BY RESEARCH DIVISION

IPO Stock

บมจ. สามารถ เอวิเอชั่น โซลูชั่นส์

ครอบครองน่านฟ้ากัมพูชาแต่เพียงผู้เดียว

24 กรกฎาคม 2566

หลังจากที่สถานการณ์การแพร่ระบาด COVID-19 คลี่คลาย ส่งผลให้สายการบินทั่วโลกกลับมาดำเนินการได้ปกติ ช่วยหนุน SAV ในฐานะ HOLDING COMPANY ที่ถือหุ้น 100% ในบริษัท แคมโบเดีย แอร์ ทราฟฟิค เซอร์วิส จำกัด (CATS) ซึ่งประกอบธุรกิจดำเนินการจัดตั้งระบบและให้บริการควบคุมการจราจรทางอากาศในประเทศกัมพูชาทุกสนามบินแต่เพียงผู้เดียวโดยมีสัมปทานถึงปี 2594

SAV พร้อมเข้าระดมทุนใน SET หมวดขนส่งและโลจิสติกส์ เพื่อนำเงินไปชำระหนี้สินและใช้เป็นเงินทุนหมุนเวียนภายในกิจการ หลังจากที่ชำระเงินกู้คืนทั้งหมด SAV จะมีฐานะการเงินแข็งแกร่งโดยมีสถานะเป็น NET CASH สามารถจ่ายเงินปันผลสม่ำเสมอ ตลอดอายุสัมปทานที่เหลืออีก 28 ปี ประเมินมูลค่ากิจการด้วยวิธี DCF ได้มูลค่าตลาด 16,000 ล้านบาท

ข้อมูลก่อน-หลังกระจายหุ้น IPO

การกระจายหุ้น IPO (ล้านหุ้น)		
ประชาชน	ไม่เกิน 224.0	
ทุนจดทะเบียนชำระแล้ว (ล้านบาท)		
ก่อน IPO	288	
หลัง IPO	ไม่เกิน 320	
ราคาพาร์ (บาท)	0.5	
รายชื่อผู้ถือหุ้น	**ก่อน IPO**	**หลัง IPO**
1. บริษัท สามารถ ยู-ทรานส์ จำกัด	66.67	60.00
2. บริษัท สามารถ อินเตอร์ โฮลดิ้ง จำกัด	33.33	ไม่น้อยกว่า 5.00
3. นายเจริญรัฐ วิไลลักษณ์	0.00	0.00
4. นายวัฒน์ชัย วิไลลักษณ์	0.00	0.00
5. ประชาชน	-	ไม่เกิน 35.00
รวม	100.00	100.00

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเซีย พลัส

ประมาณการตัวเลขสำคัญทางการเงิน

สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2564	2565	2566F	2567F	2568F
กำไรสุทธิ	-74.3	199.5	400.0	552.0	701.3
EPS (บาท)	-0.13	0.35	0.62	0.86	1.10
DPS (บาท)	0.00	0.00	0.31	0.43	0.55
Book Value (บาท)	0.25	0.59	2.94	3.37	3.92
EV/EBITDA (X)	N/A	51.90	30.22	21.66	16.77
ROE (%)	-43	83	36	27	30

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเซีย พลัส

SAV

มูลค่าตลาด (ล้านบาท) 16,000

บริษัทหลักทรัพย์ เอเซียพลัส จำกัด เข้าร่วมเป็นผู้จัดจำหน่ายและรับประกันการจำหน่ายหุ้นสามัญเพิ่มทุนของ SAV ในครั้งนี้ โดยการจัดทำเอกสารฉบับนี้เพื่อวัตถุประสงค์ในการนำเสนอข้อมูลและบทวิเคราะห์เท่านั้น การตัดสินใจลงทุนขึ้นกับดุลยพินิจของ นักลงทุนผู้ลงทุนควรอ่านรายละเอียดในหนังสือชี้ชวน ก่อนตัดสินใจลงทุน

ระยะเวลาห้ามเผยแพร่รายงานฉบับนี้ (Black out period) ตั้งแต่วันที่ 15 ส.ค. 2566 จนถึงสิ้นสุดระยะเวลาการจองซื้อ

RESEARCH DIVISION

บริษัทหลักทรัพย์ เอเซีย พลัส

ประสิทธิ์ รัตนกิจกมล CFA, CISA

นักวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานด้านตลาดทุน และทางเทคนิค

เลขทะเบียนนักวิเคราะห์: 025917

อนุชิต เอื้ออารักษ์

ผู้ช่วยนักวิเคราะห์

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

ASIA PLUS Securities

IPO Stock

SAV ครองน่านฟ้ากัมพูชาแต่เพียงผู้เดียว

บริษัท สามารถ เอวิเอชั่น โซลูชั่นส์ จำกัด (มหาชน) เป็น Holding Company ที่มีสัดส่วนการถือหุ้น 100% ในบริษัท แคมโบเดีย แอร์ ทราฟฟิค เซอร์วิส จำกัด (CATS) ซึ่งประกอบธุรกิจดำเนินการจัดตั้งระบบและให้บริการควบคุมการจราจรทางอากาศในประเทศกัมพูชาทุกสนามบินแต่เพียงผู้เดียวตามสัญญาสัมปทานที่ได้รับจากรัฐบาลประเทศกัมพูชาในรูปแบบ Build Cooperate and Transfer โดยเริ่มทำสัญญาสัมปทานในปี 2544 และเริ่มนับอายุสัมปทานตั้งแต่ปี 2545 ถึงปี 2594 มีรายได้หลัก 3 ประเภท ได้แก่ 1) รายได้ค่าบริการสำหรับเที่ยวบินที่บินขึ้น-ลงในประเทศ (Landing & Take-off: Domestic) 2) รายได้ค่าบริการสำหรับเที่ยวบินที่บินขึ้น-ลงระหว่างประเทศ (Landing & Take-off: International) 3) รายได้ค่าบริการสำหรับเที่ยวบินที่บินผ่านเขตน่านฟ้ากัมพูชา (Overflight)

ระดมทุน IPO เพื่อชำระคืนหนี้และใช้เป็นเงินทุนหมุนเวียน

วัตถุประสงค์ในการระดมทุนครั้งนี้ เพื่อนำเงินไปชำระหนี้สินกับสถาบันการเงินและใช้เป็นเงินทุนหมุนเวียนภายในกิจการ โดย SAV นำเสนอขายหุ้น IPO จำนวนไม่เกิน 224 ล้านหุ้น (ราคาพาร์ 0.50 บาท) คิดเป็นไม่เกิน 35% ของจำนวนหุ้นสามัญที่ออกและชำระแล้วทั้งหมดภายหลัง IPO หรือจำนวนไม่เกิน 640 ล้านหุ้น ประกอบด้วยหุ้นสามัญเพิ่มทุนจำนวนไม่เกิน 64 ล้านหุ้น และหุ้นสามัญเดิมที่ถือโดยบริษัทสามารถ อินเตอร์ โฮลดิ้ง จำกัด อีกไม่เกิน 30% หลัง IPO ส่งผลให้มีทุนจดทะเบียนชำระแล้วเพิ่มจาก 288 ล้านบาท เป็นไม่เกิน 320 ล้านบาท โดย ณ วันที่ 31 มีนาคม 2566 SAV มีเงินกู้ยืมสถาบันการเงินคงเหลือ เท่ากับ 1,077 ล้านบาท หลังจากที่ชำระเงินกู้คืนทั้งหมด SAV จะมีฐานะการเงินแข็งแกร่งโดยมีสถานะเป็น Net Cash

ประเมินมูลค่าด้วย DCF ได้มูลค่าตลาด 16,000 ล้านบาท

เนื่องจาก SAV มีลักษณะเป็นธุรกิจผูกขาด ไม่มีคู่แข่ง มีรายได้และกระแสเงินสดสม่ำเสมอ ฝ่ายวิจัยจึงประเมินมูลค่ากิจการด้วยวิธีคิดลดกระแสเงินสดอิสระ (Discount Cash Flow) ได้มูลค่าตลาด 16,000 ล้านบาท คิดเป็น implied PER 40 เท่า โดย SAV มีนโยบายจ่ายเงินปันผลไม่ต่ำกว่าร้อยละ 50 ของกำไรสุทธิหลังหักภาษี

IPO Stock

SAV ครองน่านฟ้ากัมพูชาแต่เพียงผู้เดียว

บริษัท สามารถ เอวิเอชั่น โซลูชั่นส์ จำกัด (มหาชน) (SAV) จดทะเบียนจัดตั้งเป็นบริษัทจำกัดตามกฎหมายเมื่อ 22 ส.ค. 2560 โดยบริษัท สามารถคอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) (SAMART) เพื่อดำเนินธุรกิจโดยการถือหุ้นในบริษัทอื่น (Holding company) ที่ประกอบธุรกิจบริหารจัดการจราจรทางอากาศ หรือธุรกิจที่เกี่ยวเนื่องกับการจราจรทางอากาศ ปัจจุบันได้มีสัดส่วนการถือหุ้น 100% ในบริษัท แคมโบเดีย แอร์ ทราฟฟิค เซอร์วิส จำกัด (CATS) เพียงบริษัทเดียวซึ่ง CATS เป็นบริษัทที่จัดตั้งและจดทะเบียนในประเทศกัมพูชา โดยจดทะเบียนจัดตั้งขึ้นในเดือนเมษายน 2544 เพื่อประกอบธุรกิจดำเนินการจัดตั้งระบบและให้บริการควบคุมการจราจรทางอากาศในประเทศกัมพูชาทุกสนามบินแต่เพียงผู้เดียวโดยมีสัญญาสัมปทานที่ได้รับจากรัฐบาลประเทศกัมพูชา เริ่มทำสัญญาสัมปทานในปี 2544 และเริ่มนับอายุสัมปทานตั้งแต่ปี 2545 ถึงปี 2594

ปัจจุบัน CATS เป็นผู้ให้บริการบริหารจัดการจราจรทางอากาศ (Air Navigation Service Provider : ANSP) แต่เพียงรายเดียวสำหรับทุกสนามบินในประเทศกัมพูชา ซึ่งปัจจุบันมีสนามบิน 6 แห่ง ได้แก่ สนามบินนานาชาติพนมเปญ (Phnom Penh International Airport) สนามบินนานาชาติเสียมเรียบ (Siem Reap International Airport) และสนามบินนานาชาติสีหนุ (Sihanouk International Airport) ซึ่งเป็นสนามบินที่ให้บริการการบินทั้งในและระหว่างประเทศ รวมไปถึงสนามบินพระตะบอง (Battambang Airport) สนามบินเกาะกง (Koh Kong Airport) และสนามบินสตึงเตรง (Stung Treng Airport) ซึ่งให้บริการเฉพาะการบินภายในประเทศ

งานควบคุมการจราจรทางอากาศของ CATS สามารถแบ่งได้เป็น 3 ขั้นตอนหลักดังนี้

1. การควบคุมจราจรทางอากาศเขตสนามบิน (Aerodrome Control Service)

เป็นการบริการสำหรับอากาศยานที่กำลังปฏิบัติการ ณ บริเวณสนามบิน โดยเป็นการจัดลำดับการขึ้นลงของอากาศยาน การให้คำอนุญาตในการติดเครื่องยนต์ของอากาศยาน (Start-up Engine) และการให้คำอนุญาตในการขับเคลื่อน (Taxi) รวมทั้งให้ข้อมูลต่างๆ ที่เกี่ยวกับความปลอดภัย ในเขตพื้นที่ขับเคลื่อน (Movement Area) ได้แก่ ทางขับ (Taxi way) ทางวิ่ง (Runway) และลานจอด (Apron) รวมทั้งในวงจรการบิน (Traffic Pattern) บริเวณใกล้เคียงสนามบิน (Aerodrome Vicinity) ทั้งนี้ การบริการในส่วนนี้ ดำเนินการโดยหอบังคับการบิน (Aerodrome Control Tower) ซึ่งมีพื้นที่รับผิดชอบภายในรัศมี 10 ไมล์ทะเล

(Nautical Miles) จากสนามบิน จากพื้นดินจนถึงระยะความสูงประมาณ 3,000 ฟุต

2. การบริการควบคุมจราจรทางอากาศเขตประชิดสนามบิน (Approach Control Office)

การบริการควบคุมจราจรทางอากาศเขตประชิดสนามบิน (Approach Control Service) เป็นการบริการสำหรับอากาศยานที่กำลังทำการบินเข้า-ออกระหว่างสนามบินกับเส้นทางบินที่กำหนดไว้ในแผนการบิน (Flight Plan) ซึ่งเป็นการให้บริการที่ควบคุมจราจรทางอากาศที่ถูกส่งต่อมาจากส่วนงาน Ground Controller ที่ให้คำอนุญาต (Clearance) แก่อากาศยานในการยกตัวเครื่องสำหรับ Takeoff และเพื่อป้องกันไม่ให้อากาศยานชนกันในอากาศ จึงจำเป็นที่จะต้องมีการกำหนดให้ใช้เส้นทางการบินของอากาศยานแต่ละลำ รวมถึงจัดลำดับในการเข้าไปลงที่สนามบิน ซึ่งต้องมีระยะห่างในทางระดับ (Horizontal Separation) อย่างน้อย 5 ไมล์ทะเล หรือกำหนดให้ใช้ความสูงต่างกัน (Vertical Separation) อย่างน้อย 1,000 ฟุต อย่างใดอย่างหนึ่ง โดยใช้ระบบติดตามอากาศยาน เช่น เรดาร์ (Radio Detection and Ranging: Radar) ในการให้คำอนุญาตดังกล่าว รวมทั้งเพื่อให้ข้อมูลต่างๆ ที่เกี่ยวกับความปลอดภัย เช่น ข่าวอากาศ (Meteorological Information) เป็นต้น ทั้งนี้ การให้บริการดังกล่าวดำเนินการโดยศูนย์ควบคุมจราจรทางอากาศเขตประชิดสนามบิน (Approach Control Center) ซึ่งตั้งอยู่ที่ CATS Building ณ กรุงพนมเปญ โดยมีพื้นที่รับผิดชอบภายในรัศมี 30 ไมล์ทะเล (Nautical Miles) จากสนามบิน ความสูงระดับ 3,000 - 10,000 ฟุต

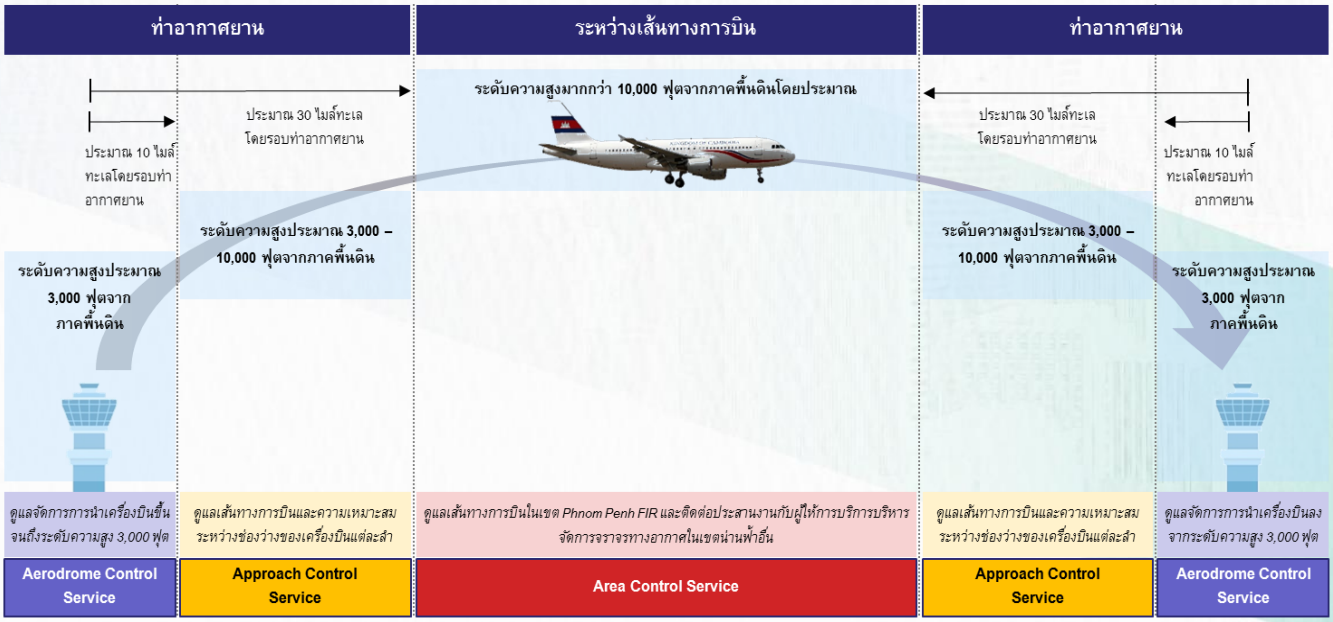
3. การบริการควบคุมการจราจรทางอากาศตามเส้นทางบิน (Area Control Service)

การบริการควบคุมการจราจรทางอากาศตามเส้นทางบิน (Area Control Service) เป็นการให้บริการสำหรับอากาศยานที่บินอยู่ตามเส้นทางบินภายในอาณาเขตแถลงข่าวการบินพนมเปญ โดยมีการให้คำอนุญาต (Clearance) ในการใช้ความสูงและบินตามเส้นทางบินที่กำหนดไว้ และเพื่อป้องกันไม่ให้อากาศยานชนกันในอากาศ จึงจำเป็นที่จะต้องมีการกำหนดให้ใช้เส้นทางการบินของอากาศยานแต่ละลำ ซึ่งต้องมีระยะห่างในทางระดับ (Horizontal Separation) อย่างน้อย 5 ไมล์ทะเล หรือกำหนดให้ใช้ความสูงต่างกัน (Vertical Separation) อย่างน้อย 1,000 ฟุต อย่างใดอย่างหนึ่ง โดยใช้ระบบติดตามอากาศยานเช่น เรดาร์ (Radio Detection and Ranging: Radar) ในการให้คำอนุญาตดังกล่าว รวมทั้งเพื่อให้

IPO Stock

ข้อมูลต่างๆ ที่เกี่ยวกับความปลอดภัย เช่น ข่าวอากาศ (Meteorological Information) เป็นต้น ทั้งนี้ การให้บริการดังกล่าวดำเนินการโดยศูนย์ควบคุมการจราจรทางอากาศตามเส้นทางบิน (Area Control Center : Phnom Penh Area Control Center) ซึ่งตั้งอยู่ที่ CATS Building กรุงพนมเปญ โดยมีพื้นที่รับผิดชอบตั้งแต่ความสูง 10,000 ฟุต ขึ้นไป

แผนภาพจำลองการปฏิบัติงานของแต่ละหน่วยงานควบคุมการจราจรทางอากาศ



ที่มา: หนังสือชี้ชวน

เนื่องจาก CATS เป็นผู้ได้รับสัมปทานให้บริการบริหารจัดการจราจรทางอากาศสำหรับเขตน่านฟ้าประเทศกัมพูชาเพียงรายเดียว โดยมีระยะเวลาสัญญาสัมปทานสิ้นสุดในปี 2594 จึงถือได้ว่า CATS เป็นธุรกิจผูกขาด (monopoly) โดย CATS ได้ให้บริการบริหารจัดการจราจรทางอากาศในประเทศกัมพูชามาตั้งแต่ปี 2545 – ปัจจุบัน จึงทำให้ CATS มีความรู้ ความเข้าใจในการทำธุรกิจดังกล่าวสำหรับประเทศกัมพูชาเป็นอย่างดี โดยมีประวัติการดำเนินงานที่ดีและเป็นที่น่าเชื่อถือต่อรัฐบาลประเทศกัมพูชา จึงทำให้ CATS ได้รับการต่ออายุสัญญาสัมปทานจากสำนักงานเลขาธิการการบินพลเรือนกัมพูชา (State Secretariat of Civil Aviation : SSCA) มาอย่างต่อเนื่องเป็นจำนวนทั้งหมด 4 ครั้ง นับจากได้รับสัมปทานครั้งแรกเมื่อปี 2545 โดยสัมปทานสิ้นสุดเดือนตุลาคม พ.ศ. 2594

IPO Stock

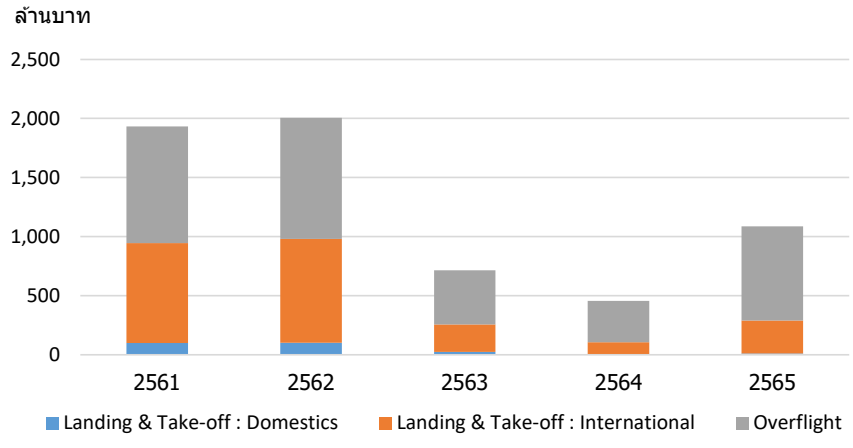
โครงสร้างรายได้ของ SAV

1) รายได้ค่าบริการสำหรับเที่ยวบินที่บินขึ้น-ลงในประเทศ (Landing & Take-off: Domestic) เป็นรายได้ค่าบริการควบคุมจราจรทางอากาศที่ CATS เรียกเก็บจากสายการบินที่มีการทำการบินขึ้น-ลงที่สนามบินภายในประเทศกัมพูชา ซึ่งสายการบินดังกล่าวมีเส้นทางการบินอยู่ภายในประเทศกัมพูชาเท่านั้น โดยมีสัดส่วนรายได้ ปี 2563 2564 และ 2565 ร้อยละ 3.45 ร้อยละ 1.09 และร้อยละ 0.92 ของรายได้จากการดำเนินงาน ตามลำดับ

2) รายได้ค่าบริการสำหรับเที่ยวบินที่บินขึ้น-ลงระหว่างประเทศ (Landing & Take-off: International) เป็นรายได้ค่าบริการควบคุมจราจรทางอากาศที่ CATS เรียกเก็บจากสายการบินที่มีการทำการบินขึ้น-ลงที่สนามบินภายในประเทศกัมพูชา ซึ่งสายการบินดังกล่าวมีเส้นทางการบินระหว่างประเทศกัมพูชากับประเทศอื่นๆ โดยมีสัดส่วนรายได้ ปี 2563 2564 และ 2565 ร้อยละ 32.60 ร้อยละ 21.93 และร้อยละ 25.77 ของรายได้จากการดำเนินงาน ตามลำดับ

3) รายได้ค่าบริการสำหรับเที่ยวบินที่บินผ่านเขตน่านฟ้ากัมพูชา (Overflight) เป็นรายได้ค่าบริการควบคุมจราจรทางอากาศที่ CATS เรียกเก็บจากสายการบินที่มีการนำเครื่องบินบินผ่านเขตน่านฟ้ากัมพูชา (Phnom Penh FIR) จากท่าอากาศยานแห่งหนึ่งนอกประเทศกัมพูชา ไปยังอีกท่าอากาศยานหนึ่งนอกประเทศกัมพูชา ซึ่งมิได้มีการนำเครื่องบินลงจอดในสนามบินประเทศกัมพูชา โดยมีสัดส่วนรายได้ ปี 2563 2564 และ 2565 ร้อยละ 63.95 ร้อยละ 76.98 และร้อยละ 73.31 ของรายได้จากการดำเนินงาน ตามลำดับ

โครงสร้างรายได้ของ SAV



ที่มา: หนังสือชี้ชวน

IPO Stock

อัตราค่าบริการงานบริการควบคุมการจราจรทางอากาศสำหรับประเทศกัมพูชาจะเป็นอัตรามาตรฐานตามที่สำนักงานเลขาธิการการบินพลเรือนกัมพูชา (State Secretariat of Civil Aviation : SSCA) กำหนด โดยอัตราขึ้นอยู่กับขนาดของเครื่องบินซึ่งกำหนดโดยน้ำหนักบรรทุกสูงสุดของเครื่องบินขณะบินขึ้น (Maximum takeoff weight : MTOW) และประเภทของการทำการบิน โดยปัจจุบันมีอัตราดังนี้

อัตราค่าบริการ (TARIFF RATE) และการเรียกเก็บค่าบริการจากผู้รับบริการ

CLASS	MTOW (ตัน)	ตัวอย่างของประเภทเครื่องบิน	อัตราค่าบริการสำหรับการบินแบบ LANDING & TAKE-OFF (USD / ครั้ง)	อัตราค่าบริการสำหรับการบินแบบ OVERFLIGHT (USD / ครั้ง)
A	> 300	B747	850	515
B	201 – 300	A333	812	486
C	101 – 200	B767	773	454
D	51 – 100	B737	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

ที่มา: สำนักงานเลขาธิการการบินพลเรือนกัมพูชา (STATE SECRETARIAT OF CIVIL AVIATION)

อัตราค่าบริการสำหรับการบินแบบ Landing & Take-off จะนับการนำเครื่องบินลงจอดและการนำเครื่องบินลำเดิมขึ้นออกจากท่าอากาศยานเป็นการให้บริการ 1 ครั้ง และอัตราค่าบริการสำหรับการบินแบบ Overflight จะนับการบินเข้าและผ่านเขต Phnom Penh FIR เป็น 1 ครั้ง สำหรับการเปลี่ยนแปลงอัตราค่าบริการข้างต้นอยู่ในอำนาจการตัดสินใจของสำนักงานเลขาธิการการบินพลเรือนกัมพูชา (SSCA) ร่วมกับ CATS โดย CATS จะเรียกเก็บเงินตามอัตราค่าบริการที่ระบุไว้ ซึ่งในอดีต สำนักงานเลขาธิการการบินพลเรือนกัมพูชาได้เคยมีการอนุมัติให้ปรับอัตราค่าบริการดังกล่าวขึ้นเป็นจำนวน 2 ครั้ง ในปี 2551 และปี 2554 โดยพิจารณาถึงความสมเหตุสมผลจากการเทียบเคียงอัตราค่าบริการของประเทศกัมพูชากับอัตราค่าบริการของประเทศอื่นๆ ในภูมิภาคเดียวกัน รวมถึงปัจจัยสภาพแวดล้อมด้านต่างๆ ภายในประเทศ

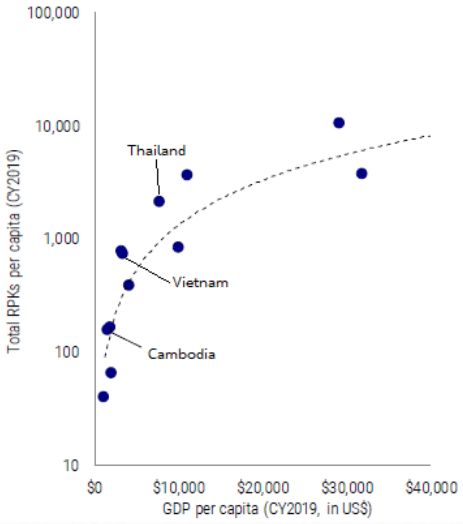
IPO Stock

ภาพรวมอุตสาหกรรม

จากการศึกษาของ The Strategic Airport Planning Group (SAP) ซึ่งเป็นที่ปรึกษาให้แก่สนามบินและสายการบินด้านกลยุทธ์และการวางแผนเกี่ยวกับการบิน พบว่า ผลิตภัณฑ์มวลรวมของแต่ละประเทศ (Gross Domestic Product: GDP) มีความสัมพันธ์กับอุตสาหกรรมท่องเที่ยวของประเทศนั้นๆ เป็นอย่างมาก โดยจากการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ (correlation) ระหว่างปริมาณการท่องเที่ยวทางอากาศรวม ซึ่งแสดงจากปริมาณการขนส่งผู้โดยสารคิดเป็นคน-กิโลเมตร (Revenue Passenger Kilometers : RPKs) กับ ผลิตภัณฑ์มวลรวมต่อหัว (GDP per Capita) ของประเทศใน APAC พบว่า ประเทศที่มี GDP per Capita สูง จะมีปริมาณการท่องเที่ยวทางอากาศสูง

ความสัมพันธ์ระหว่าง GDP กับ ปริมาณขนส่งผู้โดยสารแต่ละประเทศ

Country/SAR	Domestic and int'l RPKs (millions)	Per capita GDP (in current US$)	Per capita 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



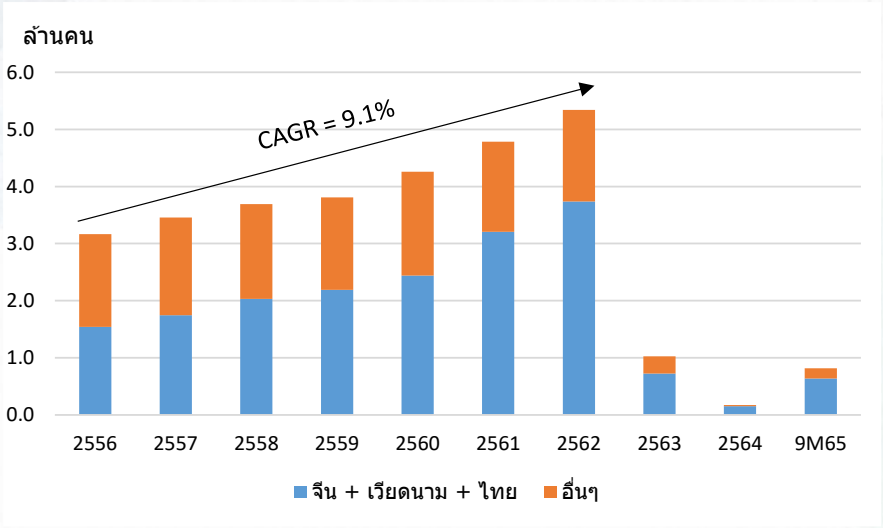
ที่มา: THE STRATEGIC AIRPORT PLANNING GROUP

นอกจากภาวะเศรษฐกิจที่ส่งผลต่อปริมาณการท่องเที่ยวทางอากาศแล้วยังพบว่าอุตสาหกรรมการท่องเที่ยว เป็นปัจจัยหลักที่ส่งผลกระทบต่อการท่องเที่ยวทางอากาศเช่นกัน โดยอุตสาหกรรมการท่องเที่ยวในประเทศกัมพูชา จะส่งผลต่อจำนวนเที่ยวบินประเภท Landing & Take-off ในประเทศ และ Landing & Take-off ระหว่างประเทศ ในขณะที่อุตสาหกรรมการท่องเที่ยวของประเทศเพื่อนบ้านกัมพูชา เช่น ประเทศไทย และประเทศเวียดนาม จะส่งผลต่อจำนวนเที่ยวบินประเภท overflight

IPO Stock

อุตสาหกรรมการท่องเที่ยวของประเทศกัมพูชามีการเติบโตอย่างต่อเนื่อง เป็นผลมาจากรัฐบาลของกัมพูชามีการสนับสนุนอุตสาหกรรมการท่องเที่ยวเป็นอย่างมาก โดยรัฐบาลประเทศกัมพูชามีการสนับสนุนการทั้งการท่องเที่ยวในประเทศรวมถึงการท่องเที่ยวจากต่างประเทศ

จำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติของกัมพูชา



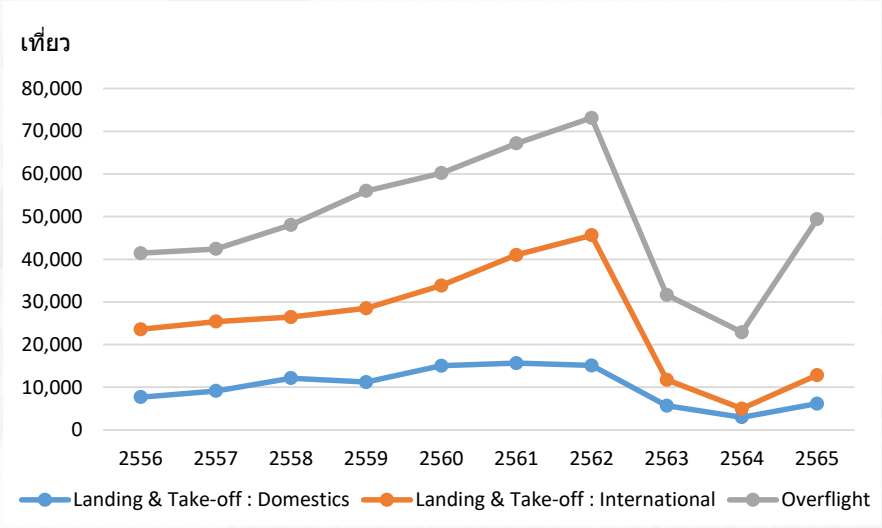
ที่มา: รายงานสถิติการท่องเที่ยวประเทศกัมพูชาปี 2556 – 9M65

ปริมาณนักท่องเที่ยวที่เข้ามาท่องเที่ยวในประเทศกัมพูชามีจำนวนเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องมาโดยตลอด โดยในปี 2556 มีจำนวนนักท่องเที่ยว 3.17 ล้านคน และในปี 2562 มีจำนวนนักท่องเที่ยว 5.34 ล้านคน ในปี 2563 2564 และ 9 เดือนปี 2565 ซึ่งเป็นช่วงที่เกิดสถานการณ์ COVID-19 ประเทศกัมพูชามีจำนวนนักท่องเที่ยวเท่ากับ 1.02 ล้านคน 0.17 ล้านคน และ 0.81 ล้านคน นักท่องเที่ยวส่วนใหญ่จะเป็นนักท่องเที่ยวชาวจีน เวียดนาม และประเทศในภูมิภาคเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ เป็นหลัก โดยนักท่องเที่ยวจากประเทศเวียดนาม ประเทศไทย และประเทศจีน เป็นนักท่องเที่ยว 3 อันดับแรกที่เดินทางมายังกัมพูชา

นอกจากนี้ อุตสาหกรรมการท่องเที่ยวของประเทศเพื่อนบ้านกัมพูชา เช่น ประเทศเวียดนาม และ ประเทศไทย จะส่งผลต่อจำนวนเที่ยวบินประเภท Overflight โดยประเทศเวียดนามและไทย เป็นประเทศต้นทางที่มีจำนวนเที่ยวบินประเภท Overflight บินผ่านกัมพูชาสูงที่สุดสองอันดับแรก หากการท่องเที่ยวประเทศเวียดนามและประเทศไทยมีการเติบโตขึ้น จะส่งผลให้มีจำนวนเที่ยวบิน Overflight บินผ่านกัมพูชามากขึ้นเช่นกัน

IPO Stock

จำนวนเที่ยวบินของประเทศกัมพูชาจำแนกตามประเภทเที่ยวบิน

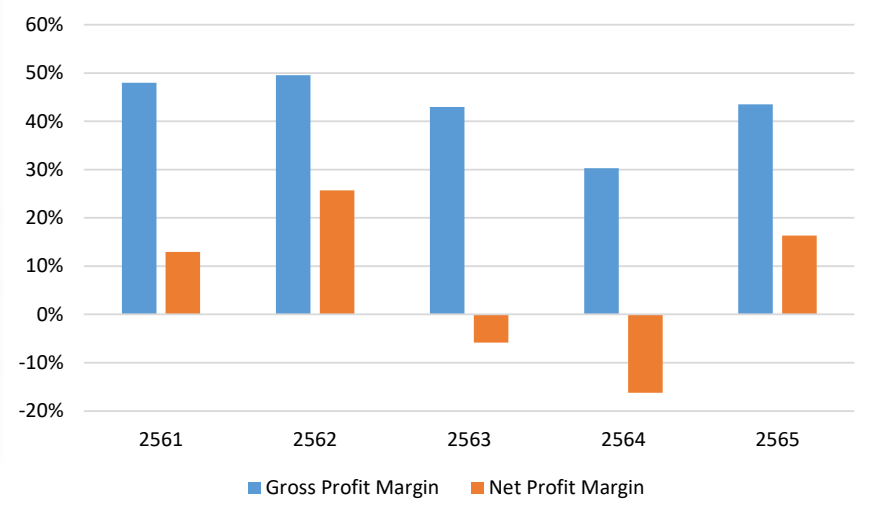


ที่มา: บริษัท แคมโบเดีย แอร์ ทราฟฟิค เซอร์วิส จำกัด

อัตรากำไรสูงลิ่ว

ในช่วงปี 2561 – 2562 ที่ยังไม่เกิดการแพร่ระบาดของ COVID-19 SAV มีผลประกอบการที่ดีมาก โดยปี 2561 มี gross profit margin และ net profit margin สูงถึง 48% และ 13% ตามลำดับ และปี 2562 มี gross profit margin และ net profit margin เพิ่มขึ้นเป็น 50% และ 26% แม้ว่าปี 2563 - 2564 SAV จะมีผลขาดทุนเนื่องจากผลกระทบของการแพร่ระบาด COVID-19 ที่ส่งผลให้สายการบินต่างๆ ทั่วโลกหยุดบิน แต่หลังจากที่สถานการณ์ COVID-19 คลี่คลาย ผลประกอบการกลับมาใกล้เคียงกับช่วงก่อนเกิด COVID-19 อีกครั้ง โดยปี 2565 มี gross profit margin และ net profit margin สูงถึง 44% และ 16% ตามลำดับ

อัตรากำไรของ SAV



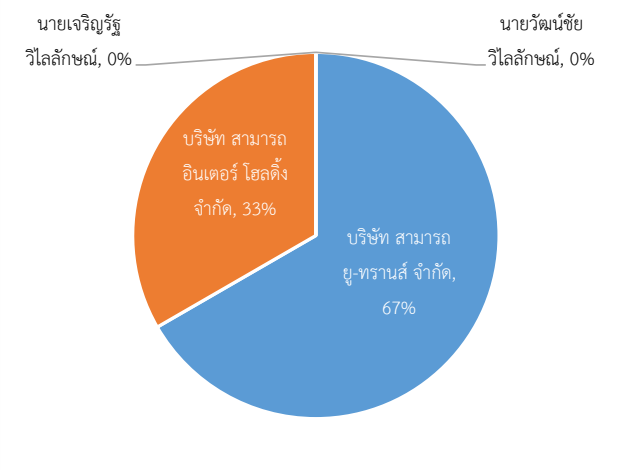
ที่มา: งบการเงิน SAV, สายงานวิจัย บล. เอเซีย พลัส

IPO Stock

ระดมทุน IPO เพื่อชำระคืนหนี้และใช้เป็นเงินทุนหมุนเวียน

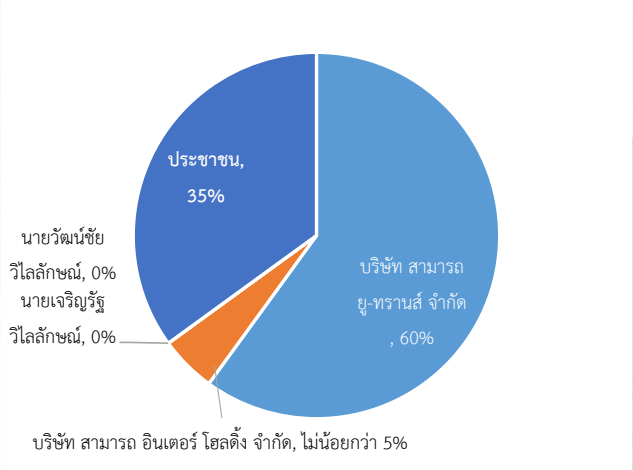
SAV นำเสนอขายหุ้น IPO จำนวนไม่เกิน 224 ล้านหุ้น (ราคาพาร์ 0.50 บาท) คิดเป็นไม่เกิน 35% ของจำนวนหุ้นสามัญที่ออกและชำระแล้วทั้งหมดภายหลัง IPO หรือจำนวนไม่เกิน 640 ล้านหุ้น ประกอบด้วยหุ้นสามัญเพิ่มทุนจำนวนไม่เกิน 64 ล้านหุ้น และหุ้นสามัญเดิมที่ถือโดยบริษัทสามารถ อินเตอร์ โฮลดิ้ง จำกัด อีกไม่เกิน 160 ล้านหุ้น ส่งผลให้มีทุนจดทะเบียนชำระแล้วเพิ่มจาก 288 ล้านบาท เป็นไม่เกิน 320 ล้านบาท

สัดส่วนการถือหุ้นก่อน IPO



ที่มา: SAV

สัดส่วนการถือหุ้นหลัง IPO



ที่มา: SAV

วัตถุประสงค์ของการขายหุ้นเพิ่มทุนครั้งนี้ จะนำเงินเพื่อไปชำระหนี้สินและนำเงินไปหมุนเวียนภายในกิจการ โดยปัจจุบัน มีสัญญาเงินกู้วงเงิน 66,265,000 เหรียญสหรัฐฯ ระยะเวลา 7 ปี โดยชำระเงินต้นและดอกเบี้ยทุก 3 เดือน รวม 28 งวด มีหลักประกัน คือ หุ้นสามัญร้อยละ 100.00 ของบริษัท แคมโบเดีย แอร์ทราฟฟิค เซอร์วิส จำกัด ณ วันที่ 31 มีนาคม 2566 SAV มีเงินกู้ยืมสถาบันการเงินคงเหลือเท่ากับ 1,077 ล้านบาท หลังจากที่ชำระเงินกู้คืนทั้งหมด SAV จะมีฐานะการเงินแข็งแกร่งโดยมีสถานะเป็น Net Cash

โครงสร้างผู้ถือหุ้นของ SAV

รายชื่อ	ก่อน IPO		ภายหลัง IPO	
	จำนวนหุ้น	ร้อยละ	จำนวนหุ้น	ร้อยละ
บริษัท สามารถ ยู-ทรานส์ จำกัด	384,000,000	66.67%	384,000,000	60.00%
บริษัท สามารถ อินเตอร์ โฮลดิ้ง จำกัด	191,997,868	33.33%	ไม่น้อยกว่า 31,997,868	5.00%
นายเจริญรัฐ วีไลลักษณ์	1,066	0.00%	1,066	0.00%
นายวัฒน์ชัย วีไลลักษณ์	1,066	0.00%	1,066	0.00%
ประชาชน	-	0.00%	ไม่เกิน 224,000,000	35.00%
รวม	**576,000,000**	**100**	**ไม่เกิน 640,000,000**	**100**

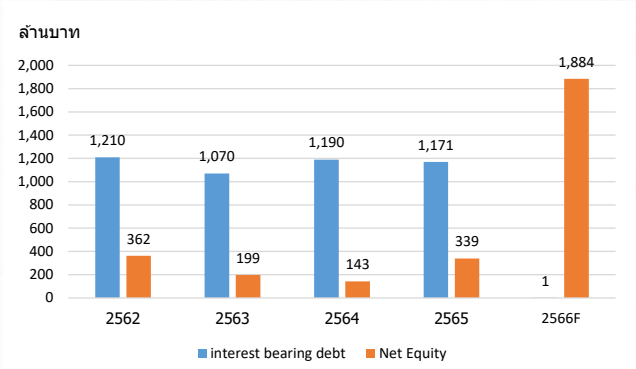
ที่มา: หนังสือชี้ชวน

IPO Stock

โครงสร้างการเงินแข็งแกร่งขึ้น หลังเข้าระดมทุน IPO

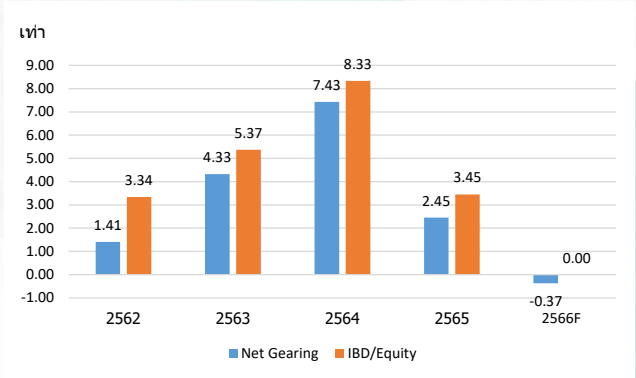
อัตราส่วน Net Gearing ของ SAV เพิ่มขึ้นต่อเนื่องในช่วงปี 2562 - 2564 จากผลกระทบของ COVID-19 ที่ส่งผลให้ SAV มีผลประกอบการขาดทุน อย่างไรก็ตาม ปี 2565 SAV เริ่มกลับมามีกำไร อัตราส่วน Net Gearing กลับมาลดลงอย่างมีนัยสำคัญ ฝ่ายวิจัยคาดว่าภายหลังจากการเข้าระดมทุน IPO จะทำให้ SAV มีสถานะเป็น net cash และผลประกอบการที่คาดว่าจะเติบโตขึ้นตามปริมาณเที่ยวบินที่เพิ่มขึ้น จะส่งผลให้ SAV มีความสามารถในการจ่ายเงินปันผลได้ตามนโยบายที่กำหนดไว้ไม่ต่ำกว่า 50% ของกำไรสุทธิ ได้อย่างต่อเนื่อง

โครงสร้างการเงินของ SAV



ที่มา: งบการเงิน, สายงานวิจัย บล. เอเซียพลัส

อัตราส่วน IBD/EQUITY ของ SAV



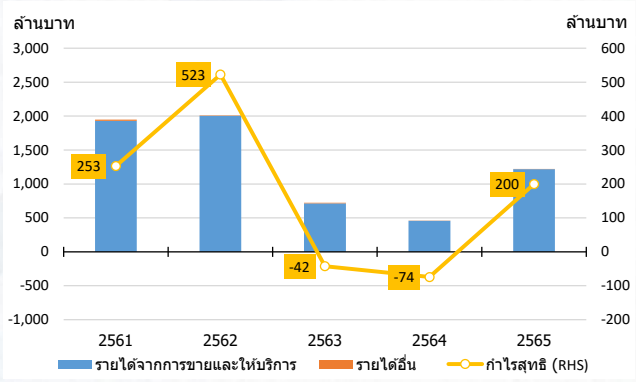
ที่มา: งบการเงิน, สายงานวิจัย บล. เอเซียพลัส

ปี 2563 – 2564 ขาดทุนจาก Covid-19 แต่ปี 2565 พลิกฟื้นไว

ปี 2561 – 2562 SAV มีรายได้จากการให้บริการจำนวน 1,930 และ 2,006 ล้านบาท และมีกำไรสุทธิ 253 และ 523 ล้านบาท ซึ่งคิดเป็นอัตรากำไรสุทธิร้อยละ 13.0 และ 25.7 ตามลำดับ แต่หลังจากที่ COVID-19 เริ่มระบาดช่วงต้นปี 2563 รัฐบาลทั่วโลกใช้มาตรการ lockdown งดไม่ให้มีการเดินทางระหว่างประเทศ ส่งผลให้ปี 2563 – 2564 SAV มีรายได้จากการให้บริการเพียง 714 และ 456 ล้านบาท (-64%YOY และ -36%YOY) และมีผลขาดทุนสุทธิ 42 และ 74 ล้านบาท ตามลำดับ อย่างไรก็ตามหลังจากที่สถานการณ์แพร่ระบาดของ COVID-19 ที่มีแนวโน้มดีขึ้น จากการกระจายวัคซีนและความรุนแรงจากการเจ็บป่วยที่ลดลง ส่งผลให้กิจกรรมเศรษฐกิจทยอยฟื้นตัวและมีการเปิดประเทศ สายการบินเริ่มกลับมาให้บริการได้ตามปกติอีกครั้ง ส่งผลให้ปี 2565 SAV มีรายได้จากการให้บริการจำนวน 1,218 ล้านบาท (+167%YOY) และมีกำไรสุทธิ 200 ล้านบาท คิดเป็นอัตรากำไรสุทธิร้อยละ 16.4%

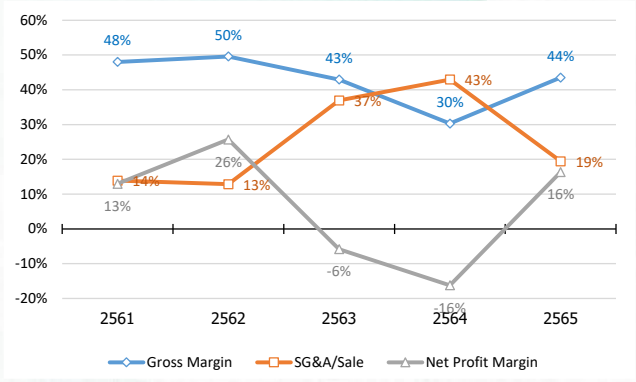
IPO Stock

รายได้และกำไรปี 2561 – 2565



ที่มา: งบการเงิน, สายงานวิจัย บล. เอเซียพลัส

ประสิทธิภาพการทำกำไรปี 2561 – 2565



ที่มา: งบการเงิน, สายงานวิจัย บล. เอเซียพลัส

คาดการณ์กำไรปี 2566 – 2568 เติบโตเฉลี่ยปีละ 52%

ฝ่ายวิจัยคาดการณ์กำไรปี 2566-2568 จะเติบโตขึ้นเฉลี่ยปีละ 52% จาก 200 ล้านบาท ในปี 2565 ขึ้นเป็น 701 ล้านบาทในปี 2568 โดยมีสมมติฐานการประมาณการดังต่อไปนี้

1. รายได้จากการประกอบธุรกิจหลัก

1.1 Landing & Take-off : Domestics

ในปี 2561 – 2562 SAV มีจำนวนเที่ยวบิน Domestic 11,944 และ 12,111 เที่ยว ตามลำดับ ที่ราคาเฉลี่ย 263 USD/เที่ยว หลังจากที่ COVID-19 แพร่ระบาด ส่งผลให้จำนวนเที่ยวบินลดลง โดยในปี 2563 – 2565 มีจำนวนเที่ยวบิน Domesticเพียง 3,527 เที่ยว 1,149 เที่ยว และ 2,784 เที่ยวตามลำดับ และในจำนวนเที่ยวบินดังกล่าวเป็นเที่ยวบินขนาดเล็ก (Class F, G, H) ส่งผลให้ราคาเฉลี่ยต่อเที่ยวลดลงเหลือเพียง 139, 52 และ 46 USD/เที่ยว ตามลำดับ แต่หลังจากที่สถานการณ์ COVID-19 คลี่คลาย ส่งผลให้ปริมาณเที่ยวบินกลับมาเป็นปกติอีกครั้ง ฝ่ายวิจัยจึงกำหนดให้ปี 2568 มีจำนวนเที่ยวบิน Domestic เท่ากับปี 2562 ซึ่งเป็นปีก่อนที่ COVID-19 แพร่ระบาด ในช่วงปี 2569 – 2578 กำหนดให้มีอัตราเติบโตต่อปี (CAGR) ที่ 6.5% เนื่องจากจำนวนเที่ยวบิน Domestic มีอัตราการเติบโตที่ช้ากว่าการเติบโตของ GDP ประเทศกัมพูชาเล็กน้อย และในช่วงปี 2579 – 2594 กำหนดให้มีอัตราเติบโตต่อปีที่ 3.0% ตามการเติบโตของ GDP ทั่วโลก ทั้งนี้ ฝ่ายวิจัยกำหนดสมมุติฐานราคาเฉลี่ยต่อเที่ยวที่ 265 USD/เที่ยว และอัตราแลกเปลี่ยนที่ 34 THB/USD ตลอดช่วงระยะเวลาประมาณการ

IPO Stock

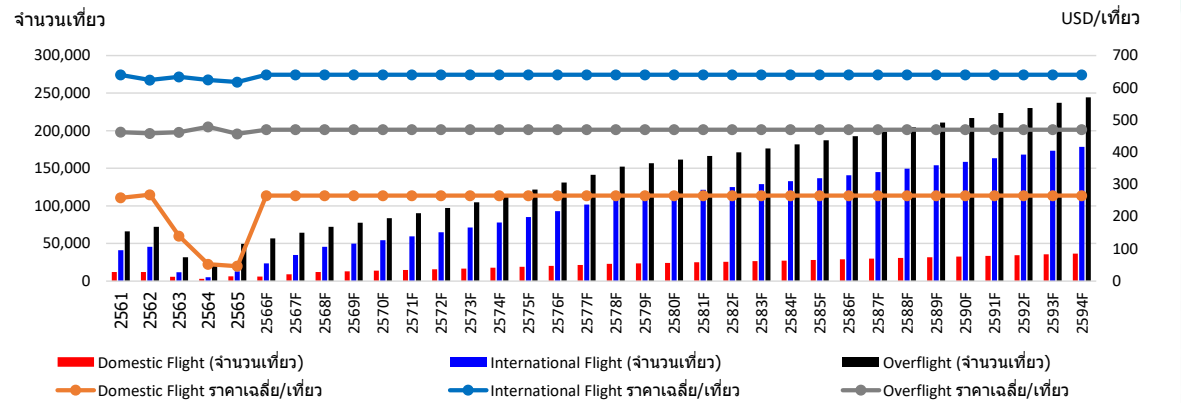
1.2 Landing & Take-off : International

ในปี 2561 – 2562 SAV มีจำนวนเที่ยวบิน International 40,906 และ 45,472 เที่ยว ตามลำดับ ที่ราคาเฉลี่ย 632 USD/เที่ยว หลังจากที่ COVID-19 แพร่ระบาด ส่งผลให้จำนวนเที่ยวบินลดลง โดยในปี 2563 – 2565 มีจำนวนเที่ยวบิน International เพียง 11,652 เที่ยว 4,909 เที่ยว และ 12,647 เที่ยวตามลำดับ ทั้งนี้ ราคาเฉลี่ยต่อเที่ยวอยู่ที่ 625 USD/เที่ยว ใกล้เคียงกับช่วงที่ก่อน COVID-19 ระบาด เนื่องจากขนาดของเครื่องบินในทั้ง 2 ช่วงเวลาใกล้เคียงกัน หลังจากที่สถานการณ์ COVID-19 คลี่คลาย ส่งผลให้ปริมาณเที่ยวบินกลับมาเป็นปกติอีกครั้ง ฝ่ายวิจัยจึงกำหนดให้ปี 2568 มีจำนวนเที่ยวบิน International เท่ากับปี 2562 ซึ่งเป็นปีก่อนที่ COVID-19 แพร่ระบาด ในช่วงปี 2569 – 2578 กำหนดให้มีอัตราเติบโตต่อปี (CAGR) ที่ 9.4% เนื่องจากจำนวนเที่ยวบิน International มีอัตราการเติบโตที่สูงกว่าการเติบโตของ GDP ประเทศกัมพูชาเล็กน้อย และในช่วงปี 2579 – 2594 กำหนดให้มีอัตราเติบโตต่อปีที่ 3.0% ตามการเติบโตของ GDP ทั่วโลก ทั้งนี้ ฝ่ายวิจัยกำหนดสมมุติฐานราคาเฉลี่ยต่อเที่ยวที่ 640 USD/เที่ยว และอัตราแลกเปลี่ยนที่ 34 THB/USD ตลอดช่วงระยะเวลาประมาณการ

1.3 Overflight

ในปี 2561 – 2562 SAV มีจำนวนเที่ยว Overflight 66,092 และ 72,008 เที่ยว ตามลำดับ ที่ราคาเฉลี่ย 460 USD/เที่ยว หลังจากที่ COVID-19 แพร่ระบาด ส่งผลให้จำนวนเที่ยวบินลดลง โดยในปี 2563 – 65 มี เที่ยวบิน Overflight 31,412 เที่ยว 22,737 เที่ยว และ 49,102 เที่ยว ตามลำดับ หากเทียบจำนวนเที่ยว Overflight ปี 2565 กับ ปี 2562 พบว่า ลดลง 31% ต่างจาก Domestics และ International ที่ลดลงมากถึง 49% และ 72% ตามลำดับ สาเหตุที่เที่ยวบิน Overflight ไม่ได้ลดลงมากเหมือน Domestics และ International เนื่องมาจากไทยและเวียดนามมีการฟื้นตัวจาก COVID-19 ได้ค่อนข้างเร็ว ในปี 2566 หลังจากที่สถานการณ์ COVID-19 คลี่คลาย ส่งผลให้ปริมาณเที่ยวบินกลับมาเพิ่มขึ้นอีกครั้ง ฝ่ายวิจัยจึงกำหนดให้ปี 2568 มีจำนวนเที่ยวบิน Overflight เท่ากับปี 2562 ซึ่งเป็นปีก่อนที่ COVID-19 แพร่ระบาด ในช่วงปี 2569 – 2578 กำหนดให้มีอัตราเติบโตต่อปี (CAGR) ที่ 7.8% เนื่องจากจำนวนเที่ยวบิน Overflight มีอัตราการเติบโตที่สูงกว่าการเติบโตของ GDP ประเทศไทยและเวียดนามเล็กน้อย และในช่วงปี 2579 – 2594 กำหนดให้มีอัตราเติบโตต่อปีที่ 3.0% ตามการเติบโตของ GDP ทั่วโลก ทั้งนี้ ฝ่ายวิจัยกำหนดสมมุติฐานราคาเฉลี่ยต่อเที่ยวที่ 470 USD/เที่ยว และอัตราแลกเปลี่ยนที่ 34 THB/USD ตลอดช่วงระยะเวลาประมาณการ

สมมติฐานรายได้หลัก

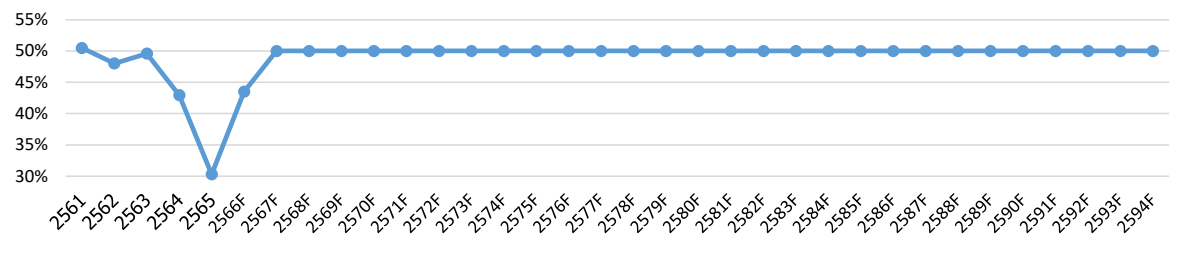


ที่มา: งบการเงิน SAV, สายงานวิจัย บล. เอเซีย พลัส

2. Gross Margin

เนื่องจาก SAV มีต้นทุนหลักคือส่วนแบ่งรายได้ให้กับสำนักงานเลขาธิการการบินพลเรือนกัมพูชา (State Secretariat of Civil Aviation : SSCA) โดยมีส่วนแบ่งรายได้สำหรับเที่ยวบินประเภท Landing & Take-off ในอัตราร้อยละ 50 ของรายได้ค่าบริการที่ CATS ได้รับจากสายการบิน และสำหรับเที่ยวบินประเภท Overflight ในอัตราร้อยละ 30 ของรายได้ค่าบริการจากการให้บริการการจราจรทางอากาศสำหรับเครื่องบินที่บินผ่านเขต Phnom Penh FIR เฉพาะในช่วง 15 ปีแรก (สิ้นสุดปี 2560) จากนั้นให้นำรายได้ดังกล่าวในปี 2560 เป็นฐานในการคำนวณในอนาคตจนครบกำหนดอายุสัญญาสัมปทาน โดยกรณีที่มีรายได้ส่วนเพิ่มจากปีฐานในปีถัดๆ ไป รายได้ส่วนเพิ่มนั้นจะถูกคิดส่วนแบ่งรายได้ในอัตราร้อยละ 40 ในขณะที่รายได้ส่วนที่ไม่เกินจากปีฐานยังคงถูกคิดส่วนแบ่งรายได้ที่อัตราร้อยละ 30 เท่าเดิม ปัจจัยดังกล่าว ส่งผลให้ gross margin มีความคงที่และเป็นปัจจัยสำคัญที่ทำให้กระแสเงินสดและผลการดำเนินงานจากธุรกิจมีความมั่นคงในช่วงปี 2560 – 2562 ซึ่งเป็นช่วงที่ COVID-19 ยังไม่แพร่ระบาด SAV มี gross margin 50% ฝ่ายวิจัยจึงกำหนดให้ปี 2566 – 2594 มี gross margin อยู่ที่ 50%

ประมาณการ GROSS MARGIN



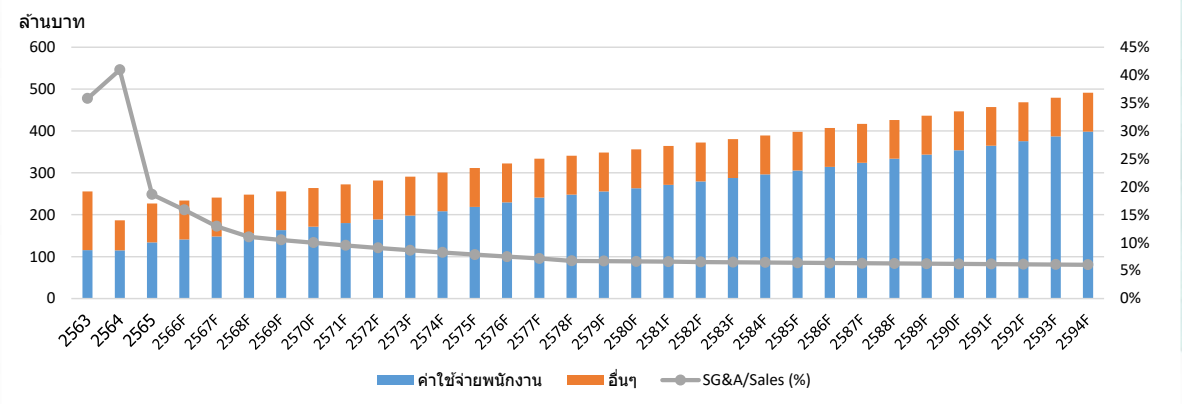
ที่มา: งบการเงิน SAV, สายงานวิจัย บล. เอเซีย พลัส

IPO Stock

3. SG&A

ค่าใช้จ่ายในการบริหารประกอบด้วยเงินเดือนพนักงานเป็นองค์ประกอบหลัก ในปี 2565 เงินเดือนพนักงานคิดเป็นสัดส่วน 60% ของค่าใช้จ่ายในการบริหาร ฝ่ายวิจัยกำหนดสมมติฐานอัตราการขึ้นเงินเดือนพนักงานที่ 5%YoY ในส่วนอื่นๆ เช่น ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย, ค่าธรรมเนียมการจัดการ ค่าใช้จ่ายประเภทอื่นๆ โดยค่าใช้จ่ายเหล่านี้ค่อนข้างมีความคงที่ (fixed cost) ฝ่ายวิจัยจึงกำหนดค่าใช้จ่ายส่วนอื่นๆ ที่ 93 ล้านบาท เท่ากับปี 2565 ตลอดช่วงระยะเวลาประมาณการ ปัจจัยดังกล่าวส่งผลให้ SG&A/Sales ลดลงจาก 15.9% ในปี 2566 เหลือ 6.1% ในปี 2594

ประมาณการ SG&A



ที่มา: งบการเงิน SAV, สายงานวิจัย บล. เอเซีย พลัส

4. ต้นทุนทางการเงิน (Interest Expense)

หลังจากที่ SAV เข้าจดทะเบียนฯ SAV จะนำเงินทุนที่ระดมได้ไปชำระคืนหนี้สินกับสถาบันการเงินทั้งหมด ส่งผลให้ SAV มีสถานะเป็น debt-free company โดยหนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยส่วนที่เหลือเป็นหนี้สินตามสัญญาเช่าซึ่งไม่ได้ก่อให้เกิดดอกเบี้ยจ่ายที่มีสาระสำคัญ

5. อัตราภาษีจ่าย

กำหนดให้เท่ากับอัตราภาษีเงินได้นิติบุคคลปกติที่ 20%

IPO Stock

ประเมินมูลค่าด้วย DCF ได้มูลค่าตลาด 16,000 ล้านบาท

เนื่องจาก SAV มีลักษณะเป็นธุรกิจผูกขาด ไม่มีคู่แข่ง มีรายได้และกระแสเงินสดสม่ำเสมอ ฝ่ายวิจัยจึงประเมินมูลค่าหุ้นด้วยวิธีคิดลดกระแสเงินสดอิสระ (Discount Cash Flow) ได้มูลค่ากิจการ 16,000 ล้านบาท คิดเป็น implied PER 40.0 เท่า ใกล้เคียงกับบริษัทที่ทำธุรกิจเกี่ยวกับการบริหารสนามบินที่มีค่าเฉลี่ย PER 39.9 เท่าโดย SAV มีนโยบายจ่ายเงินปันผลไม่ต่ำกว่าร้อยละ 50 ของกำไรสุทธิหลังหักภาษี

เปรียบเทียบ PER กับบริษัทที่ประกอบธุรกิจบริหารสนามบิน

Bloomberg Ticker	Company Name	PE Ratio	Description
AENA SM Equity	AENA SME SA	19.50	Operate and manage airports, heliports and commercial spaces worldwide.
ADP FP Equity	ADP	25.06	Manage all the civil airports in the Paris area.
ASURB MM Equity	GRUPO AEROPORT DEL SURESTE-B	14.10	Operate airports in Mexico. The Company holds 50 year concessions began in 1998.
AIA NZ Equity	AUCKLAND INTL AIRPORT LTD	142.47	Own and operate the Auckland International Airport.
ACV VN Equity	AIRPORTS CORP OF VIETNAM JSC	23.38	Operate airports in Vietnam.
KBHL DC Equity	KOBENHAVNS LUFTHAVNE	167.16	Oowns and operates Kastrup, the international airport in Copenhagen.
FHZN SW Equity	FLUGHAFEN ZURICH AG-REG	27.63	Operate the Zurich Airport.
FRA GR Equity	FRAPORT AG FRANKFURT AIRPORT	20.47	Offer airport services in Lima(Peru) and Antalya(Turkey).
FLU AV Equity	FLUGHAFEN WIEN AG	32.03	Manages, maintains, and operates the Vienna International Airport and the Voslau Airfield.
MAHB MK Equity	MALAYSIA AIRPORTS HLDGS BHD	39.25	Provide management, maintenance, and operation of designated airports.
TAVHL TI Equity	TAV HAVALIMANLARI HOLDING AS	28.75	Operates in airports in Turkey, Georgia, Tunisia, Macedonia, Saudi Arabia and Latvia.
600897 CH Equity	XIAMEN INTERNATIONAL AIR-A	64.93	Operate, maintain airports and conduct businesses worldwide.
MIA MV Equity	MALTA INTNL AIRPORT-A SHARES	19.14	Operate the Malta International airport.
CLEBI TI Equity	CELEBI HAVA SERVISI	14.86	Offer ground services to domestic, foreign and charter airlines in Turkey.
ADB IM Equity	AEROPORTO GUGLIELMO MARCONI	25.45	Provide airport services in Italy.
UPAC KK Equity	UNITED PROJECTS FOR AVIATION	106.01	Provide airplane ground, cleaning, and catering services.
TYA IM Equity	TOSCANA AEROPORTI SPA	31.56	Toscana Aeroporti S.p.A. offers flights around the world.
SAS VN Equity	SOUTHERN AIRPORTS SERVICES J	17.68	Provide airport services in Vietnam.
SGN VN Equity	SAI GON GROUND JSC	15.17	Provide ground handling service in Vietnam.
005430 KS Equity	KOREA AIRPORT SERVICE CO LTD	16.89	Provide integrated aviation support services for the airports of South Korea.
CASS IJ Equity	CARDIG AERO SERVICES TBK PT	7.55	Provide ground and cargo handling services to airports throughout Indonesia.
SKYAVN NL Equity	SKYWAY AVIATION HANDLING CO	18.01	Provide airline services - ground handling, cargo management, and aviation security services.
	Average	**39.87**	

ที่มา: BLOOMBERG

IPO Stock

สมมุติฐานการประมาณการ

	2566F	2567F	2568F	2569F	2570F	2571F	2572F	2573F	2574F	2575F
EBIT*(1-T)	400	552	701	766	841	923	1,012	1,109	1,214	1,329
ค่าเสื่อมราคา & ค่าตัดจำหน่าย	7	8	9	11	13	16	18	20	23	25
การเปลี่ยนแปลงเงินทุนหมุนเวียน	(56)	(25)	(25)	(12)	(13)	(14)	(16)	(17)	(18)	(20)
CAPEX	30	30	30	70	70	70	70	70	70	70
FCFF	**433**	**555**	**705**	**719**	**798**	**883**	**976**	**1,076**	**1,185**	**1,304**

	2576F	2577F	2578F	2579F	2580F	2581F	2582F	2583F	2584F	2585F
EBIT*(1-T)	1,453	1,589	1,740	1,784	1,840	1,897	1,957	2,018	2,080	2,145
ค่าเสื่อมราคา & ค่าตัดจำหน่าย	27	30	32	36	39	43	47	50	54	58
การเปลี่ยนแปลงเงินทุนหมุนเวียน	(22)	(24)	(26)	(10)	(10)	(10)	(11)	(11)	(11)	(12)
CAPEX	70	70	70	110	110	110	110	110	110	110
FCFF	**1,432**	**1,572**	**1,728**	**1,720**	**1,780**	**1,841**	**1,904**	**1,969**	**2,036**	**2,104**

	2586F	2587F	2588F	2589F	2590F	2591F	2592F	2593F	2594F
EBIT*(1-T)	2,212	2,280	2,351	2,423	2,498	2,576	2,655	2,737	2,821
ค่าเสื่อมราคา & ค่าตัดจำหน่าย	61	65	69	72	76	80	83	87	91
การเปลี่ยนแปลงเงินทุนหมุนเวียน	(12)	(12)	(13)	(13)	(14)	(14)	(14)	(15)	(15)
CAPEX	110	110	110	110	110	110	110	110	110
FCFF	**2,175**	**2,248**	**2,322**	**2,399**	**2,478**	**2,559**	**2,643**	**2,729**	**2,817**

มูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสดอิสระ	15,311	ล้านบาท	WACC	8.00%
หนี้สินสุทธิ	(689)	ล้านบาท	Wd	0.00%
มูลค่าส่วนของทุน	16,000	ล้านบาท	We	100.00%
			Rf	2.00%
			Rm - Rf	6.00%
			Beta	1.00

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเซีย พลัส

IPO Stock

การดำเนินงานด้าน ESG ของ SAV

มิติสิ่งแวดล้อม : กลุ่มบริษทฯ มีแนวทางปฏิบัติที่จะช่วยลดปัญหาโลกร้อน เช่น

- การพัฒนาระบบ e-Strip ขึ้นมาใช้ดำเนินงานแทนการใช้ paper-Strip
- การพัฒนาออกแบบเส้นทางการจราจราทางอากาศ โดยนำอุปกรณ์ช่วยเดินอากาศซึ่งอาศัยข้อมูลจากดาวเทียมเป็นหลัก มาใช้ในการพัฒนาออกแบบและจัดสร้างเส้นทางบินให้เป็นแบบขนานกันทิศทางเดียว (Uni-direction Parallel Area Navigation Route : RNAV Route) เพื่อเพิ่มความปลอดภัยและลดการล่าช้าภาคอากาศ (เส้นทางบินที่สั้นลง)
- นำระบบการบริหารความคล่องตัวการจราจรทางอากาศ (Air Traffic Flow Management – ATFM) เข้าใช้งาน เพื่อลดปริมาณการบินวนรอในระยะสูง - ต่ำที่สนามบินปลายทาง

มิติสังคม : กลุ่มบริษัทมีส่วนร่วมในการบริจาควัคซีนป้องกัน COVID-19 จากสถานการณ์ COVID-19 ที่เกิดขึ้นกับประชาชนในประเทศกัมพูชา และบริจาคอุปกรณ์การเรียนและเงินเพื่อสนับสนุนการศึกษาให้กับนักเรียนระดับประถมศึกษา โรงเรียนเกาะแกร์ จังหวัดพระวิหาร ประเทศกัมพูชา

มิติธรรมาภิบาล : กำกับดูแลบริษัทฯ ให้ดำเนินธุรกิจด้วยความโปร่งใส เป็นธรรม มีการบริหารความเสี่ยงอย่างมีประสิทธิภาพ แสวงหาโอกาสในการขยายธุรกิจและลงทุนในธุรกิจใหม่ ๆ ที่มีอนาคต และสามารถสร้างผลตอบแทนคืนสู่ผู้มีส่วนได้เสียอย่างคุ้มค่าและยั่งยืน

ความเสี่ยงที่สำคัญ

1. ความเสี่ยงจากธุรกิจของบริษัท แคมโบเดีย แอร์ ทราฟฟิค เซอร์วิส จำกัด (CATS) ที่จะไม่ได้ต่ออายุสัมปทาน ซึ่งจะสิ้นสุดอายุในปี 2594

2. ความเสี่ยงจากผลการดำเนินงานของ CATS ขึ้นอยู่กับการเติบโตของปริมาณการจราจรทางอากาศ ซึ่งจะได้รับ ผลกระทบอย่างมีนัยสำคัญจากอุตสาหกรรมการท่องเที่ยวในประเทศกัมพูชา และปัจจัยอื่นๆ ที่เกี่ยวข้องความ

3. รายได้ของ CATS ที่มาจากสัดส่วนค่าบริการสำหรับเที่ยวบินที่บินผ่านเขตน่านฟ้ากัมพูชา (Overflight) ซึ่งอยู่นอกเหนือการควบคุมของ CATS มากกว่าสัดส่วนค่าบริการที่ได้รับจากการทำการบินแบบนำเครื่องบินลงจอดและนำเครื่องบินขึ้นบริเวณท่าอากาศยานในประเทศกัมพูชา (Landing & Take-off)

IPO Stock

ประมาณการผลการดำเนินงานปี 2566-2568 ของ SAV

งบกำไรขาดทุน *(ล้านบาท)* *สิ้นสุด 31 ธ.ค.*	2565	2566F	2567F	2568F
ยอดขาย	1,218	1,473	1,861	2,249
ต้นทุนขาย	688	737	931	1,125
กำไรขั้นต้น	**530**	**737**	**931**	**1,125**
ค่าใช้จ่ายในการขาย	237	234	241	248
ดอกเบี้ยจ่าย	(56)	(0)	(0)	(0)
ค่าใช้จ่ายอื่น	8	15	18	22
รายได้อื่น	23	12	19	22
กำไรสุทธิก่อนหักภาษี	253	500	690	877
ภาษีเงินได้	54	100	138	175
ส่วนของผู้ถือหุ้นรายย่อย	-	-	-	-
รายการพิเศษอื่น ๆ	-	-	-	-
กำไรสุทธิ	200	400	552	701
กำไรจากการดำเนินงาน	**200**	**400**	**552**	**701**
Norm EPS	**0.35**	**0.62**	**0.86**	**1.10**
การเติบโตของยอดขาย	167.2%	21.0%	26.3%	20.9%
การเติบโตของกำไรจากการดำเนินงาน	-368.4%	100.4%	38.0%	27.1%
อัตราส่วนกำไรขั้นต้น	43.5%	50.0%	50.0%	50.0%
อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงาน	16.4%	27.2%	29.7%	31.2%

อัตราส่วนทางการเงิน *สิ้นสุด 31 ธ.ค.*	2565	2566F	2567F	2568F
อัตราส่วนสภาพคล่อง (เท่า)	1.09	2.38	2.49	2.68
อัตราส่วนหมุนเวียนลูกหนี้การค้า (เท่า)	7.37	7.41	7.41	7.41
อัตราส่วนหมุนเวียนสินค้าคงเหลือ (เท่า)	N/A	N/A	N/A	N/A
อัตราส่วนหมุนเวียนเจ้าหนี้การค้า (เท่า)	3.82	3.33	3.33	3.33
หนี้สินต่อส่วนผู้ถือหุ้น	5.63	0.44	0.43	0.40
Net Gearing Ratio	2.45	Net Cash	Net Cash	Net Cash
ผลตอบแทนจากสินทรัพย์เฉลี่ย	10.38%	16.10%	19.03%	21.26%
ผลตอบแทนจากผู้ถือหุ้นเฉลี่ย	82.80%	35.99%	27.30%	30.03%

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเซีย พลัส

IPO Stock

ประมาณการผลการดำเนินงานปี 2566-2568 ของ SAV

งบกระแสเงินสด *(ล้านบาท)* *สิ้นสุด 31 ธ.ค.*	2565	2566F	2567F	2568F
กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน				
กำไรก่อนภาษีเงินได้	253	500	690	877
รายการเปลี่ยนแปลงที่ไม่กระทบเงินสด	71	-	-	-
ค่าเสื่อมราคาและตัดจำหน่าย	63	-	-	-
กำไร/ขาดทุนจาก Fx ที่ไม่ได้รับรู้	0	-	-	-
อื่นๆ	(378)	(402)	(598)	(772)
เพิ่ม/ลด จากกิจกรรมการดำเนินงาน	282	308	415	539
กระแสเงินสดจากการดำเนินงานสุทธิ	**291**	**406**	**507**	**644**
กระแสเงินสดจากการลงทุน				
เพิ่ม/ลด จากการลงทุนระยะสั้น	-	-	-	-
เพิ่ม/ลด จากการลงทุนที่เกี่ยวข้อง	(28)	(30)	(30)	(30)
เพิ่ม/ลด จากสินทรัพย์ถาวร	(261)	-	-	-
กระแสเงินสดจากการลงทุนสุทธิ	**(290)**	**(30)**	**(30)**	**(30)**
กระแสเงินสดจากการจัดหาเงิน				
เพิ่ม/ลด เงินกู้	207	(1,170)	-	-
เพิ่ม/ลด ทุนและส่วนเกินมูลค่าหุ้น	-	1,345	-	-
เพิ่ม/ลด วอร์แรนท์	-	-	-	-
ลด จ่ายปันผล	-	(200)	(276)	(351)
กระแสเงินสดจากการจัดหาเงินสุทธิ	**207**	**(25)**	**(276)**	**(351)**
เพิ่ม/ลด เงินสดสุทธิ				

สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2565	2566F	2567F	2568F
เงินสดและเทียบเท่าเงินสด	339	690	891	1,154
ลูกหนี้การค้า	165	199	251	304
สินค้าคงเหลือ	0	0	0	0
สินทรัพย์สิทธิการใช้ +สินทรัพย์อื่นๆ	1,734	1,819	1,927	2,048
ที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์ สุทธิ	12	12	12	12
สินทรัพย์รวม	**2,249**	**2,720**	**3,081**	**3,517**
เจ้าหนี้การค้า+หนี้สินอื่นๆ	740	835	920	1,006
หนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยจ่ายระยะสั้น	430	0	0	0
หนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยจ่ายระยะยาว	741	1	1	1
หนี้สินรวม	**1,910**	**836**	**921**	**1,007**
ทุนที่ชำระแล้ว	288	320	320	320
ส่วนเกินมูลค่าหุ้น+สำรองตามกฎหมาย	24	1,337	1,337	1,337
กำไรสะสม	27	227	503	854
ส่วนของผู้ถือหุ้น	**339**	**1,884**	**2,160**	**2,510**
ส่วนของผู้ถือหุ้นรายย่อย	**-**	**-**	**-**	**-**
หนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น	**2,249**	**2,720**	**3,081**	**3,517**

สมมติฐานในการทำประมาณการ *สิ้นสุด 31 ธ.ค.*	2565	2566F	2567F	2568F
Landing & Take-off : International (เที่ยว)	12,839	23,589	34,530	45,472
Landing & Take-off : International (USD/เที่ยว)	618	640	640	640
Overflight (เที่ยว)	49,391	56,737	64,373	72,008
Overflight (USD/เที่ยว)	457	470	470	470
Gross margin เฉลี่ย	43.5%	50.0%	50.0%	50.0%
%SG&A/Sale	18.6%	15.9%	12.9%	11.0%
Effective tax rate	21.2%	20.0%	20.0%	20.0%

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเซีย พลัส

ASIA PLUS Securities