outsiders on the standards of corporate governance of listed companies. It is not any assessment of the actual practices of the listed companies, and the CGR does not use any non-public information. The CGR is not therefore an endorsement of the practices of the listed companies. It is not a recommendation for investment in any securities of any listed companies or any recommendation whatsoever. Investors should exercise their own judgment to analyze and consider any information relating to the listed companies presented in this CGR report. No representation or warranty is made by the Institute of Directors or any of its personnel as to the completeness or accuracy of the CGR report or the information used.

Stock Rating Definition

- BUY** The stock’s total return is expected to exceed 10% over the next 6-12 months. The stock has good fundamentals and attractive valuations.
- HOLD** The stock’s total return is expected to be between 0% - 10% over the next 6-12 months. The stock has good fundamentals, but may lack of near-term catalysts or its valuations are not attractive.
- SELL** The stock’s total return is expected to fall below 0% or more over the next 6-12 months. Stock should be sold as negative total return is anticipated due to deteriorating fundamentals compared with its valuations.

The stock’s expected total return is the percentage difference between the target price and the current price and excludes dividend yields.

รายงานฉบับนี้ จัดทำขึ้นโดยมีวัตถุประสงค์เพื่อนำเสนอข้อมูลและบทความการวิเคราะห์ โดยใช้ข้อมูลและข่าวสารต่างๆ ที่ได้รับการเผยแพร่ต่อสาธารณะ ตลอดจนจากการสัมภาษณ์ผู้บริหารของบริษัทต่างๆ มาประกอบและได้พยายามตรวจสอบความถูกต้องอย่างระมัดระวัง แต่ก็ไม่สามารถยืนยันความถูกต้องได้อย่างสมบูรณ์ การวิเคราะห์ในรายงานฉบับนี้ได้พยายามยึดมาตรฐานบนหลักการวิเคราะห์ทางด้านปัจจัยพื้นฐานมาเป็นบทสรุปและข้อเสนอแนะ โดยมีได้เจตนาที่จะนำไปสู่การชี้แนะแต่อย่างใด ซึ่งข้อเสนอแนะเหล่านี้ เป็นข้อคิดเห็นของนักวิเคราะห์ ซึ่งบริษัทฯ ไม่จำเป็นต้องเห็นด้วยกับข้อคิดเห็นดังกล่าวเสมอไป ทั้งนี้ นักลงทุนและผู้ใช้รายงานฉบับนี้ควรใช้วิจารณญาณส่วนตัวประกอบ ด้วย

Stock Update



19 NOV 2024

SAV

SAMART AVIATION SOLUTIONS PCL

SET ESG RATING 2023 (As of 15 July 2024)

Ratings : AAA

ADVANC	AJ	AMATA	BANPU	BAY	BCP	BGRIM	BKIH	BPP	CKP	CPALL
CPAXT	CPF	CRC	KBANK	KTB	KTC	M-CHAI	OR	PR9	PTT	PTTEP
PTTGC	SABINA	SCC	SCGP	STA	STGT	TFMAMA	THCOM	TISCO	TOP	WHA
WHAUP										

Ratings : AA

ACE	AMATAV	AP	BAFS	BAM	BBGI	BBL	BCH	BCPG	BDMS	BEM
BGC	BJC	BLA	BRI	BTS	CPN	DRT	EASTW	EGCO	EPG	ETC
FPI	FPT	GLOBAL	GPSC	GULF	GUNKUL	HANA	HMPRO	HTC	INTUCH	IRPC
IVL	MAJOR	MC	MFEC	MINT	NOBLE	NVD	ORI	OSP	PB	PLANB
PPS	RATCH	RS	S&J	SAT	SC	SCB	SCCC	SGP	SIRI	SJWD
SMPC	SPALI	THANI	TMT	TPBI	TIPIP	TIPL	TTA	TTB	TTW	TVO
VGI	WICE	ZEN								

Ratings : A

ADB	AH	AOT	ASW	AWC	CBG	CENTEL	CFRESH	CK	COLOR	COM7
DEMCO	DMT	ERW	HENG	ICHI	IRC	ITEL	LH	KUMWEL	MEGA	MOONG
MSC	MTC	NDR	NER	NRF	NYT	PAP	PEER	PHOL	PJW	PM
PPP	PSL	QTC	S	SAK	SCG	SELIC	SHR	SICT	SITHAI	SNC
SNP	SPI	STEC	SUTHA	SYNEX	SYNTEC	TCAP	TFG	TGH	THIP	THREL
TKS	TOA	TOG	TSC	TSTH	TTCL	TWPC	UBE	WACOAL		

Ratings : BBB

AGE	ARROW	BA	CSC	GCAP	GFPT	III	ILM	JTS	KEX	KKP
KSL	LHFG	LIT	PCSGH	PSH	RBF	SAPPE	SAWAD	SSSC	THANA	TPCS
TQM	TVDH	UPF								

ระดับคะแนน	SET ESG Ratings
90 - 100	AAA
80 - 89	AA
65 - 79	A
50 - 64	BBB

ข้อมูลที่ปรากฏในเอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยมีวัตถุประสงค์เพื่อเป็นการให้ข้อมูลแก่ผู้ลงทุนเท่านั้น มิใช่การให้คำแนะนำด้านการลงทุนหรือความเห็นด้านกฎหมาย ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมิได้ให้การรับรองในความถูกต้องของข้อมูลหรือในเรื่องของการใช้งานที่ตอบสนองวัตถุประสงค์เฉพาะอื่นใด รวมทั้งไม่รับผิดชอบ ต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้น อันเนื่องมาจากการนำข้อมูลไม่ว่าส่วนหนึ่งส่วนใดหรือทั้งหมดไปใช้หรืออ้างอิงหรือเผยแพร่ไม่ว่าในลักษณะใดๆ นอกจากนี้ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลง แก้ไข เพิ่มเติมข้อมูลไม่ว่าส่วนหนึ่งส่วนใดหรือทั้งหมด รวมทั้งเปลี่ยนแปลงผล SET ESG Rating ตามหลักเกณฑ์ที่กำหนด

แหล่งที่มา : SET ESG RATINGS : ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย - ศูนย์พัฒนาธุรกิจเพื่อความยั่งยืน (Setsustainability.com)