

SAMART AVIATION SOLUTIONS

(SAV TB/ SAV.BK)

ผู้บริหารการเดินอากาศในกัมพูชา

SAV เป็นบริษัทที่ลงทุนใน CATS ซึ่งเป็นผู้บริหารการจราจรทางอากาศในกัมพูชาที่ได้สัมปทานจากรัฐบาลกัมพูชาผ่าน SSCA เพียงผู้เดียวตั้งแต่ปี 2002 จนถึง ปี 2051 คาดบริษัทจะเติบโตไปพร้อมกับธุรกิจการบินในภูมิภาคที่กำลังขยายตัวตามอุตสาหกรรมการท่องเที่ยวในภูมิภาคและกัมพูชา คาดกำไรสุทธิของ SAV จะเติบโตเฉลี่ย 25.2% CAGR ช่วงปี 2023F-2027F หนุนจากฐานที่ต่ำจากช่วงโควิด การเติบโตของอุตสาหกรรมการบินและการท่องเที่ยว เราประเมินมูลค่าด้วยวิธี DCF ได้มูลค่า 1.73 หมื่นล้านบาท



Peerawat KUPATILERTPONG
Fundamental investment analyst on securities
+662 659 7000 ext 5008
Peerawat.kupatilerpong@krungrisecurities.com

ผู้นำธุรกิจการเดินอากาศในกัมพูชา

SAV ดำเนินธุรกิจลงทุนใน CATS ซึ่งได้รับสัญญาสัมปทานจากรัฐบาลประเทศกัมพูชา ตั้งแต่ปี 2002 ถึง ค.ศ. 2051 CATS มีหน้าที่รับผิดชอบในการบริการบริหารจราจรทางอากาศครอบคลุมน่านฟ้าและห้วงอากาศทั้งหมดของประเทศกัมพูชา ในพื้นที่ดังกล่าวมีขนาดประมาณ 181,035 ตารางกิโลเมตร โดยมีเส้นทางบินระหว่างประเทศ จำนวน 18 เส้นทางบิน และภายในประเทศ จำนวน 20 เส้นทางบิน และมีสนามบินระหว่างประเทศและในประเทศอย่างละ 3 สนามบิน

โอกาสการเติบโตไปพร้อมกับธุรกิจการบินในภูมิภาค

The Strategic Airport Planning Group ซึ่งเป็นที่ปรึกษาให้แก่สนามบินและสายการบิน คาดการณ์ว่าเที่ยวบินที่บินขึ้น-ลงในประเทศ จะมีการเติบโตตามอัตราการเติบโตของ GDP ของประเทศกัมพูชา ตั้งแต่ปี 2022 – 2027F ประมาณ 8.5% ต่อปี และ เที่ยวบินที่บินขึ้น-ลงระหว่างประเทศ และเที่ยวบินที่บินผ่านเขตน่านฟ้ากัมพูชา จะเติบโตตามประมาณการ GDP ประเทศกำลังพัฒนา (Emerging market) ในทวีปเอเชีย ประมาณ 6%-8% ต่อปี

ผลประกอบการก้าวกระโดดในช่วง 2023F – 2027F CAGR 25.2%

เราคาดการณ์กำไรสุทธิของ SAV จะเติบโตเฉลี่ย (CAGR) ที่ระดับร้อยละ 25.2% ในช่วงเวลา 2023F-2027F โดยได้รับปัจจัยสนับสนุนจาก (i) การเติบโตของรายได้ Overflight จากการบินของอุตสาหกรรมการบินในภูมิภาค, (ii) การเติบโตของรายได้ (landing and take-off) ทั้ง International และ Domestic จากการฟื้นตัวของ ภาคการท่องเที่ยวในกัมพูชา (iii) การประหยัดต่อขนาดของกลุ่มบริษัทฯ จะหนุนให้อัตรากำไรเพิ่มขึ้นในอัตราเร่งตัว

ประเมินมูลค่าบริษัทด้วยวิธี DCF ได้มูลค่าบริษัทที่ 1.73 หมื่นล้านบาท

เราตั้งสมมติฐาน Risk-free rate ที่อัตราร้อยละ 3.5 และ Risk premium ร้อยละ 8.0 โดยในส่วนของ Beta เราประเมินจากค่า ที่ 1.0x โดยเทียบกับบริษัทที่มีการดำเนินธุรกิจที่ใกล้เคียง ซึ่งมีค่า Beta อยู่ที่ราว 0.73x-1.20x ขณะที่โครงสร้างทางการเงินของบริษัทจะไม่มีหนี้ หลังจาก IPO จะได้ Weighted average cost of capital (WACC) ที่ 11.5% โดยการประเมินค่าคิดลดเงินสดในปี 2023F จนถึงปี 2051F (ปีที่สิ้นสุด สัมปทาน) จะได้มูลค่าที่ 1.73 หมื่นล้านบาท

Financial Summary

| Year to 31 Dec | Unit | 2021 | 2022 | 2023F | 2024F | 2025F |
|-------------------------|-------|--------|---------|-------|-------|-------|
| Revenue | (Btm) | 456 | 1,218 | 1,567 | 2,073 | 2,555 |
| Revenue growth | (%) | (36.2) | 167.2 | 28.7 | 32.3 | 23.3 |
| EBITDA | (Btm) | 7 | 377 | 554 | 805 | 1,045 |
| EBITDA growth | (%) | n.a. | 5,474.0 | 46.8 | 45.4 | 29.8 |
| Profit, core | (Btm) | (65) | 186 | 369 | 607 | 801 |
| Profit growth, core | (%) | n.a. | (385.0) | 97.9 | 64.8 | 31.9 |
| Profit, reported | (Btm) | (74) | 200 | 369 | 607 | 801 |
| Profit growth, reported | (%) | n.a. | (368.4) | 84.7 | 64.8 | 31.9 |
| EPS, core | (Bt) | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. |
| EPS growth, core | (%) | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. |
| DPS | (Bt) | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. |
| P/E, core | (x) | n.a. | n.a. | 47.0 | 28.5 | 21.6 |
| P/BV, core | (x) | n.a. | n.a. | 8.3 | 8.2 | 8.0 |
| ROE | (%) | (38.2) | 77.3 | 30.4 | 28.9 | 37.5 |
| Dividend yield | (%) | n.a. | n.a. | 3.3 | 4.4 | 5.4 |
| FCF yield | (%) | (0.1) | 0.3 | 1.8 | 2.4 | 4.2 |

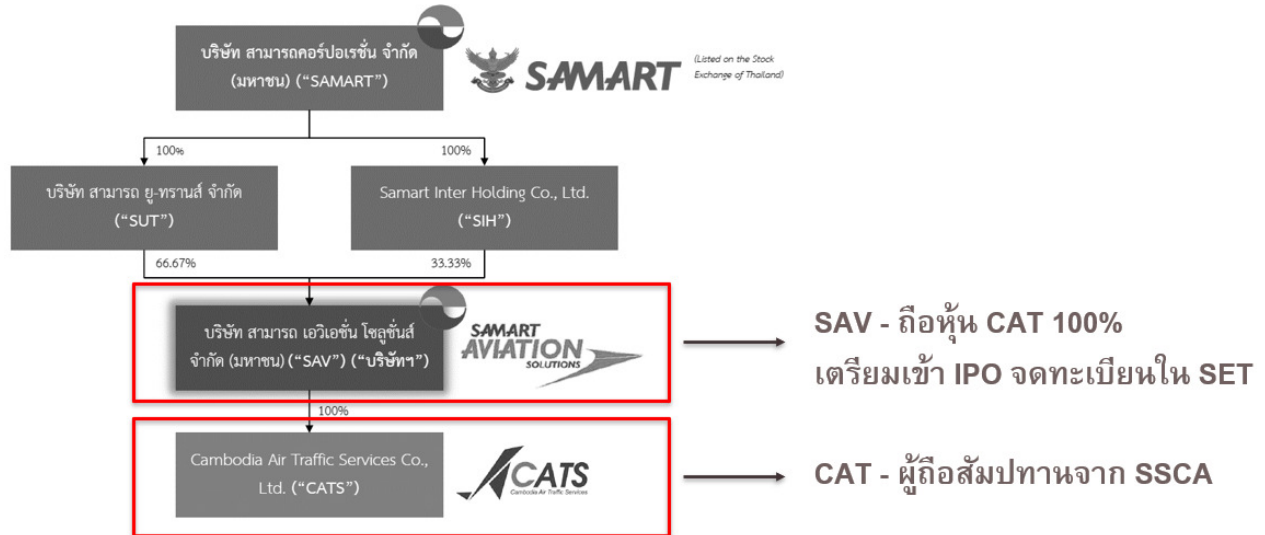
IPO issuance information

| | |
|-------------------------|---|
| ผู้ออกหลักทรัพย์: | บริษัท สามารถ เอวิเอชั่น โซลูชั่นส์ จำกัด (มหาชน) ("SAV") ("บริษัทฯ") |
| ชื่อย่อ: | SAV |
| จำนวนหุ้นเสนอขาย: | หุ้นสามัญจำนวนรวมไม่เกินร้อยละ 35.00 ของทุนจดทะเบียนชำระแล้วของบริษัทฯ (หรือไม่เกิน 224 ล้านหุ้น) ภายหลังการเสนอขายหุ้นสามัญของบริษัทฯ ในครั้งนี้ โดยแบ่งออกเป็น <ol style="list-style-type: none"> 1. หุ้นสามัญเพิ่มทุน จำนวนไม่เกิน 64,000,000 หุ้น คิดเป็นสัดส่วนไม่เกินร้อยละ 10.00 ของทุนจดทะเบียนชำระแล้วของบริษัทฯ ภายหลังการเสนอขายหุ้นสามัญของบริษัทฯ ในครั้งนี้ 2. หุ้นสามัญเดิมและจัดสรรหุ้นส่วนเกิน จำนวนไม่เกิน 30.00% ของทุนจดทะเบียนชำระแล้วของบริษัทฯ ภายหลังการเสนอขายหุ้นสามัญของบริษัทฯ ในครั้งนี้ |
| ทุนชำระแล้วก่อน IPO: | 576,000,000 หุ้น (288,000,000 บาท) |
| ทุนชำระแล้วหลัง IPO: | ไม่เกิน 640,000,000 หุ้น (320,000,000 บาท) |
| ราคาที่เราไว้ต่อหุ้น: | 0.5 บาท ต่อหุ้น |
| ตลาดหลักทรัพย์ | SET |
| หมวดธุรกิจ (sector) | ขนส่งและโลจิสติกส์ |
| เกณฑ์เข้าจดทะเบียน | เกณฑ์กำไรสุทธิ (Profit test) |
| นโยบายจ่ายปันผล | อัตราไม่น้อยกว่าร้อยละ 50 ของกำไรสุทธิตามงบการเงินเฉพาะกิจการหลังหักเงินสำรอง หรือ ดุลยพินิจของฝ่ายบริหารตามแผนการลงทุนและการขยายธุรกิจของบริษัทฯ รวมทั้งความจำเป็นและความเหมาะสมอื่นๆ ในอนาคต |
| วัตถุประสงค์การระดมทุน: | <ol style="list-style-type: none"> 1) เงินทุนหมุนเวียนภายในกิจการ 2) เพื่อใช้ชำระคืนหนี้สินกับสถาบันการเงิน |

โครงสร้างผู้ถือหุ้น

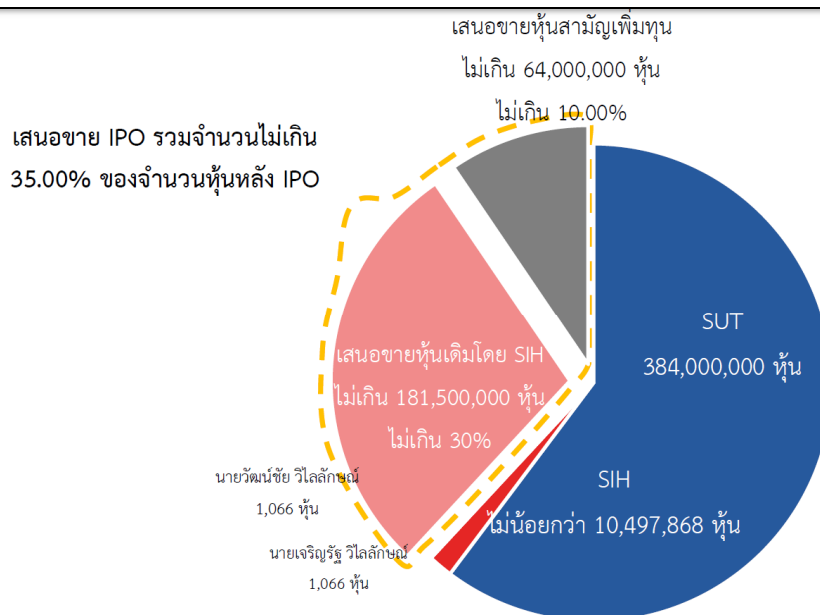
ก่อน IPO มีผู้ถือหุ้น SAV หลัก 2 ราย ได้แก่ บริษัท สามารถ ยู-ทรานส์ จำกัด (“SUT”) 66.67% และ บริษัท สามารถ อินเตอร์ โฮลดิ้ง จำกัด (“SIH”) 33.33% ซึ่งทั้ง 2 บริษัทเป็นบริษัทย่อยของ บริษัท สามารถคอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) (“SAMART”) โดย SAMART ถือหุ้น 100% ใน SUT และ SIH

Figure 1: โครงสร้างผู้ถือหุ้นก่อน IPO โดย SAMART ถือหุ้น SAV 100% ผ่านบริษัทย่อย SUT 66.67% และ SIH 33.33%



Source: Company data, Krungsri Securities

Figure 2: โครงสร้างผู้ถือหุ้นหลัง IPO จำนวนหุ้นนำเสนอรวมไม่เกิน 35% ของจำนวนหุ้นหลัง IPO โดยจะมาจากหุ้นเดิมไม่เกิน 30% และจากหุ้นเพิ่มทุนไม่เกิน 10%



Source: Company data, Krungsri Securities

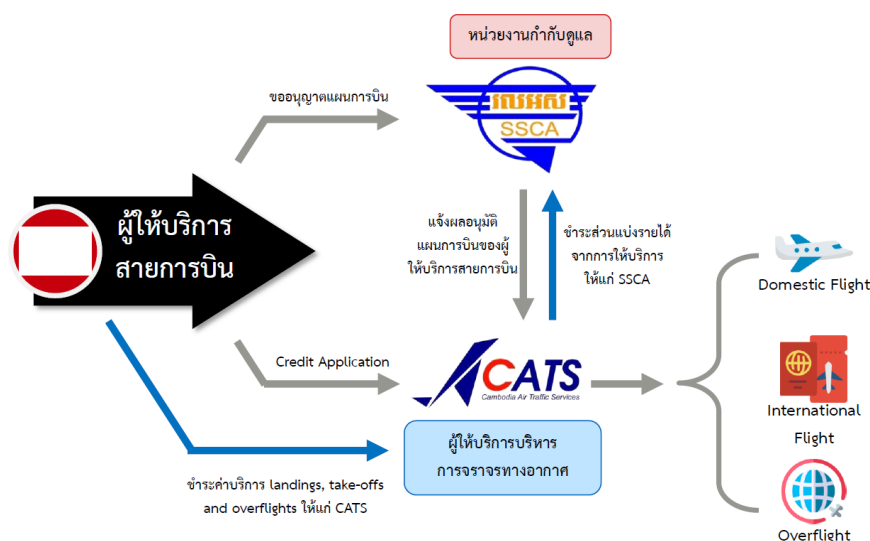
ข้อมูลบริษัทและลักษณะธุรกิจ

บริษัท สามารถ เอวิเอชั่น โซลูชั่นส์ จำกัด (มหาชน) (“บริษัทฯ” หรือ “SAV” เดิมชื่อบริษัท สามารถ ทราฟฟิก โซลูชั่นส์ จำกัด) ดำเนินธุรกิจลงทุนในบริษัทอื่น (Holding company) โดยเน้นการลงทุนในบริษัทที่ประกอบธุรกิจบริการการเดินอากาศ (Air Navigation Service : ANS) ปัจจุบันได้มีการถือสัดส่วนร้อยละ 100.00 ในบริษัท แคมโบเดีย แอร์ ทราฟฟิก เซอร์วิส จำกัด (“CATS”) เพียงบริษัทเดียว โดย CATS มีสัญญาสัมปทานจากรัฐบาลประเทศกัมพูชา โดยเริ่มทำสัญญาสัมปทานในปี 2001 และเริ่มนับอายุสัมปทานตั้งแต่ปี 2002 ถึงปี 2051

ทั้งนี้ CATS เป็นบริษัทสัญชาติกัมพูชาที่ประกอบธุรกิจบริการการเดินอากาศ (ANS) ในประเทศกัมพูชาแต่เพียงผู้เดียว ซึ่งรัฐบาลกัมพูชาในฐานะรัฐภาคีแห่งอนุสัญญาว่าด้วยการบินพลเรือนระหว่างประเทศ โดยสำนักงานเลขาธิการการบินพลเรือนกัมพูชา (State Secretariat of Civil Aviation : SSCA) ได้มอบหมายให้ CATS เป็นหน่วยงานผู้ให้บริการการเดินอากาศของประเทศ มีหน้าที่และความรับผิดชอบ คือ

- 1) การบริหารจราจรทางอากาศ (Air Traffic Management: ATM) ภายในเขตแกลงข่าวการบินพนมเปญ (Phnom Penh Flight Information Region: 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) และการบริการด้านแผนภูมิการเดินอากาศ (Aeronautical Charts)

Figure 3: กระบวนการให้บริการของ CAT ซึ่งเป็นบริษัทลูกของ SAV



Source: Company data, Krungsri Securities

ลักษณะของการบริการ การบริหารจราจรทางอากาศ

CATS มีหน้าที่ในการบริการบริหารจราจรทางอากาศครอบคลุมน่านฟ้าและห้วงอากาศทั้งหมดของประเทศกัมพูชา ห้วงอากาศดังกล่าว คือ เขตแกลงข่าวการบินพนมเปญ (Phnom Penh FIR) ซึ่งปัจจุบัน ในพื้นที่ดังกล่าวมีขนาดประมาณ 181,035 ตารางกิโลเมตร โดยมีเส้นทางบินระหว่างประเทศ (International Air Traffic Service Route) จำนวน 18 เส้นทางบิน เส้นทางบินภายในประเทศ (Domestic Air Traffic Service Route) จำนวน 20 เส้นทางบิน และมีสนามบินระหว่างประเทศจำนวน 3 สนามบิน และสนามบินภายในประเทศจำนวน 3 สนามบิน

CATS ได้มีการปรับปรุงและพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานอย่างต่อเนื่องในการบริการจราจรทางอากาศ โดยมีศูนย์ควบคุมจราจรทางอากาศตามเส้นทางบิน (Area Control Center: ACC) 1 แห่ง หน่วยควบคุมจราจรทางอากาศเขตประชิดสนามบิน (Approach Control Office) 3 หน่วยและหอควบคุมจราจรทางอากาศเขตสนามบิน (Aerodrome Control Tower) อีก 6 แห่ง

โดยการบริการจราจรทางอากาศสามารถแบ่งได้เป็น 3 ส่วน 1. การบริหารจราจรทางอากาศ (Air Traffic Management) 2. การบริหารห้วงอากาศ (Airspace Management) 3. การบริหารความคล่องตัวและความสามารถในการรองรับการจราจรทางอากาศ (Air Traffic Flow and Capacity Management)

การบริหารจราจรทางอากาศ (Air Traffic Management)

การบริการควบคุมการจราจรทางอากาศมีวัตถุประสงค์เพื่อป้องกันการชนกันระหว่างอากาศยานเองหรือระหว่างอากาศยานและสิ่งกีดขวางบนพื้นที่ขยับเคลื่อน อีกทั้งเพื่อให้เกิดความรวดเร็วและรักษาความปลอดภัย ความเป็นระเบียบของการจราจรทางอากาศ โดยการบริการควบคุมการจราจรทางอากาศสามารถแบ่งได้เป็น 3 ส่วนงานหลัก ดังนี้

1. การบริการควบคุมจราจรทางอากาศเขตสนามบิน (Aerodrome Control Service)

เป็นการบริการสำหรับอากาศยานปฏิบัติการบริเวณสนามบิน โดยเป็นการจัดลำดับการขึ้นลงของอากาศยาน การให้คำอนุญาตในการการขยับเคลื่อน (Taxi) รวมทั้งให้ข้อมูล ในเขตพื้นที่ขยับเคลื่อน ได้แก่ ทางขับ (Taxi way) ทางวิ่ง (Runway) และลานจอด (Apron) รวมทั้งในวงจราจรบิน (Traffic Pattern) บริเวณใกล้เคียงสนามบิน (Aerodrome Vicinity)

การบริการในส่วนนี้ ดำเนินการโดยหอบังคับการบิน (Aerodrome Control Tower) ซึ่งมีพื้นที่รับผิดชอบภายในรัศมี 10 ไมล์ทะเล (Nautical Miles) จากสนามบิน จากพื้นดินจนถึงระยะความสูงประมาณ 3,000 ฟุต ปัจจุบัน CATS ให้บริการดังกล่าวนี้ ณ สนามบินทุกแห่งทั่วประเทศกัมพูชา

2. การบริการควบคุมจราจรทางอากาศเขตประชิดสนามบิน (Approach Control Office)

เป็นการบริการสำหรับอากาศยานที่กำลังทำการบินเข้า-ออกระหว่างสนามบินกับเส้นทางบินที่กำหนดไว้ในแผนการบิน (Flight Plan) เพื่อป้องกันไม่ให้อากาศยานชนกันในอากาศ การให้บริการดังกล่าวดำเนินการโดยศูนย์ควบคุมจราจรทางอากาศเขตประชิดสนามบิน (Approach Control Center) ตั้งอยู่ที่ CATS Building กรุงพนมเปญ ให้บริการมีเฉพาะที่สนามบินนานาชาติ 3 แห่ง

3. การบริการควบคุมการจราจรทางอากาศตามเส้นทางบิน (Area Control Service) เป็นการให้บริการสำหรับอากาศยานที่บินอยู่ตามเส้นทางบินภายในอาณาเขตแกล่งข่าวการบินพนมเปญ โดยมีการให้คำอนุญาต (Clearance) ในการใช้ความสูงและบินตามเส้นทางบินที่กำหนดไว้ และเพื่อป้องกันไม่ให้อากาศยานชนกันในอากาศ โดยใช้ระบบติดตามอากาศยานเช่น เรดาร์ (Radio Detection and Ranging: Radar) การให้บริการดังกล่าวดำเนินการโดยศูนย์ควบคุมการจราจรทางอากาศตามเส้นทางบิน (Area Control Center : Phnom Penh Area Control Center) ซึ่งตั้งอยู่ที่ CATS Building กรุงพนมเปญ

Figure 4: Phnom Penh FIR และ FIR ใกล้เคียง



Source: Company data, Krungsri Securities

การบริหารห้วงอากาศ (Airspace Management)

การเพิ่มประสิทธิภาพในการใช้ห้วงอากาศ และเพิ่มขีดความสามารถในการรองรับเที่ยวบินขณะที่ความปลอดภัยยังคงอยู่ โดยการบริหารห้วงอากาศเกี่ยวข้องกับการเตรียมการห้วงอากาศโดยการพัฒนาและปรับปรุงโครงสร้างเส้นทางบิน (Air Traffic Route Structure) รวมทั้งการปรับเพิ่มพื้นที่ในการบริการควบคุมของเจ้าหน้าที่ควบคุมจราจรทางอากาศ (Air Traffic Control Sector)

การบริหารความคล่องตัวและความสามารถในการรองรับการจราจรทางอากาศ (Air Traffic Flow and Capacity Management)

เพื่อบริหารความสมดุลของปริมาณของอากาศยานที่เข้ารับบริการและขีดความสามารถในการรองรับเที่ยวบิน ภายในเขต Phnom Penh FIR และเพื่อให้การบินเป็นไปอย่างปลอดภัยและมีประสิทธิภาพ ลดการวนรอในภาคอากาศ (Airborne Holding) ของเครื่องบิน โดยบริหารจำนวนเครื่องบินให้สอดคล้องกับขีดความสามารถในการรองรับที่ลดลงของแต่ละสนามบิน

หน่วยงานบริหารความคล่องตัวของจราจรทางอากาศ จะทำการประสานงานและแจ้งกำหนดเวลาวิ่งขึ้นให้กับอากาศยานที่จะวิ่งขึ้นจากสนามบินต้นทางทั้งภายในและต่างประเทศ เพื่อให้เดินทางมาถึง ในเวลาที่เหมาะสมและสอดคล้องกับขีดความสามารถของสนามบิน

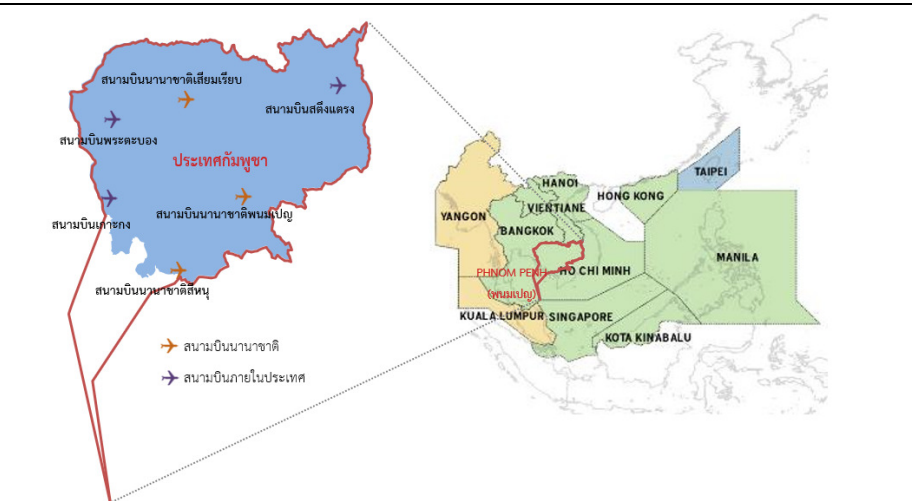
เขตแกลงข่าวการบินพนมเปญ (Phnom Penh FIR)

เขตแกลงข่าวการบิน (Flight Information Region หรือ FIR) คือขอบเขตของน่านฟ้าในความรับผิดชอบของแต่ละประเทศ โดยมีผู้ให้บริการบริหารจัดการจราจรทางอากาศ รวมถึงให้ข้อมูลข่าวสารเกี่ยวกับการบินเพื่อให้เขตน่านฟ้าปลอดภัยและมีประสิทธิภาพ

ทั้งนี้ การแบ่งเขตแกลงข่าวจะพิจารณาจากภูมิประเทศของแต่ละประเทศเป็นหลัก แต่ละประเทศอาจมีเขตแกลงข่าวการบินเพียงเขตเดียวหรือมากกว่าหนึ่งเขตก็ได้ สำหรับเขตน่านฟ้าที่คาบเกี่ยวกับมหาสมุทรต่างๆ ก็จะถูกนับเป็นเขตแกลงข่าวการบินเช่นเดียวกัน International Civil Aviation Organization : ICAO จะเป็นผู้กำหนดขอบเขตที่คาบเกี่ยวกับมหาสมุทรให้กับประเทศที่มีพรมแดนใกล้เคียง จึงทำให้เขตแกลงข่าวการบินไม่มีขนาดที่เป็นมาตรฐาน ขึ้นอยู่กับภูมิประเทศของแต่ละประเทศ รวมถึงขนาดของประเทศ และพื้นที่มหาสมุทรโดยรอบประเทศนั้นๆ

สำหรับประเทศกัมพูชานั้น มีเขตแกลงข่าวการบินเพียงแห่งเดียวคือ เขตแกลงข่าวการบินพนมเปญ (Phnom Penh FIR) โดยมีขอบเขตเป็นไปตามแผนภาพด้านล่าง โดยมีอาณาเขตแกลงข่าวการบินที่ติดกัน ได้แก่ เขตแกลงข่าวการบินกรุงเทพ Bangkok FIR ประเทศไทย เขตแกลงข่าวการบินโฮจิมิน (Ho Chi Minh FIR) ประเทศเวียดนาม และ เขตแกลงข่าวการบินเวียงจันทน์ (Vientiane FIR) ประเทศลาว

Figure 5: Phnom Penh FIR และ FIR ใกล้เคียง



Source: Company data, Krungsri Securities

สนามบินในประเทศกัมพูชา

ปัจจุบันประเทศกัมพูชามีสนามบินที่เปิดให้บริการรวม 6 แห่งได้แก่ ได้แก่ สนามบินนานาชาติพนมเปญ (Phnom Penh International Airport) สนามบินนานาชาติเสียมเรียบ (Siem Reap International Airport) และสนามบินนานาชาติสีหนุ (Sihanouk International Airport) ซึ่งเป็นสนามบินที่ให้บริการการบินทั้งในประเทศและนานาชาติ รวมไปถึงสนามบินพระตะบอง (Battambang Airport) สนามบินเกาะกง (Koh Kong Airport) และสนามบินสตึงเตรง (Stung Treng Airport) ซึ่งให้บริการเฉพาะการบินภายในประเทศ

โดยสนามบินหลักที่มีการดำเนินการอย่างมีนัยสำคัญ 3 สนามบิน จะเป็นสนามบินนานาชาติทั้ง 3 แห่ง

Figure 6: ท่าอากาศยานนานาชาติเตโช ตากมา (พนมเปญใหม่)



Source: Company data

Figure 7: ท่าอากาศยานนานาชาติเสียมเรียบ แห่งใหม่



Source: Company data

Figure 8: ท่าอากาศยานนานาชาติสีหนุ



Source: Company data

นอกจากนี้ทางรัฐบาลกัมพูชาได้มีการลงทุนเพื่อขยายสนามบินนานาชาติ ได้แก่ **สนามบินนานาชาติเตโช (Techo International Airport):** หรือสนามบินนานาชาติพนมเปญแห่งใหม่ สร้างเพื่อทดแทนสนามบินนานาชาติพนมเปญเดิมซึ่งสามารถรองรับผู้โดยสารเพิ่มขึ้นจาก 6-7 ล้านคน/ปี เป็น 10 ล้านคน/ปีในปี 2024, 27 ล้านคนในปี 2030 และ 30 ล้านคนในปี 2060 โดยมีรันเวย์ขนาด 4F ซึ่งเป็นขนาดใหญ่ที่สุด คาดว่าจะเริ่มดำเนินการได้ใน 4Q24

Figure 9: รายละเอียดสนามบินนานาชาติเตโช (พนมเปญใหม่)

| | |
|------------------------------|--|
| ผู้พัฒนาโครงการ | Cambodia Airport Investment Company (CAIC) |
| มูลค่าโครงการ | 1,500 ล้านดอลลาร์สหรัฐ |
| ขนาด / ระดับของท่าอากาศยาน | 4F (B747, A380) |
| Runway | 4000*60m (ประกอบด้วย 2 runway: 1 ในปี 2567 และ 2 ในปีเฟสอนาคต) |
| Airport Capacity | 2024F= 10 ล้านคน/ 2030F= 27 ล้าน/ 2040F= 30 ล้าน |
| ช่วงที่คาดว่าจะเปิดดำเนินการ | ภายในไตรมาส 4 ปี 2024 |
| ความคืบหน้า ณ 31 มี.ค. 2566 | ประมาณร้อยละ 45.00 ของทั้งโครงการ |

Source: Company data, Krungsri Securities

ภาพรวมเศรษฐกิจในประเทศกัมพูชา

ประเทศกัมพูชาเป็นหนึ่งในประเทศที่มีการเติบโตทางเศรษฐกิจสูงในภูมิภาคเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ โดยมีการคาดการณ์ว่าผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศ (GDP) ของประเทศกัมพูชาจะเพิ่มขึ้นด้วยอัตราการเติบโตเฉลี่ยต่อปี (CAGR) ที่ร้อยละ 8.5 ในช่วงปี 2022 ถึงปี 2027F จากรายงานของ IMF

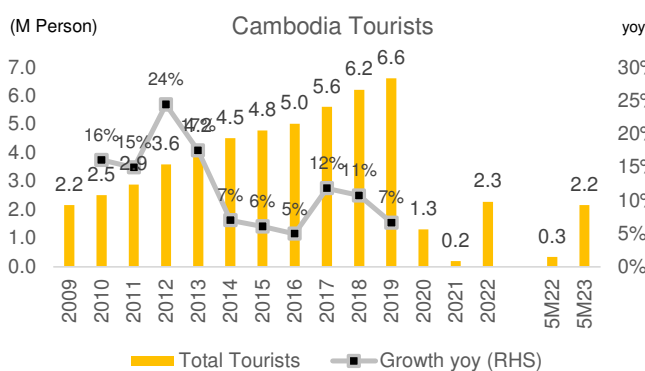
อุตสาหกรรมท่องเที่ยวของประเทศกัมพูชา

อุตสาหกรรมการท่องเที่ยวเป็นปัจจัยสำคัญที่ส่งผลต่อผลการดำเนินงานของบริษัทฯ โดยอุตสาหกรรมการท่องเที่ยวในประเทศกัมพูชา จะส่งผลต่อจำนวนเที่ยวบินประเภท Landing & Take-off ในประเทศ และ Landing & Take-off ระหว่างประเทศ โดยอุตสาหกรรมการท่องเที่ยวของประเทศกัมพูชามีการเติบโตอย่างต่อเนื่อง เป็นผลมาจากรัฐบาลของกัมพูชามีการสนับสนุนอุตสาหกรรมการท่องเที่ยวเป็นอย่างมาก รวมถึงการท่องเที่ยวจากประเทศเพื่อนบ้าน เช่น เวียดนาม ไทย จีน เป็นต้น

ปริมาณนักท่องเที่ยวที่เข้ามาท่องเที่ยวในกัมพูชามีจำนวนเพิ่มขึ้นต่อเนื่องมาโดยตลอด โดยในปี 2013 มีจำนวนนักท่องเที่ยว 3.17 ล้านคน และในปี 2019 มีจำนวนนักท่องเที่ยว 6.61 ล้านคน และในปี 2020-2022 ซึ่งเป็นช่วงที่เกิดสถานการณ์ COVID-19 จำนวนนักท่องเที่ยวจึงลดลงเหลือ 1.02 ล้านคน 0.17 ล้านคน 2.3 ล้านคน นักท่องเที่ยวส่วนใหญ่จะเป็นนักท่องเที่ยวชาวจีน เวียดนาม และประเทศในภูมิภาคเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ เป็นหลัก ซึ่งเน้นการท่องเที่ยวเชิงประวัติศาสตร์และวัฒนธรรม สถานที่ท่องเที่ยวหลักของกัมพูชา ได้แก่ ปราสาทนครวัด นครธม เป็นต้น โดยในปี 2022 นักท่องเที่ยวจากประเทศเวียดนาม ประเทศไทย และประเทศจีน เป็นนักท่องเที่ยว 3 อันดับแรกที่เดินทางมายังกัมพูชา

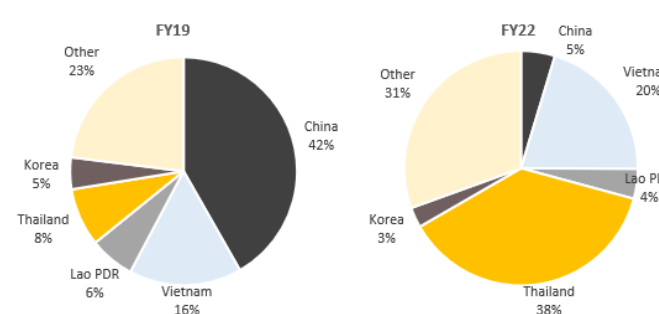
ทั้งนี้ นักท่องเที่ยวส่วนใหญ่นิยมเข้ามาท่องเที่ยวในกัมพูชาในช่วงไตรมาส 1 และไตรมาส 4 ซึ่งเป็นช่วง High Season จำนวนนักท่องเที่ยวรายไตรมาสแสดงดังแผนภาพ

Figure 13: ปริมาณนักท่องเที่ยวประเทศกัมพูชา ช่วงปี 2009-2022



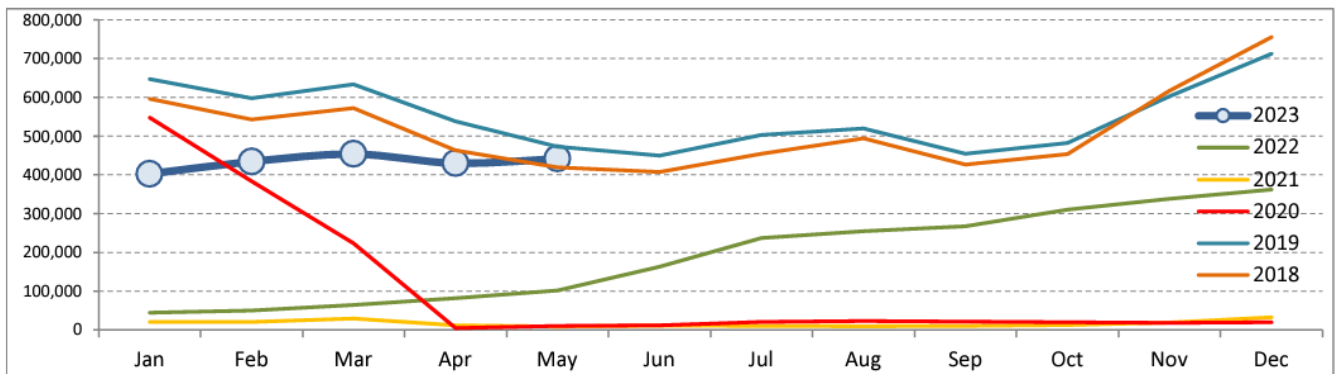
Source: รายงานสถิติการท่องเที่ยวประเทศกัมพูชาปี 2009 - 2023

Figure 14: นักท่องเที่ยวประเทศกัมพูชารายประเทศ ปี2019 และ 2022



Source: รายงานสถิติการท่องเที่ยวประเทศกัมพูชา

Figure 15: ปริมาณนักท่องเที่ยวประเทศกัมพูชารายเดือน ปี 2018 - 2023



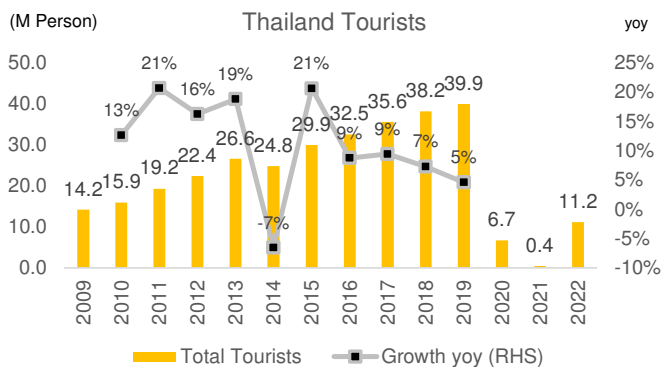
Source: รายงานสถิติการท่องเที่ยวประเทศกัมพูชา

อุตสาหกรรมท่องเที่ยวของประเทศไทย กับ เวียดนาม

อุตสาหกรรมการท่องเที่ยวของประเทศไทยเพื่อนบ้านกัมพูชา อย่างประเทศเวียดนาม และ ประเทศไทย จะส่งผลต่อจำนวนเที่ยวบินประเภท Overflight โดยประเทศเวียดนามและประเทศไทย เป็นประเทศต้นทางที่มีจำนวนเที่ยวบินประเภท Overflight บินผ่านกัมพูชาสูงที่สุดสองอันดับแรก หากการท่องเที่ยวประเทศเวียดนามและประเทศไทยมีการเติบโตขึ้น จะส่งผลให้มีจำนวนเที่ยวบิน Overflight บินผ่านกัมพูชามากขึ้นเช่นกัน โดยสภาพอุตสาหกรรมการท่องเที่ยวประเทศกัมพูชา ประเทศเวียดนาม และประเทศไทย มีรายละเอียด ดังนี้

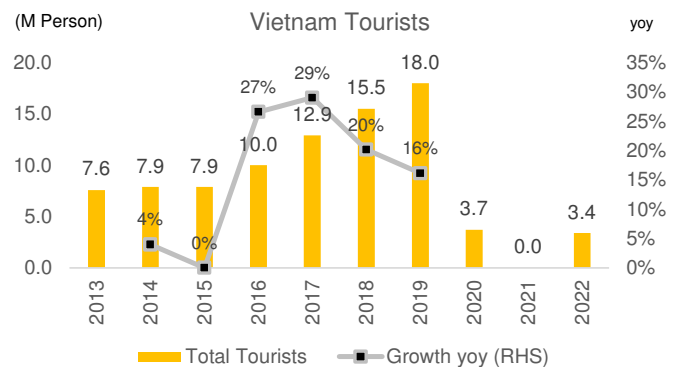
1. อุตสาหกรรมการท่องเที่ยวประเทศไทย – ปริมาณนักท่องเที่ยวต่างชาติที่เข้ามาท่องเที่ยวในประเทศไทยมีจำนวนเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องมาโดยตลอด โดยในปี 2013 มีจำนวนนักท่องเที่ยว 26.6 ล้านคน และในปี 2019 มีจำนวนนักท่องเที่ยว 39.9 ล้านคน คิดเป็นอัตราการเติบโตเฉลี่ยต่อปี (Compound Annual Growth Rate: CAGR) เท่ากับ ร้อยละ 5.95 และในปี 2020 และ 2022 มีจำนวนนักท่องเที่ยว 6.7 ล้านคน และ 11.2 ล้านคน ตามลำดับ คิดเป็นอัตราการเติบโตร้อยละ 18.50
2. อุตสาหกรรมการท่องเที่ยวประเทศเวียดนาม – ปริมาณนักท่องเที่ยวต่างชาติที่เข้ามาท่องเที่ยวในประเทศเวียดนามมีจำนวนเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องมาโดยตลอด โดยในปี 2013 มีจำนวนนักท่องเที่ยว 7.57 ล้านคน และในปี 2019 มีจำนวนนักท่องเที่ยว 18 ล้านคน คิดเป็นอัตราการเติบโตเฉลี่ยต่อปี (Compound Annual Growth Rate: CAGR) เท่ากับ ร้อยละ 13.17 และในปี 2020 ได้รับผลกระทบจากโควิดและเริ่มฟื้นตัวปี 2022 มีจำนวนนักท่องเที่ยว 3.7 ล้านคน และ 3.4 ล้านคน ตามลำดับ

Figure 16: ปริมาณนักท่องเที่ยวประเทศไทย ปี 2009-2022



Source: เว็บไซต์ กระทรวงการท่องเที่ยวและกีฬา

Figure 17: ปริมาณนักท่องเที่ยวเวียดนาม ปี 2009-2022



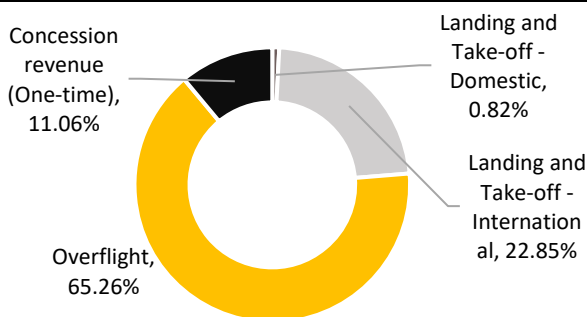
Source: เว็บไซต์ Vietnam National Administration of Tourism, Ministry of Culture, Sports & Tourism

โครงสร้างรายได้ของบริษัท

รายได้ของ CATS แบ่งออกเป็น 3 ประเภทหลัก ได้แก่

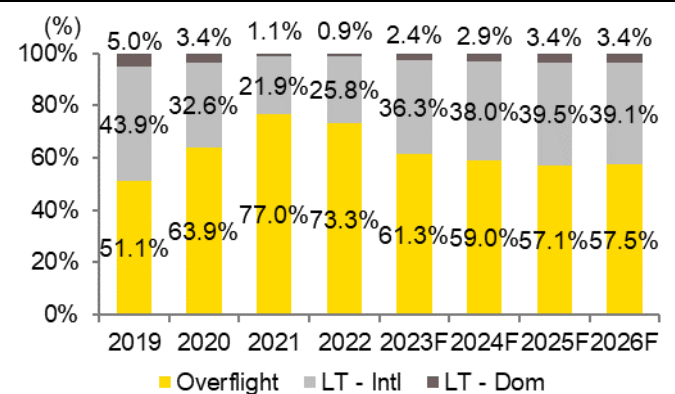
1. รายได้ค่าบริการสำหรับเที่ยวบินที่บินขึ้น-ลงในประเทศ (Landing & Take-off Domestic) เป็นค่าบริการควบคุมจราจรทางอากาศที่ CATS เรียกเก็บจากสายการบินที่มีการทำการบินขึ้น-ลงที่สนามบินภายในประเทศกัมพูชา
2. รายได้ค่าบริการสำหรับเที่ยวบินที่บินขึ้น-ลงระหว่างประเทศ (Landing & Take-off: International) เป็นค่าบริการควบคุมจราจรทางอากาศที่ CATS เรียกเก็บจากสายการบินที่มีการทำการบินขึ้น-ลงที่สนามบินภายในประเทศกัมพูชา ซึ่งมีเส้นทางการบินระหว่างประเทศกัมพูชากับประเทศอื่นๆ
3. รายได้ค่าบริการสำหรับเที่ยวบินที่บินผ่านเขตน่านฟ้ากัมพูชา (Overflight) เป็นรายได้ค่าบริการควบคุมจราจรทางอากาศที่ CATS เรียกเก็บจากสายการบินที่มีการนำเครื่องบินบินผ่านเขตน่านฟ้ากัมพูชา (Phnom Penh FIR) จากท่าอากาศยานแห่งหนึ่งนอกประเทศกัมพูชา ไปยังอีกท่าอากาศยานหนึ่งนอกประเทศกัมพูชา ซึ่งมีได้มีการนำเครื่องบินลงจอดในสนามบินประเทศกัมพูชา

Figure 18: โครงสร้างรายได้ SAV แบ่งตามประเภท สำหรับปี FY22



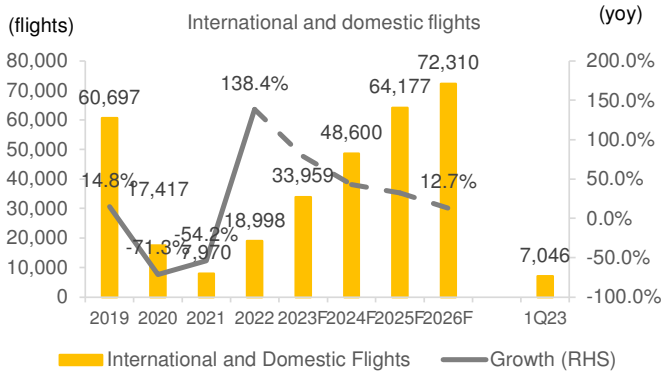
Source: Company data

Figure 19: ประมาณการโครงสร้างรายได้ในอนาคตของ SAV



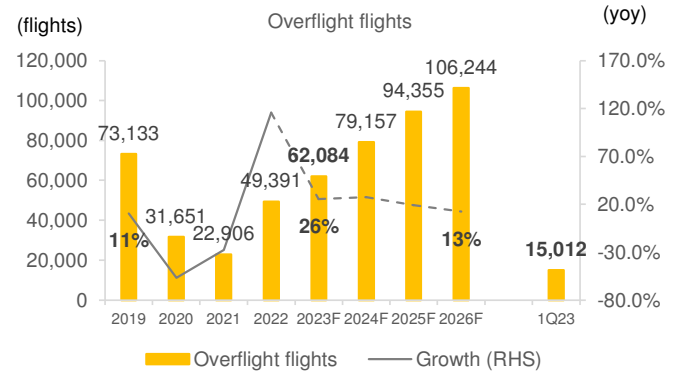
Source: Company historical data, Krungsri Securities estimates

Figure 20: ประมาณการ การขึ้นลงของเที่ยวบิน (ไม่รวมเที่ยวบินฟรี)



Source: Company historical data, SAP, Krungsri Securities estimates

Figure 21: ประมาณการ เที่ยวบิน Overflight (ไม่รวมเที่ยวบินฟรี)



Source: Company historical data, SAP, Krungsri Securities estimates

ทั้งนี้ สำหรับอัตราค่าบริการสำหรับการบินแบบ Landing & Take-off จะนับการนำเครื่องบินลงจอดและการนำเครื่องบินลำเดิมขึ้นออกจากท่าอากาศยานเป็นการให้บริการ 1 ครั้ง และอัตราค่าบริการสำหรับการบินแบบ Overflight จะนับการบินเข้าและผ่านเขต Phnom Penh FIR เป็น 1 ครั้ง โดย CATS จะเก็บค่าบริการจากสายการบินทั้งแบบรับชำระเงินล่วงหน้า และรับชำระเงินภายหลัง (Credit term) โดยการวางบิล ซึ่งอาจแตกต่างกันไปสำหรับแต่ละสายการบินขึ้นอยู่กับข้อตกลงร่วมกัน เช่น การวางบิลในลักษณะแยกตามสนามบิน หรือการวางบิลแยกตามประเภทของเครื่องบิน เป็นต้น

Figure 22: ตารางอัตราค่าบริการสำหรับการบินแบบ Landing & Take-off และ Overflight

| MTOW (ตัน) | ตัวอย่างของประเภทเครื่องบิน | อัตราค่าบริการสำหรับการบินแบบ Landing & Take-off (เหรียญสหรัฐฯ ต่อครั้ง) | อัตราค่าบริการสำหรับการบินแบบ Overflight (เหรียญสหรัฐฯ 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: Company data; Note that Siem Reap and other airports will charged lower Landing & take-off charge (70% for Siem Reap and 50% for others) for only local airline companies and domestic flights

Figure 23: โครงสร้างและประมาณการของขนาดเครื่องบินที่ให้บริการ SAV

| MTOW (ตัน) | 2022 | 3M2023 | 2022 | 3M2023 | 2029F | 2051F |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| > 300 | 8,621 | 1,935 | 12.6% | 8.8% | 12.0% | 12.7% |
| 201 – 300 | 12,183 | 3,471 | 17.8% | 15.7% | 17.9% | 19.0% |
| 101 – 200 | 1,032 | 174 | 1.5% | 0.8% | 1.3% | 1.8% |
| 51 – 100 | 37,427 | 13,693 | 54.7% | 62.1% | 60.9% | 60.2% |
| 26 – 50 | 870 | 303 | 1.3% | 1.4% | 1.0% | 1.3% |
| 11 – 25 | 3,704 | 1,470 | 5.4% | 6.7% | 5.0% | 3.0% |
| 4 – 10 | 1,738 | 369 | 2.5% | 1.7% | 0.4% | 0.4% |
| ≤ 3 | 2,815 | 642 | 4.1% | 2.9% | 1.5% | 1.6% |
| รวม | 68,390 | 22,057 | 100.0% | 100.0% | 100.0% | 100.0% |

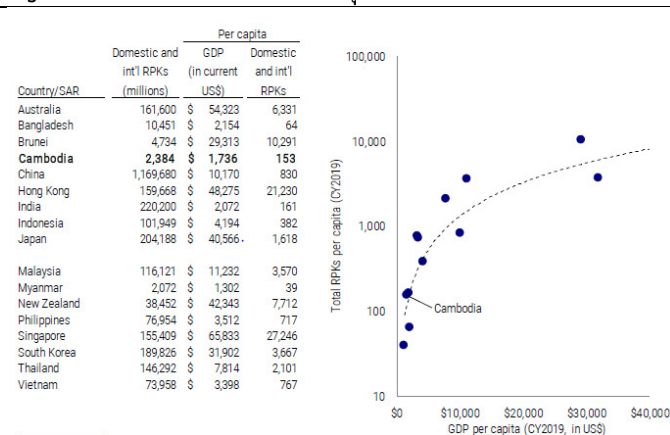
Source: Company data, SAP

การประมาณการ จำนวนเที่ยวบินของประเทศกัมพูชา

The Strategic Airport Planning Group (“SAP”) ซึ่งเป็นที่ปรึกษาให้แก่สนามบินและสายการบิน ด้านกลยุทธ์และการวางแผนเกี่ยวกับการบิน ได้มีการศึกษาถึงปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อปริมาณการท่องเที่ยทางอากาศ จากการศึกษาพบว่าผลิตภัณฑ์มวลรวมของแต่ละประเทศ (Gross Domestic Product: GDP) มีความสัมพันธ์กับอุตสาหกรรมท่องเที่ยวของประเทศนั้นๆ เป็นอย่างมาก

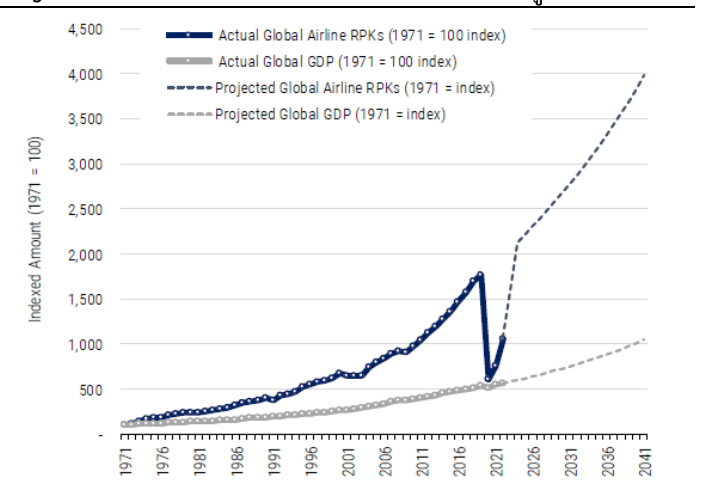
โดยจากการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างปริมาณการท่องเที่ยทางอากาศรวม ซึ่งแสดงจากปริมาณการขนส่งผู้โดยสารคิดเป็นคน-กิโลเมตร (Revenue Passenger Kilometers : RPKs) กับ ผลิตภัณฑ์มวลรวมต่อหัว (Gross Domestic Product per Capita) ของ ประเทศในภูมิภาคเอเชียแปซิฟิก แสดงให้เห็นว่า ประเทศที่มีผลิตภัณฑ์มวลรวมต่อหัวสูง จะมีปริมาณการท่องเที่ยทางอากาศสูงด้วย โดยแสดงได้ตามแผนภาพด้านล่าง

Figure 24: GDP มีความสัมพันธ์กับอุตสาหกรรมท่องเที่ยวอย่างมาก



Source: SAP study from ICAO and IMF datas

Figure 25: คาดการณ์ว่า GDP และ RPKs จะเติบโตอย่างสูง

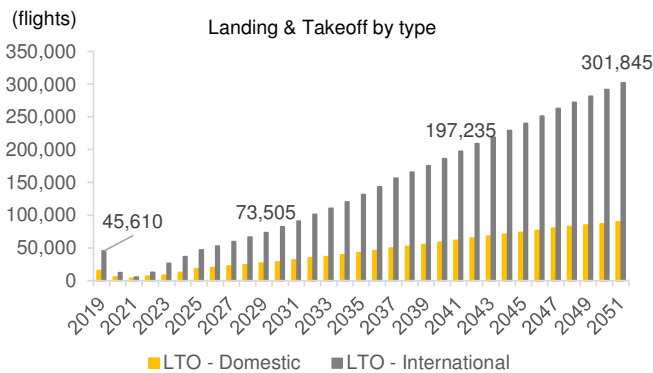


Source: SAP study

เราทำการประมาณการจำนวนเที่ยวบินของประเทศกัมพูชาทั้ง 3 ประเภท โดยอ้างอิงการศึกษาของ SAP และมีการกำหนดสมมติฐาน ดังนี้

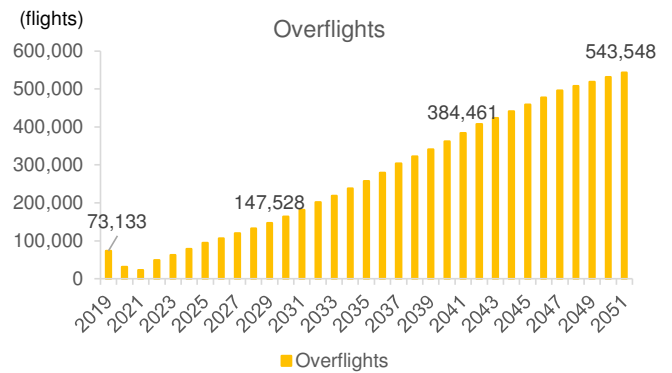
1. เที่ยวบินที่บินขึ้น-ลงในประเทศ (Landing & Take-off: Domestic): กำหนดสมมติฐานตามประมาณการอัตราการเติบโตของผลิตภัณฑ์มวลรวม (GDP) ของประเทศกัมพูชา คาดการณ์โดย International Monetary Fund (IMF) ซึ่งประมาณการอัตราการเติบโตของ GDP ประเทศกัมพูชาตั้งแต่ปี 2022 – 2027F เท่ากับร้อยละ 8.5 ต่อปี
2. เที่ยวบินที่บินขึ้น-ลงระหว่างประเทศ (Landing & Take-off: International) และเที่ยวบินที่บินผ่านเขตน่านฟ้ากัมพูชา (Overflight): กำหนดสมมติฐานตามประมาณการอัตราการเติบโตของผลิตภัณฑ์มวลรวม (GDP) ประเทศกำลังพัฒนา (Emerging market) ในทวีปเอเชีย ประมาณร้อยละ 6 ถึง 8 ต่อปีในช่วงปี 2022-2027F

Figure 26: ประมาณการ การขึ้นลงของเที่ยวบิน (ไม่รวมเที่ยวบินฟรี)



Source: SAP, Krungsri securities

Figure 27: ประมาณการ เที่ยวบิน Overflight (ไม่รวมเที่ยวบินฟรี)



Source: SAP, Krungsri securities

Figure 28: สมมติฐานการประมาณการเที่ยวบินในระยะยาว

| Flight | FY23F-FY25F | FY26F-FY37F | FY37F onwards |
|-------------|--|-------------|---------------|
| Overflights | Recovery phase (reach Pre-Covid FY24F) | 8-13% | 2-6% |
| L&T-Dom | Recovery phase (reach Pre-Covid FY25F) | 8-13% | 3-6% |
| L&T-Intl | Recovery phase (reach Pre-Covid FY26F) | 8-13% | 3-6% |

| Flight factor | FY23F-FY25F | FY26F-FY37F | FY37F onwards |
|---------------|-------------|-------------|---------------|
| Overflights | | 1.20-1.50 | 0.6-1.02 |
| L&T-Dom | | 1.10-1.50 | 1.0-1.0 |
| L&T-Intl | | 1.20-1.50 | 1.0-1.0 |

| GDP | FY23F-FY25F | FY26F-FY37F | FY37F onwards |
|----------------------------|-------------|-------------|---------------|
| Cambodia GDP growth | 8.4%-8.5% | 6.9%-8.5% | 2.9%-5.7% |
| Emerging market GDP growth | 6.1%-8.4% | 7.1%-8.7% | 3.5%-6.0% |

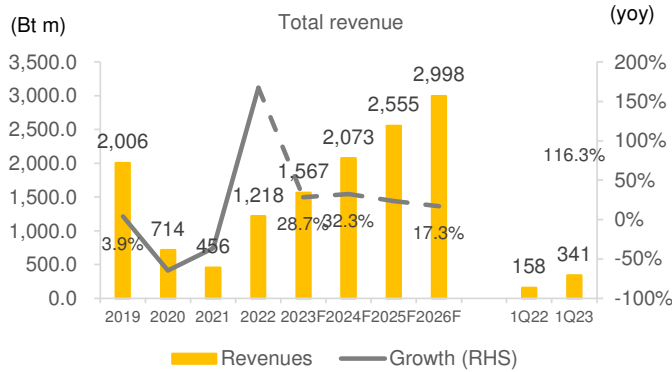
| Tariff | |
|-------------|----------------------------------|
| L&T | +3% every 7 years for overflight |
| Overflights | +5% every 7 years for overflight |

Source: Company data, Krungsri Securities

SAV จะเติบโตตามอุตสาหกรรมการบินในภูมิภาคและการท่องเที่ยว

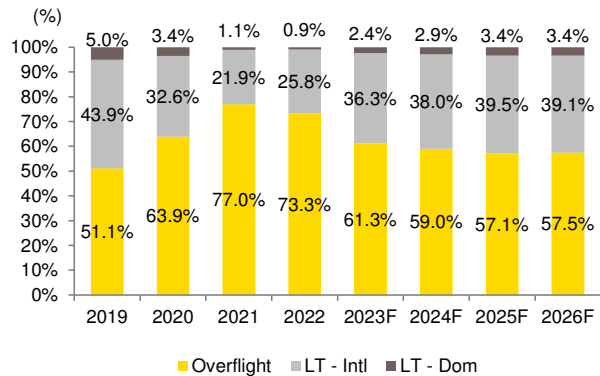
เราคาดการณ์การเติบโตกำไรของ SAV จะได้รับปัจจัยสนับสนุนจาก (i) การเติบโตของรายได้ Overflight จากอุตสาหกรรมการบินในภูมิภาค (ii) การฟื้นตัวของรายได้ landing and take-off ทั้ง International และ Domestic ตามการฟื้นตัวของภาคการท่องเที่ยวและ ธุรกิจในกัมพูชาหลังได้รับผลกระทบจากโควิดในช่วงที่ผ่านมา และกลับสู่แนวโน้มการเติบโต (iii) การประหยัดต่อขนาดของกลุ่มบริษัทฯ จะหนุนให้อัตรากำไรเพิ่มสูงขึ้นในอัตราเร่งตัว

Figure 29: การเติบโตส่วนของรายได้



Source: Company historical data, Krungsri Securities estimates

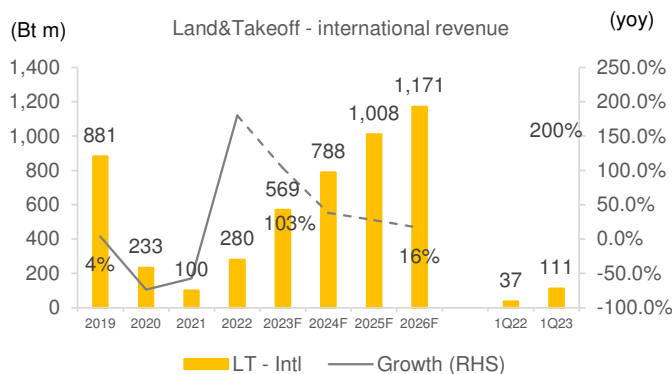
Figure 30: สัดส่วนของรายได้แต่ละธุรกิจในช่วง 2019-2025F



Source: Company historical data, Krungsri Securities estimates

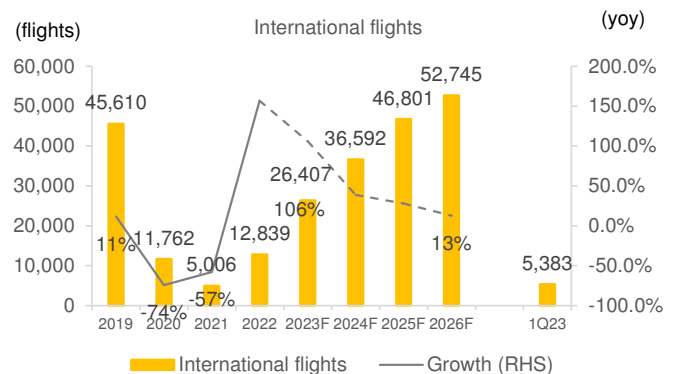
รายได้ landing and take-off จะเติบโตตาม อุตสาหกรรมการท่องเที่ยวในกัมพูชา - เราคาดการณ์รายได้ landing and take-off international จะเติบโตเฉลี่ย (CAGR) ที่ระดับร้อยละ 23.4% และ รายได้ landing and take-off domestic จะเติบโตเฉลี่ย (CAGR) ที่ระดับร้อยละ 31.5% ในช่วงเวลา 2023F ถึง ปี 2027F โดยเติบโตไปในทิศทางเดียวกันกับจำนวนของเที่ยวบินประเภท landing and take-off ระหว่างประเทศและในประเทศเติบโต 22.5% และ 30.5% CAGR โดยสนับสนุนจาก ภาคการท่องเที่ยวที่จะฟื้นตัวกลับสู่ระดับก่อนโควิดและเติบโตต่อและ ความต้องการเที่ยวบิน Domestic ในประเทศ จากการเติบโตของ GDP ประเทศ กัมพูชา

Figure 31: การเติบโตของรายได้ Landing & take-off International 2019-2025F



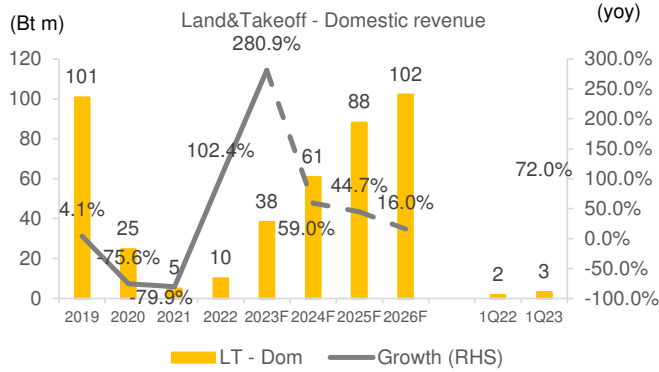
Source: Company historical data, Krungsri Securities estimates

Figure 32: การเติบโตของเที่ยวบิน Landing & take-off International 2019-2025F



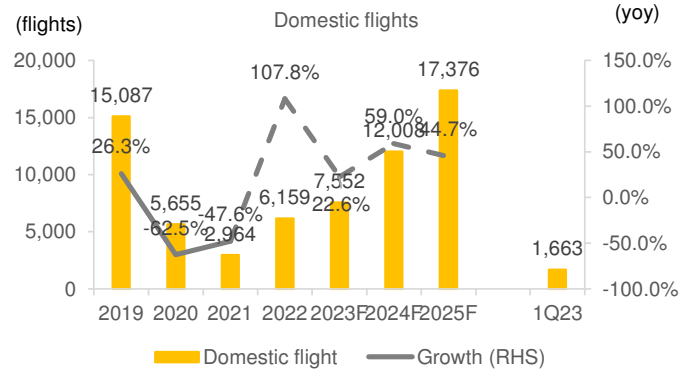
Source: Company historical data, Krungsri Securities estimates

Figure 33: การเติบโตของรายได้ Landing & take-off Domestic 2019-2025F



Source: Company historical data, Krungsri Securities estimates

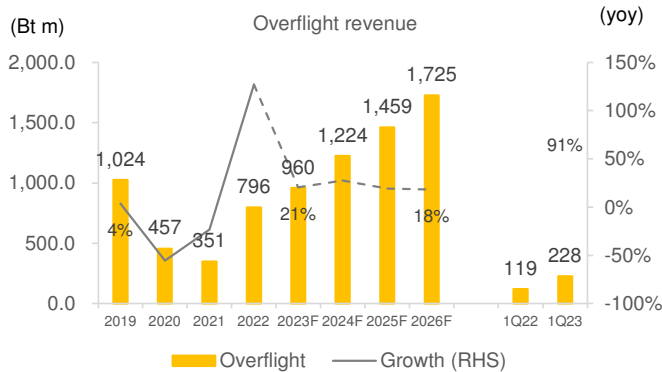
Figure 34: การเติบโตของเที่ยวบิน Landing & take-off Domestic 2019-2025F



Source: Company historical data, Krungsri Securities estimates

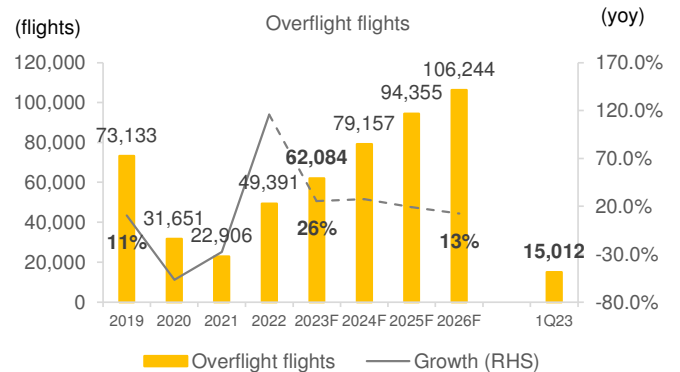
รายได้ Overflight เติบโตตามอุตสาหกรรมการบินในภูมิภาค - ราคาการรายได้ Overflight จะเติบโตเฉลี่ย (CAGR) ที่ระดับร้อยละ 19.3% ในช่วงเวลา 2023F ถึง ปี 2027F โดยเติบโตไปในทิศทางเดียวกันกับคาดการณ์จาก ทาง SAP ที่มองว่าจำนวนของเที่ยวบินประเภท Overflight ที่จะเติบโตขึ้นในอัตรา 17.8%

Figure 35: คาดการณ์การเติบโตของรายได้ Overflight 2019-2025F



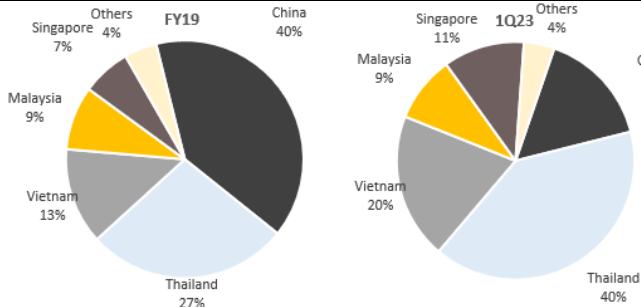
Source: Company historical data, Krungsri Securities estimates

Figure 36: คาดการณ์เที่ยวบิน Overflight 2019-2025F



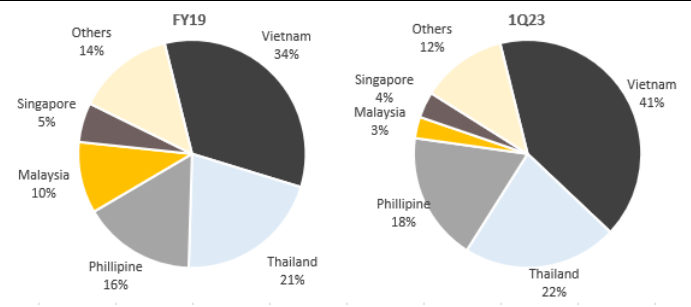
Source: Company historical data, Krungsri Securities estimates

Figure 37: สัดส่วนเที่ยวบิน L&Tรายประเทศ ปี 2019 และ 1Q23



Source: Company historical data, Krungsri Securities estimates

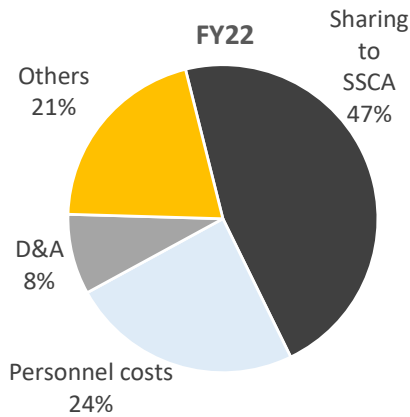
Figure 38: สัดส่วน Overflight รายประเทศ ปี 2019 และ 1Q23



Source: Company historical data, Krungsri Securities estimates

ในส่วนของอัตรากำไรจากการดำเนินงาน เราคาดว่า จะมีการเพิ่มขึ้นใน FY23F-FY27F เป็น 32.5%-39.2% จาก 25.4% ในปี FY22 โดยหนุนจากการที่ตัวธุรกิจของ SAV มีค่าใช้จ่ายคงที่ (เงินเดือน, ค่าตัดจำหน่าย) จึงทำให้มีการประหยัดต่อขนาดและส่งผลให้อัตรากำไรจากการดำเนินงาน (EBIT margin) เติบโตในอัตราร่วงตัวหากรายได้เติบโตสูง

Figure 39: ต้นทุนหลักคือส่วนแบ่งรายได้ให้ SSCA, พนักงาน, และค่าตัดจำหน่าย



Source: Company data, Krungsri Securities

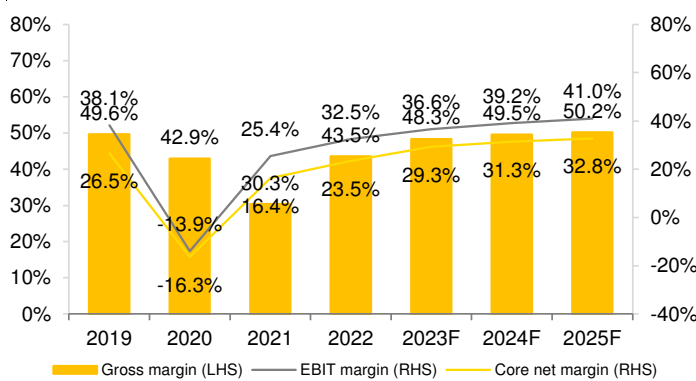
Figure 40: อัตรากำไรส่วนแบ่งรายได้ให้แก่ SSCA

| | Rate sharing to SSCA |
|----------------------------------|----------------------|
| Landing and Take off | |
| Domestic | 50% |
| Int L | 50% |
| รายได้ Overflight | |
| ส่วนที่ไม่เกินปี 2017 (USD27.1m) | 30% |
| ส่วนที่เกินปี 2017 | 40% |

Source: Company data, Krungsri Securities

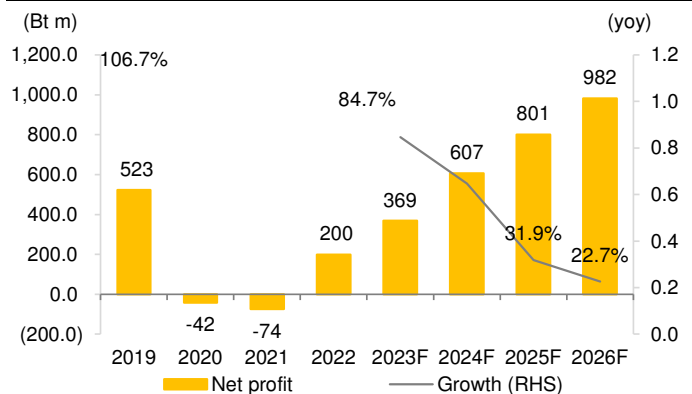
โดยสรุป เราคาดว่ากำไรสุทธิก่อนรายการพิเศษของ SAV จะเติบโตเฉลี่ย (CAGR) ที่ระดับ 25.2% CAGR ในช่วงปี 2023F ถึงปี 2027F หนุนโดยรายได้ที่เติบโตจากรายได้ Landing & take-off International และ Overflight ที่เติบโตสูงตามอุตสาหกรรมการบินในภูมิภาคและการท่องเที่ยวในประเทศกัมพูชา จะส่งผลให้มีการประหยัดต่อขนาด และช่วยเพิ่มอัตรากำไรสุทธิให้สูงขึ้น จาก 26.5% และ 23.5% ในปี 2019 และ 2022 เพิ่มขึ้นเป็น 32.8% ในปี 2025F

Figure 41: อัตรากำไรแต่ละประเภทของ SAV



Source: Company historical data, Krungsri Securities estimates

Figure 42: การเติบโตของกำไรสุทธิของ SAV



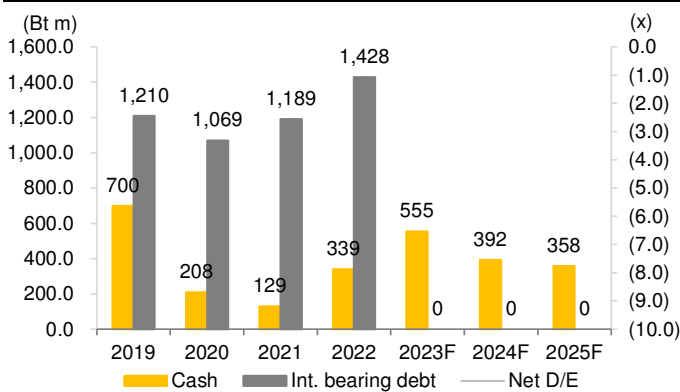
Source: Company historical data, Krungsri Securities estimates

วิเคราะห์สถานะทางการเงินของ SAV

เรามอง SAV จะมีสถานะ net cash และมีเงินสดเพียงพอสำหรับการขยายกิจการหลังจากขายหุ้น IPO ใน ปี 2023F หลังจากนำเงินไปจ่ายหนี้จากสถาบันการเงิน

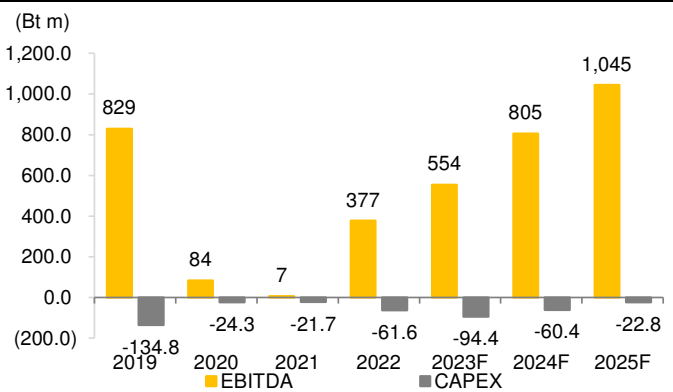
คาดการณ์ EBITDA ของ SAV จะฟื้นตัวสู่ระดับก่อนโควิดในปี 2024F-2025F ที่ 805-1,045 ลบ. ในช่วง ปี 2024F- 2025F ซึ่ง เพียงพอต่องบลงทุนในช่วงระยะ 3 ปีข้างหน้า ประมาณ 60-90 ล้านบาทต่อปี

Figure 43: สถานะการเงินที่แข็งแกร่ง



Source: Company historical data, Krungsri Securities estimates

Figure 44: รายได้เงินสดยังคงสูงกว่างบลงทุน



Source: Company historical data, Krungsri Securities estimates

การประเมินมูลค่าบริษัท

SAV ดำเนินกิจการอยู่ในธุรกิจลงทุนในบริษัทอื่น (Holding company) โดยเน้นการลงทุนในบริษัทที่ประกอบธุรกิจบริการการเดินทางอากาศ (Air Navigation Service: ANS) ปัจจุบันได้มีการถือสัดส่วนร้อยละ 100.00 ในบริษัท แคมโบเดียแอร์ ทราฟฟิก เซอร์วิส จำกัด (“CATS”) เพียงบริษัทเดียวตามสัญญาสัมปทานที่ได้รับจากรัฐบาลประเทศกัมพูชา โดยสินทรัพย์ทั้งหมดเป็นสินทรัพย์ที่ก่อให้เกิดรายได้ในลักษณะที่มีความต่อเนื่อง (Recurring income) เราจึงมองว่าการประเมินมูลค่าบริษัทด้วยวิธี DCF จึงมีความเหมาะสม

ในการประเมินมูลค่าบริษัทด้วยวิธี DCF เราตั้งสมมติฐาน Risk-free rate ที่อัตรา ร้อยละ 3.5 และ Risk premium ร้อยละ 8.0 โดยในส่วนของ Beta เราใช้ค่า Beta ที่ 1.0x โดยค่าที่อยู่ในกรอบ Beta ของบริษัทที่มีการดำเนินธุรกิจในการกรอบ 0.73x-1.20x ขณะที่โครงสร้างทางการเงินของบริษัทจะไม่มีหนี้ หลังจาก IPO จะได้ Weighted average cost of capital (WACC) ที่ 11.5% โดยการประเมินค่าคิดลดเงินสดในปี 2020 จนถึงปี 2051 (ปีที่สิ้นสุด สัมปทาน) จะได้มูลค่าที่ 1.73 หมื่นล้านบาท

Figure 45: We derived SAV's DCF valuation of Bt17.3bn

| SAV | FY23F | FY24F | FY25F | FY26F | FY27F | FY28F | FY29F | FY30F | FY31F | FY32F | FY33F | FY34F | FY35F | FY36F | FY37F | FY38F | FY39F | FY40F | FY41F | FY42F | FY43F | FY44F | FY45F | FY46F | FY47F | FY48F | FY49F | FY50F | FY51F |
|-----------------------------------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| EBIT | 510 | 759 | 1,001 | 1,228 | 1,420 | 1,609 | 1,819 | 2,050 | 2,312 | 2,601 | 2,998 | 3,287 | 3,600 | 3,940 | 4,310 | 4,587 | 4,882 | 5,442 | 5,787 | 6,150 | 6,419 | 6,703 | 6,987 | 7,294 | 7,976 | 8,192 | 8,409 | 8,639 | 6,946 |
| NOPLAT | 408 | 607 | 801 | 982 | 1,136 | 1,287 | 1,455 | 1,640 | 1,850 | 2,081 | 2,398 | 2,629 | 2,880 | 3,152 | 3,448 | 3,670 | 3,905 | 4,354 | 4,630 | 4,920 | 5,135 | 5,363 | 5,589 | 5,836 | 6,381 | 6,554 | 6,728 | 6,911 | 5,556 |
| (+) Depreciation and amortization | 44 | 46 | 44 | 45 | 45 | 45 | 45 | 48 | 47 | 49 | 49 | 49 | 51 | 53 | 57 | 59 | 62 | 66 | 72 | 81 | 85 | 86 | 100 | 102 | 104 | 108 | 118 | 123 | 123 |
| (-/-) Change in working capital | (52) | (179) | (96) | (88) | (75) | (74) | (82) | (91) | (101) | (112) | (149) | (111) | (121) | (132) | (143) | (108) | (115) | (210) | (134) | (142) | (107) | (111) | (116) | (121) | (254) | (89) | (92) | (95) | 608 |
| (-) Capital expenditure (CAPEX) | (94) | (60) | (23) | (13) | (24) | (36) | (17) | (62) | (10) | (35) | (9) | (11) | (32) | (44) | (54) | (42) | (39) | (56) | (65) | (96) | (36) | (11) | (107) | (18) | (10) | (21) | (33) | (13) | (2) |
| Enterprise free cash flow | 306 | 415 | 726 | 926 | 1,082 | 1,222 | 1,401 | 1,535 | 1,785 | 1,982 | 2,289 | 2,556 | 2,777 | 3,030 | 3,308 | 3,579 | 3,814 | 4,154 | 4,502 | 4,763 | 5,078 | 5,326 | 5,466 | 5,798 | 6,220 | 6,551 | 6,721 | 6,926 | 6,285 |
| WACC | 11.5% | 11.5% | 11.5% | 11.5% | 11.5% | 11.5% | 11.5% | 11.5% | 11.5% | 11.5% | 11.5% | 11.5% | 11.5% | 11.5% | 11.5% | 11.5% | 11.5% | 11.5% | 11.5% | 11.5% | 11.5% | 11.5% | 11.5% | 11.5% | 11.5% | 11.5% | 11.5% | 11.5% | 11.5% |
| Time coefficient (years) | 0 | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 | 13 | 14 | 15 | 16 | 17 | 18 | 19 | 20 | 21 | 22 | 23 | 24 | 25 | 26 | 27 | 28 |
| Discount factor (x) | 1.00 | 0.90 | 0.80 | 0.72 | 0.65 | 0.58 | 0.52 | 0.47 | 0.42 | 0.38 | 0.34 | 0.30 | 0.27 | 0.24 | 0.22 | 0.20 | 0.18 | 0.16 | 0.14 | 0.13 | 0.11 | 0.10 | 0.09 | 0.08 | 0.07 | 0.07 | 0.06 | 0.05 | 0.05 |
| PV of FCF | 306 | 372 | 584 | 668 | 700 | 709 | 729 | 716 | 747 | 744 | 771 | 772 | 752 | 736 | 721 | 699 | 668 | 653 | 634 | 602 | 576 | 542 | 498 | 474 | 456 | 431 | 397 | 366 | 298 |
| Sum of PV (2023-2051) | 17,323 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Forecast period | 17,323 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Enterprise value | 17,323 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| (-) Net debt (cash) | 0 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| (-) Minority interest | 0 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Total equity value | 17,323 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |

| 2-year weekly beta | |
|------------------------------|------|
| AIRPORTS OF THAILAND PCL | 0.69 |
| MALAYSIA AIRPORTS HLDGS BHD | 1.20 |
| BEIJING CAPITAL INTL AIRPO-H | 0.88 |
| SHANGHAI INTERNATIONAL AIR-A | 1.00 |
| GUANGZHOU BAIYUN INTERNATI-A | 0.88 |
| XIAMEN INTERNATIONAL AIR-A | 0.89 |
| ENAV SPA | 0.73 |

Source: Company historical data, Krungsri Securities estimates, Bloomberg

Figure 46: SAV's valuation

| SAV | 2023F | 2024F | 2025F |
|-------------------------------------|-----------------|-------|-------|
| Equity value | 17,322.8 | | |
| PE | 47.0 | 28.5 | 21.6 |
| PBV | 8.3 | 8.2 | 8.0 |
| ROE | 30.4% | 28.9% | 37.5% |
| EV/EBITDA | 3127% | 2151% | 1657% |
| Div yield | 2.0% | 3.3% | 4.4% |
| Revenue growth CAGR (2022-2051F) | 9% | | |
| Net profit growth CAGR (2022-2051F) | 12% | | |

Source: Company historical data, Krungsri Securities estimates,

Figure 47: SAV's Peer comparison

| | ROE | | | | | EV/EBITDA | | PE | | P/BV | | |
|------------------------------|-----------|--------------|---------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------|------------|
| | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023F | 2024F | 2023F | 2024F | 2023F | 2024F | 2023F | 2024F |
| AIRPORTS OF THAILAND PCL | 16.8 | 2.9 | (12.8) | (10.4) | 10.4 | 23.0 | 39.9 | 23.0 | 92.1 | 36.4 | 7.8 | 9.0 |
| MALAYSIA AIRPORTS HLDGS BHD | 5.8 | (15.2) | (12.3) | 2.1 | 5.9 | 9.4 | 7.6 | 6.6 | 27.9 | 17.2 | 4.3 | 4.5 |
| BEIJING CAPITAL INTL AIRPO-H | 10.0 | (8.6) | (10.0) | (19.2) | (2.3) | 8.3 | 21.4 | 8.3 | NA | 16.2 | 3.7 | 4.0 |
| SHANGHAI INTERNATIONAL AIR-A | 16.7 | (4.1) | (4.9) | (7.9) | 4.9 | 10.5 | 25.9 | 17.9 | 58.7 | 25.6 | 16.7 | 18.6 |
| GUANGZHOU BAIYUN INTERNATI-A | 6.6 | (1.4) | (2.2) | (6.0) | 3.5 | 8.3 | 12.5 | 9.5 | 55.9 | 22.7 | 7.5 | 8.2 |
| XIAMEN INTERNATIONAL AIR-A | 14.1 | 4.6 | 3.7 | 0.7 | 0.2 | 4.0 | 5.7 | 5.4 | 13.7 | 12.0 | 13.7 | 14.6 |
| AUCKLAND INTL AIRPORT LTD | 8.9 | 3.1 | 6.4 | 2.4 | 1.7 | 3.6 | 34.8 | 21.3 | 82.8 | 41.2 | 5.5 | 5.6 |
| JAPAN AIRPORT TERMINAL CO | 22.2 | 3.1 | (21.5) | (15.2) | 4.8 | 9.0 | 17.0 | 12.5 | 78.8 | 38.3 | 1691.2 | 1780.1 |
| ENAV SPA | 10.3 | 4.9 | 7.0 | 8.9 | 10.2 | 10.9 | 8.0 | 7.9 | 17.9 | 16.2 | 2.3 | 2.3 |
| SAV | NA | (3.6) | (38.2) | 77.3 | 30.4 | 28.9 | 31.3 | 21.5 | 47.0 | 28.5 | 8.3 | 8.2 |

Source: Company historical data, Krungsri Securities estimates,

Financial statement

Profit and Loss Statement

| FY December 31 | Unit | FY19 | FY20 | FY21 | FY22 | FY23F | FY24F | FY25F |
|---------------------------|-------|---------|-------|-------|-------|-------|---------|---------|
| Total revenue | (Btm) | 2,006 | 714 | 456 | 1,218 | 1,567 | 2,073 | 2,555 |
| Cost of goods sold | (Btm) | (1,011) | (407) | (318) | (688) | (810) | (1,047) | (1,272) |
| Gross profit | (Btm) | 995 | 307 | 138 | 530 | 758 | 1,027 | 1,283 |
| SG&A | (Btm) | (258) | (264) | (196) | (237) | (249) | (270) | (285) |
| Other income | (Btm) | 4 | 10 | 3 | 2 | 2 | 2 | 3 |
| Interest expense | (Btm) | (85) | (41) | (31) | (56) | (49) | 0 | 0 |
| Pre-tax and eq a/c profit | (Btm) | 656 | 11 | (86) | 240 | 461 | 759 | 1,001 |
| Corporate tax | (Btm) | (148) | (21) | 20 | (54) | (92) | (152) | (200) |
| Equity a/c profits | (Btm) | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Minority interests | (Btm) | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Core profit | (Btm) | 508 | (10) | (65) | 186 | 369 | 607 | 801 |
| Extra-ordinary items | (Btm) | 14 | (32) | (9) | 13 | 0 | 0 | 0 |
| Net profit | (Btm) | 523 | (42) | (74) | 200 | 369 | 607 | 801 |
| EBITDA | (Btm) | 829 | 84 | 7 | 377 | 554 | 805 | 1,045 |
| Core EPS | (Bt) | | | | | | | |
| Net EPS | (Bt) | | | | | | | |
| DPS | (Bt) | | | | | | | |

Balance Sheet

| FY December 31 | Unit | FY19 | FY20 | FY21 | FY22 | FY23F | FY24F | FY25F |
|-----------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Total current assets | (Btm) | 1,061 | 507 | 501 | 1,000 | 1,406 | 1,484 | 1,704 |
| Total long-term assets | (Btm) | 1,094 | 1,030 | 1,095 | 1,249 | 1,300 | 1,314 | 1,292 |
| Total assets | (Btm) | 2,155 | 1,537 | 1,597 | 2,249 | 2,705 | 2,798 | 2,996 |
| Total current liabilities | (Btm) | 593 | 178 | 180 | 917 | 294 | 324 | 399 |
| Total long-term liabilities | (Btm) | 1,200 | 1,160 | 1,274 | 993 | 325 | 358 | 441 |
| Total liabilities | (Btm) | 1,793 | 1,338 | 1,454 | 1,910 | 620 | 682 | 840 |
| Paid-up capital | (Btm) | 288 | 288 | 288 | 288 | 320 | 320 | 320 |
| Total equity | (Btm) | 362 | 199 | 143 | 339 | 2,086 | 2,116 | 2,156 |
| Minority interest | (Btm) | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| BVPS | (Bt) | | | | | | | |

Cash Flow Statement

| FY December 31 | Unit | FY19 | FY20 | FY21 | FY22 | FY23F | FY24F | FY25F |
|-------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Core profit | (Btm) | 508 | (10) | (65) | 186 | 369 | 607 | 801 |
| Depreciation and amortization | (Btm) | 74 | 63 | 70 | 68 | 44 | 46 | 44 |
| Operating cash flow | (Btm) | 577 | (145) | (94) | 291 | 400 | 475 | 749 |
| Investing cash flow | (Btm) | 37 | (106) | (26) | (290) | (94) | (60) | (23) |
| Financing cash flow | (Btm) | (655) | (273) | (0) | 207 | (90) | (577) | (761) |
| Net change in cash | (Btm) | (41) | (524) | (120) | 209 | 216 | (162) | (34) |

Key Financial Ratios

| FY December 31 | Unit | FY19 | FY20 | FY21 | FY22 | FY23F | FY24F | FY25F |
|-------------------|------|-------|-------|--------|------|-------|-------|-------|
| Gross margin | (%) | 49.6 | 42.9 | 30.3 | 43.5 | 48.3 | 49.5 | 50.2 |
| EBITDA margin | (%) | 39.1 | 12.3 | 0.7 | 30.2 | 35.3 | 38.9 | 40.9 |
| EBIT margin | (%) | 36.7 | 6.0 | NA | 24.1 | 32.4 | 36.5 | 39.1 |
| Net profit margin | (%) | 25.7 | (5.0) | (16.3) | 15.3 | 23.5 | 29.3 | 31.3 |
| ROE | (%) | 280.4 | (3.6) | (38.2) | 77.3 | 30.4 | 28.9 | 37.5 |
| ROA | (%) | 23.6 | (0.5) | (4.2) | 9.7 | 14.9 | 22.1 | 27.6 |
| Net D/E | (x) | 2.3 | 4.4 | 7.3 | 3.2 | (1.0) | (1.0) | (1.0) |
| Interest coverage | (x) | 6.8 | (3.5) | (3.0) | 5.2 | 8.2 | NA | NA |
| Payout ratio | (%) | | | | | | | |

Main Assumptions

| FY December 31 | Unit | FY19 | FY20 | FY21 | FY22 | FY23F | FY24F | FY25F |
|--------------------------------------|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Total Revenue growth | (%) | | -64.4% | -36.2% | 167.2% | 28.7% | 32.3% | 23.3% |
| Landing and Take-off - Domestic | (Btm) | 101 | 25 | 5 | 10 | 38 | 61 | 88 |
| Landing and Take-off - International | (Btm) | 881 | 233 | 100 | 280 | 569 | 788 | 1,008 |
| Overflight | (Btm) | 1,024 | 457 | 351 | 796 | 960 | 1,224 | 1,459 |
| Landing and Take-off - Domestic | (flights) | 15,592 | 5,658 | 2,964 | 6,159 | 7,552 | 12,008 | 17,376 |
| Landing and Take-off - International | (flights) | 45,610 | 11,762 | 5,006 | 12,839 | 26,407 | 36,592 | 46,801 |
| Overflight | (flights) | 73,133 | 31,651 | 22,906 | 49,391 | 62,084 | 79,157 | 94,355 |

CG Rating 2022 Companies with CG Rating



| | | | | | | | | | | | | | |
|--------|--------|--------|--------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|
| AAV | ADVANC | AF | AH | AIRA | AKP | AKR | ALT | AMA | AMATA | AMATAV | ANAN | AOT | AP |
| ARIP | ARROW | ASP | AUCT | AWC | AYUD | BAFS | BANPU | BAY | BBL | BCP | BCPG | BDMS | BEM |
| BGC | BGRIM | BIZ | BKI | BOL | BFP | BRR | BTS | BTW | BWG | CENEL | CFRESH | CHEWA | CHO |
| CIMBT | CK | CKP | CM | CNT | COM7 | COMAN | COTTO | CPALL | CPF | CPI | CPN | CRC | CSS |
| DDD | DELTA | DEMCO | DRT | DTAC | DUSIT | EA | EASTW | ECF | ECL | EE | EGCO | EPG | ETC |
| FPI | FPT | FSMART | GBX | GC | GCAP | GFPT | GGC | GLAND | GLOBAL | GPI | GPSC | GRAMMY | GULF |
| GUNKUL | HANA | HARN | HMPRO | ICC | ICHI | III | ILINK | ILM | INTUCH | IP | IRPC | ITEL | IVL |
| JWD | K | KBANK | KCE | KKP | KSL | KTB | KTC | LALIN | LANNA | LH | LHFG | LIT | LPN |
| MACO | MAJOR | MAKRO | MALEE | MBK | MC | MCOT | METCO | MFEC | MINT | MONO | MOONG | MSC | MST |
| MTC | MVP | NCL | NEP | NER | NKI | NOBLE | NSI | NVD | NWR | NYT | OISHI | OR | ORI |
| OSP | OTO | PAP | PCSGH | PDG | PDJ | PG | PHOL | PLANB | PLANET | PLAT | PORT | PPS | PR9 |
| PREB | PRG | PRM | PROUD | PSH | PSL | PTG | PTT | PTTEP | PTTGC | PYLON | Q-CON | QH | QTC |
| RATCH | RS | S | S & J | SAAM | SABINA | SAMART | SAMTEL | SAT | SC | SCB | SCC | SCCC | SCG |
| SCGP | SCM | SDC | SEAFCO | SEA OIL | SE-ED | SELIC | SENA | SENAJ | SHR | SIRI | SIS | SITHAI | SMK |
| SIMPC | SNC | SONIC | SPALI | SPI | SPRC | SPVI | SSSC | SST | STA | STEC | STI | SUN | SUSCO |
| SUTHA | SVI | SYMC | SYNTEC | TACC | TASCO | TCAP | TEAMG | TFMAMA | TGH | THANA | THANI | THCOM | THG |
| THIP | THRE | THREL | TIPCO | TIPH | TISCO | TK | TKT | TMT | TNDT | TNITY | TOA | TOP | TPBI |
| TQM | TRC | TRU | TRUE | TSC | TSR | TSTE | TSTH | TTA | TTB | TTCL | TTW | TU | TVD |
| TVI | TVO | TWPC | U | UAC | UBIS | UV | VGI | VIH | WACOAL | WAVE | WHA | WHAUP | WICE |
| WINNER | ZEN | | | | | | | | | | | | |



| | | | | | | | | | | | | | |
|--------|--------|--------|--------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|--------|
| 2S | 7UP | ABICO | ABM | ACE | ACG | ADB | AEONTS | AGE | AHC | AIT | ALL | ALLA | ALUCON |
| AMANAH | AMARIN | APCO | APCS | APURE | AQUA | ASAP | ASEFA | ASIA | ASIAN | ASIMAR | ASK | ASN | ATP30 |
| B | BA | BAM | BC | BCH | BEC | BEYOND | BFIT | BJC | BJCHI | BLA | BR | BROOK | CBG |
| CEN | CGH | CHARAN | CHAYO | CHG | CHOTI | CHOW | CI | CIG | CMC | COLOR | CPL | CPW | CRD |
| CSC | CSP | CWT | DCC | DCON | DHOUSE | DOD | DOHOME | DV8 | EASON | EFORL | ERW | ESSO | ESTAR |
| ETE | FE | FLOYD | FN | FNS | FORTH | FSS | FTE | FVC | GEL | GENCO | GJS | GYT | HEMP |
| HPT | HTC | HYDRO | ICN | IFS | IMH | IND | INET | INSET | INSURE | IRC | IRCP | IT | ITD |
| J | JAS | JCK | JCKH | JMART | JMT | KBS | KCAR | KEX | KGI | KIAT | KISS | KOOL | KTIS |
| KUMWEL | KUN | KWC | KWM | L&E | LDC | LEO | LHK | LOXLEY | LRH | LST | M | MATCH | MBAX |
| MEGA | META | MFC | MGT | MICRO | MILL | MITSIB | MK | MODERN | MTI | NBC | NCAP | NCH | NETBAY |
| NEX | NINE | NRF | NTV | OCC | OGC | PATO | PB | PICO | PIMO | PJW | PL | PM | PMTA |
| PPP | PPPM | PRIME | PRIN | PRINC | PSG | PSTC | PT | PTECH | QLT | RBF | RCL | RICHY | RML |
| ROJNA | RPC | RT | RWI | S11 | SA | SAK | SALEE | SAMCO | SANKO | SAPPE | SAWAD | SCI | SCN |
| SCP | SE | SFLEX | SFP | SFT | SGF | SIAM | SINGER | SKE | SKN | SKR | SKY | SLP | SMT |
| SMT | SNP | SO | SORKON | SPA | SPC | SPCG | SR | SRICHA | SSC | SSF | STANLY | STGT | STOWER |
| STPI | SUC | SWC | SYNEX | TAE | TAKUNI | TCC | TCMC | TEAM | TFG | TFI | TIGER | TITLE | TKN |
| TKS | TM | TMC | TMD | TMI | TMILL | TNL | TNP | TOG | TPA | TPAC | TPCS | TPS | TRITN |
| TRT | TSE | TVT | TWP | UEC | UMI | UOBKH | UP | UPF | UPOIC | UTP | VCOM | VL | VPO |
| VRANDA | WGE | WIJK | WP | XO | XPG | YUASA | | | | | | | |



| | | | | | | | | | | | | | |
|------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|--------|-------|-------|-----|--------|--------|--------|
| A | AI | AIE | AJ | ALPHAX | AMC | APP | AQ | ARIN | AS | AU | B52 | BEAUTY | BGT |
| BH | BIG | BLAND | BM | BROCK | BSBM | BSM | BTNC | BYD | CAZ | CCP | CGD | CITY | CMAN |
| CMO | CMR | CPT | CRANE | CSR | D | EKH | EMC | EP | F&D | FMT | GIFT | GLOCON | GREEN |
| GSC | GTB | HTECH | HUMAN | IHL | IIG | INGRS | INOX | JAK | JR | JTS | JUBILE | KASET | KCM |
| KK | KKC | KWI | KYE | LEE | LPH | MATI | M-CHAI | MCS | MDX | MJD | MORE | MUD | NC |
| NDR | NFC | NNCL | NOVA | NPK | NUSA | PAF | PF | PK | PLE | PPM | PRAKIT | PRAPAT | PRECHA |
| PTL | RJH | RP | RPH | RSP | SABUY | SGP | SICT | SIMAT | SISB | SK | SMART | SOLAR | SPACK |
| SPG | SQ | SSP | STARK | STC | SUPER | SVOA | TC | TCCC | THMUI | TNH | TNR | TOPP | TPCH |
| TIPL | TIPIP | TPLAS | TPOLY | TQR | TTI | TYCN | UKEM | UMS | UNIQ | UPA | UREKA | VIBHA | W |
| WIN | WORK | WPH | YGG | ZIGA | | | | | | | | | |

Disclaimer

การเปิดเผยผลการสำรวจของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) ในเรื่องการกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance) นี้ เป็นการดำเนินการตามนโยบายของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ โดยการสำรวจของ IOD เป็นการสำรวจและประเมินจากข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็มเอไอ (MAI) ที่มีการเปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลที่ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ดังนั้น ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอในมุมมองของบุคคลภายนอก โดยไม่ได้เป็นการประเมินการปฏิบัติ และมีได้มีการใช้ข้อมูลภายในเพื่อการประเมิน ผลสำรวจดังกล่าวเป็นผลการสำรวจ ณ วันที่ปรากฏในรายงานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนไทยเท่านั้น ดังนั้น ผลการสำรวจจึงอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว หรือเมื่อข้อมูลที่เกี่ยวข้องมีการเปลี่ยนแปลง ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ กรุงศรี จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยัน ตรวจสอบ หรือรับรองถึงความถูกต้องครบถ้วนของผลการสำรวจดังกล่าวแต่อย่างใด

Anti-corruption Progress Indicator 2022

Companies that have declared their intention to join CAC

| | | | | | | | | | | | | | |
|--------|-------|------|------|------|-------|--------|------|------|-------|-----|-----|---------|--------|
| AH | AJ | ALT | APCO | B52 | BEC | CHG | CI | CPL | CPR | CPW | CRC | DDD | DHOUSE |
| DOHOME | ECF | EKH | ETC | EVER | FLOYD | GLOBAL | III | ILM | INOX | JTS | KEX | KUM WEL | LDC |
| MAJOR | MEGA | NCAP | NOVA | NRF | NUSA | NYT | OR | PIMO | PLE | RS | SAK | SIS | STECH |
| STGT | SUPER | SVT | TKN | TM1 | TQM | TSI | VARO | VCOM | VIBHA | WIN | | | |

Companies certified by CAC

| | | | | | | | | | | | | | |
|--------|-------|--------|--------|--------|--------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 2S | 7UP | ADVANC | AF | AI | AIE | AIRA | AKP | AMA | AMANAH | AMATA | AMATAV | AP | APCS |
| AQUA | ARROW | AS | ASIAN | ASK | ASP | AWC | AYUD | B | BAFS | BAM | BANPU | BAY | BBL |
| BCH | BCP | BCPG | BE8 | BEYOND | BGC | BGRIM | BKI | BLA | BPP | BROOK | BRR | BSBM | BTS |
| BWG | CEN | CENTEL | CFRESH | CGH | CHEWA | CHOTI | CHOW | CIG | CIMBT | CM | CMC | COM7 | COTTO |
| CPALL | CPF | CPI | CPN | CSC | DCC | DELTA | DEMCO | DIMET | DRT | DTAC | DUSIT | EA | EASTW |
| ECL | EGCO | EP | EPG | ERW | ESTAR | ETE | FE | FNS | FPI | FPT | FSMART | FSS | FTE |
| GBX | GC | GCAP | GEL | GFPT | GGC | GJS | GPI | GPSC | GSTEEL | GULF | GUNKUL | HANA | HARN |
| HEMP | HENG | HMPRO | HTC | ICC | ICI | IFS | ILINK | INET | INSURE | INTUCH | IRC | IRPC | ITEL |
| IVL | JKN | JR | K | KASET | KBANK | KBS | KCAR | KCE | KGI | KKP | KSL | KTB | KTC |
| KWI | L&E | LANNA | LH | LHFG | LHK | LPN | LRH | M | MAKRO | MALEE | MATCH | MBAX | MBK |
| MC | MCOT | META | MFC | MFEC | MILL | MINT | MONO | MOONG | MSC | MST | MTC | MTI | NATION |
| NBC | NEP | NINE | NKI | NOBLE | NOK | NSI | NWR | OCC | OGC | ORI | PAP | PATO | PB |
| PCSGH | PDG | PDJ | PG | PHOL | PK | PL | PLANB | PLANET | PLAT | PM | PPP | PPPM | PPS |
| PR9 | PREB | PRG | PRINC | PRM | PROS | PSH | PSL | PSTC | PT | PTG | PTT | PTTEP | PTTGC |
| PYLON | Q-CON | QH | QLT | QTC | RATCH | RML | RWI | S&J | SAAM | SABINA | SAPPE | SAT | SC |
| SCB | SCC | SCCC | SCG | SCGP | SCM | SCN | SEAOIL | SE-ED | SELIC | SENA | SGP | SINGER | SIRI |
| SITHAI | SKR | SMIT | SMK | SMPC | SNC | SNP | SORKON | SPACK | SPALI | SPC | SPI | SPRC | SRICHA |
| SSP | SSS | SSSC | SST | STA | STOWER | SUSCO | SVI | SYMC | SYNTEC | TAE | TAKUNI | TASCO | TCAP |
| TCMC | TFG | TFI | TFMAMA | TGH | THANI | THCOM | THIP | THRE | THREL | TIDLOR | TIPCO | TISCO | TKS |
| TKT | TMILL | TMT | TNITY | TNL | TNP | TNR | TOG | TOP | TOPP | TPA | TPCS | TPP | TRU |
| TRUE | TSC | TSTE | TSTH | TTA | TTB | TTCL | TU | TVD | TVI | TVO | TWPC | U | UBE |
| UBIS | UEC | UKEM | UOBKH | UPF | UV | VGI | VIH | WACOAL | WHA | WHAUP | WICE | WIJK | XO |
| YUASA | ZEN | ZIGA | | | | | | | | | | | |

N/A

| | | | | | | | | | | | | | |
|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 3K-BAT | A | A5 | AAV | ABICO | ABM | ACAP | ACC | ACE | ACG | ADB | ADD | AEONTS | AFC |
| AGE | AHC | AIT | AJA | AKR | ALL | ALLA | ALPHAX | ALUCON | AMARIN | AMC | AMR | ANAN | AOT |
| APEX | APP | APURE | AQ | ARIN | ARIP | ASAP | ASEFA | ASIA | ASIMAR | ASN | ASW | ATP30 | AU |
| AUCT | BA | BBGI | BBIK | BC | BCT | BDMS | BEAUTY | BEM | BFIT | BGT | BH | BIG | BIOTEC |
| BIS | BIZ | BJC | BJCHI | BKD | BLAND | BLESS | BLISS | BM | BOL | BR | BRI | BROCK | BSM |
| BTNC | BTW | BUI | BYD | CAZ | CBG | CCET | CCP | CEYE | CGD | CHARAN | CHAYO | CHO | CITY |
| CIVIL | CK | CKP | CMAN | CMO | CMR | CNT | COLOR | COMAN | CPANEL | CPH | CPT | CRANE | CRD |
| CSP | CSR | CSS | CTW | CV | CWT | D | DCON | DITTO | DMT | DOD | DPAINT | DTCI | DV8 |
| EASON | EE | EFORL | EMC | ESSO | F&D | FANCY | FMT | FN | FORTH | FTI | FVC | GENCO | GIFT |
| GL | GLAND | GLOCON | GLORY | GRAMMY | GRAND | GREEN | GSC | GTB | GYT | HFT | HL | HPT | HTECH |
| HUMAN | HYDRO | ICN | IFEC | IHL | IIG | IMH | IND | INGRS | INSET | IP | IRCP | IT | ITD |
| J | JAK | JAS | JCK | JCHK | JCT | JDF | JMART | JMT | JP | JUBILE | JWD | KAMART | KC |
| KCC | KCM | KDH | KIAT | KISS | KK | KKC | KOOL | KTIS | KUN | KWC | KWM | KYE | LALIN |
| LEE | LEO | LIT | LOXLEY | LPH | LST | MACO | MANRIN | MATI | MAX | M-CHAI | MCS | MDX | MENA |
| METCO | MGT | MICRO | MIDA | MITSIB | MJD | MK | ML | MODERN | MORE | MPIC | MUD | MVP | NC |
| NCH | NCL | NDR | NER | NETBAY | NEW | NEWS | NEX | NFC | NNCL | NPK | NSL | NTV | NV |
| NVD | OHTL | OISHI | ONEE | OSP | OTO | PACE | PACO | PAE | PAF | PEACE | PERM | PF | PICO |
| PIN | PJW | PLUS | PMTA | POLAR | POMPUI | PORT | POST | PPM | PRAKIT | PRAPAT | PRECHA | PRIME | PRIN |
| PRO | PROEN | PROUD | PSG | PTC | PTECH | PTL | RAM | RBF | RCHY | RJH | ROCK | ROH | |
| ROJNA | RP | RPC | RPH | RSP | RT | S | S11 | SA | SABUY | SAFARI | SALEE | SAM | SAMART |
| SAMCO | SAMTEL | SANKO | SAUCE | SAWAD | SAWANG | SCI | SCP | SDC | SE | SEAFCO | SECURE | SENAJ | SFLX |
| SFP | SFT | SGF | SHANG | SHR | SIAM | SICT | SIMAT | SISB | SK | SKE | SKN | SKY | SLM |
| SLP | SMART | SMD | SMT | SNNP | SO | SOLAR | SONIC | SPA | SPCG | SPG | SPVI | SQ | SR |
| SSC | SSS | STANLY | STARK | STC | STEC | STHAI | STI | STP | STPI | SUC | SUN | SUTHA | SVH |
| SVOA | SWC | SYNEX | TACC | TAPAC | TC | TCC | TCCC | TCJ | TCOAT | TEAM | TEAMG | TEKA | TFM |
| TGPRO | TH | THAI | THANA | THE | THG | THL | THMUI | TIGER | TIPH | TITLE | TK | TKC | TM |
| TMC | TMD | TMW | TNDT | TNH | TNPC | TOA | TPAC | TPBI | TPCH | TIPIPL | TPIPP | TPLAS | TPOLY |
| TPS | TQR | TR | TRC | TRITN | TRUBB | TRV | TSE | TSF | TSP | TTI | TTT | TTW | TTW |
| TVT | TWP | TWZ | TYCN | UAC | UMI | UMS | UNIQ | UP | UPA | UPOIC | UREKA | UTP | UVAN |
| VL | VNG | VPO | VRANDA | W | WAVE | WFX | WGE | WINMED | WINNER | WORK | WORLD | WP | WPH |
| XPG | YGG | | | | | | | | | | | | |
| YUASA | | | | | | | | | | | | | |

Disclaimer

การเปิดเผยผลการประเมินดัชนีชี้วัดความคืบหน้าการป้องกันการมีส่วนเกี่ยวข้องกับการทุจริตคอร์รัปชัน (Anti-Corruption Progress Indicators) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยซึ่งจัดทำโดยสถาบันไทยพัฒน์ เป็นการดำเนินการตามนโยบายและตามแผนพัฒนาความยั่งยืนสำหรับบริษัทจดทะเบียนของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ โดยผลการประเมินดังกล่าวของสถาบันไทยพัฒน์ อาศัยข้อมูลที่ได้รับจากบริษัทจดทะเบียนตามที่บริษัทจดทะเบียนได้ระบุในแบบแสดงข้อมูลเพื่อการประเมิน Anti-Corruption ซึ่งได้อ้างอิงข้อมูลจากแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) รายงานประจำปี (แบบ 56-2) หรือในเอกสารและหรือรายงานอื่นที่เกี่ยวข้องของบริษัทจดทะเบียนนั้น แล้วแต่กรณี ดังนั้น ผลการประเมินดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอในมุมมองของสถาบันไทยพัฒน์ซึ่งเป็นบุคคลภายนอก โดยมีได้เป็นการประเมินการปฏิบัติของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และมีได้ใช้ข้อมูลภายในเพื่อการประเมิน เนื่องจากผลการประเมินดังกล่าวเป็นเพียงผลการประเมิน ณ วันที่ปรากฏในผลการประเมินเท่านั้น ดังนั้น ผลการประเมินจึงอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว หรือเมื่อข้อมูลที่เกี่ยวข้องมีการเปลี่ยนแปลง ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ กรุงศรี จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยัน ตรวจสอบ หรือรับรองความถูกต้องครบถ้วนของผลการประเมินดังกล่าวแต่อย่างใด

Reference

การเปิดเผยข้อมูลบริษัทที่เข้าร่วมโครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต (Thai CAC) ของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (ข้อมูล ณ วันที่ 9 พ.ค. 2565) มี 2 กลุ่ม คือ

- ได้ประกาศเจตนารมณ์เข้าร่วม CAC
- ได้รับการรับรอง CAC

Research Group

Investment Strategy

อิสระ อรดีดลเชษฐ

Head of Research Group, Macro-strategy
+662 659 7000 ext. 5001
Isara.ordeedolchest@krungsrisecurities.com

ชัยยศ จีวางกูร

Technical Strategy
+662 659 7000 ext. 5006
Chaiyot.jiwangkul@krungsrisecurities.com

อาทิตย์ จันทร์สว่าง

Retail Investment Strategy
+662 659 7000 ext. 5005
Artit.jansawang@krungsrisecurities.com

นลินี ประมาณ

Assistant Strategist
+662 659 7000 ext. 5011
Nalinee.praman@krungsrisecurities.com

Fundamental Research

สิริกานต์ กฤษณิณีพัทธ์

Healthcare, IE, Property Fund/REITs and Utilities (Water)
+662 659 7000 ext. 5018
Sirikarn.krisnipat@krungsrisecurities.com

ยุวณีย์ พรหมภรณ์

Agribusiness, Food, Beverage and Commerce
+662 659 7000 ext. 5010
Yuwanee.prommaporn@krungsrisecurities.com

วิษุวัต ไทญ่กว่างวงศ์

Energy, Petrochemical and Utilities (Power)
+662 659 7000 ext. 5013
Wisuwat.Yaikwawong@krungsrisecurities.com

ปฎิภาค นวาวรัตน์

ICT, Media and Transportation (Land)
+662 659 7000 ext. 5003
Phatipak.navawatana@krungsrisecurities.com

นฤดม มุจจลินทร์กุล

Electronic, Automotive, Logistic
+662 659 7000 ext. 5012
Naruedom.mujjalinkool@krungsrisecurities.com

พีรวัสส์ กุปติเลิศพงษ์

Mid-Small Cap
+662 659 7000 ext. 5008
Peerawat.kupatilertpong@krungsrisecurities.com

Research Support

ยุภาวณีย์ เล้าตระกูลชัย

Database
+662 659 7000 ext. 5002
Yuphawanee.laotrakunchai@krungsrisecurities.com

ธนัชพร ทิพย์กาญจนกุล

Database
+662 659 7000 ext. 5015
Thanatchaporn.tipkarnjanakoon@krungsrisecurities.com

Krungsri Securities

01 สำนักงานใหญ่

898 อาคารเพลินจิตทาวเวอร์ ชั้น 3
ถนนเพลินจิต แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน กรุงเทพฯ 10330
โทร. +662 659 7000 โทรสาร. +662 658 5699

03 เซ็นทรัลบางนา

589/151 อาคารเซ็นทรัลซิตีทาวเวอร์ ชั้น 27 ถนนเทพ
รัตน แขวงบางนาเหนือ เขตบางนา กรุงเทพฯ 10260
โทร. +662 763 2000 โทรสาร. +662 399 1448

05 สุพรรณบุรี

249/171-172 หมู่ 5 ถนนเนรแก้ว ตำบลท่าระหัด อำเภอ
เมืองสุพรรณบุรี จังหวัดสุพรรณบุรี 72000
โทร. +663 596 7981 โทรสาร. +663 552 2449

07 นครปฐม

67/1 ถนนราชดำเนิน ตำบลพระปฐมเจดีย์ อำเภอเมือง
นครปฐม จังหวัดนครปฐม 73000
โทร. +663 427 5500-7 โทรสาร. +663 421 8989

09 พิษณุโลก

275/1 อาคารธนาคารกรุงศรีอยุธยา จำกัด(มหาชน)
สาขาพิษณุโลก ถนนพิชัยสงคราม ตำบลในเมือง อำเภอ
เมืองพิษณุโลก จังหวัดพิษณุโลก 65000
โทร. +665 530 3360 โทรสาร. +665 530 2580

11 หาดใหญ่

90-92-94 อาคารธนาคารกรุงศรีอยุธยา จำกัด (มหาชน)
สาขาหาดใหญ่ ถนนนิพัทธ์อุทิศ 1 ตำบลหาดใหญ่ อำเภอ
หาดใหญ่ จังหวัดสงขลา 90110
โทร. +667 422 1229 โทรสาร. +667 422 1411

02 เอ็มโพเรียม

622 เอ็มโพเรียมทาวเวอร์ ชั้น 10 ถนนสุขุมวิท 24
แขวงคลองตัน เขตคลองเตย กรุงเทพฯ 10110
โทร. +662 695 4539-40 โทรสาร. +662 695 4599

04 พระราม 2

356, 358, 360 ชั้น 4 ถนนพระราม 2 แขวงสามตำ
เขตบางขุนเทียน กรุงเทพฯ 10150
โทร. +662 013 7145 โทรสาร. +662 895 9557

06 ชลบุรี

64/17 ถนนสุขุมวิท ตำบลบางปลาสร้อย
อำเภอเมืองชลบุรี จังหวัดชลบุรี 20000
โทร. +663 312 6 580 โทรสาร. +663 312 6588

08 เชียงใหม่

70 อาคารธนาคารกรุงศรีอยุธยา จำกัด(มหาชน)
สาขาประตูช้างเผือก ถนนช้างเผือก ตำบลศรีภูมิ
อำเภอเมืองเชียงใหม่ จังหวัดเชียงใหม่ 50200
โทร. +665 321 9234 โทรสาร. +665 321 9247

10 ขอนแก่น

114 อาคารธนาคารกรุงศรีอยุธยา จำกัด(มหาชน) สาขา
ขอนแก่น ถนนศรีจันทร์ ตำบลในเมือง อำเภอเมืองขอนแก่น
จังหวัดขอนแก่น 40000
โทร. +664 322 6120 โทรสาร. +664 322 6180

คำแนะนำการลงทุน

ซื้อ: หุ้นที่คาดหวังอัตราผลตอบแทนรวมจากการลงทุนเกินกว่า 10% ภายในระยะเวลา 1 ปีข้างหน้า

ถือ: หุ้นที่คาดหวังอัตราผลตอบแทนรวมจากการลงทุนระหว่าง -10% ถึง 10% ภายในระยะเวลา 1 ปีข้างหน้า

ขาย: หุ้นที่คาดหวังอัตราผลตอบแทนรวมจากการลงทุนน้อยกว่า -10% ภายในระยะเวลา 1 ปีข้างหน้า