

**Initiate**

**BUY**

**TP upside (downside) +25.6%**

**Close Mar 22, 2024**

Price (THB) **18.00**  
**12M Target (THB) 22.60**

**What's new?**

- ▶ SAV เป็นผู้ให้บริการบริหารจัดการจราจรทางอากาศในประเทศกัมพูชากายได้สัมปทานจากรัฐบาลกัมพูชา สัมปทานปัจจุบันมีอายุถึงปี 2594
- ▶ บริษัทมีโอกาสที่จะได้เข้าไปให้บริการจราจรทางอากาศในประเทศ สปป.ลาว ซึ่งจะเป็น Catalyst สำคัญที่ช่วยผลักดันการเติบโตของผลประกอบการ เราคาดเห็นความชัดเจนเกี่ยวกับดีลดังกล่าวมากขึ้นใน 2Q67

**Our view**

- ▶ คาดกำไรปกติปี 2567-2568 ที่ 465 ลบ. (+66.2% YoY) และ 516 ลบ. (+11.0% YoY) ตามลำดับเติบโตจากปริมาณจราจรทางอากาศในกัมพูชาและอุตสาหกรรมท่องเที่ยวของภูมิภาคที่ฟื้นตัว
- ▶ เริ่มต้นคำแนะนำ "ซื้อ" ราคาเหมาะสม ณ สิ้นปี 2567 ที่ 22.60 บาท (อิงวิธี DCF, WACC ที่ 8.0% และ Terminal Growth ที่ 3.0%) ราคาหุ้นปัจจุบันคิดเป็น PER67-68 ที่ 25x และ 22x ไม่แพงเมื่อเทียบกับค่าเฉลี่ยของผู้ประกอบการที่ทำธุรกิจคล้ายกันทั่วโลก

**Company profile:** Smart Aviation Solutions holds companies that offer air navigation services or air-related businesses, currently holding 100% of Cambodia Air Traffic Services ("CATS"), the sole air navigation service provider in Cambodia.

**Research Analysts:**



**Jindanuch Praveschotinunt**  
 Tel. +662 009 8053  
 E-Mail [Jindanuch.p@yuanta.co.th](mailto:Jindanuch.p@yuanta.co.th)  
 ID 129319



**Teerat Tanaratpinun**  
 Assistant Analyst

<b>Bloomberg code</b>	<b>SAV TB</b>
<b>Market cap (THBmn)</b>	<b>11,520.00</b>
<b>Corporate Gov.Rating</b>	<b>-</b>
<b>6M avg. daily turnover (THBmn)</b>	<b>85.35</b>
<b>Outstanding shares (mn)</b>	<b>640.00</b>
<b>Free float (%)</b>	<b>25.26%</b>
<b>Major shareholders (%)</b>	
<b>SAMART U-TRANS CO.,LTD.</b>	<b>60.00</b>
<b>SAMART INTER HOLDING COMPANY LIMITED</b>	<b>14.06</b>
<b>MRS. CHARUNEE CHINWONGVORAKUL</b>	<b>3.39</b>

**Financial outlook (THBmn)**

Year to Dec	2022A	2023A	2024F	2025F
Revenue	1,218	1,644	1,811	1,971
EBITDA	362	579	719	795
Core Profit	188	280	465	516
Net Profit	200	271	465	516
Core EPS	0.33	0.47	0.73	0.81
Core EPS Growth (%)	n.a.	44.2	54.2	11.0
DPS	0.00	0.75	0.36	0.40
Core P/E (x)	55.1	38.2	24.8	22.3
P/BV(x)	30.6	8.4	6.5	5.6
Div Yield (%)	0.0	4.2	2.0	2.2
Net gearing (%)	361.0	Net Cash	Net Cash	Net Cash
ROE (%)	82.8	33.6	30.5	26.9

Source: Company, Yuanta Research

**Valuation Methodology:**

DCF; WACC 8.0% (Beta 1.1, Ke 9.7%), Terminal Growth 3.0%

**Smart Aviation Solutions (SAV)**

**ธุรกิจเดิมกำลังฟื้นตัว ลุ้นน่านฟ้าใหม่เร็ว ๆ นี้**

**SAV เป็นผู้ให้บริการบริหารจัดการจราจรทางอากาศในกัมพูชา**

SAV เป็น Holding Company ที่ถือสัดส่วน 100% ใน CATS ผู้ให้บริการบริหารจัดการจราจรทางอากาศในประเทศกัมพูชา CATS ได้รับสัมปทานให้ประกอบธุรกิจจัดตั้งระบบและจัดการควบคุมจราจรทางอากาศทั่วน่านฟ้ากัมพูชาแต่เพียงผู้เดียวในปี 2544 โดยปัจจุบันมีสัมปทานรวม 49 ปี สิ้นสุดปี 2594

CATS มีรายได้จากการเรียกเก็บค่าบริการจากสายการบินที่มีการนำเครื่องบินบินผ่านเขตน่านฟ้ากัมพูชา ทำการบินขึ้น-ลงในสนามบินภายในประเทศกัมพูชาเพื่อบินในประเทศหรือไปต่างประเทศ ลูกค้านัก เช่น Cambodia Angkor Air, Singapore Airlines, Bangkok Airways และ Emirates Airlines เป็นต้น

SAV มีรายได้จาก CATS ในปี 2562 หรือก่อนเกิด COVID-19 ที่ 2.0 พันลบ. ช่วงปี 2563-2565 รายได้ลดลงเพราะผลกระทบของ COVID-19 แต่กำลังทยอยกลับสู่ภาวะปกติ ปี 2566 รายได้อยู่ที่ 1.6 พันลบ. หรือ 82% ของปี 2562 เราคาดว่าจะรายได้กลับสู่ระดับ 90% ในปี 2567 และ 96% ในปี 2568

ในช่วงปี 2561-2562 SAV ทำกำไรปกติได้ที 340 และ 499 ลบ. ตามลำดับ ขณะที่ปี 2566 กำไรปกติอยู่ที่ 280 ลบ. กำลังทยอยกลับเข้าสู่ภาวะก่อนเกิด COVID-19

**Upside สำคัญจากน่านฟ้าใหม่ที่ สปป. ลาว ...คาดเห็นความคืบหน้าใน 2Q67**

SAV มีโอกาสเข้าไปเป็นผู้ให้บริการบริหารจัดการจราจรทางอากาศใน สปป. ลาว หลังรัฐบาลลาวเปิดให้เอกชนเข้าไปให้บริการจัดการแทน ปัจจุบัน SAV อยู่ระหว่างการยื่นข้อเสนอดังกล่าวเพื่อขอสิทธิแก่บริษัทเพียงรายเดียวที่สามารถเข้าไปศึกษาศักยภาพทางการตลาด ความเป็นไปได้ โครงสร้างสัมปทาน การเรียกเก็บค่าบริการ และส่วนแบ่งรายได้ที่ต้องแบ่งให้กับภาครัฐ เมื่อดำเนินการแล้วเสร็จจะคล้ายสัมปทานที่กัมพูชา กล่าวคือได้รับสิทธิในการบริหาร แต่ต้องลงทุนในช่วงแรกเพื่อให้ได้สิทธิและพัฒนากระบวนการจัดการ เราคาดมูลค่าสัมปทานที่ราว 80-120 ล้านดอลลาร์สหรัฐฯ

จุดที่น่าสนใจคือประเทศลาวอยู่ในตำแหน่งที่เป็นเส้นทางการบินจากไทยไปหลายประเทศสำคัญ เช่น จีน ญี่ปุ่น เวียดนาม และสหรัฐอเมริกาฝั่งตะวันตก ทำให้มีปริมาณจราจรทางอากาศของลาวสูงกว่าตลาดกัมพูชาถึง 3 เท่า ทำให้ SAV จะมีแหล่งรายได้ใหม่ที่ผลักดันการเติบโตของผลประกอบการของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญในอนาคต เราคาดจะเห็นความคืบหน้าของโครงการดังกล่าวภายใน 2Q67

**เริ่มต้นคำแนะนำ "ซื้อ" ราคาเหมาะสม ณ สิ้นปี 2567 ที่ 22.60 บาท**

เราคาดกำไรปกติของ SAV ปี 2567-2568 ที่ 465 ลบ. (+66.2% YoY) และ 516 ลบ. (+11.0% YoY) ตามลำดับ การเติบโตหนุนจาก 1) ปริมาณจราจรทางอากาศของกัมพูชาและอุตสาหกรรมท่องเที่ยวในภูมิภาคที่ฟื้นตัวต่อเนื่อง คาดจำนวน Traffic ตลาดกัมพูชาในปี 2567-2568 ฟื้นตัวที่ระดับ 85% และ 93% เทียบปี 2562 (Pre-COVID19) ดีขึ้นจากปี 2566 ที่ฟื้นตัวเพียง 69% และ 2) ต้นทุนทางการเงินที่ลดลงอย่างมีนัยสำคัญ จากการที่บริษัทนำเงินสดราว 800 ลบ. ที่ได้รับจากการ IPO ไปชำระคืนหนี้สถาบันการเงินทั้งหมด ทำให้ปัจจุบันมีสถานะเป็น Net Cash Company

เราประเมินมูลค่าเหมาะสมด้วยวิธี DCF (อิง WACC 8.0% และ T.G. 3.0%) ได้ราคาเหมาะสม ณ สิ้นปี 2567 ที่ 22.60 บาทต่อหุ้น ราคาหุ้นปัจจุบันคิดเป็น PER67-68 เพียง 25x และ 22x ไม่แพงเมื่อเทียบกับอายุสัมปทานที่ยาวกว่า 27 ปี และเป็นระดับที่ใกล้เคียงค่าเฉลี่ยของกลุ่ม เราเริ่มต้นคำแนะนำ "ซื้อ" SAV กำลังเข้าสู่รอบการเติบโตใหม่หลังผ่านช่วง COVID-19 และมี Upside สำคัญผ่านการบุกตลาดลาว

**ความเสี่ยงสำคัญ:** ความเสี่ยงดีลจากลาวล่าช้า, อัตราแลกเปลี่ยน และการเปลี่ยนแปลงของกฎระเบียบจากภาครัฐ

บริษัทหลักทรัพย์ หยวนต้า (ประเทศไทย) จำกัด อาจเป็นผู้ออกและเสนอขายใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) ที่อ้างอิงหลักทรัพย์ใน SET100 และ SET50 index และอาจเป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) โดยบริษัท อาจจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว ดังนั้น นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนการตัดสินใจลงทุน

### ประมาณการและราคาเหมาะสม

เราประเมินมูลค่า SAV ด้วยวิธี DCF ได้ราคาเหมาะสม ณ สิ้นปี 2567 ที่ 22.60 บาทต่อหุ้น เราคาดกำไรปกติปี 2567-2568 ที่ 465 ลบ. (+66.2% YoY) และ 516 ลบ. (+11.0% YoY) ตามลำดับ จากปริมาณจราจรทางอากาศใน กัมพูชาที่ฟื้นตัว อิงสมมติฐานสำคัญดังนี้

#### คาดการณ์รายได้สัมปทานกัมพูชา – หมดอายุปี 2594

คาดการณ์รายได้จากการให้บริการในกัมพูชาปี 2567-2568 ที่ 1.8 พันลบ. (+10.2% YoY) และ 2.0 พันลบ. (+8.8% YoY) จาก

- 1) สมมติให้ปริมาณจราจรปี 2567-2568 ฟื้นตัวต่อเนื่อง คิดเป็นราว 85% และ 93% ของฐานปี 2562 หรือก่อนการแพร่ระบาดของ COVID-19 ที่ 133,835 เที่ยวบินต่อปี
- 2) สมมติอัตราค่าบริการ (Tariff Rate) เท่ากับค่าเฉลี่ยย้อนหลังในอดีต 3 ปีล่าสุด
- 3) คาดอัตราแลกเปลี่ยนที่ 34.5 USD/THB
- 4) ส่วนแบ่งรายได้ให้รัฐภายในประเทศ 50% ต่างประเทศ 50% และผ่านเขตน่านฟ้า (Overflight) 30% แต่รายได้ Overflight ส่วนที่เกินจากฐานรายได้ปี 2560 ที่ 851 ลบ. จะถูกคิดส่วนแบ่งให้รัฐที่ 40%

กำไรขั้นต้น คาด GPM กลุ่มที่ 48.9% และ 48.8% ในปี 2567-2568 GPM ที่สูงขึ้นเทียบกับปี 2566 ที่ 47.4% มาจากรายได้ค่าบริการที่เพิ่มขึ้นสะท้อนปริมาณจราจรทางอากาศที่ฟื้นตัว

เราประเมินมูลค่าเหมาะสม SAV ด้วยวิธี DCF (WACC 8.0% และ T.G. ที่ 3%) ได้ราคาเหมาะสม ณ สิ้นปี 2567 ที่ 22.60 บาทต่อหุ้น คิดเป็น PER67 ที่ 25x และ PER68 ที่ 22x เราเริ่มต้นที่คำแนะนำ "ซื้อ"

Figure 1: SAV DCF Valuation

SAV DCF Valuation												
(THB in millions, except per shares)												
	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F	2035F
<b>EBITDA</b>	<b>719</b>	<b>795</b>	<b>870</b>	<b>917</b>	<b>963</b>	<b>1,008</b>	<b>1,053</b>	<b>1,098</b>	<b>1,142</b>	<b>1,243</b>	<b>1,344</b>	<b>1,444</b>
EBIT	615	685	755	795	835	875	914	953	991	1,086	1,181	1,275
Depreciation & Amortization	104	110	116	122	128	134	140	146	151	157	163	169
<b>EBITDA*(1-T)</b>	<b>561</b>	<b>620</b>	<b>679</b>	<b>715</b>	<b>751</b>	<b>786</b>	<b>822</b>	<b>856</b>	<b>891</b>	<b>970</b>	<b>1,048</b>	<b>1,127</b>
Tax rate	22%	22%	22%	22%	22%	22%	22%	22%	22%	22%	22%	22%
Change in Working Capital	(1)	5	5	4	5	5	5	5	5	7	7	7
Change in Others Current Asset & Liability	(329)	(20)	(19)	(10)	(16)	(15)	(18)	(19)	(22)	(24)	(26)	(28)
Net CAPEX	(120)	(120)	(120)	(120)	(120)	(120)	(120)	(120)	(120)	(120)	(120)	(120)
Change in LT Investment	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Change in Other LT Assets / Liability	2	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Free Cash Flow</b>	<b>113</b>	<b>485</b>	<b>545</b>	<b>590</b>	<b>619</b>	<b>656</b>	<b>688</b>	<b>722</b>	<b>754</b>	<b>833</b>	<b>909</b>	<b>985</b>
Terminal Value											19,598	
Year	-	1.00	2.00	3.00	4.00	5.00	6.00	7.00	8.00	9.00	10.00	11.00
Discount factor	1.00	0.93	0.86	0.79	0.73	0.68	0.63	0.58	0.54	0.50	0.46	0.43
	113	449	467	468	455	446	433	421	407	416	9,476	421
PV of FCF and Terminal Value	<b>13,971</b>											
Cash	809											
Debt	303											
Equity value	14,477											
Target Stock price	<b>822.6</b>											
Share (Fully Dilute)	640											
<b>Assumptions</b>												
Terminal Growth rate		<b>3.0%</b>										
Stock beta		1.1										
Equity Risk Premium		6.5%										
Rf		2.5%										
Cost of Equity		9.7%										
Cost of Debt (After tax)		6.4%										
WACC		<b>8.0%</b>										

Source: Yuanta Research

**Figure 2: SAV Peer P/E and EPS Growth Comparison**

Company	Ticker	PER2024	PER2025	2024 EPS Growth (%)	2025 EPS Growth (%)
Airports of Thailand	AOT TB	44.8	34.1	141.5%	31.1%
ENAV S.p.A	ENAV SPA	14.9	13.3	11.4%	12.1%
Airports Corp of Vietnam	ACV CN	22.1	18.8	13.2%	17.9%
Malaysia Airports Holdings	MAHB	21.5	18.7	49.3%	14.9%
Beijing Capital International Airport	694 HK	28.4	7.5	n.a.	279.3%
Shanghai International Airport	600009 CH	28.2	20.2	242.8%	39.5%
Japan Airport Terminal	9706 JP	36.3	31.9	n.a.	13.6%
Paris Aeroports	ADP SA	22.9	18.4	-13.4%	24.1%
<b>Average</b>		<b>27.4</b>	<b>20.4</b>		
<b>Samart Aviation Solutions</b>	<b>SAV TB</b>	<b>25.3</b>	<b>16.3</b>	<b>51.2%</b>	<b>54.8%</b>

Source: Yuanta Research (Data as of 14 March 2024)

**Figure 3: P&L Projection**

SAV	2022	2023	2024F	2025F	2026F	2027F
<b>Core revenue (THBmn)</b>	<b>1,218</b>	<b>1,644</b>	<b>1,811</b>	<b>1,971</b>	<b>2,131</b>	<b>2,237</b>
Service Income	1,086	1,501	1,811	1,971	2,131	2,237
Contract Work	131	143	-	-	-	-
<b>Growth (%)</b>						
Core Revenue	167.2%	35.0%	10.2%	8.8%	8.1%	5.0%
Service Income	138.3%	38.2%	20.6%	8.8%	8.1%	5.0%
<b>Gross Profit</b>	<b>530</b>	<b>779</b>	<b>886</b>	<b>962</b>	<b>1,039</b>	<b>1,086</b>
GPM (%)	43.5%	47.4%	48.9%	48.8%	48.8%	48.6%
<b>SG&amp;A</b>	<b>(237)</b>	<b>(264)</b>	<b>(271)</b>	<b>(277)</b>	<b>(284)</b>	<b>(291)</b>
SG&A growth	20.9%	11.6%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%
SG&A to sale (%)	19.4%	16.1%	14.9%	14.1%	13.3%	13.0%
Non core items	16	(84)	-	-	-	-
<b>Operating Profit (EBIT)</b>	<b>309</b>	<b>431</b>	<b>615</b>	<b>685</b>	<b>755</b>	<b>795</b>
Finance cost	(56)	(69)	(19)	(23)	(21)	(19)
<b>EBT</b>	<b>253</b>	<b>362</b>	<b>596</b>	<b>662</b>	<b>733</b>	<b>776</b>
Income tax expenses	(54)	(90)	(131)	(146)	(161)	(171)
<b>Net profit</b>	<b>200</b>	<b>271</b>	<b>465</b>	<b>516</b>	<b>572</b>	<b>605</b>
Net profit growth	-368.4%	36.0%	71.3%	11.0%	10.8%	5.8%
Net profit margin	16.4%	16.5%	25.7%	26.2%	26.8%	27.0%
Extra item	11	(8)	-	-	-	-
<b>Core/Norm Profit</b>	<b>188</b>	<b>280</b>	<b>465</b>	<b>516</b>	<b>572</b>	<b>605</b>
Norm profit growth	-374.7%	48.6%	66.2%	11.0%	10.8%	5.8%
Norm profit margin	15.5%	17.0%	25.7%	26.2%	26.8%	27.0%
No. Shares (mn)	576	594	640	640	640	640
EPS	0.35	0.46	0.73	0.81	0.89	0.95
Core EPS	0.33	0.47	0.73	0.81	0.89	0.95
Core EPS growth	-374.7%	44.2%	54.2%	11.0%	10.8%	5.8%

Source: Yuanta Research

Figure 4: SAV Revenue Forecast (Cambodia)

(THB in millions, except Flight Volume)	2019	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F	2027F
<b>Revenue Calculation</b>									
<b>Revenue</b>	<b>2,006</b>	<b>714</b>	<b>456</b>	<b>1,086</b>	<b>1,501</b>	<b>1,811</b>	<b>1,971</b>	<b>2,131</b>	<b>2,237</b>
Landing & Take-off (Domestic)	101	25	5	10	12	16	17	18	19
Landing & Take-off (International)	881	233	100	280	491	527	574	620	651
Overflight	1,024	457	351	796	999	1,269	1,381	1,493	1,567
<b>% Total Income</b>									
Landing & Takeoff: Domestic	5.0%	3.4%	1.1%	0.8%	0.7%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
Landing & Takeoff Int'l	43.9%	32.6%	21.9%	23.0%	29.8%	29.1%	29.1%	29.1%	29.1%
Overflight	51.1%	63.9%	77.0%	65.4%	60.7%	70.0%	70.0%	70.0%	70.0%
Concession Income	0.0%	0.0%	0.0%	10.8%	8.7%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>Growth</b>									
Landing & Take-off (Domestic)		-64%	-36%	138%	38%	21%	9%	8%	5%
Landing & Take-off (International)		-76%	-80%	102%	16%	34%	9%	8%	5%
Landing & Take-off (International)		-74%	-57%	180%	75%	7%	9%	8%	5%
Overflight		-55%	-23%	127%	25%	27%	9%	8%	5%
<b>Flight Volume</b>	<b>133,835</b>	<b>49,071</b>	<b>30,876</b>	<b>68,390</b>	<b>92,685</b>	<b>113,760</b>	<b>123,797</b>	<b>133,835</b>	<b>140,527</b>
Landing & Take-off (Domestic)	15,092	5,658	2,964	6,160	6,034	8,826	9,605	10,384	10,903
Landing & Take-off (International)	45,610	11,762	5,006	12,839	23,238	24,939	27,140	29,340	30,807
Overflight	73,133	31,651	22,906	49,391	63,413	79,994	87,053	94,111	98,817
<b>Growth</b>									
Landing & Take-off (Domestic)	8%	-63%	-37%	121%	36%	23%	9%	8%	5%
Landing & Take-off (Domestic)	-4%	-63%	-48%	108%	-2%	46%	9%	8%	5%
Landing & Take-off (International)	11%	-74%	-57%	156%	81%	7%	9%	8%	5%
Overflight	9%	-57%	-28%	116%	28%	26%	9%	8%	5%
<b>% Total</b>									
Landing & Take-off (Domestic)	11%	12%	10%	9%	7%	8%	8%	8%	8%
Landing & Take-off (International)	34%	24%	16%	19%	25%	22%	22%	22%	22%
Overflight	55%	65%	74%	72%	68%	70%	70%	70%	70%
<b>% Covid Recovery</b>									
Landing & Take-off (Domestic)		37%	20%	41%	40%	58%	64%	69%	72%
Landing & Take-off (International)		26%	11%	28%	51%	55%	60%	64%	68%
Overflight		43%	31%	68%	87%	109%	119%	129%	135%
<b>Total</b>		<b>37%</b>	<b>23%</b>	<b>51%</b>	<b>69%</b>	<b>85%</b>	<b>93%</b>	<b>100%</b>	<b>105%</b>
<b>Avg. Tariff Rate (USD)</b>									
Landing & Take-off (Domestic)	224	144	50	47	56	51	51	51	51
Landing & Take-off (International)	645	655	595	628	615	613	613	613	613
Overflight	468	478	456	464	458	460	460	460	460
<b>Avg. USD</b>	<b>29.9</b>	<b>30.2</b>	<b>33.6</b>	<b>34.7</b>	<b>34.4</b>	<b>34.5</b>	<b>34.5</b>	<b>34.5</b>	<b>34.5</b>

Source: Yuanta Research

### ประมาณการตลาดกัมพูชา

ประมาณการรายได้การให้บริการจราจรทางอากาศในกัมพูชาประกอบด้วยสมมติฐานสำคัญดังนี้ 1) ปริมาณจราจรทางอากาศ 2) อัตราแลกเปลี่ยน USD/THB ที่ 34.50 เนื่องจากสกุลเงินหลักที่ใช้ในการดำเนินงาน (Functional Currency) เป็นเงินสกุลเหรียญสหรัฐ และ 3) อัตราค่าบริการ รายละเอียดเพิ่มเติมดังนี้

### ปริมาณจราจรทางอากาศ

รายได้การให้บริการจราจรทางอากาศในกัมพูชาในปี 2562 ที่ 2.0 พันลบ. ทำสถิติสูงสุดใหม่ ผลจากจำนวนเที่ยวบินในปี 2562 ทำจุดสูงสุดที่ 133,835 เที่ยวบิน ก่อนจะได้รับผลกระทบจาก COVID-19 ทำจุดต่ำสุดที่ 30,876 เที่ยวบินในปี 2564 สำหรับปี 2566 เริ่มเห็นการฟื้นตัวของการท่องเที่ยวและเดินทางในกัมพูชา ทำให้ปริมาณจราจรกลับมาอยู่ที่ 92,685 เที่ยวบิน หรือคิดเป็น 69% จากฐานปี 2562

ปริมาณจราจรทางอากาศสามารถแบ่งออกเป็น 3 ประเภทเที่ยวบิน ได้แก่ 1) เที่ยวบินที่บินขึ้น-ลงในประเทศ (Domestic Flights) 2) เที่ยวบินที่บินขึ้น-ลงระหว่างประเทศ (International Flights) และ 3) เที่ยวบินที่ผ่านเขต Phnom Penh FIR (Overflight) โดยเราคาดสัดส่วนจำนวนเที่ยวบินแต่ละประเภทต่อจำนวนเที่ยวบินรวมด้วยการใช้ค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 3 ปี ดังนี้

- 1) เที่ยวบินที่บินขึ้น-ลงในประเทศ (Domestic Flights) - 8%
- 2) เที่ยวบินที่บินขึ้น-ลงระหว่างประเทศ (International Flights) - 22%
- 3) เที่ยวบินที่ผ่านเขต Phnom Penh FIR (Overflight) - 70%

เราคาดปริมาณจราจรทางอากาศปี 2567-2577 อิงสัดส่วนการฟื้นตัวรวมเมื่อเทียบกับฐานปี 2562 ที่ 133,835 เที่ยวบิน ก่อน COVID-19 ประเมินว่าจะกลับมาสู่ระดับปี 2562 ได้ภายในปี 2569 และเติบโตต่อราว 5% ต่อปีสอดคล้องกับคาดการณ์อัตราการเติบโตเฉลี่ยของ Real GDP ในภูมิภาค Emerging and Developing Asia ของ IMF

### อัตราค่าบริการ

อัตราค่าบริการที่เรียกเก็บสายการบินจะขึ้นอยู่กับน้ำหนักบรรทุกสูงสุดของเครื่องบินขณะบินขึ้น (Maximum Takeoff Weight: MTOW) และประเภทของการทำการบิน โดยเราใช้อัตราค่าบริการที่บริษัทเก็บได้เฉลี่ยย้อนหลัง 3 ปี (ปี 2563-2565) สำหรับประมาณการรายได้ตั้งแต่ปี 2567 เป็นต้นไป

อย่างไรก็ดี ประมาณการของเราทำบนสมมติฐานอนุรักษนิยมเนื่องจากช่วงปี 2563-2565 ทางรัฐบาลกัมพูชาได้มีการขอความร่วมมือกับ CATS ในการลดค่าบริการสำหรับเที่ยวบินในประเทศเพื่อช่วยลดผลกระทบจากการแพร่ระบาดของ COVID-19 ทำให้อัตราค่าบริการที่บริษัทได้รับมีส่วนลดจากราคาที่ควรเก็บได้จริงอยู่บ้าง ผลจากมาตรการช่วยเหลือ หากปริมาณจราจรทางอากาศกลับสู่ระดับปกติ หรือบริษัทสามารถเจรจากับทางรัฐบาลเพื่อขอปรับขึ้นค่าบริการได้ในระยะถัดไป จะถือเป็น Upside Risk ต่อประมาณการของเรา

### ต้นทุนผันแปรหลัก - ส่วนแบ่งรายได้ให้รัฐบาล

บริษัทจะต้องจ่ายส่วนแบ่งรายได้จากการให้บริการให้กับรัฐบาลประเทศกัมพูชาเป็นรายไตรมาส ภายใน 60 วันนับจากสิ้นสุดในแต่ละไตรมาส แบ่งเป็นตามประเภทดังนี้

- 1) 50% สำหรับรายได้ค่าบริการที่ได้รับจากการทำการบินแบบนำเครื่องบินลงจอดและนำเครื่องบินขึ้นบริเวณท่าอากาศยานภายในประเทศกัมพูชา (Landing & Take-off) ซึ่งรวมทั้งเที่ยวบินในประเทศ (Domestic Flights) และเที่ยวบินระหว่างประเทศ (International Flights)
- 2) 30% ของรายได้จากการให้บริการการจราจรทางอากาศสำหรับเครื่องบินที่บินผ่านเขต Phnom Penh FIR (Overflight) แต่ส่วนที่เกินจากรายรายได้ปี 2560 ที่ 851 ลบ. จะถูกคิดส่วนแบ่งให้รัฐที่ 40%

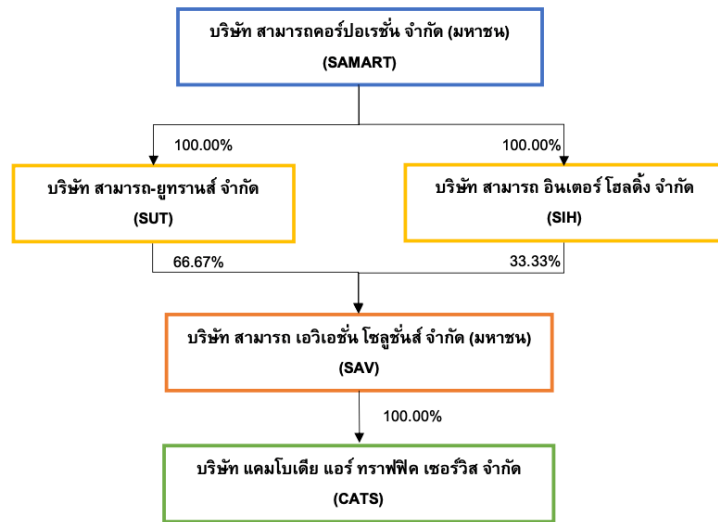
สุทธิแล้วเราคาดรายได้จากตลาดกัมพูชาในปี 2567 และ 2568 ที่ 1.8 พันลบ. (+10.2% YoY) และ 2.0 พันลบ. (+8.8% YoY) ตามลำดับ

### ทำความเข้าใจธุรกิจในกัมพูชา

บริษัท สามารถ เอวิเอชั่น โซลูชันส์ จำกัด (มหาชน) หรือ SAV (บริษัท) เป็น Holding Company ที่ลงทุนในบริษัทที่ให้บริการการเดินทางอากาศ (Air Navigation Service: ANS) โดยปัจจุบันถือสัดส่วน 100% ในบริษัท แคมโบเดียแอร์ ทราฟฟิค เซอร์วิส จำกัด ("CATS") ซึ่งเป็นบริษัทสัญชาติกัมพูชาที่ประกอบธุรกิจการจัดตั้งระบบและให้บริการควบคุมการจราจรทางอากาศในประเทศกัมพูชาแต่เพียงผู้เดียวตามสัญญาสัมปทานที่ได้รับจากรัฐบาลกัมพูชา

บริษัทได้มีการทำสัญญาสัมปทานในปี 2544 และเริ่มนับอายุสัมปทานตั้งแต่วันที่ 2545 โดยในอดีต CATS ได้รับการต่ออายุสัญญาสัมปทานเป็นจำนวน 4 ครั้งนับจากได้รับสัญญาสัมปทานครั้งแรกยาว 15 ปี ทำให้ปัจจุบันสัญญาสัมปทานดังกล่าวครบกำหนดในปี 2594 (อายุเหลืออีกราว 27 ปี)

Figure 5: Company Business Structure



หมายเหตุ : บริษัท สามารถ อินเตอร์ โฮลดิ้ง จำกัด เป็นบริษัทซึ่งจดทะเบียนจัดตั้งในประเทศฮ่องกง

Source: Company

CATS เป็นผู้ให้บริการบริหารจัดการจราจรทางอากาศ (Air Navigation Service Provider: ANSP) แต่เพียงรายเดียวสำหรับทุกสนามบินในประเทศกัมพูชา ซึ่งปัจจุบันมีสนามบิน 6 แห่ง คือ 1) สนามบินนานาชาติพนมเปญ (Phnom Penh International Airport), 2) สนามบินนานาชาติเสียมเรียบแห่งใหม่ (New Siem Reap Angkor International Airport), 3) สนามบินนานาชาติสีหนุ (Sihanouk International Airport) ซึ่งเป็นสนามบินที่ให้บริการการบินทั้งในและระหว่างประเทศ

ส่วน 4) สนามบินพระตะบอง (Battambang Airport), 5) สนามบินเกาะกง (Koh Kong Airport) และ 6) สนามบินสตึงตรง (Stung Treng Airport) ให้บริการเฉพาะการบินภายในประเทศเท่านั้น

ในปัจจุบันอาณาเขตดูแลจราจรบินพนมเปญ (Phnom Penh FIR) ที่ CATS รับผิดชอบมีขนาดราว 181,035 ตารางกิโลเมตร โดยมีเส้นทางบินระหว่างประเทศ (International Air Traffic Service Route) จำนวน 18 เส้นทางบิน และเส้นทางบินภายในประเทศ (Domestic Air Traffic Service Route) จำนวน 20 เส้นทางบิน

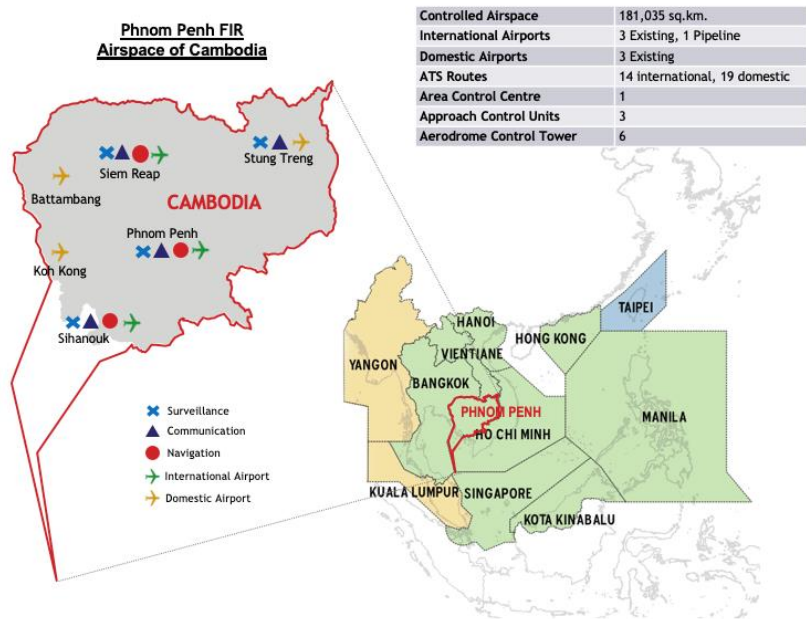
ทั้งนี้ CATS ยังได้รับสิทธิในการเป็นผู้บริหารจัดการจราจรทางอากาศในสนามบินในประเทศกัมพูชาที่จะมีการขยายและก่อสร้างในอนาคต เช่น 1) สนามบินนานาชาติเตโช (Techo International Airport) หรือสนามบินนานาชาติพนมเปญแห่งใหม่ (นำมาทดแทนสนามบินพนมเปญเดิม) ที่มีพื้นที่ประมาณ 2,600 เฮกตาร์ และคาดว่าจะสามารถรองรับผู้โดยสารได้ 27 ล้านคนในปี 2573 และสูงถึง 30 ล้านคนในปี 2593 คาดจะเปิดให้บริการภายใน มี.ค 2568 และ 2) สนามบินนานาชาติดาราสาคร (Dara Sakor International Airport) ที่คาดว่าจะรองรับผู้โดยสารได้ราว 1.2 แสนคน (มีโอกาสรองรับเพิ่มเป็น 10 ล้านคนได้ในระยะยาวจากการขยายทางวิ่งเพิ่มเติม) และมีกำหนดเปิดให้บริการภายในปี 2567

ลักษณะของธุรกิจการบริหารจัดการจราจรทางอากาศเป็นการบริหารความคล่องตัว หรือการบริหารปริมาณการจราจรทางอากาศ (Traffic Demand) ให้เหมาะสมกับขีดความสามารถในการรองรับ Traffic Demand ของแต่ละสนามบินในอาณาเขตแดงขาวการบินพนมเปญ (Phnom Penh Flight Information Region: FIR) ซึ่งเป็นพื้นที่ที่ CATS รับผิดชอบ

เพื่อให้การจราจรทางอากาศมีความปลอดภัย คล่องตัว และมีประสิทธิภาพ CATS จะต้องดำเนินการจัดการให้การจราจรบริเวณท่าอากาศยานเป็นไปอย่างต่อเนื่อง ไม่ติดขัด และมีความปลอดภัย รวมถึงการให้บริการจัดการจราจรบนพื้นที่น่านฟ้า เพื่อไม่ให้เกิดอุบัติเหตุทางอากาศหรือการทำการบินขาดประสิทธิภาพ

ดังนั้น CATS จึงมีหน้าที่จัดการให้เครื่องบินทุกลำที่บินอยู่บนน่านฟ้าในเขต Phnom Penh FIR ทำการบินไปถึงจุดหมายได้อย่างปลอดภัย

Figure 6: Phnom Penh FIR Map



Source: CATS, Company

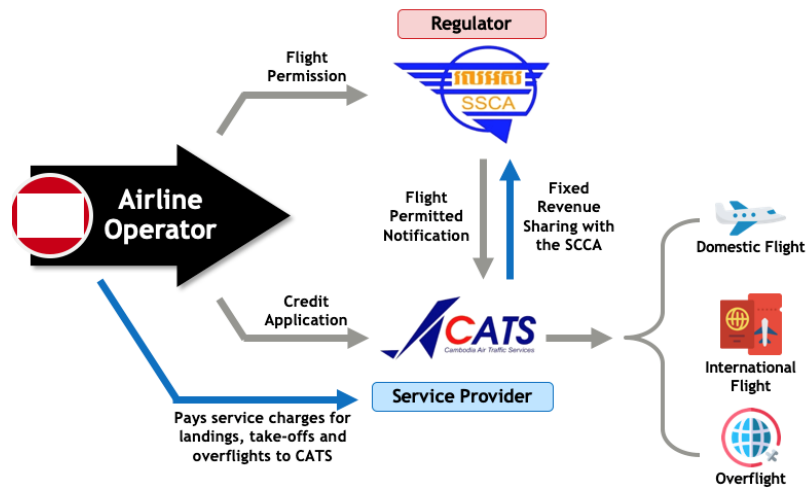
### ลักษณะการให้บริการ

สำนักงานเลขาธิการการบินพลเรือนกัมพูชา (State Secretariat of Civil Aviation : SSCA) ได้มอบหมายให้ CATS เป็นหน่วยงานผู้ให้บริการการเดินอากาศของประเทศ โดยมีหน้าที่และความรับผิดชอบดังนี้

1. การบริหารจราจรทางอากาศ (Air Traffic Management : ATM) ภายในเขต Phnom Penh FIR เพื่อความปลอดภัยและประสิทธิภาพทางการบินของผู้ใช้ห้วงอากาศในประเทศกัมพูชา
2. การบริการระบบสื่อสาร ระบบช่วยการเดินอากาศ และระบบติดตามอากาศยาน (Aeronautical Communications, Navigation and Surveillance System/Services)
3. การบริการข่าวสารการเดินอากาศ (Aeronautical Information Services)
4. การบริการด้านออกแบบแบบแผนการบิน (Flight Procedure Design) และการบริการด้านแผนที่การเดินอากาศ (Aeronautical Charts)

ผู้ประกอบการสายการบินต้องขออนุญาตบินจาก SSCA ควบคู่ไปกับการยื่นขอเครดิต (Credit Application) กับ CATS โดยผู้ประกอบการสายการบินจะสามารถดำเนินงานบินได้ต่อเมื่อได้รับแจ้งผลอนุมัติแผนการบินจากทาง SSCA แล้ว

Figure 7: Business Operations Process

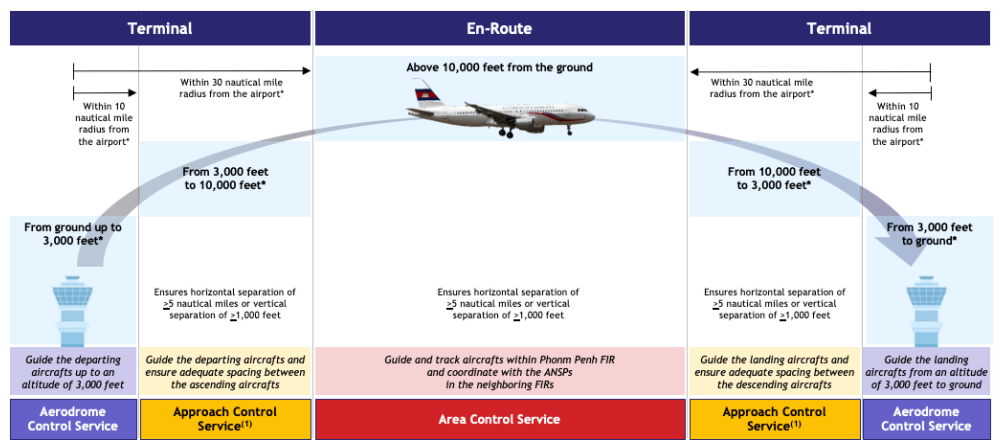


Source: Company

งานควบคุมการจราจรทางอากาศของ CATS ในด้านการบริหารจราจรทางอากาศ (Air Traffic Management) สามารถแบ่งได้เป็น 3 ชั้นตอนหลัก ดังนี้

1. **การควบคุมจราจรทางอากาศเขตสนามบิน (Aerodrome Control Service)** บริการสำหรับอากาศยานที่ ณ บริเวณสนามบินโดยหอบังคับการบิน (Aerodrome Control Tower) ซึ่งรับผิดชอบพื้นที่ภายในรัศมี 10 ไมล์ทะเลจากสนามบิน และระยะความสูงจากพื้นดินประมาณ 3,000 ฟุต โดยหน้าที่ประกอบไปด้วย 1) การจัดลำดับการขึ้นลงของอากาศยาน การอนุญาตอากาศยานติดเครื่องยนต์ (Start-up Engine) 2) การให้อนุญาตในการขับเคลื่อน (Taxi) และ 3) การให้ข้อมูลต่างๆ ที่เกี่ยวกับความปลอดภัย
2. **การบริการควบคุมจราจรทางอากาศเขตประชิดสนามบิน (Approach Control Service)** เป็นบริการให้บริการโดยศูนย์ควบคุมจราจรทางอากาศเขตประชิดสนามบิน (Approach Control Center) มีพื้นที่รับผิดชอบภายในรัศมี 30 ไมล์ทะเลจากสนามบิน และความสูงระดับ 3,000 - 10,000 ฟุต บริการหลักเป็นการควบคุมจราจรทางอากาศแก่อากาศยานที่กำลังทำการบินเข้า-ออกระหว่างสนามบิน ประกอบไปด้วย 1) การอนุญาตให้นำเครื่องขึ้น (Take-off) 2) การกำหนดเส้นทางการบินของอากาศยาน และ 3) การจัดลำดับในการลงจอดที่สนามบิน
3. **การบริการควบคุมการจราจรทางอากาศตามเส้นทางบิน (Area Control Service)** ให้บริการสำหรับอากาศยานที่บินอยู่ตามเส้นทางบินภายในอาณาเขตแกลงข่าวการบินพนมเปญโดยศูนย์ควบคุมการจราจรทางอากาศตามเส้นทางบิน (Phnom Penh Area Control Center) มีพื้นที่รับผิดชอบตั้งแต่ความสูง 10,000 ฟุต ขึ้นไป หน้าที่หลัก 1) การให้อนุญาตในการใช้ความสูงและบินตามเส้นทางบินที่กำหนดไว้ และ 2) การกำหนดให้ใช้เส้นทางการบินของอากาศยานแต่ละลำรวมถึงระยะห่างในทางระดับ (Horizontal Separation) และความสูง (Vertical Separation) เพื่อป้องกันการชนของอากาศยาน

Figure 8: CATS Service Offerings



Source: Company



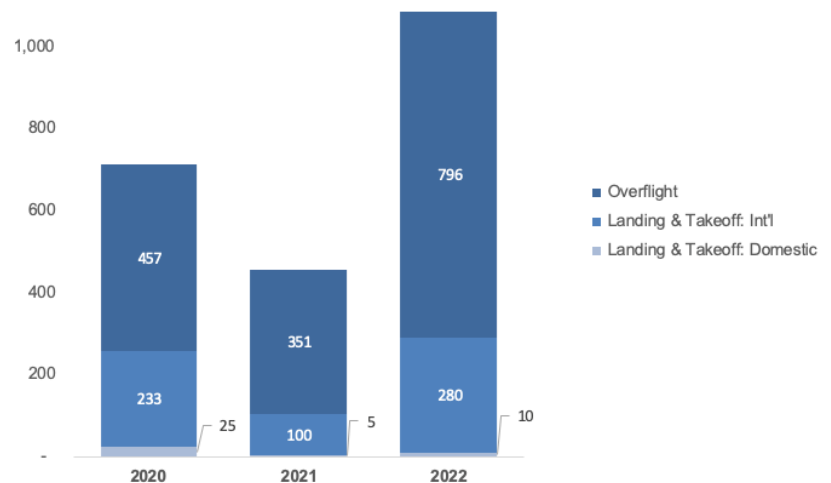
### โครงสร้างรายได้

โครงสร้างรายได้ของ CATS แบ่งออกเป็น 3 ประเภท ได้แก่

1. รายได้ค่าบริการสำหรับเที่ยวบินที่บินผ่านเขตน่านฟ้ากัมพูชา (Overflight) เป็นรายได้ค่าบริการควบคุมจราจรทางอากาศที่ CATS เรียกเก็บจากสายการบินที่มีการนำเครื่องบินบินผ่านเขตน่านฟ้ากัมพูชา (Phnom Penh FIR) โดยไม่ได้มีการนำเครื่องบินลงจอดในสนามบินประเทศกัมพูชา รายได้ส่วนดังกล่าวเป็นส่วนที่ใหญ่ที่สุดของ SAV โดยคิดเป็นส่วน 77.0%, 73.3% และ 66.5% ของรายได้จากการให้บริการรวมในปี 2564-2566 ตามลำดับ
2. รายได้ค่าบริการสำหรับเที่ยวบินที่บินขึ้น-ลงระหว่างประเทศ (Landing & Take-off : International) เป็นรายได้ค่าบริการควบคุมจราจรทางอากาศที่ CATS เรียกเก็บจากสายการบินที่มีการทำการบินขึ้น-ลงที่สนามบินภายในประเทศกัมพูชา ซึ่งสายการบินดังกล่าวมีเส้นทางการบินระหว่างประเทศกัมพูชากับประเทศอื่นๆ โดยมีสัดส่วนรายได้ดังกล่าวคิดเป็น 21.9%, 25.8% และ 29.9% ของรายได้จากการให้บริการรวมในปี 2564-2566 ตามลำดับ
3. รายได้ค่าบริการสำหรับเที่ยวบินที่บินขึ้น-ลงในประเทศ (Landing & Take-off : Domestic) เป็นรายได้ค่าบริการควบคุมจราจรทางอากาศที่ CATS เรียกเก็บจากสายการบินที่มีการทำการบินขึ้น-ลงที่สนามบินภายในประเทศกัมพูชา ซึ่งสายการบินดังกล่าวมีเส้นทางการบินอยู่ภายในประเทศกัมพูชาเท่านั้น รายได้ส่วนนี้เป็นสัดส่วนที่เล็กที่สุดของรายได้จากการให้บริการรวม โดยคิดเป็นส่วน 1.1%, 0.9% และ 0.8% ของรายได้รวมปี 2564-2566 ตามลำดับ

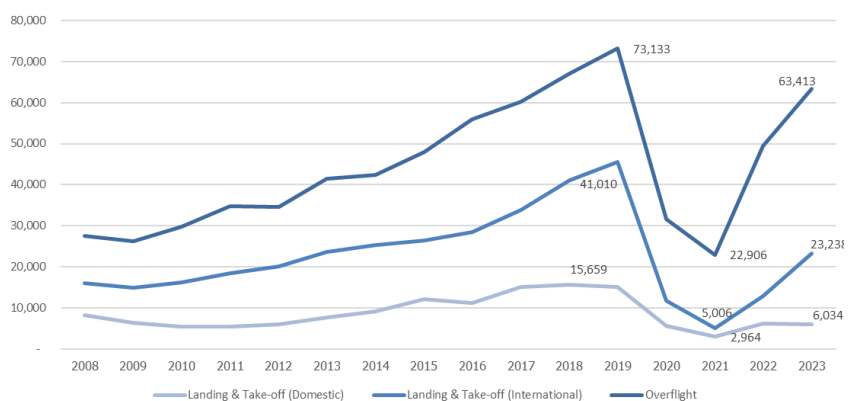
รายได้จากการให้บริการมาจากลูกค้าสายการบินชั้นนำหลายราย เช่น Cambodia Angkor Air, Singapore Airlines, Bangkok Airways, Qatar Airways และ Emirates Airlines เป็นต้น

**Figure 9: Service Income Breakdown**



Source: Company, Yuanta Research

**Figure 10: Historical Flight Volume Breakdown**



Source: Company, Yuanta Research

### อัตราค่าบริการ (Tariff Rate) และการเรียกเก็บค่าบริการจากผู้รับบริการ

SSCA เป็นผู้กำหนดอัตราค่าบริการงานบริการควบคุมการจราจรทางอากาศสำหรับประเทศกัมพูชา โดยอัตราค่าบริการจะขึ้นอยู่กับขนาดของเครื่องบินซึ่งกำหนดโดยน้ำหนักบรรทุกสูงสุดของเครื่องบินขณะบินขึ้น (Maximum Takeoff Weight: MTOW) และประเภทของการบิน โดยแบ่งออกเป็น 116-850 เหรียญสหรัฐ สำหรับการบินแบบ Landing & Take-off และ 66-515 เหรียญสหรัฐ สำหรับการบินแบบ Overflight (ดูรายละเอียดในตารางที่ 12)

**Figure 11 : Tariff Rate by MTOW and Flight Type**

MTOW (ตัน)	ตัวอย่างของประเภทเครื่องบิน	อัตราค่าบริการสำหรับการบินแบบ Landing & Take-off (USD ต่อครั้ง)	อัตราค่าบริการสำหรับการบินแบบ Overflight (USD ต่อครั้ง)
> 300	B747	850	515
201 – 300	A333	812	486
101 – 200	B767	773	454
51 – 100	B737	734	412
26 – 50	GLF4	580	324
11 – 25	ATR42	386	216
4 – 10	BE30	193	108
< 3	B505	116	66

Source: SSCA, Company

SSCA มีนโยบายเก็บค่าบริการบริหารจัดการจราจรทางอากาศสำหรับสายการบินที่เป็นสัญชาติกัมพูชาในแต่ละสนามบินสำหรับ Landing & Take-off ในอัตราที่มีส่วนลด โดยกรณีที่เป็นการบินที่สนามบินพนมเปญจะเก็บอัตราค่าบริการตามปกติ ในขณะที่สนามบินเสียมเรียบจะคิดอัตราค่าบริการที่ 70% ของอัตราค่าบริการมาตรฐาน และสนามบินแห่งอื่นจะคิดอัตราเพียง 50% ของอัตราค่าบริการมาตรฐาน ทั้งนี้ เนื่องจากรัฐบาลประเทศกัมพูชามีนโยบายสนับสนุนการบินภายในประเทศ นอกจากนี้ SSCA ยังมีนโยบายการเรียกเก็บค่าบริการในอัตรา 50% สำหรับเที่ยวบินบางประเภท เช่น 1) เที่ยวบินทดสอบ (Test Flights) และ 2) เที่ยวบินฝึกหัดสำหรับนักบิน (Training Flights) เป็นต้น อีกทั้งยังมีนโยบายงดเรียกเก็บค่าบริการจากเที่ยวบินบางประเภท เช่น 1) เที่ยวบินทางการทหาร (Military Flights) 2) เที่ยวบินพิเศษ (VIP Aircrafts) 3) เที่ยวบินที่ใช้สำหรับหน่วยงานกาชาดสากล (Red Cross) ที่ได้รับการอนุมัติ และ 4) เครื่องบินที่ถูกบังคับให้บินกลับ (Forced Return)

นอกจากนี้ กรณีที่มีการทำการบินทั้งประเภท Landing & Take-off และ Overflight ในวันเสาร์-อาทิตย์ และวันหยุดประจำชาติ ค่าบริการจะถูกคิดในอัตราส่วนเพิ่ม (Surcharges) ที่ระดับ 10% ของอัตราค่าบริการมาตรฐาน รวมทั้งกรณีที่มีการ Landing & Take-off นอกเวลาทำการของสนามบิน ค่าบริการจะถูกคิดในอัตราส่วนเพิ่ม 25% จากอัตราค่าบริการมาตรฐาน

SSCA ยังมีนโยบายเรียกเก็บส่วนแบ่งรายได้จาก CATS ตามสัญญาสัมปทานคิดเป็นอัตราส่วน ดังนี้

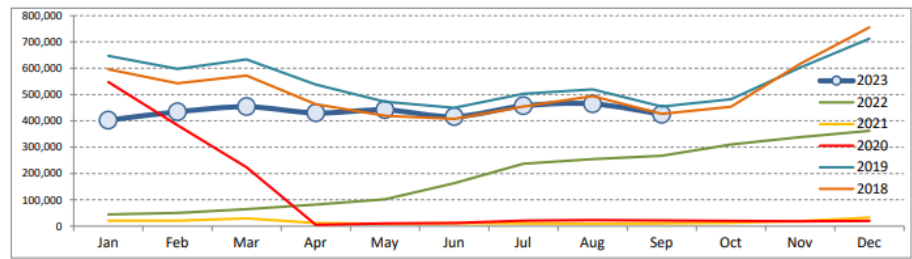
- **Landing & Take-off:** SSCA ได้รับส่วนแบ่งรายได้จาก CATS ในอัตรา 50% ของรายได้ค่าบริการที่ CATS ได้รับจากสายการบินต่างๆ จากการทำการบินแบบนำเครื่องบินลงจอดและนำเครื่องบินขึ้นบริเวณท่าอากาศยานในประเทศกัมพูชา (Landing & Take-off) โดยยกเว้นนำเครื่องบินลง และขึ้นนับเป็นการให้บริการ 1 ครั้ง
- **Overflight:** SSCA ได้รับส่วนแบ่งรายได้จาก CATS ในอัตรา 30% ของรายได้ค่าบริการจากการให้บริการจราจรทางอากาศสำหรับเครื่องบินที่บินผ่านเขต Phnom Penh FIR เฉพาะในช่วง 15 ปีแรก (สิ้นสุดปี 2560) จากนั้นให้นำรายได้ดังกล่าวในปี 2560 เป็นฐานในการคำนวณในอนาคตจนครบกำหนดอายุสัญญาสัมปทาน โดยกรณีที่มีรายได้ส่วนเพิ่มจากปีฐานในปีถัดไป รายได้ส่วนดังกล่าวจะถูกคิดส่วนแบ่งรายได้ที่ต้องนำส่งต่อรัฐบาลประเทศกัมพูชาในอัตรา 40% ในขณะที่รายได้ตามปีฐานยังคงถูกคิดส่วนแบ่งรายได้ที่อัตรา 30% เท่าเดิม

## ประเด็นการลงทุน

### ผลการดำเนินงานของ SAV กำลังอยู่ในรอบการฟื้นตัว

ปัจจุบันการท่องเที่ยวของประเทศไทยเริ่มมีการฟื้นตัวจากสถานการณ์ COVID-19 ที่ดีขึ้น นักท่องเที่ยว 3 ลำดับแรกได้แก่ ไทย เวียดนาม และจีน ซึ่งส่วนใหญ่นิยมเข้ามาท่องเที่ยวในช่วงไตรมาส 1 และ 4 ซึ่งเป็นช่วง High Season สถิตินักท่องเที่ยวที่เดินทางเข้ากัมพูชาใน 9M66 กลับมาใกล้เคียงกับสถิติในปี 2562 (Pre COVID-19) โดยปริมาณนักท่องเที่ยวรายไตรมาสช่วง 1Q66-3Q66 รายงานที่ 1.29 ล้านคน (+710% YoY), 1.29 ล้านคน (+271% YoY) และ 1.35 ล้านคน (+78% YoY) ตามลำดับ เทียบเป็นการฟื้นตัว 68.8%, 88.2% และ 91.3% ของปี 2562 ตามลำดับ

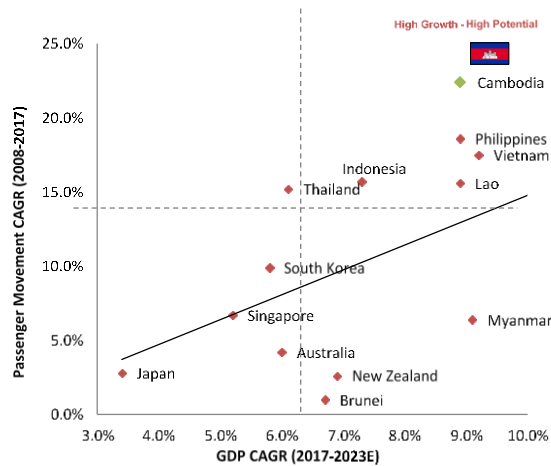
Figure 12: International Tourist Arrivals to Cambodia



Source: Cambodia MOT, Company

จากตารางที่ 13 จะเห็นได้ว่าประเทศไทยมีอัตราการเติบโตของผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศ (GDP) และอัตราการเติบโตของจำนวนนักท่องเที่ยวที่สูงเป็นอันดับต้นๆ เมื่อเปรียบเทียบกับประเทศภูมิภาคเอเชีย สนับสนุนแนวโน้มการเพิ่มขึ้นของจำนวนเที่ยวบินของกัมพูชาประเภท Landing & Take-off ระหว่างประเทศในอนาคต

Figure 13: Passenger Movement Growth Relative to GDP Growth

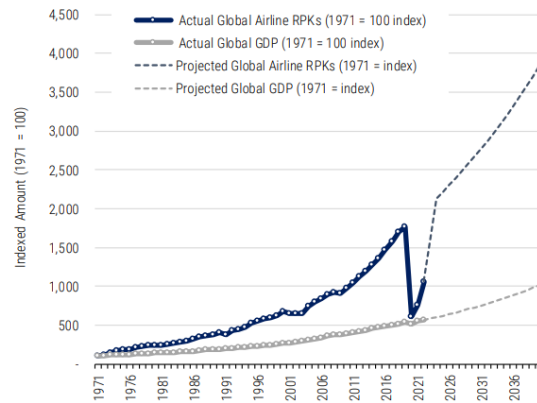


Source: SAP, Yuanta Research

นอกจากนี้ การฟื้นตัวของอุตสาหกรรมการท่องเที่ยวของประเทศเพื่อนบ้านกัมพูชา เช่น เวียดนามและไทยจะส่งผลต่อจำนวนเที่ยวบินประเภท Overflight เนื่องจากเวียดนามและไทยเป็นประเทศต้นทางที่มีจำนวนเที่ยวบินประเภท Overflight บินผ่านกัมพูชาสูงสุดสองอันดับแรก หากการท่องเที่ยวเวียดนามและไทยมีการเติบโตขึ้นจะส่งผลให้มีจำนวนเที่ยวบิน Overflight บินผ่านกัมพูชามากขึ้นเช่นกัน

หากอิงข้อมูลจาก SAP พบว่าในอดีตปริมาณจราจรทางอากาศมีความสัมพันธ์ที่แข็งแกร่งกับกิจกรรมทางเศรษฐกิจทั้งในภาพใหญ่และในประเทศ จากการวัดกิจกรรมทางเศรษฐกิจด้วยผลิตภัณฑ์มวลรวม (GDP) ตามตารางที่ 14 ในช่วงปี 2514-2562 GDP โลกมีอัตราการเติบโต CAGR ที่ราว 2.9% ส่วนปริมาณการขนส่งผู้โดยสารคิดเป็นคน-กิโลเมตร (Revenue Passenger Kilometer “RPK”) เติบโตที่ระดับ 6.1% CAGR คิดเป็นมากกว่า 2 เท่าของการเติบโตของ GDP ทาง IMF คาดการณ์ว่า GDP ประเทศกัมพูชาจะโตเฉลี่ยที่ 8.5% ตั้งแต่ปี 2567 ไปถึงปี 2570

**Figure 14: World GDP & World Airline RPKs**



Source: IATA, IMF, World Bank

ผลการดำเนินงานของ SAV ยังไม่กลับไประดับก่อนเกิด COVID-19 ซึ่งกำไรปกติจะอยู่ที่ระดับ 350-500 ลบ. ดังนั้นในกรณีที่ Traffic ปรับตัวดีขึ้นต่อเนื่องตามภาพการฟื้นตัวของภาคท่องเที่ยวทั่วโลก และมาตรการลดค่าบริการที่ให้ผู้ประกอบการตั้งแต่ในช่วง COVID-19 โดยเฉพาะเส้นทางบินในประเทศถูกนำออกไป เราประเมินว่าระดับกำไรของ SAV จะกลับมาดีขึ้นอย่างต่อเนื่อง

**Figure 15: Improving Traffic Volume & Tariff Rate to boost business performance**

	2019	2020	2021	2022	2023
<b>1) Traffic Volume</b>					
Landing & Takeoff: Domestic	15,092	5,658	2,964	6,160	6,034
Landing & Takeoff: Int'l	45,610	11,762	5,006	12,839	23,238
Overflight	73,133	31,651	22,906	49,391	63,413
<b>Total Volume</b>	<b>133,835</b>	<b>49,071</b>	<b>30,876</b>	<b>68,390</b>	<b>92,685</b>
Traffic Recovery vs 2019 (%)					
Landing & Takeoff: Domestic		37%	20%	41%	40%
Landing & Takeoff: Int'l		26%	11%	28%	51%
Overflight		43%	31%	68%	87%
<b>2) Avg. Tariff Rate (USD)</b>					
Landing & Takeoff: Domestic	224	144	50	47	56
Landing & Takeoff: Int'l	645	655	595	628	615
Overflight	468	478	456	464	458
Discount tariff rate vs 2019 (%)					
Landing & Takeoff: Domestic		36%	78%	67%	61%
Landing & Takeoff: Int'l		-2%	9%	4%	6%
Overflight		-2%	4%	3%	4%
<b>3) Business Performance</b>					
Core Revenue (THBmn)	2,006	714	456	1,218	1,644
Core Profit (THBmn)	499	(28)	(69)	188	280

Source: Company, Yuanta Research

## โอกาสการเติบโตที่สำคัญจากการได้รับสัมปทานใหม่ที่ สปป. ลาว

ปัจจุบันผู้ให้บริการบริหารจัดการจราจรทางอากาศสำหรับสนามบินใน สปป. ลาวคือหน่วยงานของภาครัฐ แต่ด้วยข้อจำกัดในด้านการบริหารงานให้เกิดประสิทธิภาพและปัญหาจากการไม่สามารถเรียกเก็บค่าบริการจากสายการบิน ทำให้ภาครัฐเลือกที่จะเปิดประมูลให้หน่วยงานเอกชนเข้าไปรับสัมปทานในการจัดการจราจรทางอากาศแทน ซึ่ง SAV อยู่ระหว่างการยื่นเอกสารเพื่อขอสิทธิแก่บริษัทเพียงรายเดียวที่สามารถเข้าไปศึกษาศักยภาพทางการตลาดเพื่อศึกษาความเป็นไปได้โครงสร้างสัมปทาน การเรียกเก็บค่าบริการ และส่วนแบ่งรายได้ที่ต้องแบ่งให้กับภาครัฐในลำดับต่อไป หากการประมูลสัมปทานให้บริการบริหารจัดการควบคุมจราจรทางอากาศทั่วทั้งน่านฟ้าในประเทศลาวสำเร็จ

เนื่องจากประเทศลาวอยู่ในตำแหน่งที่เป็นเส้นทางการบินจากไทยไปหลายประเทศสำคัญ เช่น จีน ญี่ปุ่น เวียดนาม และสหรัฐอเมริกาฝั่งตะวันตก ทำให้มีปริมาณจราจรทางอากาศของลาวสูงกว่าตลาดกัมพูชาถึง 3 เท่า ทำให้ SAV จะมีแหล่งรายได้ใหม่ที่ผลักดันการเติบโตของผลประกอบการของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญในอนาคต เราคาดว่าจะเห็นความคืบหน้าของโครงการดังกล่าวภายใน 2Q67

บริษัทยังไม่สามารถให้ข้อมูลเกี่ยวกับลักษณะโครงสร้างของสัมปทาน แต่เบื้องต้นเราคาดว่าจะคล้ายกับสัมปทานที่กัมพูชา กล่าวคือได้รับสิทธิในการบริหาร แต่ต้องลงทุนในช่วงแรกเพื่อสิทธิและพัฒนากระบวนการจัดการ เราคาดมูลค่าสัมปทานที่ราว 80-120 ล้านดอลลาร์สหรัฐฯ เราคาดประสบการณ์ที่เคยทำงานอย่างยาวนานในตลาดกัมพูชาจะหนุนให้ SAV สามารถบริหารความเสี่ยงของตลาดลาวได้อย่างมีประสิทธิภาพ

### ตลาดยังไม่ได้รวมสัมปทานลาวเข้าไว้ในประมาณการ

ปัจจุบันตลาดให้ราคาเหมาะสมของ SAV เฉลี่ยที่ 25.00 บาทต่อหุ้น และคาดการณ์กำไรปกติปี 2567-2568 ที่ 503 ลบ. (+79.6% YoY) และ 646 ลบ. (+28.5% YoY) ตามลำดับ ซึ่งตัวเลขดังกล่าวยังไม่ได้รวมโอกาสในสัมปทานลาวเข้าไว้ในประมาณการ ดังนั้น หากมีความคืบหน้าและรายละเอียดเกี่ยวกับสัมปทานใหม่ มีแนวโน้มที่ตลาดจะต้องปรับเพิ่มประมาณการในระยะถัดไป

**Figure 16: Potential Upwards Revision of Earnings Forecast**

(THB in millions, except per shares)	2024F	2025F
Revenue	1,927	2,312
Gross Profit Margin (%)	53.5	53.5
EBIT	719.5	910.5
EBITDA	793.0	989.5
Net Profit	502.5	645.5
EPS	0.79	1.01
Consensus Target Price (THB)	25.00	

Source: Bloomberg, Yuanta Research

## แนวโน้มผลประกอบการ

เรคาดกำไรปกติปี 2567-2568 ที่ 465 ลบ. (+66.2% YoY) และ 516 ลบ. (+11.0% YoY) ตามลำดับ จากปริมาณจราจรทางอากาศในภูมิภาคที่ฟื้นตัวและอุตสาหกรรมท่องเที่ยวในภูมิภาค

คาดรายได้รวมปี 2567-2568 ที่ 1.8 พันลบ. (+10.2% YoY) และ 2.0 พันลบ. (+8.8% YoY) โดยสมมติให้ปริมาณจราจรปี 2567-2568 ฟื้นตัวต่อเนื่อง คิดเป็นราว 85% และ 93% ของฐานปี 2562 หรือก่อนการแพร่ระบาดของ COVID-19 ที่ 133,835 เที่ยวบินต่อปี

ต้นทุนหลักซึ่งคือส่วนแบ่งรายได้ให้รัฐ สำหรับตลาดภูมิภาคภายในประเทศ 50% ต่างประเทศ 50% และผ่านเขตน่านฟ้า (Overflight) 30% แต่รายได้ Overflight ส่วนที่เกินจากฐานรายได้ปี 2560 ที่ 851 ลบ. จะถูกคิดส่วนแบ่งให้รัฐที่ 40%

ในแง่ของกำไรขั้นต้น เราคาด GPM กลุ่มที่ 48.9% และ 48.8% ในปี 2567-2568 GPM ที่เพิ่มขึ้นมาจากรายได้การบริการที่เพิ่มขึ้นสะท้อนปริมาณจราจรทางอากาศที่ฟื้นตัว ในขณะที่ต้นทุนส่วนใหญ่จะเป็น Fixed Costs รับประโยชน์จากการประหยัดต่อขนาด (Economies of Scale)

เรคาด EPS67 และ EPS68 ที่ 0.73 บาทต่อหุ้น (+54.2% YoY) และ 0.81 บาทต่อหุ้น (+11.0% YoY) ตามลำดับ ในแง่ของ EPS เนื่องจากจำนวนหุ้นที่มากขึ้นหลังการจดทะเบียนเข้าตลาดหลักทรัพย์จึงทำให้ EPS67 เติบโตน้อยกว่ากำไรปกติ

Figure 17: SAV P&L Projection

SAV	2022	2023	2024F	2025F	2026F	2027F
<b>Core revenue (THBmn)</b>	<b>1,218</b>	<b>1,644</b>	<b>1,811</b>	<b>1,971</b>	<b>2,131</b>	<b>2,237</b>
Service Income	1,086	1,501	1,811	1,971	2,131	2,237
Contract Work	131	143	-	-	-	-
<b>Growth (%)</b>						
Core Revenue	167.2%	35.0%	10.2%	8.8%	8.1%	5.0%
Service Income	138.3%	38.2%	20.6%	8.8%	8.1%	5.0%
<b>Gross Profit</b>	<b>530</b>	<b>779</b>	<b>886</b>	<b>962</b>	<b>1,039</b>	<b>1,086</b>
GPM (%)	43.5%	47.4%	48.9%	48.8%	48.8%	48.6%
<b>SG&amp;A</b>	<b>(237)</b>	<b>(264)</b>	<b>(271)</b>	<b>(277)</b>	<b>(284)</b>	<b>(291)</b>
SG&A growth	20.9%	11.6%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%
SG&A to sale (%)	19.4%	16.1%	14.9%	14.1%	13.3%	13.0%
Non core items	16	(84)	-	-	-	-
<b>Operating Profit (EBIT)</b>	<b>309</b>	<b>431</b>	<b>615</b>	<b>685</b>	<b>755</b>	<b>795</b>
Finance cost	(56)	(69)	(19)	(23)	(21)	(19)
<b>EBT</b>	<b>253</b>	<b>362</b>	<b>596</b>	<b>662</b>	<b>733</b>	<b>776</b>
Income tax expenses	(54)	(90)	(131)	(146)	(161)	(171)
<b>Net profit</b>	<b>200</b>	<b>271</b>	<b>465</b>	<b>516</b>	<b>572</b>	<b>605</b>
Net profit growth	-368.4%	36.0%	71.3%	11.0%	10.8%	5.8%
Net profit margin	16.4%	16.5%	25.7%	26.2%	26.8%	27.0%
Extra item	11	(8)	-	-	-	-
<b>Core/Norm Profit</b>	<b>188</b>	<b>280</b>	<b>465</b>	<b>516</b>	<b>572</b>	<b>605</b>
Norm profit growth	-374.7%	48.6%	66.2%	11.0%	10.8%	5.8%
Norm profit margin	15.5%	17.0%	25.7%	26.2%	26.8%	27.0%
No. Shares (mn)	576	594	640	640	640	640
EPS	0.35	0.46	0.73	0.81	0.89	0.95
Core EPS	0.33	0.47	0.73	0.81	0.89	0.95
Core EPS growth	-374.7%	44.2%	54.2%	11.0%	10.8%	5.8%

Source: Yuanta Research

## ความเสี่ยงสำคัญ

1. ความเสี่ยงจากธุรกิจของ CATS ที่เป็นไปตามเงื่อนไขสัญญาสัมปทาน ซึ่งจะสิ้นสุดอายุในปี 2594 เนื่องจากเงื่อนไขบนสัญญาและระยะเวลาสัมปทานถูกกำหนดโดย SSCA จึงทำให้มีความเสี่ยงในอนาคตหากไม่ได้รับการต่ออายุสัญญาภายหลังจากปี 2594 ส่งผลกระทบต่อผลประกอบการและโอกาสทางธุรกิจในอนาคต
2. ความเสี่ยงจากผลการดำเนินงานของ CATS ที่ขึ้นอยู่กับปริมาณการจราจรทางอากาศ ปัจจัยต่างๆ เช่น 1) สภาวะเศรษฐกิจโลก 2) การเมือง 3) ฤดูกาลท่องเที่ยว 4) อุบัติการณ์การก่อเหตุในประทศกัมพูชาและภูมิภาค 5) โรคระบาดต่างๆ และปัจจัยอื่นๆ จะส่งผลกระทบต่อเชิงลบอย่างมีนัยสำคัญต่อปริมาณการจราจรทางอากาศและผลการดำเนินงานของ SAV
3. ความเสี่ยงจากอำนาจในการกำหนดอัตราค่าบริการบริหารจัดการจราจรทางอากาศ (Tariff Rate) ซึ่งถูกกำหนดโดย SSCA ตามสัญญาสัมปทาน จึงมีความเสี่ยงหากไม่ได้รับการอนุมัติให้ปรับ Tariff Rate อาจทำให้รายได้ของ SAV ช่นตัวลงได้หากปริมาณจราจรอากาศลดลง
4. ความเสี่ยงจากอำนาจในการกำหนดอัตราส่วนแบ่งรายได้จากค่าบริการ (Revenue Sharing) เป็นของสำนักงานเลขาธิการการบินพลเรือนกัมพูชา (SSCA) ตามสัญญาสัมปทาน จึงมีความเสี่ยงหาก SSCA มีนโยบายปรับสัดส่วน Revenue Sharing เพิ่มขึ้น จะทำให้รายได้ที่ SAV หลังหักส่วนแบ่งรายได้น้อยลง
5. ความเสี่ยงจากการมีสกุลเงินหลักที่ใช้ในการดำเนินงาน (Functional Currency) เป็นเงินสกุลเหรียญสหรัฐฯ (USD) จึงต้องมีการแปลงสกุลเงินกลับมาเป็นเงินบาท ซึ่งอาจมีความเสี่ยงต่อการแข็งค่าของเงินบาท แต่กลับกันจะรับรู้กำไรเพิ่มเติมหากค่าเงินบาทอ่อน
6. ความเสี่ยงอื่นๆ เช่น การเปลี่ยนแปลงของกฎระเบียบจากภาครัฐ ความคืบหน้าของโครงการลาวที่มีมูลค่าสูง หรือ ต้นทุนที่สูงกว่าคาดการณ์

# YUANTA ESG

# A

Yuanta ESG Score: 3.0  
CG Score: -

## Sector Score:

	AOT	AAV	SAV
E	1.7	1.6	1.0
S	1.3	1.1	1.1
G	1.3	1.0	0.9
<b>Total</b>	<b>4.3</b>	<b>3.6</b>	<b>3.0</b>

### ESG Highlights

### Implications

#### Environment (E):

บริษัทได้คำนึงถึงผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อมและผู้เกี่ยวข้องทุกฝ่ายอยู่ตลอด โดยบริษัทได้เปลี่ยนระบบการช่วยเดินอากาศแบบดั้งเดิมและนำเทคโนโลยีเข้ามาช่วยด้วย ซึ่งระบบดังกล่าวจะช่วยให้เส้นทางการบินมีประสิทธิภาพมากขึ้น เห็นได้จากผลการดำเนินงานของทั้ง 3 สนามบินทั้งหมดที่พบ, เสียเปรียบ และสีหนุที่สามารถลดระยะทางการบินของอากาศยานรวมได้ราว 206,000 ไมล์ทะเลและสามารถลดการปล่อยก๊าซคาร์บอนไดออกไซด์ได้ราว 5,000 ตันต่อปี

บริษัทยังเดินหน้าและส่งเสริมการรักษาสิ่งแวดล้อมและการใช้ทรัพยากรอย่างรู้คุณค่า ตลอดจนการหาเทคโนโลยีเข้ามาช่วยในการบริหารจัดการให้เป็นมิตรต่อสิ่งแวดล้อมมากขึ้น

#### Social (S):

บริษัทได้ปฏิบัติต่อพนักงานและแรงงานโดยคำนึงถึงหลักมนุษยชนอย่างเคร่งครัด ส่งผลให้ในปี 2565 บริษัทไม่มีกรณีหรือประเด็นร้องเรียนกรณีการปฏิบัติต่อแรงงานด้วยความไม่เป็นธรรม ไม่มีกรณีหรือประเด็นร้องเรียนหรือเหตุการณ์กรณีด้านความปลอดภัยและอาชีวอนามัยในการปฏิบัติงาน รวมทั้งไม่มีกรณีหรือประเด็นร้องเรียนกรณีการละเมิดด้านสิทธิมนุษยชนจากภายในและนอกองค์กร

บริษัทยังคงมุ่งมั่น และส่งเสริมการดำเนินธุรกิจด้วยความรับผิดชอบต่อลูกค้า คู่ค้า ชุมชน สังคม ตลอดจนพนักงานของบริษัท และผู้มีส่วนได้ส่วนเสียของบริษัทอย่างต่อเนื่อง

#### Governance (G):

บริษัทมุ่งมั่นพัฒนาองค์กรบนหลักธรรมาภิบาล โดยกำกับดูแลบริษัทฯ ให้ดำเนินธุรกิจด้วยความโปร่งใส เป็นธรรม มีการบริหารความเสี่ยงอย่างมีประสิทธิภาพ แสวงหาโอกาสในการขยายธุรกิจและลงทุนในธุรกิจใหม่ ๆ ที่มีอนาคต และสามารถสร้างผลตอบแทนคืนสู่ผู้มีส่วนได้เสียอย่างคุ้มค่าและยั่งยืน

โดยบริษัทตั้งเป้าหมายที่จะได้รับผลการประเมินด้านการกำกับดูแลกิจการที่ดีใน “ระดับดีมาก” (4 ดาว) ขึ้นไปในอีก 3 ปีข้างหน้า

SET ESG Ratings

ESG Risks by Morningstar Sustainalytics

ESG Book (Total Score: 100)

Moody's ESG Solutions



### Balance Sheet

Year as of Dec (THB mn)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
Cash & ST investment	129	339	520	809	1,042
Inventories	34	-	-	-	-
Accounts receivable	67	165	163	180	196
Others	305	496	62	336	371
<b>Current assets</b>	<b>501</b>	<b>1,000</b>	<b>745</b>	<b>1,325</b>	<b>1,609</b>
LT investments	163	240	-	-	-
Net fixed assets	932	1,007	1,136	1,152	1,162
Others	0	2	0	0	0
<b>Other assets</b>	<b>1,095</b>	<b>1,249</b>	<b>1,136</b>	<b>1,152</b>	<b>1,162</b>
<b>Total assets</b>	<b>1,597</b>	<b>2,249</b>	<b>1,881</b>	<b>2,477</b>	<b>2,771</b>
Accounts payable	85	180	221	236	257
ST borrowings	76	688	17	25	25
Others	20	48	108	54	68
<b>Current liabilities</b>	<b>180</b>	<b>917</b>	<b>346</b>	<b>315</b>	<b>350</b>
Long-term debts	1,171	875	153	278	253
Others	103	118	107	109	109
<b>Long term liabilities</b>	<b>1,274</b>	<b>993</b>	<b>260</b>	<b>387</b>	<b>362</b>
<b>Total liabilities</b>	<b>1,454</b>	<b>1,910</b>	<b>606</b>	<b>702</b>	<b>712</b>
Paid-in capital	288	288	320	320	320
Capital surplus	-	-	1,163	1,163	1,163
Retained earnings	-140	59	-149	316	599
Others	15	(34)	-	-	-
<b>Shareholders' equity</b>	<b>143</b>	<b>339</b>	<b>1,276</b>	<b>1,775</b>	<b>2,059</b>
<b>Total Equity</b>	<b>143</b>	<b>339</b>	<b>1,276</b>	<b>1,775</b>	<b>2,059</b>

Source: Company, Yuanta Research

### Cash Flow

Year to Dec (THB mn)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
Net profit	-74	200	271	465	516
Depr & amortization	70	68	64	104	110
Change in working	15	-2	43	-1	5
Others	-95	-162	494	-329	-20
<b>Operating cash flow</b>	<b>-84</b>	<b>103</b>	<b>872</b>	<b>239</b>	<b>611</b>
Capex	-124	-144	-193	-120	-120
Change in LT inv.	-17	-77	240	0	0
Change in other	10	14	-10	2	0
<b>Investment cash flow</b>	<b>-130</b>	<b>-207</b>	<b>37</b>	<b>-118</b>	<b>-120</b>
Change in share capital	0	0	1,195	0	0
Net change in debt	127	317	-1,393	133	-25
Other adjustments	8	-3	-529	34	-232
<b>Financing cash flow</b>	<b>135</b>	<b>313</b>	<b>-728</b>	<b>167</b>	<b>-258</b>
<b>Impact from changes in FX</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Net cash flow</b>	<b>-80</b>	<b>210</b>	<b>182</b>	<b>288</b>	<b>234</b>
<b>Free cash flow</b>	<b>-215</b>	<b>-103</b>	<b>909</b>	<b>121</b>	<b>491</b>

Source: Company, Yuanta Research

### Profit and Loss

Year to Dec (THB mn)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
<b>Sales</b>	<b>456</b>	<b>1,218</b>	<b>1,644</b>	<b>1,811</b>	<b>1,971</b>
Cost of goods sold	-318	-688	-866	-926	-1,009
<b>Gross profit</b>	<b>138</b>	<b>530</b>	<b>779</b>	<b>886</b>	<b>962</b>
Operating expenses	-196	-237	-264	-271	-277
<b>Operating profit</b>	<b>-58</b>	<b>293</b>	<b>515</b>	<b>615</b>	<b>685</b>
Interest income	0	0	0	0	0
Interest expense	-31	-56	-69	-19	-23
Net interest	-31	-56	-69	-19	-23
Net Invst.Inc.(loss)	0	0	0	0	0
Net oth non-op.Inc.(loss)	-6	16	-84	0	0
Net extraordinaries	-6	11	-8	0	0
Pretax income	-95	253	362	596	662
Income taxes	20	-54	-90	-131	-146
Net profit	-74	200	271	465	516
Minority interest	0	0	0	0	0
<b>Net profit attributable to the parent</b>	<b>-74</b>	<b>200</b>	<b>271</b>	<b>465</b>	<b>516</b>
EBITDA	12	362	579	719	795
Core EPS (THB)	-0.13	0.35	0.46	0.73	0.81

Source: Company, Yuanta Research

### Key Ratios

Year to Dec	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
<b>Growth (% YoY)</b>					
Sales	-36.2	167.2	35.0	10.2	8.8
Op profit	n.a.	n.a.	75.6	19.5	11.4
EBITDA	n.a.	2,794.5	60.2	24.2	10.6
Net profit	n.a.	n.a.	36.0	71.3	11.2
Core EPS	n.a.	n.a.	31.9	58.9	11.0
<b>Profitability (%)</b>					
Gross margin	30.3	43.5	47.4	48.9	48.8
Operating margin	-12.6	24.1	31.3	34.0	34.8
EBITDA margin	2.7	29.7	35.2	39.7	40.3
Net profit margin	-16.3	16.4	16.5	25.7	26.2
ROA	-4.7	10.4	13.1	21.3	19.7
ROE	-43.5	82.8	33.6	30.5	26.9
<b>Stability</b>					
Gross debt/equity (%)	872.7	460.9	13.3	17.1	13.5
Net debt/equity (%)	7.8	3.6	Net Cash	Net Cash	Net Cash
Int coverage (X)	-1.8	5.3	7.4	32.5	29.5
Int & ST debt cover (X)	-0.5	0.4	5.9	14.0	14.2
Cash flow int. cover (X)	-2.7	1.9	12.6	12.6	26.3
Cash flow/int & ST debt (X)	-0.8	0.1	10.0	5.4	12.7
Current ratio (X)	2.8	1.1	2.2	4.2	4.6
Quick ratio (X)	2.6	1.1	2.2	4.2	4.6
Net debt (THB mn)	1,117.9	1,224.4	Net Cash	Net Cash	Net Cash
BVPS (THB)	0.2	0.6	2.1	2.8	3.2
<b>Valuation Metrics (x)</b>					
P/E	n.a.	52.0	39.4	24.8	22.3
P/FCF	n.a.	n.a.	11.8	94.9	23.5
P/B	72.6	30.6	8.4	6.5	5.6
P/EBITDA	830.1	28.7	18.5	16.0	14.5
P/S	22.7	8.5	6.5	6.4	5.8

Source: Company, Yuanta Research

## Corporate Governance Report Rating (CG Score) (ข้อมูล ณ วันที่ 1 พฤศจิกายน 2566)

▲▲▲▲▲																
TUP	AMATAV	BBL	BWG	CPW	FE	HTC	KSL	MFC	OR	PRINC	SAMTEL	SIRI	STGT	THIP	TIPL	UKEM
AAI	ANAN	BC	BYD	CRC	FLOYD	IOC	KTB	MFEC	ORI	PRM	SAPPE	SIS	STI	THRE	TIPI	UP
AAV	AOT	BCH	CBG	CRD	FN	ICHI	KTC	MILL	OSP	PRTR	SAT	SITHAI	SUC	THREL	TPS	UPF
ABM	AP	BCP	CENTEL	CSC	FPI	ICN	KTMS	MINT	OTO	PSH	SBNEXT	SJWD	SUN	TIDLOR	TQM	UPOIC
ACE	APCO	BCPG	CFRESH	CSS	FPT	III	KUMWEL	MONO	PAP	PSL	SC	SKR	SUSCO	TIPH	TQR	UV
ACG	APCS	BDMS	CHASE	CV	FSX	ILINK	KUN	MOONG	PATO	PT	SCB	SM	SUTHA	TISCO	TRT	VCOM
ADB	ARIP	BEC	CHEWA	DCC	FVC	ILM	LALIN	MSC	PB	PTC	SOC	SMPC	SVI	TK	TRUE	VGI
ADD	ARROW	BEM	CHG	DDD	GBX	IMH	LANNA	MST	PCSGH	PTT	SOCC	SMT	SVT	TKN	TRV	VIBHA
ADVANC	ASEFA	BEYOND	CHOW	DELTA	GC	IND	LH	MTC	PDG	PTTEP	SCG	SNC	SYMC	TKS	TSC	VIH
AEONTS	ASK	BGC	CIMBT	DEMCO	GCAP	INET	LHFG	MTI	PDJ	PTTGC	SCGP	SNNP	SYNEX	TKT	TSTE	VL
AF	ASP	BGRIM	CIVIL	DMT	GENCO	INTUCH	LIT	NC	PG	Q-CON	SCM	SNP	SYNTEC	TLI	TSTH	WACOAL
AGE	ASW	BH	CK	DOHOME	GFPT	IP	LOXLEY	NCH	PHOL	QH	SDC	SO	TACC	TM	TTA	WGE
AH	ATP30	BIZ	CKP	DRT	GCC	IRC	LPN	NCL	PIMO	QTC	SEAFCO	SPALI	TAE	TMC	TTB	WHA
AHC	AUCT	BJC	CM	DUSIT	GLAND	IRPC	LRH	NDR	PJW	RATCH	SEAQIL	SPC	TCAP	TMD	TTCL	WHAUP
AIRA	AWC	BJCHI	CNT	EA	GLOBAL	ITC	LST	NER	PLANB	RBF	SECURE	SPCG	TCMC	TMT	TTW	WICE
AIT	AYUD	BKI	COLOR	EASTW	GPSC	ITEL	M	NKI	PLAT	RPH	SELIC	SPI	TEAMG	TNDT	TURTLE	WINMED
AJ	B	BLA	COM7	ECF	GRAMMY	ML	MAJOR	NOBLE	PLUS	RS	SENA	SPRC	TEGH	TNITY	TVDH	WINNER
AKP	BA	BOL	COTTO	ECL	GULF	JAS	MALEE	NRF	PM	RT	SENX	SR	TFG	TNL	TVH	XPG
AKR	BAFS	BPP	CPALL	EE	GUNKUL	JTS	MATCH	NTV	POLY	S	SFT	SSC	TFMAMA	TNR	TVO	YUASA
ALLA	BAM	BRI	CPAXT	EGCO	HANA	KBANK	MBK	NVD	PORT	S&J	SGC	SSF	TGE	TOA	TVT	ZEN
ALT	BANPU	BROOK	CPF	EPG	HARN	KCC	MC	NWR	PPP	SA	SGF	SSSC	TGH	TOG	TWPC	
AMA	BAY	BRR	CPI	ERW	HENG	KCE	M-CHAI	NYT	PPS	SABINA	SGP	STA	THANA	TOP	UAC	
AMARIN	BBGI	BTS	CPL	ETC	HMPRO	KEX	MCOT	OCC	PR9	SAK	SHR	STC	THANI	TPBI	UBE	
AMATA	BBIK	BTW	CPN	ETE	HPT	KKP	MEGA	ONEE	PRG	SAMART	SICT	STEC	THCOM	TPCS	UBIS	
▲▲▲▲▲																
2S	AS	BSBM	CIG	EFORL	FTI	IT	K	KWC	MICRO	PIN	PROUD	SCI	SONIC	SUPER	TNP	VRANDA
A5	ASIA	BTG	CMC	EKH	GEL	J	KCAR	KWM	MIK	PQS	PSTC	SCN	SORKON	SVOA	TPAS	WAVE
AIE	ASIAN	CEN	COMAN	ESSO	GPI	JCKH	KGI	LDC	MMP	PREB	PTECH	SE	SPM	SWC	TPOLY	WFX
ALUCCN	ASIMAR	CGH	CSP	ESTAR	HEALTH	JDF	KIAT	LEO	NCAP	PRI	PYLON	SE-ED	SSP	TCC	TRC	WIK
AMR	ASN	CH	DOD	EVER	HUMAN	JKN	KISS	LHK	NOVA	PRIME	RCL	SFLEX	SST	TEKA	TRU	WIN
APURE	AURA	CHIC	DPAIN	FORTH	IFS	JMART	KK	MACO	NTSC	PROEN	SALEE	SINGER	STANLY	TFM	TRUBB	WP
ARIN	BR	CI	DV8	FSMART	INSET	JUBILE	KTIS	METCO	PACO	PROS	SANKO	SKN	STP	TMILL	TSE	XO
▲▲▲▲▲																
24CS	BIG	CHAYO	DTCENT	GYT	ITD	KJL	MGT	NSL	PL	PRIN	SAAM	SKY	SVR	TNH	UTP	ZIGA
AMANAH	BIOTEC	CHOTI	EASON	HL	ITNS	L&E	MITSIB	NV	PLANET	PSG	SAF	SMART	TC	TPA	VARO	
AMARC	BLESS	CITY	FNS	HTECH	JCK	LEE	MJD	OGC	PLE	RABBIT	SAMCO	SMD	TEAM	TPAC	VPO	
AMC	BSM	CMAN	FTE	HYDRO	JMT	MASTER	MOSHI	PAF	PMTA	READY	SAWAD	SMIT	TFI	TRITN	W	
AFP	BVG	CMR	GIFT	IIG	JR	MBAX	MUD	PCC	PPM	RJH	SCAP	SOLAR	TIGER	UBA	WARRIX	
ASAP	CAZ	CRANE	GJS	INGRS	JSP	MEB	NATION	PEACE	PRAKIT	RSP	SCP	SPA	TITLE	UMI	WORK	
BCT	CCET	CWT	GTB	INSURE	KBS	MENA	NNCL	PICO	PRAPAT	RWI	SIAM	STECH	TKC	UMS	WPH	
BEB	CHARAN	DHOUSE	GTV	IRCP	KGEN	META	NPK	PK	PRECHA	S11	SKE	STPI	TMI	UOBKH	YONG	

**Corporate Governance Report** - การเปิดเผยผลการสำรวจของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) ในเรื่องการทำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance) นี้เป็นการดำเนินการตามนโยบายของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์โดย การสำรวจของ IOD เป็นการสำรวจและประเมินจากข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาดหลักทรัพย์เอเอ็มเอไอ (mai) ที่มีการเปิดเผยต่อสาธารณะและเป็นข้อมูลที่ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ดังนั้นผลการสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอในมุมมองของบุคคลภายนอกโดยไม่ได้เป็นการประเมินการปฏิบัติและไม่ได้มีการใช้ข้อมูลภายในเพื่อการประเมินผลสำรวจดังกล่าวเป็นผลการสำรวจ ณ วันที่ปรากฏในรายงานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนไทยเท่านั้นดังนั้นผลการสำรวจจึงอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าวทั้งนี้บริษัทหลักทรัพย์หยวนต้า (ประเทศไทย) จำกัด มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความถูกต้องของผลการสำรวจดังกล่าวแต่อย่างใด

ช่วงคะแนน Score Range	สัญลักษณ์ Number of Logo	คำพินัย Description
90 - 100	▲▲▲▲▲	ดีมาก Excellent
80 - 89	▲▲▲▲	ดีมาก Very Good
70 - 79	▲▲▲	ดี Good
60 - 69	▲▲	พอใช้ Satisfactory
50 - 59	▲	ผ่าน Pass
ต่ำกว่า 50	No logo given	N/A N/A

Anti-Corruption Progress Indicator (ข้อมูล ณ วันที่ 1 พฤศจิกายน 2566)

ได้รับการรับรอง CAC														
ADVANC	BAM	CENTEL	DEMCO	GCAP	INOX	L&E	MST	PIMO	PTT	SCG	SPI	TGE	TPA	UOBKH
AF	BANPU	CFRESH	DIMET	GEL	INSURE	LANNA	MTC	PK	PTTEP	SCGP	SPRC	TGH	TPCS	UV
AH	BAY	CGH	DOHOME	GFPT	INTUCH	LHFG	MTI	PL	PTTGC	SCM	SRICHA	THANI	TRT	VCOM
AI	BBGI	CHEWA	DRT	GGC	IRPC	LHK	NATION	PLANB	PYLON	SCN	SSF	THCOM	TRU	VGI
AIE	BBL	CHOTI	DUSIT	GJS	ITEL	LPN	NCAP	PLANET	Q-CON	SEAOIL	SSP	THIP	TSC	VIH
AIRA	BCH	CHOW	EA	GPI	IVL	LRH	NEP	PLAT	QH	SE-ED	SSSC	THRE	TSI	WACOAL
AJ	BCP	CIG	EASTW	GPSC	JAS	M	NKI	PM	QLT	SELIC	SST	THREL	TSTE	WHA
AKP	BCPG	CIMBT	ECF	GSTEEL	JKN	MAJOR	NOBLE	PPP	QTC	SENA	STA	TIDLOR	TSTH	WHAUP
AMA	BE8	CM	EGCO	GULF	JR	MALEE	NRF	PPPM	RABBIT	SGC	STGT	TIPCO	TTA	WICE
AMANAH	BEC	CMC	EP	GUNKUL	JTS	MATCH	NWR	PPS	RATCH	SGP	STOWER	TISCO	TTB	WIIK
AMATA	BEYOND	COM7	EPG	HANA	KASET	MBAX	OCC	PR9	RML	SIRI	SUSCO	TKS	TTCL	XO
AMATAV	BGC	CPALL	ERW	HARN	KBANK	MBK	OGC	PREB	RS	SITHAI	SVI	TKT	TU	YUASA
AP	BGRIM	CPAXT	ESTAR	HENG	KBS	MC	OR	PRG	RWI	SKR	SYMC	TMD	TVDH	ZEN
APCS	BKI	CPF	ETC	HMPRO	KCAR	MCOT	ORI	PRINC	S&J	SMIT	SYNTEC	TMILL	TVO	ZIGA
AS	BLA	CPI	ETE	HTC	KCC	META	PAP	PRM	SAAM	SMK	TAE	TMT	TWPC	
ASIAN	BPP	CPL	FNS	ICC	KCE	MFC	PATO	PROS	SABINA	SMPC	TAKUNI	TNITY	UBE	
ASK	BROOK	CPN	FPI	ICHI	KGEN	MFEC	PB	PSH	SAK	SNC	TASCO	TNL	UBIS	
ASP	BRR	CPW	FPT	IFS	KGI	MILL	PCSGH	PSL	SAPPE	SNP	TCAP	TNP	UEC	
AWC	BSBM	CRC	FSMART	III	KKP	MINT	PDG	PSTC	SAT	SORKON	TCMC	TNR	UKEM	

ประกาศเจตนารมณ์เข้าร่วม CAC											
ACE	BLAND	CV	GLOBAL	J	MENA	OSP	PRIME	SA	SIS	TEGH	TQM
ADB	BTG	DEXON	GREEN	JMART	MITSIB	PEER	PROEN	SANKO	SKE	TIPH	TRUE
ALT	BYD	DMT	ICN	JMT	MODERN	PLUS	PRTR	SCB	SM	TKN	W
AMC	CAZ	EKH	IHL	LEO	NER	POLY	RBF	SENX	SVOA	TPAC	WPH
ASW	CBG	FSX	ITC	LH	NEX	PQS	RT	SFLEX	TBN	TPLAS	XPG

**คำชี้แจง** ข้อมูลบริษัทที่เข้าร่วมโครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต (Thai CAC) ของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย มี 2 กลุ่ม คือ

- ได้ประกาศเจตนารมณ์เข้าร่วม CAC
- ได้รับการรับรอง CAC

การเปิดเผยผลการประเมินดัชนีชี้วัดความคืบหน้าของการป้องกันการมีส่วนเกี่ยวข้องกับการคอร์รัปชัน (Anti-Corruption Progress Indicators) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยซึ่งจัดทำโดยสถาบันที่เกี่ยวข้องซึ่งมีการเปิดเผยโดยสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์นี้เป็นการดำเนินการตามนโยบายและตามแผนพัฒนาความยั่งยืนสำหรับบริษัทจดทะเบียน โดยผลการประเมินดังกล่าว สถาบันที่เกี่ยวข้องอาศัยข้อมูลที่ได้รับจากบริษัทจดทะเบียนตามที่บริษัทจดทะเบียนได้ระบุในแบบแสดงข้อมูลเพื่อการประเมิน Anti-Corruption ซึ่งได้อ้างอิงข้อมูลมาจากระบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) รายงานประจำปี (แบบ 56-2) หรือในเอกสารและหรือรายงานอื่นที่เกี่ยวข้องของบริษัทจดทะเบียนนั้น แล้วแต่กรณี ดังนั้น ผลการประเมินดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอในมุมมองของสถาบันที่เกี่ยวข้องซึ่งเป็นบุคคลภายนอก โดยมีได้เป็นการประเมินการปฏิบัติของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และได้ใช้ข้อมูลภายในเพื่อการประเมิน เนื่องจากผลการประเมินดังกล่าวเป็นเพียงผลการประเมิน ณ วันที่ปรากฏในผลการประเมินเท่านั้น ดังนั้น ผลการประเมินจึงอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว หรือเมื่อข้อมูลที่เกี่ยวข้องมีการเปลี่ยนแปลง ทั้งนี้บริษัทหลักทรัพย์ หยวนต้า (ประเทศไทย) จำกัด มิได้ยืนยันตรวจสอบ หรือรับรองถึงความถูกต้องครบถ้วนของผลการประเมินดังกล่าวแต่อย่างใด

### สำนักงานใหญ่

127 อาคารเกษร ทาวเวอร์ ชั้น 14-16 ถนนราชดำริ  
แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน กรุงเทพฯ 10330  
โทรศัพท์ 0 2009 8888 โทรสาร 0 2009 8889

### สาขาถนนสีลม

62 อาคารธนิยะ ห้อง 1109 ชั้น 11  
ถนนสีลม แขวงสุริยวงศ์ เขตบางรัก  
กรุงเทพฯ 10500  
โทรศัพท์ 0 2120 3380 โทรสาร 0 2235 6817

### สาขาบางนา

1093/56 ชั้น 11 อาคารเซ็นทรัลซีดีบางนา  
ถนนบางนา-ตราด กม.3  
แขวงบางนา เขตพระโขนง กรุงเทพฯ 10260  
โทรศัพท์ 0 2120 3460 โทรสาร 0 2745 6467

### สาขารัตนาธิเบศร์

145 ถนนติวานนท์ ตำบลบางกระสอบ อำเภอเมือง  
จังหวัดนนทบุรี 11000  
โทรศัพท์ 0 2120 3270 โทรสาร 0 2580 7765

### สาขาชลบุรี

98/16 หมู่ที่ 5 ตำบลห้วยกะปิ  
อำเภอเมือง จังหวัดชลบุรี 20130  
โทรศัพท์ 033 135130-59 โทรสาร 038 384794

### สาขาพิษณุโลก

เลขที่ 261/42 ถนนบรมไตรโลกนาถ ตำบลในเมือง  
อำเภอเมืองพิษณุโลก จังหวัดพิษณุโลก 65000  
โทรศัพท์ 055 105 400 โทรสาร 055 243 168

### สาขาระยอง

125/1 ถนนจันทอุดม (ระยอง - บ้านค่าย)  
ตำบลเชิงเนิน อำเภอเมือง จังหวัดระยอง 21000  
โทรศัพท์ 038 673900-12 โทรสาร 038 617490,  
038 619253

### สาขาอุบลราชธานี

เลขที่ 941 ชั้น 1 ถนนชยางกูร ตำบลในเมือง  
อำเภอเมือง จังหวัดอุบลราชธานี 34000  
โทรศัพท์ 0 4595 9456 โทรสาร 0 4531 2132

### สาขาประดิษฐ์มธุธรรม

เลขที่ 111/1 อาคาร B ห้องเลขที่ 502  
ถนนประดิษฐ์มธุธรรม แขวงลาดพร้าว เขต  
ลาดพร้าว กรุงเทพฯ 10230  
โทรศัพท์ 0 2120 3510 โทรสาร 0 2515 0875

### สาขาท่าพระ

129 อาคารศูนย์การค้าเดอะมอลล์  
ท่าพระ ชั้น 9 ถนนรัชดาภิเษก แขวงบุคคโล  
เขตธนบุรี กรุงเทพฯ 10600  
โทรศัพท์ 0 2120 3560 โทรสาร 0 2477 7217

### สาขาปิ่นเกล้า

เลขที่ 7/129 อาคารสำนักงานเซ็นทรัลพลาซ่า ปิ่น  
เกล้า  
อาคาร เอ ห้องเลขที่ 21803/2 ชั้น 18 ถนนบรม  
ราชชนนี แขวงอรุณอมรินทร์ เขตบางกอกน้อย  
กรุงเทพฯ 10700  
โทรศัพท์ 0 2120 3030 โทรสาร 0 2433 7001

### สาขาอัมรินทร์

เลขที่ 496-502 อาคารอัมรินทร์ ทาวเวอร์ ชั้น 8  
ถนนเพลินจิต แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน  
กรุงเทพฯ 10330  
โทรศัพท์ 0 2120 3241 , โทรสาร 0 2256 9596

### สาขาเซ็นทรัลชลบุรี

เลขที่ 55/35-36 หมู่ที่ 1 ต.เสม็ด อ.เมือง  
ชลบุรี จังหวัดชลบุรี 20000  
โทรศัพท์ 0 3313 5119 โทรสาร 0 3805 3839

### สาขาภูเก็ต

เลขที่ 1/6-7 ถนนทุ่งคา ต.ตลาดใหญ่ อ.เมือง  
จังหวัดภูเก็ต 83000  
โทรศัพท์ 0 7668 1700 โทรสาร 0 7635 4020

### สาขาสุรินทร์

เลขที่ 574/6-7 หมู่ 19 ต. นอกเมือง อ.เมือง  
จ.สุรินทร์ 32000  
โทรศัพท์ 0 4406 9040 โทรสาร 0 4451 2447

### สาขาเซ็นทรัลเวสต์

เลขที่ 4,4/5 อาคารเซ็นทาวเวอร์ ชั้น 14 ห้องเลขที่  
004/1 ถนนราชดำริ แขวงปทุมวัน เขตปทุมวัน  
กรุงเทพฯ 10330  
โทรศัพท์ 0 2009 8929 โทรสาร 0 2255 8880

### สาขางามวงศ์วาน

เลขที่ 408, 410, 412, 414, 416, 418, 420, 422,  
424, 426, 428, 430 อาคารศูนย์การค้าเดอะมอลล์  
งามวงศ์วาน ชั้น 11 หมู่ที่ 2 ถนนงามวงศ์วาน ตำบล  
บางเขน  
อำเภอเมืองนนทบุรี จังหวัดนนทบุรี 11000  
โทรศัพท์ 0 2120 3100, โทรสาร 0 2550 0499

### สาขาของมาร์แช

105/1 ห้อง E204 ถนนเทศบาลสงเคราะห์  
แขวงลาดยาว เขตจตุจักร  
กรุงเทพฯ 10900  
โทรศัพท์ 0 2120 3630 โทรสาร 0 2002 5551

### สาขาพาราไดซ์ พาร์ค

เลขที่ 61 อาคารพาราไดซ์ พาร์ค ชั้น 4  
ถนนศรีนครินทร์ แขวงหนองบอน  
เขตประเวศ กรุงเทพฯ 10250  
โทรศัพท์ 0 2120 3300 โทรสาร 0 2780 2265

### สาขาขอนแก่น

561/27-28 ถนนหน้าเมือง  
ตำบลในเมือง อำเภอเมือง จังหวัดขอนแก่น 40000  
โทรศัพท์ 043 041344 โทรสาร 043 041355

### สาขาเชียงใหม่

สมาคมพาณิชย์สามัคคี เชียงใหม่ ที่อยู่ 71 ชั้น 3  
ถนนทุ่งโฮเต็ล ตำบล วัดเกต อำเภอ เมือง  
จังหวัดเชียงใหม่ 50000  
โทรศัพท์ 052-081460, โทรสาร 053-240206

### สาขาสุมทราสาร

เลขที่ 67/518 หมู่ที่ 4 ถ. เอกชัย ต. โคกขาม  
อ. เมือง จังหวัด สุมทราสาร 74000  
โทรศัพท์ 034 114300 โทรสาร 034 429202

### สาขาหาดใหญ่

โครงการ The Rise Residence ห้องเลขที่ 11/103  
ถนนประชาอินดี 5 อำเภอหาดใหญ่ จ. สงขลา 90110  
โทรศัพท์ 074 894 600, 074 894 666  
โทรสาร 074 894 629, 074 894 687

### สาขาจันทบุรี

เลขที่ 177/51, 177/52 หมู่ 10 ตำบลท่าช้าง  
อำเภอเมืองจันทบุรี จังหวัดจันทบุรี 22000  
โทรศัพท์ 0 3960 9749 โทรสาร 0 3948 0456

**การเปิดเผยข้อมูล**

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยฝ่ายวิเคราะห์การลงทุน บริษัทหลักทรัพย์ หยวนต้า (ประเทศไทย) จำกัด (“บริษัท”) บนพื้นฐานข้อมูลซึ่งพิจารณาแล้วว่ามีที่น่าเชื่อถือ อย่างไรก็ตาม บริษัทไม่สามารถที่จะยืนยันหรือรับรองความถูกต้องของข้อมูลเหล่านี้ได้ การวิเคราะห์ข้อมูลนี้จัดทำขึ้นโดยอ้างอิงหลักเกณฑ์และมาตรฐานการวิเคราะห์เพื่อเป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจในการลงทุน ดังนั้นนักลงทุนควรใช้ดุลยพินิจอย่างรอบคอบในการพิจารณาลงทุน บริษัทขอสงวนสิทธิในการนำข้อมูลที่ปรากฏในเอกสารนี้ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วน ไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข เผยแพร่ หรือแสวงหาผลประโยชน์ในเชิงพาณิชย์ไม่ว่าในลักษณะใด ๆ เว้นแต่จะได้รับคามยินยอมเป็นลายลักษณ์อักษรจากบริษัทก่อน

**Opinion Key** - บริษัทหลักทรัพย์ หยวนต้า (ประเทศไทย) จำกัด กำหนดคำแนะนำการลงทุนทางปัจจัยพื้นฐาน 3 ระดับ คือ (1) ซื้อ (BUY) สำหรับหุ้นที่มีปัจจัยพื้นฐานดี ให้ผลตอบแทนที่คาดหวังรวมส่วนต่างของมูลค่าเหมาะสมกับราคาในตลาดและผลตอบแทนเงินปันผล มากกว่า 15% (2) เก่งกำไร (TRADING) สำหรับหุ้นที่ให้ผลตอบแทนที่คาดหวังรวมส่วนต่างของมูลค่าเหมาะสมกับราคาในตลาดและผลตอบแทนเงินปันผล ระหว่าง -10% ถึง +15% (3) ขาย (SELL) สำหรับหุ้นที่ปัจจัยพื้นฐานไม่ดี และ/หรือ ให้ผลตอบแทนที่คาดหวังรวมส่วนต่างของมูลค่าเหมาะสมกับราคาในตลาด ตีลบมากกว่า 10% ขึ้นไป คำแนะนำการลงทุนของบทวิเคราะห์ทางปัจจัยพื้นฐานอาจจะ “เหมือน” หรือ “แตกต่าง” กับคำแนะนำการลงทุนในบทวิเคราะห์ทางเทคนิคควรายวัน นักลงทุนต้องพิจารณาคำแนะนำการลงทุนของบทวิเคราะห์อย่างรอบคอบก่อนการตัดสินใจลงทุนเพื่อให้สอดคล้องกับลักษณะการลงทุนของท่าน

**ฝ่ายวิเคราะห์หลักทรัพย์**

กลยุทธ์การลงทุน		Sector	E-mail	เบอร์โทรศัพท์
ภาค วรรณรัตน์	หัวหน้าฝ่ายวิเคราะห์หลักทรัพย์		padon.v@yuanta.co.th	0-2009-8060
ณัฐพล คำภาเครือ	นักกลยุทธ์การลงทุน		natapon.k@yuanta.co.th	0-2009-8059
ณัฐ ตริพันธุ์ช	นักกลยุทธ์การลงทุน	Asset Allocation	nutt.t@yuanta.co.th	0-2009-8062
จารุชาติ บุชชาติ	นักกลยุทธ์การลงทุน	Transportation	jaruchart.b@yuanta.co.th	0-2009-8072
ธนพงษ์ เจริญวัฒนกิจ	ผู้ช่วยนักวิเคราะห์			
ปัจจัยพื้นฐาน		Sector	E-mail	เบอร์โทรศัพท์
ถกล บรรจงรักษ์	นักวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานด้านหลักทรัพย์	Media, Health Care, Auto	thakol.b@yuanta.co.th	0-2009-8067
ธีรธันต์ จิราศิริวัชร	นักวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานด้านหลักทรัพย์	SMID Cap, MAI	theethanat.j@yuanta.co.th	0-2009-8071
ศุภชัย วัฒนวิเทศกุล	นักวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานด้านหลักทรัพย์	ICT, Electronic, Utility	supachai.w@yuanta.co.th	0-2009-8066
ปริญทร์ นิกรัตติโกศล	นักวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานด้านหลักทรัพย์	Energy, Petrochemical	parinth.n@yuanta.co.th	0-2009-8075
ตฤณ สิริสวัสดิ์	นักวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานด้านหลักทรัพย์	Banking, Finance	trin.s@yuanta.co.th	0-2009-8068
กฤตวิทย์ รัตนะกนกชัย	นักวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานด้านหลักทรัพย์	Food & Beverage, Construction Service	kritawit.r@yuanta.co.th	0-2009-8064
ณัชพล แพรสีเจริญ	นักวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานด้านหลักทรัพย์	Power & Utility, Packaging	natchapon.p@yuanta.co.th	0-2009-8056
อติทยา ชินะกาญจนดิษฐ์	นักวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานด้านหลักทรัพย์	Property, IE	athitaya.c@yuanta.co.th	0-2009-8057
จินดานุช ประเวศโชตินันท์	นักวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานด้านหลักทรัพย์	Tourism & Leisure	jindanuch.p@yuanta.co.th	0-2009-8053
ชญนันท์ เตชอมรธนกิจ	ผู้ช่วยนักวิเคราะห์			
ธีรรัฐ ธนรัตน์กันท์	ผู้ช่วยนักวิเคราะห์			
วรวุฒิ ณ นคร	ผู้ช่วยนักวิเคราะห์พื้นฐานสถาบัน			
วิเคราะห์ทางเทคนิค			E-mail	เบอร์โทรศัพท์
พงศ์พัฒน คำชู, CMT, CAIA, CISA	นักวิเคราะห์ปัจจัยทางเทคนิค		pongpat.k@yuanta.co.th	0-2009-8079
ปรีดี ฤประสิทธิ์, CMT, CFTE	นักวิเคราะห์ปัจจัยทางเทคนิค		pridi.l@yuanta.co.th	0-2009-8073
ณภัทร อมรสเจริญ	นักวิเคราะห์ปัจจัยทางเทคนิค		napat.a@yuanta.co.th	0-2009-8052
ส่วนสนับสนุนข้อมูล				
อังศุมาลิน คุ้มวงศ์	สนับสนุนข้อมูลฝ่ายวิเคราะห์			
พีรญา เวียงเพิ่ม	สนับสนุนข้อมูลฝ่ายวิเคราะห์			
อุษณี อี้ไคว	สนับสนุนข้อมูลฝ่ายวิเคราะห์			
เขมชาติ เจริมทอง	สนับสนุนข้อมูลฝ่ายวิเคราะห์			