

## เอเชีย เอไอเอช

บริษัท เอเชีย เอไอเอช  
จำกัด (มหาชน)

AAV

Bloomberg AAV TB  
Reuters AAV.BKinnovest<sup>x</sup>  
หลักทรัพย์อินโนเวสต์ เอกซ์

## 4Q66: ดีเกินคาดจากกำไรอัตราแลกเปลี่ยน

AAV รายงานกำไรสุทธิ 2.8 พันลบ. ใน 4Q66 ดีกว่าตลาดคาด หลักๆ เกิดจากกำไรจากอัตราแลกเปลี่ยนที่ยังไม่รับรู้ เมื่อหักรายการนี้ออกไป กำไรปกติอยู่ที่ 503 ลบ. เป็นตัวจากขาดทุนปกติใน 4Q65 และ 3Q66 หลักๆ ได้แรงหนุนจากรายได้ที่แข็งแกร่งในช่วงไฮซีซั่นของการท่องเที่ยว ผลประกอบการที่คาดว่าจะแข็งแกร่งขึ้นใน 1Q67 จะเป็นประเด็นบวกของโอกาสให้เทรดหุ้น AAV ในระยะสั้น แต่สำหรับนักลงทุนระยะกลางถึงระยะยาว เราแนะนำให้รอภาพ risk/reward ที่น่าสนใจกว่านี้ คงคำแนะนำ NEUTRAL สำหรับ AAV ราคาเป้าหมายสิ้นปี 2567 ที่ 2.6 บาท/หุ้น

**4Q66:** ดีเกินคาดจากกำไรอัตราแลกเปลี่ยน AAV รายงานกำไรสุทธิ 2.8 พันลบ. ใน 4Q66 ดีกว่าตลาดคาดราว 38% หลักๆ เกิดจากกำไรจากอัตราแลกเปลี่ยนที่ยังไม่รับรู้ เมื่อหักรายการนี้ออกไป กำไรปกติอยู่ที่ 503 ลบ. เป็นตัวจากขาดทุนปกติ 1.0 พันลบ. ใน 4Q65 และขาดทุนปกติ 881 ลบ. ใน 3Q66 หลักๆ ได้แรงหนุนจากรายได้ที่แข็งแกร่งในช่วงไฮซีซั่นของการท่องเที่ยว สำหรับปี 2566 AAV รายงานกำไรสุทธิ 466 ลบ. เมื่อหักกำไรจากอัตราแลกเปลี่ยนที่ยังไม่รับรู้ออกไป พบว่าบริษัทมีขาดทุนปกติ 206 ลบ. ดีขึ้นอย่างมากจากขาดทุนปกติ 7.0 พันลบ. ในปี 2565

**เป้าหมายปี 2567:** ตั้งเป้ารายได้เติบโต 20-23% โดยมีปัจจัยสนับสนุน คือ:

- 1) จำนวนผู้โดยสารทั้งหมดที่เพิ่มขึ้นสู่ 20-21 ล้านคน (+6-11% YoY) เนื่องจาก AAV วางแผนเพิ่มปริมาณการผลิตด้านผู้โดยสารรวม (ASK) สู่ 26,000 ล้านที่นั่ง-กม. ในปี 2567 ใกล้เคียงกับระดับก่อนเกิดโควิด-19 (จาก 85% ในปี 2566) โดยหลักๆ เป็นการเพิ่มจำนวนเที่ยวบินในเส้นทางระหว่างประเทศสู่ 94% ของระดับก่อนเกิดโควิด-19 ภายในสิ้นปี 2567 (จาก 84% ใน 4Q66) ตลาดที่สำคัญ คือ จีน เอเชียตะวันออก และอินเดีย
- 2) ค่าโดยสารเฉลี่ยที่อยู่ในระดับสูงต่อเนื่อง อัตราค่าโดยสารเฉลี่ยอยู่ในระดับสูงที่ 2,029 บาท/คน ใน 4Q66 และ AAV เชื่อว่าค่าโดยสารจะยังอยู่ที่ระดับสูงเช่นนี้อีกอย่างต่อเนื่องในปี 2567 (บ่งชี้ถึงการปรับตัวเพิ่มขึ้น ~12% YoY ในปี 2567) โดยได้รับการสนับสนุนจากความต้องการเดินทางท่องเที่ยวที่เพิ่มขึ้น โดยเฉพาะจากตลาดระหว่างประเทศ ในขณะที่จะเพิ่มเส้นทางการบินอย่างค่อยเป็นค่อยไปหลังสถานการณ์โควิด-19 ผ่านพ้น ซึ่งจะส่งผลทำให้การแข่งขันในอุตสาหกรรมยังไม่รุนแรงมา

**การบริหารจัดการหนี้** AAV มีหนี้สุทธิค่า 1.4 พันลบ. ซึ่งจะครบกำหนดไถ่ถอนในวันที่ 30 มิ.ย. 2567 บริษัทวางแผนเสนอขายหุ้นกู้ชุดใหม่เพื่อทดแทนหุ้นกู้ที่ครบกำหนดไถ่ถอนทั้งหมด และคาดว่าจะได้รับการตอบรับที่ดีหลังจากสำรวจความต้องการในตลาดมาแล้ว

**ประมาณการผลประกอบการ** เราคาดการณ์กำไรปกติของ AAV ที่ 1.2 พันลบ. ในปี 2567 โดยอิงกับจำนวนผู้โดยสารรวม 21 ล้านคน (ตัวเลขด้านสูงของปีที่บริษัทวางไว้) และอัตราค่าโดยสารเฉลี่ย 1,900 บาท/คน หรือเพิ่มขึ้น 8% (ต่ำกว่าเป้าของบริษัทเพื่อยืดหลักความระมัดระวัง) การวิเคราะห์ความอ่อนไหวบ่งชี้ว่าอัตราค่าโดยสารเฉลี่ยที่เพิ่มขึ้น 1% จากระดับที่เราตั้งสมมติฐานไว้ จะส่งผลทำให้ประมาณการกำไรปี 2567 ของเราปรับเพิ่มขึ้น ~300 ลบ. (+24%) และเช่นเดียวกันในทางกลับกัน เราคาดว่า AAV จะรายงานกำไรปกติใน 1Q67 (+YoY, +QoQ) เพราะเป็นช่วงไฮซีซั่นของการท่องเที่ยว ราคาเป้าหมายสิ้นปี 2567 ของเราอยู่ที่ 2.6 บาท/หุ้น โดยอิงกับ PE 27 เท่า ซึ่งเท่ากับระดับ +2SD PE ในปี 2558-2560 (ช่วงที่การดำเนินงานและผลประกอบการของ AAV ปรับตัวดีขึ้นหลังจากเหตุการณ์ความไม่สงบทางการเมือง)

**ปัจจัยเสี่ยง** 1) การชะลอตัวของเศรษฐกิจโลก 2) ราคาน้ำมันเครื่องบินสูงขึ้น 3) เงินบาทอ่อนค่า และ 4) การแข่งขันรุนแรง เรามองว่าความเสี่ยง ESG คือ ประเด็นด้านสิ่งแวดล้อม (E) และประเด็นด้านสังคม เช่น ความปลอดภัย (S)

## Forecasts and valuation

Year to 31 Dec	Unit	2022	2023	2024F	2025F	2025F
Revenue	(Btmn)	17,553	41,241	49,652	52,066	53,718
EBITDA	(Btmn)	(1,347)	7,138	8,760	9,571	9,797
Core profit	(Btmn)	(7,044)	(206)	1,241	1,958	2,245
Reported profit	(Btmn)	(8,030)	466	1,241	1,958	2,245
Core EPS	(Bt)	(0.61)	(0.02)	0.10	0.15	0.17
DPS	(Bt)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
P/E, core	(x)	N.M.	(136.9)	23.8	15.1	13.2
EPS growth, core	(%)	N.M.	N.M.	N.M.	57.8	14.6
P/BV, core	(x)	3.4	3.4	3.1	2.5	2.1
ROE	(%)	(50.0)	(2.5)	13.7	18.4	17.6
Dividend yield	(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EBITDA growth	(x)	N.M.	(630.0)	22.7	9.3	2.4

Source: InnovestX Research

## Tactical: NEUTRAL

(3-month)

## Stock data

Last close (Feb 23) (Bt)	2.30
Target price (Bt)	2.60
Mkt cap (Btmn)	29.55
Mkt cap (US\$mn)	823

Beta	H
Mkt cap (%) SET	0.17
Sector % SET	8.06
Shares issued (mn)	12,850
Par value (Bt)	0.10
12-m high / low (Bt)	3 / 1.8
Avg. daily 6m (US\$mn)	2.45
Foreign limit / actual (%)	0 / 0
Free float (%)	37.9
Dividend policy (%)	NA

## Share performance

(%)	1M	3M	12M
Absolute	11.7	12.7	(16.1)
Relative to SET	10.3	12.7	(1.9)

Source: SET, InnovestX Research

## 2023 Sustainability / 2022 ESG Score

SET ESG Ratings	No
-----------------	----

## ESG Bloomberg Rank in the sector

ESG Score Rank	5/27
Environmental Score Rank	5/27
Social Score Rank	3/27
Governance Score Rank	10/27

## ความคิดเห็นเกี่ยวกับ ESG

AAV มีคะแนน ESG สูงกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่มอุตสาหกรรม

Source: Bloomberg Finance L.P.

## นักวิเคราะห์

## ระวีบุษ ปิยะกรียงไกร

นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1002

raweenuch.piyakriengkai@scb.co.th

**มุมมองของเราเกี่ยวกับ ESG**

AAV ให้ความสำคัญกับความยั่งยืนอย่างชัดเจน โดยมุ่งเน้นขับเคลื่อนองค์กรสู่เป้าหมายด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล ตามเกณฑ์ที่บริษัทกำหนดไว้ผ่านกระบวนการและขั้นตอนที่สำคัญ การกำหนดกลยุทธ์ และแนวทางปฏิบัติ

**คะแนนการเปิดเผยข้อมูลด้าน ESG**

<b>Bloomberg ESG Score</b>	<b>48.18 (2022)</b>	<b>CG Rating</b>	<b>DJSI</b>	<b>SETESG</b>	<b>SET ESG Ratings</b>	
Rank in Sector	5/27	AAV	5	No	Yes	No

Source: Thai Institute of Directors (IOD), SET

**ประเด็นที่เกี่ยวข้องกับสิ่งแวดล้อม (E)**

- บจ. ไทยแอร์เอเชียมีแผนดำเนินงานให้สอดคล้องกับเป้าหมายระยะยาวขององค์กรการบินระหว่างประเทศเพื่อบรรลุเป้าหมายการปล่อยก๊าซเรือนกระจกให้เป็นศูนย์ภายในปี 2593
- บริษัทได้กำหนดกลยุทธ์เพื่อลดปริมาณ การปล่อยก๊าซคาร์บอนไดออกไซด์ใน 4 แนวทางหลัก ได้แก่ การจัดการฝูงบินอย่างมีประสิทธิภาพ การดำเนินงานเพื่อเพิ่มประสิทธิภาพเชิงสิ่งแวดล้อม การใช้เชื้อเพลิงการบินอย่างยั่งยืน (Sustainable aviation fuels: SAF) และการซื้อคาร์บอนเครดิต
- ในปี 2565 ปริมาณคาร์บอนที่เกิดขึ้นในอุตสาหกรรมการบินลดลงโดยปริมาณความหนาแน่นก๊าซคาร์บอนไดออกไซด์ต่อกิโลเมตรที่นั่ง (CO<sub>2</sub>/available seat kilometres, ASK) ของสายการบินไทยแอร์เอเชียลดลงร้อยละ 5.6 อันเป็นผลเนื่องมาจากอัตราการปฏิบัติตามมาตรการประหยัดน้ำมันเชื้อเพลิงของบริษัทและจากระยะเวลาปฏิบัติการบินเฉลี่ยสูงขึ้นจากเที่ยวบินโดยสารระหว่างประเทศที่เริ่มฟื้นตัว

**ประเด็นที่เกี่ยวข้องกับสังคม (S)**

- บจ. ไทยแอร์เอเชีย มีการปฏิบัติงานในทุกมิติให้เป็นไปตามข้อบังคับที่กำหนดขึ้น โดย กพท. ICAO มาตรฐานความปลอดภัยระดับโลก IATA Operational Safety Audit (IOSA) และ ISO 9001:2015
- บริษัทมีเป้าหมายในการพัฒนาความผูกพันและการรักษาพนักงาน โดยมีอัตราหมุนเวียนของพนักงานไม่เกินร้อยละ 5 ในแต่ละปี และการไม่มีการสูญเสียพนักงานในตำแหน่งงานที่สำคัญเพื่อป้องกันการส่งผลกระทบต่อค่าดำเนินการธุรกิจของบริษัท ในปี 2565 อัตราพนักงานลาออกโดยสมัครใจ เท่ากับร้อยละ 4.7 จากจำนวนพนักงานทั้งหมด ทั้งนี้ อัตราการลาออกโดยสมัครใจสูงขึ้น ร้อยละ 0.8 เมื่อเทียบกับปีก่อน แต่ยังไม่ส่งผลต่อการปฏิบัติงาน
- บจ. ไทยแอร์เอเชีย ยังคงมุ่งมั่นต่อการรักษาและพัฒนาความสัมพันธ์ชุมชนท่องเที่ยวในโครงการ Journey D คอบคู่ไปกับการยกระดับห่วงโซ่คุณค่า ให้ครอบคลุมในทุกมิติ

**ประเด็นที่เกี่ยวข้องกับบรรษัทภิบาล (G)**

- บริษัทคู่ค้าของ บจ. ไทยแอร์เอเชีย ได้ผ่านกระบวนการจัดหาและพิจารณาศักยภาพตามความต้องการ และสอดคล้องกับนโยบายของการบริษัท เพื่อให้แน่ใจว่าการสรรหาคู่ค้าและจัดหาผลิตภัณฑ์ที่เกี่ยวข้องเป็นไป อย่างยั่งยืนและเป็นธรรม บจ. ไทยแอร์เอเชีย ได้นำหลักจรรยาบรรณดำเนินธุรกิจของคู่ค้า Supplier Code of Conduct (SCOC) ที่จัดทำร่วมกันโดยสายการบินในกลุ่ม Capital A (AirAsia Berhad ในชื่อเดิม) และมีการเปิดเผยจรรยาบรรณดำเนินธุรกิจของคู่ค้าดังกล่าวต่อสาธารณะผ่านเว็บไซต์ Capital A
- ณ วันที่ 31 ธ.ค. 2565 AAV มีกรรมการบริษัทจำนวนทั้งสิ้น 12 ท่าน ประกอบด้วยกรรมการอิสระจำนวน 4 ท่าน (33.33% ของกรรมการทั้งหมด)
- ประธานกรรมการเป็นกรรมการอิสระ
- ผู้ถือหุ้นใหญ่มีจำนวนหุ้นราว 45% ของจำนวนทุนจดทะเบียนที่เรียกชำระแล้ว

**ESG Disclosure Score**

	2021	2022
<b>ESG Disclosure Score</b>	<b>47.08</b>	<b>48.18</b>
<b>Environment</b>	<b>28.99</b>	<b>30.75</b>
Emissions Reduction Initiatives	Yes	Yes
Climate Change Policy	Yes	Yes
GHG Scope 1	202.89	662.78
GHG Scope 2 Location-Based	0.93	0.67
Energy Efficiency Policy	Yes	Yes
Waste Reduction Policy	Yes	Yes
Total Waste	0.04	0.11
<b>Social</b>	<b>36.03</b>	<b>37.61</b>
Human Rights Policy	Yes	Yes
Consumer Data Protection Policy	Yes	Yes
Pct Women in Workforce	35.68	36.30
Lost Time Incident Rate - Employees	0.10	0.22
Number of Employees - CSR	5,003	4,677
Total Hours Spent by Firm - Employee Training	150,090	121,602
<b>Governance</b>	<b>76.10</b>	<b>76.10</b>
Size of the Board	12	12
Board Meeting Attendance Pct	98	94
Number of Independent Directors	4	4
% Independent directors to total board members	33	33
Board Duration (Years)	3	3

Source: Bloomberg Finance L.P.

**Disclaimer**

การจัดทำข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และการกำกับดูแลกิจการที่ดี (Environmental Social Governance หรือ ESG) เป็นการนำเสนอและเปิดเผยโดยบริษัท Bloomberg ซึ่งมีการทำข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม ด้านสังคม และด้านบรรษัทภิบาล อาทิเช่น ข้อมูลการใช้พลังงานที่สะท้อนต้นทุน ความเสี่ยงในการพึ่งพาพลังงานของธุรกิจ ความเสี่ยงด้านการดำเนินงานที่อาจเกิดจากอุบัติเหตุ รวมถึงสัดส่วนของคณะกรรมการบริหาร ตั้งแต่ปี 2010 และขึ้นอยู่กับวิธีการเปิดเผยข้อมูลของแต่ละบริษัท

## Financial statement

### Profit and Loss Statement

FY December 31	Unit	2019	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
Total revenue	(Btmn)	40,181	13,634	3,828	17,553	41,241	49,652	52,066	53,718
Cost of goods sold	(Btmn)	38,359	20,484	11,223	23,533	36,812	42,195	43,711	45,016
<b>Gross profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>1,822</b>	<b>(6,850)</b>	<b>(7,395)</b>	<b>(5,980)</b>	<b>4,430</b>	<b>7,457</b>	<b>8,355</b>	<b>8,702</b>
SG&A	(Btmn)	3,295	1,851	1,236	1,711	2,967	3,972	4,165	4,297
Other income	(Btmn)	1,022	750	730	344	1,069	755	885	913
Interest expense	(Btmn)	(766)	(1,800)	(1,899)	(2,219)	(2,291)	(2,283)	(2,250)	(2,140)
<b>Pre-tax profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>(1,216)</b>	<b>(9,788)</b>	<b>(10,001)</b>	<b>(9,680)</b>	<b>(146)</b>	<b>1,460</b>	<b>2,304</b>	<b>2,641</b>
Corporate tax	(Btmn)	(1)	660	1,741	2,452	(61)	(219)	(346)	(396)
Equity a/c profits	(Btmn)	0	0	0	0	0	0	0	0
Minority interests	(Btmn)	392	3,903	5,310	184	0	0	0	0
<b>Core profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>(667)</b>	<b>(5,018)</b>	<b>(4,614)</b>	<b>(7,044)</b>	<b>(206)</b>	<b>1,241</b>	<b>1,958</b>	<b>2,245</b>
Extra-ordinary items	(Btmn)	193	254	(2,034)	(986)	672	0	0	0
<b>Net Profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>(474)</b>	<b>(4,764)</b>	<b>(6,647)</b>	<b>(8,030)</b>	<b>466</b>	<b>1,241</b>	<b>1,958</b>	<b>2,245</b>
EBITDA	(Btmn)	1,266	(1,634)	(2,668)	(1,347)	7,138	8,760	9,571	9,797
<b>Core EPS (Bt)</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>(0.14)</b>	<b>(1.03)</b>	<b>(0.90)</b>	<b>(0.61)</b>	<b>(0.02)</b>	<b>0.10</b>	<b>0.15</b>	<b>0.17</b>
Net EPS (Bt)	(Bt)	(0.10)	(0.98)	(1.30)	(0.69)	0.04	0.10	0.15	0.17
DPS (Bt)	(Bt)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

### Balance Sheet

FY December 31	Unit	2019	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
Total current assets	(Btmn)	7,427	2,760	7,673	5,236	10,005	11,505	13,189	13,457
Total fixed assets	(Btmn)	24,877	6,230	5,277	4,185	4,083	4,217	4,350	4,484
<b>Total assets</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>62,903</b>	<b>67,978</b>	<b>71,208</b>	<b>64,685</b>	<b>67,794</b>	<b>67,706</b>	<b>69,656</b>	<b>70,194</b>
Total loans	(Btmn)	21,980	38,659	45,060	43,012	43,062	41,253	40,753	38,553
Total current liabilities	(Btmn)	13,959	17,823	17,560	21,893	25,023	23,768	23,959	24,152
Total long-term liabilities	(Btmn)	17,542	29,346	35,637	34,104	33,538	33,464	33,264	31,364
<b>Total liabilities</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>35,214</b>	<b>50,617</b>	<b>54,380</b>	<b>56,731</b>	<b>59,382</b>	<b>58,053</b>	<b>58,044</b>	<b>56,338</b>
Paid-up capital	(Btmn)	485	485	988	1,216	1,285	1,285	1,285	1,285
<b>Total equity</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>27,688</b>	<b>17,360</b>	<b>16,829</b>	<b>7,954</b>	<b>8,412</b>	<b>9,653</b>	<b>11,612</b>	<b>13,856</b>
<b>BVPS (Bt)</b>	<b>(Bt)</b>	<b>4.11</b>	<b>2.94</b>	<b>3.95</b>	<b>0.69</b>	<b>0.68</b>	<b>0.75</b>	<b>0.90</b>	<b>1.08</b>

### Cash Flow Statement

FY December 31	Unit	2019	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
Core Profit	(Btmn)	(667)	(5,018)	(4,614)	(7,044)	(206)	1,241	1,958	2,245
Depreciation and amortization	(Btmn)	1,717	6,355	5,434	6,114	4,992	5,017	5,017	5,017
Operating cash flow	(Btmn)	966	(898)	968	(4,736)	1,973	3,762	5,364	4,743
Investing cash flow	(Btmn)	(1,794)	12,064	(2,147)	186	(1,872)	(2,129)	(3,983)	(270)
Financing cash flow	(Btmn)	829	(14,031)	3,845	7,206	393	(1,882)	(200)	(2,400)
<b>Net cash flow</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>1</b>	<b>(2,865)</b>	<b>2,667</b>	<b>2,655</b>	<b>494</b>	<b>(249)</b>	<b>1,182</b>	<b>2,073</b>

### Key Financial Ratios

FY December 31	Unit	2019	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
Gross margin	(%)	4.5	(50.2)	(193.2)	(34.1)	10.7	15.0	16.0	16.2
Operating margin	(%)	(3.7)	(63.8)	(225.4)	(43.8)	3.5	7.0	8.0	8.2
EBITDA margin	(%)	3.2	(12.0)	(69.7)	(7.7)	17.3	17.6	18.4	18.2
EBIT margin	(%)	(1.1)	(58.6)	(211.6)	(42.5)	5.2	7.5	8.7	8.9
Net profit margin	(%)	(1.2)	(34.9)	(173.6)	(45.7)	1.1	2.5	3.8	4.2
ROE	(%)	(3.3)	(29.3)	(26.8)	(50.0)	(2.5)	13.7	18.4	17.6
ROA	(%)	(1.1)	(7.7)	(6.6)	(10.4)	(0.3)	1.8	2.9	3.2
Net D/E	(x)	0.7	2.2	2.4	5.3	5.0	4.2	3.3	2.5
Interest coverage	(x)	1.7	(0.9)	(1.4)	(0.6)	3.1	3.8	4.3	4.6
Debt service coverage	(x)	0.2	(0.1)	(0.2)	(0.1)	0.6	0.9	1.0	1.1
Payout Ratio	(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

### Main Assumption

FY December 31	Unit	2019	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
Load factor	(%)	84.2	76.0	68.0	84.0	90.0	90.0	90.0	90.0
No. of passengers	(mn)	22.1	9.5	2.9	10.0	18.9	21.0	22.0	22.5
Average fare	(Bt/pax)	1,478	1,199	1,090	1,431	1,780	1,927	1,936	1,953
No. of aircrafts (ending)	(units)	63.0	62.0	60.0	54.0	54.0	60.0	60.0	60.0
Jet fuel price	(US\$/bbl)	75	46	74	124	105	103	98	98
FX	(Bt/US\$)	31.1	31.3	32.0	35.1	35.0	35.5	35.5	35.5

## Financial statement

### Profit and Loss Statement

FY December 31	Unit	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23
Total revenue	(Btmn)	1,786	2,692	4,811	8,264	9,086	10,036	9,662	12,457
Cost of goods sold	(Btmn)	4,336	4,987	6,618	7,592	7,901	9,038	9,635	10,236
<b>Gross profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>(2,549)</b>	<b>(2,296)</b>	<b>(1,807)</b>	<b>672</b>	<b>1,184</b>	<b>998</b>	<b>27</b>	<b>2,221</b>
SG&A	(Btmn)	368	376	412	555	680	652	905	729
Other income	(Btmn)	101	90	81	72	170	372	244	283
Interest expense	(Btmn)	(559)	(552)	(625)	(484)	(494)	(549)	(596)	(652)
<b>Pre-tax profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>(3,446)</b>	<b>(3,166)</b>	<b>(2,751)</b>	<b>(317)</b>	<b>(66)</b>	<b>89</b>	<b>(1,310)</b>	<b>1,141</b>
Corporate tax	(Btmn)	(3,446)	(3,166)	(2,751)	(317)	(66)	89	(1,310)	1,141
Equity a/c profits	(Btmn)	0	0	0	0	0	0	0	0
Minority interests	(Btmn)	184	0	0	(0)	0	0	0	0
<b>Core profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>(2,540)</b>	<b>(2,325)</b>	<b>(1,173)</b>	<b>(1,007)</b>	<b>(206)</b>	<b>378</b>	<b>(881)</b>	<b>503</b>
Extra-ordinary items	(Btmn)	169	(2,399)	(2,885)	4,129	566	(1,391)	(813)	2,311
<b>Net Profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>(2,371)</b>	<b>(4,724)</b>	<b>(4,058)</b>	<b>3,122</b>	<b>359</b>	<b>(1,013)</b>	<b>(1,695)</b>	<b>2,814</b>
EBITDA	(Btmn)	(1,312)	(1,012)	(585)	1,562	1,735	1,890	414	3,099
<b>Core EPS</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>(0.23)</b>	<b>(0.20)</b>	<b>(0.10)</b>	<b>(0.09)</b>	<b>(0.02)</b>	<b>0.03</b>	<b>(0.07)</b>	<b>0.04</b>
Net EPS	(Bt)	(0.21)	(0.41)	(0.35)	0.27	0.03	(0.08)	(0.14)	0.23

### Balance Sheet

FY December 31	Unit	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23
Total current assets	(Btmn)	5,643	4,476	5,185	5,236	6,708	7,446	9,511	10,005
Total fixed assets	(Btmn)	4,392	4,310	4,235	4,185	4,178	4,120	4,083	4,083
<b>Total assets</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>67,589</b>	<b>65,827</b>	<b>66,671</b>	<b>64,685</b>	<b>66,001</b>	<b>66,074</b>	<b>67,740</b>	<b>67,794</b>
Total loans	(Btmn)	45,569	46,902	49,295	43,755	42,976	43,869	44,901	43,062
Total current liabilities	(Btmn)	16,599	19,479	22,899	21,893	23,086	23,589	25,830	25,023
Total long-term liabilities	(Btmn)	36,657	36,727	38,171	34,104	33,843	34,395	35,483	33,538
<b>Total liabilities</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>54,101</b>	<b>57,062</b>	<b>61,956</b>	<b>56,731</b>	<b>57,687</b>	<b>58,773</b>	<b>62,134</b>	<b>59,382</b>
Paid-up capital	(Btmn)	1,159	1,174	1,174	1,216	1,216	1,216	1,216	1,285
<b>Total equity</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>13,489</b>	<b>8,765</b>	<b>4,715</b>	<b>7,954</b>	<b>8,314</b>	<b>7,301</b>	<b>5,607</b>	<b>8,412</b>
<b>BVPS</b>	<b>(Bt)</b>	<b>1.20</b>	<b>0.75</b>	<b>0.40</b>	<b>0.68</b>	<b>0.68</b>	<b>0.60</b>	<b>0.46</b>	<b>0.68</b>

### Cash Flow Statement

FY December 31	Unit	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23
Core Profit	(Btmn)	(2,540)	(2,325)	(1,173)	(1,007)	(206)	378	(881)	503
Depreciation and amortization	(Btmn)	1,576	1,603	1,541	1,395	1,307	1,251	1,128	1,306
Operating cash flow	(Btmn)	(2,519)	14	1,185	1,883	2,883	1,059	438	1,859
Investing cash flow	(Btmn)	(317)	90	(14)	(349)	(253)	(276)	(162)	(235)
Financing cash flow	(Btmn)	285	(1,589)	(1,048)	(2,179)	(1,688)	(1,259)	(556)	(1,317)
<b>Net cash flow</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>(2,551)</b>	<b>(1,485)</b>	<b>124</b>	<b>(644)</b>	<b>941</b>	<b>(477)</b>	<b>(279)</b>	<b>307</b>

### Key Financial Ratios

FY December 31	Unit	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23
Gross margin	(%)	(142.7)	(85.3)	(37.6)	8.1	13.0	9.9	0.3	17.8
Operating margin	(%)	(163.3)	(99.2)	(46.1)	1.4	5.6	3.4	(9.1)	12.0
EBITDA margin	(%)	(73.4)	(37.6)	(12.2)	18.9	19.1	18.8	4.3	24.9
EBIT margin	(%)	(161.6)	(97.1)	(44.2)	2.0	4.7	6.4	(7.4)	0.0
Net profit margin	(%)	(132.7)	(175.5)	(84.3)	37.8	4.0	(10.1)	(17.5)	22.6
ROE	(%)	(67.0)	(83.6)	(69.6)	(63.6)	(10.1)	19.4	(54.6)	28.7
ROA	(%)	(14.6)	(13.9)	(7.1)	(6.1)	(1.3)	2.3	(5.3)	3.0
Net D/E	(x)	3.2	5.2	10.1	5.4	5.0	5.8	7.8	5.0
Interest coverage	(x)	(2.3)	(1.8)	(0.9)	3.2	3.5	3.4	0.7	4.8
Debt service coverage	(x)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	0.1	0.2	0.2	0.0	0.3

### Key statistics

FY December 31	Unit	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23
Load factor	(%)	73.0	75.0	87.0	90.0	92.0	89.0	90.0	90.0
No. of passengers	(mn)	1.5	1.7	2.8	4.1	4.6	4.6	4.6	5.1
Average fare	(Bt/pax)	1,018	1,317	1,404	1,652	1,590	1,755	1,720	2,029
No. of aircrafts (ending)	(units)	60.0	59.0	58.0	54.0	54.0	54.0	54.0	56.0
Jet fuel price	(US\$/bbl)	109	142	128	118	106	92	110	108
FX	(Bt/US\$)	33.0	34.4	36.4	36.3	33.9	34.5	35.2	36.0

รายการสำคัญใน 4Q66

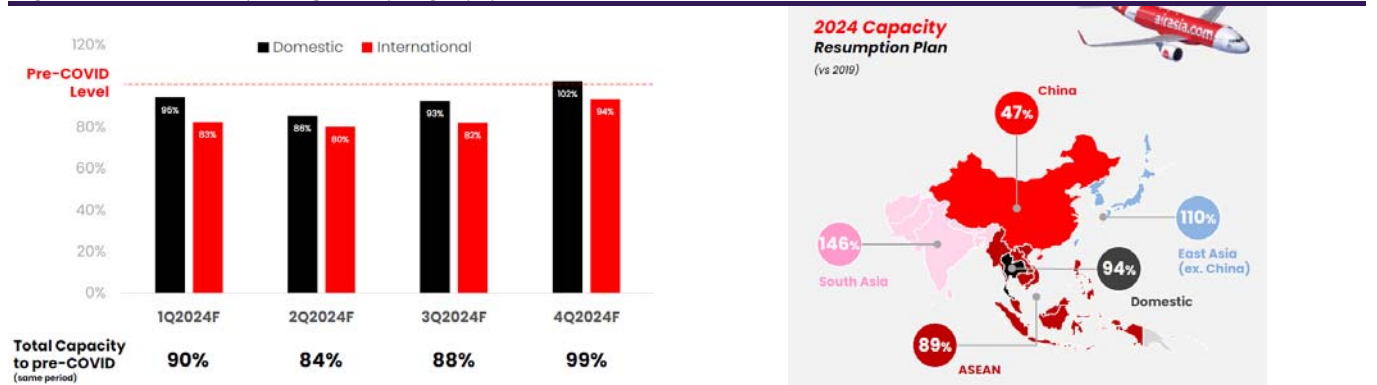
- สิ่งที่เป็นประเด็นบวกคือรายได้ใน 4Q66 ซึ่งอยู่ที่ 1.25 หมื่นลบ. (+51% YoY, +29% QoQ, 125% ของระดับก่อนเกิดโควิด-19) ซึ่งได้รับแรงสนับสนุนทั้งจากจำนวนผู้โดยสารที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นมาอยู่ที่ 5.1 ล้านคน (+26% YoY, +1.2% QoQ, 94% ของระดับก่อนเกิดโควิด-19) และอัตราค่าโดยสารเฉลี่ยที่เพิ่มขึ้นมาอยู่ที่ 2,029 บาท/คน (+23% YoY, +18% QoQ, 135% ของระดับก่อนเกิดโควิด-19)
- ต้นทุนการดำเนินงานเพิ่มขึ้น 33% YoY และ 4% QoQ ซึ่งเพิ่มขึ้นในอัตราที่ช้ากว่าการเติบโตของรายได้ สะท้อนถึงการควบคุมต้นทุนได้อย่างมีประสิทธิภาพและการใช้งานฝูงบินได้ดีขึ้น

Figure 1: AAV's earnings review

(Bt mn)	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	%YoY	%QoQ	2022	2023	YoY%
Revenue	8,264	9,086	10,036	9,662	12,457	50.7	28.9	17,553	41,241	135.0
Gross profit	672	1,184	998	27	2,221	230.5	8,209.2	(5,980)	4,430	NM
EBITDA	1,562	1,735	1,890	414	3,099	98.4	648.4	(1,347)	7,138	NM
<b>Core profit</b>	<b>(1,007)</b>	<b>(206)</b>	<b>378</b>	<b>(881)</b>	<b>503</b>	<b>NM</b>	<b>NM</b>	<b>(7,044)</b>	<b>(206)</b>	<b>NM</b>
<b>Net profit</b>	<b>3,122</b>	<b>359</b>	<b>(1,013)</b>	<b>(1,695)</b>	<b>2,814</b>	<b>(9.9)</b>	<b>NM</b>	<b>(8,030)</b>	<b>466</b>	<b>NM</b>
EPS (Bt/share)	0.27	0.03	(0.08)	(0.14)	0.23	(13.9)	NM	(0.70)	0.04	NM
<b>Balance Sheet</b>										
Total Assets	64,685	66,001	66,074	67,740	67,794	4.8	0.1	64,685	67,794	4.8
Total Liabilities	56,731	57,687	58,773	62,134	59,382	4.7	(4.4)	56,731	59,382	4.7
Total Equity	7,954	8,314	7,301	5,607	8,412	5.8	50.0	7,954	8,412	5.8
BVPS (Bt/share)	0.68	0.68	0.60	0.46	0.68	1.0	48.5	0.68	0.68	1.0
<b>Financial Ratio</b>										
Gross Margin (%)	8.1	13.0	9.9	0.3	17.8			(34.1)	10.7	
EBITDA margin (%)	18.9	19.1	18.8	4.3	24.9			(7.7)	17.3	
Net Profit Margin (%)	37.8	4.0	(10.1)	(17.5)	22.6			(45.7)	1.1	
ROA (%)	(6.1)	(1.3)	2.3	(5.3)	3.0			(10.4)	(0.3)	
ROE (%)	(63.6)	(10.1)	19.4	(54.6)	28.7			(50.0)	(2.5)	
D/E (X)	5.5	5.2	6.0	8.0	5.1			5.5	5.1	
<b>Statistics</b>										
Passengers carried (mn)	4.1	4.6	4.6	4.6	5.1	25.6	11.8	9.9	18.9	89.9
Load factor (%)	90.0	92.0	89.0	90.0	90.0	0.0	0.0	84.0	90.0	6.0
ASK (mn seat-km)	4,246	4,895	5,940	5,921	6,189	45.8	4.5	10,307	22,945	122.6
RPK (mn passenger-km)	3,774	4,417	5,148	5,219	5,477	45.1	4.9	8,627	20,261	134.9
Seat average fare (Bt)	1,652	1,590	1,755	1,720	2,029	22.8	18.0	1,434	1,780	24.1
No. of aircrafts	54	54	54	54	56	3.7	3.7	54	56	3.7
Revenues per ASK (RASK, Bt)	1.95	1.86	1.69	1.63	2.01	3.1	23.3	1.70	1.80	5.9
Cost per ASK (CASK, Bt)	2.02	1.84	1.70	1.85	1.84	(8.9)	(0.5)	2.62	1.81	(30.9)
Fuel cost per ASK (Bt)	0.79	0.66	0.56	0.68	0.76	(3.8)	11.8	0.81	0.67	(17.3)
Cost ex fuel per ASK (Bt)	1.23	1.18	1.14	1.17	1.08	(12.2)	(7.7)	1.81	1.14	(37.0)
RASK-CASK (Bt)	(0.07)	0.02	(0.01)	(0.22)	0.17	NM	NM	(0.92)	(0.01)	NM

Source: Company data and InnovestX Research

Figure 2: AAV's capacity ramping up plan



Source: Bloomberg and InnovestX Research

Source: Company data and InnovestX Research

Figure 3: Valuation summary (price as of Feb 23, 2024)

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					22A	23F	24F	22A	23F	24F	22A	23F	24F	22A	23F	24F	22A	23F	24F	22A	23F	24F
AAV	Neutral	2.30	2.6	13.0	n.m.	n.m.	23.8	32.6	97.2	n.m.	3.4	3.4	3.1	(50.0)	(2.5)	13.7	0.0	0.0	0.0	(51.0)	9.8	8.0
AOT	Outperform	64.50	80.0	24.6	n.m.	99.6	39.5	33.6	n.m.	152.5	9.1	8.3	7.2	(9.4)	8.6	19.3	0.0	0.6	1.3	(846.2)	39.2	21.1
<b>Average</b>					<b>n.m.</b>	<b>99.6</b>	<b>31.6</b>	<b>33.1</b>	<b>97.2</b>	<b>152.5</b>	<b>6.2</b>	<b>5.9</b>	<b>5.1</b>	<b>(29.7)</b>	<b>3.0</b>	<b>16.5</b>	<b>0.0</b>	<b>0.3</b>	<b>0.6</b>	<b>(448.6)</b>	<b>24.5</b>	<b>14.5</b>

Source: InnovestX Research

**ข้อสงวนสิทธิ์:**

ข้อมูลในรายงานนี้เป็นข้อมูลที่มีการเปิดเผยต่อสาธารณะ ซึ่งนักลงทุนสามารถเข้าถึงได้โดยทั่วไป และเป็นข้อมูลที่เชื่อว่าน่าจะเชื่อถือได้ แต่ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ อินโนเวสต์ เอกซ์ จำกัด (“บริษัท”) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความถูกต้อง หรือสมบูรณ์ของข้อมูลดังกล่าวแต่อย่างใด ความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานนี้เป็นเพียงการนำเสนอในมุมมองของบริษัท และเป็นความคิดเห็น ณ วันที่ที่ปรากฏในรายงานเท่านั้น ซึ่งอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว โดยบริษัทไม่จำเป็นต้องแจ้งให้สาธารณชน หรือนักลงทุนทราบ รายงานนี้จัดทำขึ้นเพื่อเผยแพร่ข้อมูลให้แก่นักลงทุนเท่านั้น บริษัทไม่รับผิดชอบต่อการนำข้อมูลหรือความคิดเห็นใดๆ ไปใช้ในทุกรณี ดังนั้นนักลงทุนจึงควรใช้ดุลพินิจในการพิจารณาตัดสินใจก่อนการลงทุน นอกจากนี้ บริษัท และ/หรือ บริษัทในเครือของบริษัทอาจมีส่วนเกี่ยวข้องหรือผลประโยชน์ใดๆ กับบริษัทใดๆ ที่ถูกกล่าวถึงในรายงานนี้ก็ได้

บริษัทหลักทรัพย์ อินโนเวสต์ เอกซ์ จำกัด (“INVX”) เป็นบริษัทย่อยที่บริษัท เอสซีบี เอกซ์ จำกัด (มหาชน) (“เอสซีบี เอกซ์”) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่แต่เพียงผู้เดียว และธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) (“ธนาคารฯ”) เป็นบริษัทย่อยที่เอสซีบี เอกซ์ เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ ข้อมูลใด ๆ ที่เกี่ยวข้องกับธนาคารฯ มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ในการเปรียบเทียบเท่านั้น

เอกสารฉบับนี้จัดทำโดย บริษัทหลักทรัพย์ อินโนเวสต์ เอกซ์ จำกัด (“INVX”) ซึ่งมี บริษัท เอสซีบี เอกซ์ จำกัด (มหาชน) (“เอสซีบี เอกซ์”) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ โดยธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) (“ธนาคารฯ”) ซึ่งเป็นบริษัทย่อยที่เอสซีบี เอกซ์ เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ เป็นที่ปรึกษาทางการเงินสำหรับธุรกรรมใด ๆ ของ คริสต์เพื่อการลงทุนในสิทธิการเช่าอสังหาริมทรัพย์ แอล เอช โอเทล ความเห็น ชั่ว บวรวิชัย บวรวิเคราะห์ ราคา ข้อความ การคาดการณ์ การประเมิน และ/หรือ ข้อมูลอื่นที่ระบุในเอกสารฉบับนี้ (“ข้อมูล”) มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้เป็นข้อมูลทั่วไปเท่านั้น และไม่อาจตีความได้ว่าเป็นการให้คำแนะนำแก่บุคคลใดๆ หรือเป็นการเสนอซื้อ หรือเสนอขาย หรือชักชวนให้เสนอซื้อหรือเสนอขายหลักทรัพย์ โดย INVX และ/หรือกรรมการ พนักงาน และลูกจ้างของ INVX ย่อมไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ทั้งความเสียหายทางตรง ความเสียหายทางอ้อม ความเสียหายจากการผิดสัญญา หรือความเสียหายอันสืบเนื่อง อันเป็นผลมาจากการใช้หรือการเชื่อถือต่อการใช้ข้อมูล ทั้งนี้ รวมถึงแต่ไม่จำกัดเพียงการสูญเสียผลกำไร นักลงทุนพึงใช้ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ประกอบข้อมูลและความเห็นอื่นๆ รวมถึงพิจารณาของตนในการตัดสินใจลงทุน ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นจากแหล่งข้อมูลที่ INVX เห็นว่าน่าเชื่อถือ โดย INVX ไม่รับรองถึงความถูกต้อง สมบูรณ์ และ/หรือ ครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว

INVX สงวนสิทธิในการใช้ดุลพินิจของตนแต่เพียงผู้เดียวในการแก้ไขเพิ่มเติมข้อมูลเป็นครั้งคราวโดยไม่ต้องบอกกล่าว เอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นเพื่อเฉพาะบุคคลที่กำหนดเท่านั้น และห้ามมิให้มีการทำซ้ำ ดัดแปลง เผยแพร่ ขาย จำหน่าย พิมพ์ซ้ำ ส่งต่อ หรือแสวงหาประโยชน์ในเชิงพาณิชย์ไม่ว่าในลักษณะใดๆ เว้นแต่จะได้รับความยินยอมเป็นลายลักษณ์อักษรจาก INVX ก่อน

การซื้อขายฟิวเจอร์สและออปชั่น (Futures and Options) มีความเสี่ยงสูงที่อาจก่อให้เกิดผลขาดทุนอย่างมีนัยสำคัญ จึงไม่เหมาะสำหรับบุคคลทุกคน ทั้งนี้ ก่อนการตัดสินใจซื้อขายฟิวเจอร์สและออปชั่น ท่านควรพิจารณาถึงฐานะทางการเงิน วัตถุประสงค์ในการลงทุน ประสบการณ์ในการลงทุนของท่าน ตลอดจนความเสี่ยงที่ท่านสามารถยอมรับได้อย่างรอบคอบ เนื่องจากมีความเป็นไปได้ที่ท่านอาจสูญเสียเงินลงทุนมากกว่าเงินลงทุนเริ่มแรก ท่านควรพิจารณาถึงความเสี่ยงทั้งหมดที่อาจเกิดขึ้นจากการซื้อขายฟิวเจอร์สและออปชั่น และท่านควรตัดสินใจลงทุนด้วยตนเอง และ/หรือ ในกรณีที่มีข้อสงสัย ท่านควรขอคำแนะนำจากที่ปรึกษาทางการลงทุน

เอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นเพื่อเฉพาะบุคคลที่กำหนด (intended recipient) เท่านั้น และห้ามมิให้ผู้ใดนำข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ไปทำซ้ำ ส่งต่อ เผยแพร่ ขาย จำหน่าย คัดลอก นำออกแสดง หรือนำไปแสวงหาประโยชน์ในเชิงพาณิชย์ไม่ว่าด้วยวิธีใด ๆ โดยมิได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจาก INVX เป็นการล่วงหน้า

© สงวนลิขสิทธิ์ 2565 บริษัทหลักทรัพย์ อินโนเวสต์ เอกซ์ จำกัด



