

4Q23 ท่องเที่ยวดี หนุนกลับมากำไร

เราคาดว่าผลประกอบการงวด 4Q23 ของ AAV จะกลับมาทำกำไรสุทธิได้อีกครั้ง หลังจากขาดทุนหนักในช่วง 3Q23 ได้รับปัจจัยหนุนจากการเป็นช่วง High Seasons ของการท่องเที่ยว ทำให้มีจำนวนผู้โดยสารสูงสุดในรอบปีที่ 5.1 ล้านคน รวมถึงการปรับค่าโดยสารที่ยังเพิ่มขึ้นได้อีก 15-20%QoQ มาช่วยชดเชยภาษีสรรพสามิตน้ำมันที่กลับมาเก็บในระดับปกติตั้งแต่ 3Q23 ที่ผ่านมา ขณะที่แนวโน้มในปี 24 เราคาดว่าในแง่ผู้โดยสารยังคงเห็นการปรับตัวเพิ่มขึ้นได้ โดยเฉพาะผลดีจากการเปิดฟรีวีซ่าระหว่างไทยกับจีนและการฟื้นตัวของภาคการท่องเที่ยว ทั้งนี้เราปรับกำไรปี 24 ขึ้นเป็น 1,669 ล้านบาท หลังค่าโดยสารเฉลี่ยปี 23 ออกมาสูงกว่าสมมติฐานที่เราใช้แล้ว เรายังคงคำแนะนำ “ซื้อ” เช่นเดิมโดยประเมินมูลค่าเหมาะสมที่ 3.5 บาท (11.6XEV/EBITDA'24E)

4Q23 กำไรสูงแต่มาจากรายการพิเศษ

- เราคาดว่า AAV จะพลิกกลับมาทำกำไรสุทธิได้อีกครั้งในช่วง 4Q23 ที่ 2,042 ล้านบาท จากผลดีของการเป็นช่วง High Seasons ของการท่องเที่ยว ทำให้มีจำนวนผู้โดยสารอยู่ที่ 5.1 ล้านคน (+26%YoY,+12%QoQ) แต่มาจากกำไรจากอัตราแลกเปลี่ยนที่รับรู้มาประมาณ 2,000 ล้านบาทถ้าไม่รวมจะมีกำไรเล็กน้อย 42 ล้านบาท ดีขึ้นจากที่ขาดทุน 950 ล้านบาทใน 4Q22 และ 802 ล้านบาทใน 3Q23
- รายได้คาดไว้ที่ 12,410 ล้านบาท (+50%YoY,+28%QoQ) โดยค่าโดยสารปรับตัวเพิ่มขึ้นได้ประมาณ 23%YoY,18%QoQ มาอยู่ที่ระดับ 2,029 บาท/คน/เส้นทาง ส่วนหนึ่งเป็นผลจากการมีผู้โดยสารเส้นทางระหว่างประเทศมากขึ้นเป็น 2 ล้านคน (+79%YoY,+11%QoQ)
- กำไรขั้นต้นคาดไว้ที่ 13.8% ดีขึ้นจาก 8.1% ใน 4Q22 และ 0.3% ใน 3Q22 ด้านค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารคาดไว้ที่ 993 ล้านบาท (+79%YoY,+10%QoQ)
- รวมทั้งปีเราคาดว่า AAV จะขาดทุน 306 ล้านบาท ลดลงจาก 8,030 ล้านบาทในปี 22 ถ้าไม่รวมรายการพิเศษจะขาดทุน 268 ล้านบาท ยังคงขาดทุนเพราะผลกระทบจากการสิ้นสุดมาตรการช่วยเหลือภาษีน้ำมันในช่วงสิ้น 2Q23 ซึ่งทำให้ในช่วง 3Q23 ขาดทุนถึง 800 ล้านบาท (ไม่รวมรายการพิเศษ)

ปี 24 คาดกลับมากำไรหลังการท่องเที่ยวฟื้นและจีนฟรีวีซ่า

ภาพรวมปี 24 เราคาดว่าด้วยการฟื้นตัวของภาคการท่องเที่ยว และการเปิดฟรีวีซ่าจีน จะทำให้จำนวนผู้โดยสารของ AAV เพิ่มขึ้นได้โดยเราคาดว่าไว้ที่ระดับ 21 ล้านคน (+11%YoY) ทั้งนี้ด้วยค่าโดยสารเฉลี่ยที่ในปี 23 ออกมาสูงถึง 1,800 บาท/คน/เส้นทาง เราจึงปรับสมมติฐานในปี 24 ขึ้นเป็น 1,800 บาท/คน/เส้นทางจาก 1,700 บาท/คน/เส้นทาง และทำให้ได้กำไรสุทธิใหม่ที่ 1,669 ล้านบาท (เดิม 1,101 ล้านบาท)

สำหรับเส้นทางบิน AAV มีแผนเปิดเส้นทางบินไปญี่ปุ่นเพิ่มในช่วง 2 Q24 นี้ ส่วนเส้นทางอื่นมีแผนจะเพิ่มความถี่มากขึ้น อย่างเช่นในประเทศเป็น 753 เที่ยวบิน/สัปดาห์จาก 738 เที่ยวบิน/สัปดาห์ในปี 23 เป็นต้น

ผู้นำสายการบินต้นทุนต่ำ แนะนำ “ซื้อ”

เรามองว่า AAV เป็นผู้นำสายการบินต้นทุนต่ำในประเทศทำให้ได้รับผลดีจากการฟื้นตัวของภาคการท่องเที่ยว เราจึงคงคำแนะนำ “ซื้อ” เช่นเดิม โดยประเมินมูลค่าเหมาะสมที่ 3.5 บาท (11.6XEV/EBITDA'24E)

BUY

Fair price: Bt 3.50

Upside (Downside): +58%

Key Statistics

Bloomberg Ticker	AAV TB
Current Price (Bt)	2.22
Market Cap. (Bt m)	28,527
Shares issued (mn)	12,850
Par value (Bt)	0.10
52 Week high/low (Bt)	3.14/1.78
Foreign limit/ actual (%)	0.10/0.10
NVDR Shareholders (%)	10.5
Free float (%)	37.9
Number of retail holders	34,440
Dividend policy (%)	N/A
Industry	Services
Sector	Transportation&Logistics
First Trade Date	31 May 2012
CG Rate	▲▲▲▲▲
Thai CAC	-
SET ESG Ratings	-

Major Shareholders

10 March 2023

AirAsia Aviation Limited	24.5
Mr. Tassapon Bijleveld	19.0
AIR ASIA AVIATION LIMITED	18.6
Thai NVDR	5.5
Mr. Pitharn Ongkosit	2.2

Key Financial Summary

Year End (Dec)	2021A	2022A	2023E	2024E
Revenue (Bt m)	3,828	17,553	41,194	46,674
Net Profit (Bt m)	-6,647	-8,030	-306	1,669
NP Growth (%)	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.
EPS (Bt)	-1.37	-0.66	-0.02	0.13
PER (x)	N.M.	N.M.	N.M.	17.10
BPS (Bt)	1.70	0.65	0.60	0.73
PBV (x)	1.53	4.39	4.47	3.06
DPS (Bt)	0.00	0.00	0.00	0.00
Div. Yield (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROA (%)	-9.3%	-12.4%	-0.5%	2.5%
ROE (%)	-39.5%	-101.0%	-4.0%	17.9%

Source: Pi Estimated

Analyst: Dome Kunprayoonsawad

Registration No.10196

Email: dome.ku@pi.financial

Earnings preview

(Bt m)	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	%QoQ	%YoY
Revenue	8,264	9,086	10,036	9,662	12,410	28.4	50.2
Cost of sales	(7,592)	(7,901)	(9,038)	(9,635)	(10,699)	11.0	40.9
Gross profit	672	1,184	998	27	1,711	6,300.5	154.6
SG&A	(555)	(680)	(652)	(905)	(993)	9.7	78.7
Other (exp)/inc							
EBIT	116	505	346	(879)	718	N.M.	516.2
Finance cost	(484)	(494)	(549)	(596)	(604)	1.3	24.8
Other inc/(exp)	108	164	311	244	429	76.0	298.2
Earnings before taxes	(260)	175	108	(1,231)	543	N.M.	(308.9)
Income tax	(690)	(140)	289	429	(501)	(216.8)	(27.4)
Earnings after taxes	(950)	34	397	(802)	42	N.M.	N.M.
Equity income							
Minority interest	-	-	-	-	-		
Earnings from cont. operatio	(950)	34	397	(802)	42	N.M.	N.M.
Forex gain/(loss) & unusual items	4,064	325	(1,409)	(893)	2,000	(324.1)	(50.8)
Net profit	3,114	359	(1,013)	(1,695)	2,042	(220.5)	(34.4)
EBITDA							
Recurring EPS (Bt)	(0.08)	0.00	0.03	(0.07)	0.00	N.M.	N.M.
Reported EPS (Bt)	0.26	0.03	(0.08)	(0.14)	0.17	(220.5)	(34.4)
Profits (%)	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	chg QoQ	chg YoY
Gross margin	8.1	13.0	9.9	0.3	13.8	13.5	5.7
Operating margin	1.4	5.6	3.4	(9.1)	5.8	14.9	4.4
Net margin	37.7	4.0	(10.1)	(17.5)	16.5	34.0	(21.2)

Source : Company Data, PI Research

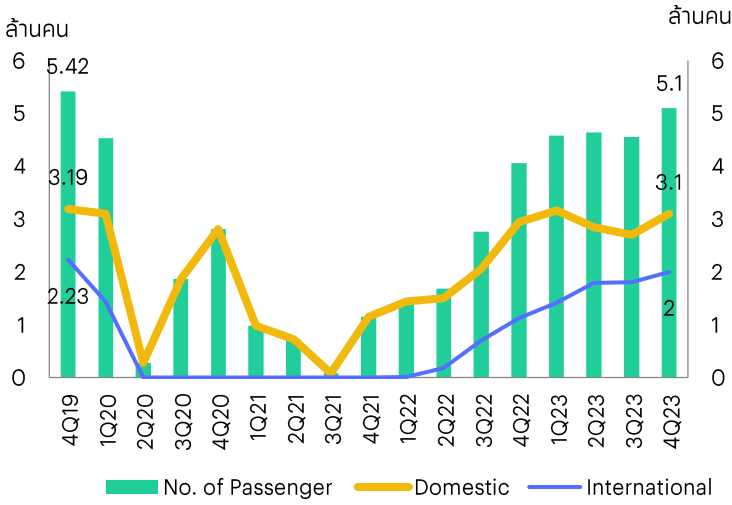
Stock Update



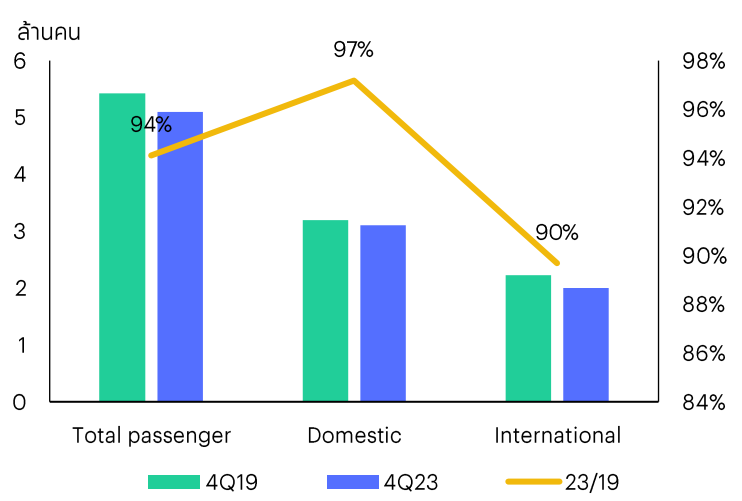
1 FEB 2024

AAV Asia Aviation PCL

จำนวนผู้โดยสารรายไตรมาส



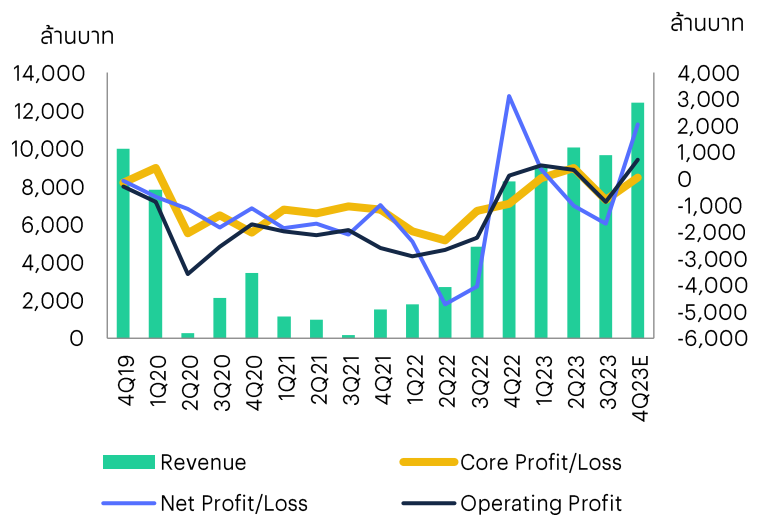
สัดส่วนผู้โดยสารช่วง 4Q23 เทียบกับ 4Q19



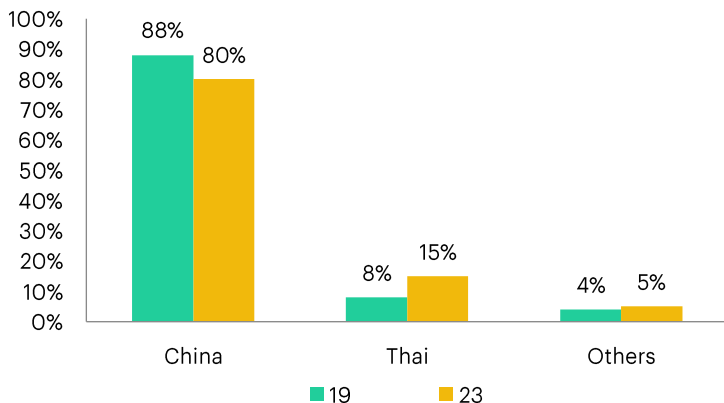
ค่าโดยสารเฉลี่ยรายไตรมาส



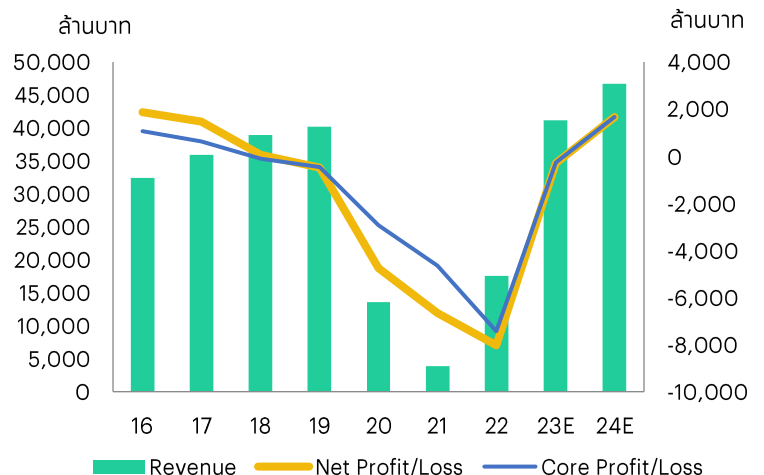
ผลประกอบการรายไตรมาส



สัดส่วนผู้โดยสารเส้นทางจากไทยไปจีน



รายได้ละกำไร (บาททุน) สุทธิรายปี



Source: Pi research, company data

Summary financials

Balance Sheet (Bt m)	2021	2022	2023E	2024E
Cash & equivalents	5,360	798	2,440	3,029
Accounts receivable	1,658	3,394	4,119	4,434
Inventories	230	401	824	700
Other current assets	425	644	830	939
Total current assets	7,673	5,236	8,213	9,103
Invest. in subs & others	-	-	-	-
Fixed assets - net	48,968	44,585	41,712	39,712
Other assets	14,567	14,864	16,727	17,658
Total assets	71,208	64,685	66,651	66,473
Short-term debt	9,502	9,652	7,481	7,481
Accounts payable	3,147	3,279	3,355	3,993
Other current liabilities	4,911	8,963	11,844	10,671
Total current liabilities	17,560	21,893	22,680	22,145
Long-term debt	35,637	34,104	35,588	34,277
Other liabilities	1,182	734	734	734
Total liabilities	54,380	56,731	59,003	57,156
Paid-up capital	988	1,216	1,285	1,285
Premium-on-share	10,897	14,668	15,800	15,800
Others	2,141	1,200	-	-
Retained earnings	6,175	(9,130)	(9,436)	(7,768)
Non-controlling interests	(3,372)	-	-	-
Total equity	16,829	7,954	7,649	9,317
Total liabilities & equity	71,208	64,686	66,651	66,473
Income Statement (Bt m)	2021	2022	2023E	2024E
Revenue	3,828	17,553	41,194	46,674
Cost of goods sold	(11,223)	(23,533)	(37,274)	(39,531)
Gross profit	(7,395)	(5,980)	3,920	7,143
SG&A	(1,236)	(1,711)	(3,230)	(3,734)
Other income / (expense)				
EBIT	(8,630)	(7,691)	690	3,409
Depreciation	5,434	6,114	5,354	5,105
EBITDA	(3,196)	(1,577)	6,043	8,514
Finance costs	(1,899)	(2,219)	(2,243)	(2,193)
Other income / (expense)	339	344	1,209	870
Earnings before taxes (EBT)	(10,190)	(9,567)	(345)	2,086
Income taxes	1,741	2,452	77	(417)
Earnings after taxes (EAT)	(8,449)	(7,115)	(268)	1,669
Equity income	-	423	-	-
Non-controlling interests	5,310	184	-	-
Core Profit	(3,139)	(6,508)	(268)	1,669
FX Gain/Loss & Extraordinary	(3,509)	(1,522)	(38)	-
Net profit	(6,647)	(8,030)	(306)	1,669
EPS (Bt)	(1.37)	(0.66)	(0.02)	0.13

Cashflow Statement (Bt m)	2021	2022	2023E	2024E
CF from operation	(4,347)	564	2,292	595
CF from investing	1,284	(590)	(1,803)	(1,803)
CF from financing	7,313	(4,536)	1,154	1,798
Net change in cash	4,249	(4,562)	1,642.2	589

Valuation	2021	2022	2023E	2024E
EPS (Bt)	(1.37)	(0.66)	(0.02)	0.13
Core EPS (Bt)	(0.65)	(0.54)	(0.02)	0.13
DPS (Bt)	-	-	-	-
BVPS (Bt)	3.5	0.7	0.6	0.7
EV per share (Bt)	10.8	6.4	5.8	5.2
PER (x)	(1.9)	(4.3)	(111.8)	17.1
Core PER (x)	(4.0)	(5.4)	(127.4)	17.1
PBV (x)	0.7	4.4	4.5	3.1
EV/EBITDA (x)	(16.4)	(49.4)	12.4	7.9
Dividend Yield (%)	-	-	-	-

Profitability Ratios (%)	2021	2022	2023E	2024E
Gross profit margin	(193.2)	(34.1)	9.5	15.3
EBITDA margin	(83.5)	(9.0)	14.7	18.2
EBIT margin	(225.4)	(43.8)	1.7	7.3
Net profit margin	(173.6)	(45.7)	(0.7)	3.6
ROA	(9.3)	(12.4)	(0.5)	2.5
ROE	(39.5)	(101.0)	(4.0)	17.9

Financial Strength Ratios	2021	2022	2023E	2024E
Current ratio (x)	0.4	0.2	0.4	0.4
Quick ratio (x)	0.4	0.2	0.3	0.4
Int.-bearing Debt/Equity (x)	2.7	5.5	5.6	4.5
Net Debt/Equity (x)	2.4	5.4	5.3	4.2
Interest coverage (x)	(4.5)	(3.5)	0.3	1.6
Inventory day (days)	7	6	8	34
Receivable day (days)	158	71	37	53
Payable day (days)	102	51	33	59
Cash conversion cycle	63	26	12	28

Growth (% YoY)	2021	2022	2023E	2024E
Revenue	(71.9)	358.5	134.7	13.3
EBITDA	7.9	(50.7)	N.M.	40.9
EBIT	(0.8)	(10.9)	N.M.	394.2
Core profit	(18.6)	107.4	N.M.	(721.9)
Net profit	39.5	20.8	N.M.	(645.6)
EPS	39.5	(51.8)	N.M.	(645.6)

Source : Company Data, Pi Research

Corporate Governance Report of Thai Listed Companies 2022

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

สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD)

ผลสำรวจการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนที่แสดงไว้ เป็นผลที่ได้จากการสำรวจและประเมินข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ("บริษัทจดทะเบียน") เปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลที่ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอข้อมูลในมุมมองของบุคคลภายนอก ต่อมาตรฐานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน โดยไม่ได้เป็นการประเมินผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินกิจการของบริษัทจดทะเบียน อีกทั้งมิได้ใช้ข้อมูลภายในของบริษัทจดทะเบียนในการประเมิน ดังนั้น ผลสำรวจที่แสดงนี้จึงไม่ได้เป็นการรับรองถึงผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินการของบริษัทจดทะเบียน และไม่ถือเป็นการให้คำแนะนำในการลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนหรือคำแนะนำใดๆ ผู้ใช้ข้อมูลจึงควรใช้วิจารณญาณของตนเองในการวิเคราะห์ และตัดสินใจในการใช้ข้อมูลใดๆ ที่เกี่ยวกับบริษัทจดทะเบียนที่แสดงในผลสำรวจนี้ ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ พาย จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความครบถ้วนและถูกต้องของผลสำรวจดังกล่าว

ช่วงคะแนน	สัญลักษณ์
90-100	▲▲▲▲▲
80-89	▲▲▲▲
70-79	▲▲▲
60-69	▲▲
50-59	▲
< 50	No log

ความหมายของคำแนะนำ

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

หมายเหตุ : ผลตอบแทนที่คาดหวังอาจเปลี่ยนแปลงตามความเสี่ยงของตลาดที่เพิ่มขึ้น หรือลดลงในขณะนั้น

IOD Disclaimer

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

Stock Rating Definition

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

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

รายงานฉบับนี้ จัดทำขึ้นโดยมีวัตถุประสงค์เพื่อนำเสนอข้อมูลและบทความการวิเคราะห์ โดยใช้ข้อมูลและข่าวสารต่างๆ ที่ได้รับการเผยแพร่ต่อสาธารณะ ตลอดจนจากการสัมภาษณ์ผู้บริหารของบริษัทต่างๆ มาประกอบและได้พยายามตรวจสอบความถูกต้องอย่างระมัดระวัง แต่ก็ไม่สามารถยืนยันความถูกต้องได้อย่างสมบูรณ์ การวิเคราะห์ในรายงานฉบับนี้ได้พยายามยึดมาตรฐานบนหลักการวิเคราะห์ทางด้านปัจจัยพื้นฐานมาเป็นบทสรุปและข้อเสนอแนะ โดยมีได้เจตนาที่จะนำไปสู่การขึ้นนำแต่อย่างใด ซึ่งข้อเสนอแนะเหล่านี้ เป็นข้อคิดเห็นของนักวิเคราะห์ ซึ่งบริษัทฯ ไม่จำเป็นต้องเห็นด้วยกับข้อคิดเห็นดังกล่าวเสมอไป ทั้งนี้ นักลงทุนและผู้ใช้รายงานฉบับนี้ควรใช้วิจารณญาณส่วนตัวประกอบด้วย