

บริษัท สามารถ เอวิเอชั่น โซลูชันส์ (SAV)

26 กันยายน 2566

IPO

มูลค่าบริษัท (ล้านบาท) 16,600
 ปริมาณหุ้น (พาร์ 0.5 บาท) 640 ล้านหุ้น

บริษัทหลักทรัพย์ ทรินิตี้ จำกัดเป็นผู้ร่วมจัดจำหน่ายและรับประกันการจำหน่ายหุ้นสามัญเพิ่มทุนของ SAV ในครั้งนี้ โดยการจัดทำเอกสารฉบับนี้เพื่อวัตถุประสงค์ในการนำเสนอข้อมูลและบทความการวิเคราะห์เท่านั้น การตัดสินใจลงทุนขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของนักลงทุน

หนึ่งเดียวผู้ควบคุมการจราจรทางอากาศ กัมพูชา

- SAV ลงทุนในบริษัท CATS เป็นบริษัทสัญชาติกัมพูชาที่ประกอบธุรกิจดำเนินงานจัดตั้งระบบและให้บริการควบคุมการจราจรทางอากาศในประเทศกัมพูชาแต่เพียงผู้เดียว
- ธุรกิจของ CATS ไม่มีคู่แข่ง บริษัทเติบโตไปพร้อมกับเศรษฐกิจและการท่องเที่ยวของประเทศกัมพูชาและทวีปเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ ที่ยังมีแนวโน้มเติบโตอย่างต่อเนื่อง
- คาดผลการดำเนินงาน 2566-2567 CAGR เติบโตกว่า 70%
- ประเมินมูลค่าบริษัทในปี 2567 ที่ 16,600 ล้านบาท

ลักษณะการประกอบธุรกิจ

บริษัทดำเนินธุรกิจลงทุนในบริษัทอื่น (Holding company) ปัจจุบันได้มีการถือสัดส่วน 100% ในบริษัท แคมโบเดีย แอร์ ทราฟฟิค เซอร์วิส ("CATS") เป็นบริษัทสัญชาติกัมพูชาที่ประกอบธุรกิจดำเนินงานจัดตั้งระบบและให้บริการควบคุมการจราจรทางอากาศในประเทศกัมพูชาทุกแห่งแต่เพียงผู้เดียว ตามสัญญาสัมปทานที่ได้รับจากรัฐบาลประเทศกัมพูชา

ธุรกิจแข็งแกร่ง เติบโตได้อย่างต่อเนื่อง

บริษัทถือเป็นผู้นำบริการควบคุมการจราจรทางอากาศในประเทศกัมพูชาแต่เพียงผู้เดียว ทำให้บริษัทไม่มีคู่แข่ง เติบโตไปพร้อมกับเศรษฐกิจและการท่องเที่ยวของประเทศกัมพูชาที่ยังสามารถเติบโตได้อีกมาก ยิ่งไปกว่านั้นบริษัทเองก็ยังได้อานิสงส์จากการเติบโตของการจราจรทางอากาศในทวีปเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ที่ยังคงเติบโตอย่างมั่นคงอีกด้วย

ปี 2566-2567 เติบโตกว่า 70% CAGR

ประเมินรายได้ปี 2566 ที่ 1.7 พันล้านบาท +37% YoY และ ปี 2567 ที่ 2.2 พันล้านบาท +33% YoY จากจำนวนเที่ยวบินที่เพิ่มขึ้น โดยคาดปริมาณเที่ยวบิน รวมทั้งหมดจะอยู่ที่ 1 แสนเที่ยว +47% YoY และในปี 2567 จะกลับมาสู่ระดับก่อน COVID-19 ที่ 1.3 แสนเที่ยว สำหรับกำไรปี 2566 ประเมินไว้ที่ 427 ล้านบาท +114% YoY จากรายได้ที่ปรับเพิ่มขึ้นตามจำนวนเที่ยวบินที่เพิ่มขึ้นกว่า 47% ในขณะที่ต้นทุนราว 40% ของบริษัทเป็นต้นทุนคงที่ ส่งผลให้อัตรากำไรของบริษัทเพิ่มสูงขึ้น และกำไรในปี 2567 อยู่ที่ 580 ล้านบาท +36% YoY โดยบริษัทมีอัตราการทำกำไรสุทธิดีขึ้นมาเป็น 26.2% จากปี 2566 ที่ 25.6% ซึ่งมาจากต้นทุนทางการเงินที่ลดลง เนื่องจากบริษัทจะนำเงิน IPO ในครั้งนี้ไปชำระหนี้กู้ยืมจากสถาบันการเงิน

ข้อมูลสรุปการเสนอขายหุ้น IPO

บริษัทจะมีทุนจดทะเบียนไม่เกิน 320 ล้านบาท มูลค่าที่ตราไว้หุ้นละ 0.5 บาท ภายหลังการเสนอขายในครั้งนี้ โดยหุ้นสามัญที่เสนอขายในครั้งนี้มีจำนวนไม่เกิน 224 ล้านหุ้น มูลค่าที่ตราไว้หุ้นละ 0.5 บาท เสนอขายต่อประชาชนทั่วไป คิดเป็นไม่เกิน 35% ของจำนวนหุ้นที่จำหน่ายได้แล้วทั้งหมด บริษัทมีวัตถุประสงค์ที่จะนำเงินที่ได้จากการเสนอขายหุ้นสามัญเพิ่มทุนเพื่อ 1) เงินทุนหมุนเวียนในการขยายกิจการ 2) ชำระคืนเงินกู้ยืมสถาบันการเงิน

ประเมินมูลค่าบริษัทปี 2567 เท่ากับ 16,600 ล้านบาท

SAV เป็นบริษัทที่มีความน่าสนใจในด้านธุรกิจ Monopoly และยังมีโอกาสการเติบโตอีกมาก บริษัทมีกำไรที่เติบโตอย่างมั่นคงมาโดยตลอด และในขณะที่อนาคตระยะยาวเองก็ยังมีแนวโน้มการเติบโตที่สดใส อีกทั้งฐานะทางการเงินที่แข็งแกร่ง ปลอดภัย (ภายหลังการ IPO)

ความเสี่ยง การไม่ได้ออกหรือถูกบอกเลิกสัมปทานและภาวะการเติบโตของการจราจรทางอากาศ

Financial Highlights

Year End:	2563A	2564A	2565A	2566F	2567F
Sales and Services (Bt mn)	714	456	1,218	1,663	2,210
EBITDA(Bt mn)	113	12	361	692	884
Core Net Profit (Bt mn)	(42)	(74)	200	427	580
EPS (Bt)	(0.07)	(0.13)	0.35	0.67	0.91
EV/EBITDA (x)	155.04	1428.16	49.05	23.07	17.75
PER(x)	N.A.	N.A.	75.05	38.99	28.67
P/BV (x)	75.22	104.84	44.16	8.05	6.89
DPS(Bt)	0.23	0.00	0.00	0.27	0.36
Div Yield (%)	1%	0%	0%	1%	1%
ROE (%)	-21%	-43%	83%	35%	26%

Source: Company, Trinity Research, EV/EBITDA, PER, PBV based on Target price 26



เอกรินทร์ วงษ์ศิริ, CFA
 เลขทะเบียนบัตรประจำตัว : 055680
 E-mail: ekkarin@trinitythai.com

บริษัทหลักทรัพย์ ทรินิตี้ จำกัด เลขที่ 1 อาคารพาร์ค สยาม ชั้น 22 และห้อง 2301 ชั้น 23 ถนนคอนแวนต์ แขวงสีลม เขตบางรัก กรุงเทพฯ 10500

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลเท่าที่ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่เชื่อถือได้ แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลนั้นๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ทรินิตี้ จำกัด ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการต่างๆ ที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการให้หรือชักชวนให้ลงทุน การซื้อขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน

การประเมินมูลค่าบริษัท

เราใช้วิธีประเมินมูลค่าบริษัท SAV ด้วยวิธี DCF ได้มูลค่าบริษัท เหมาะสมปี 2567 ที่ 16,600 ล้านบาท โดยมีรายละเอียดดังนี้

วิธี DCF เราใช้สมมติฐานสิ้นสุดสัญญาสัมปทานที่ ปี 2594 ไม่มี Terminal Growth และใช้ WACC ที่ 7.78% โดยหาค่า Unlevered Beta จากกลุ่มบริษัทที่ทำธุรกิจในเชิง Monopoly เหมือนกับ SAV ซึ่งได้แก่ AOT, NYT และ BAFS

Figure 1: ประเมินมูลค่าบริษัทด้วยวิธี DCF

	2567	2568	2569	2570	2571	2572	2573	2574	2575	2576	2577	2578	2579	2580
EBIT	726	883	1,010	1,155	1,212	1,434	1,504	1,609	1,688	1,771	1,894	1,988	2,086	2,189
Tax	(145)	(177)	(202)	(231)	(242)	(287)	(301)	(322)	(338)	(354)	(379)	(398)	(417)	(438)
EBIT (1-T)	580	706	808	924	969	1,147	1,203	1,287	1,350	1,416	1,515	1,590	1,669	1,751
Depreciation & amor	68	68	68	68	68	68	68	68	68	68	68	68	68	68
Capex	(10)	(10)	(10)	(10)	(10)	(10)	(10)	(10)	(10)	(10)	(10)	(10)	(10)	(10)
Change in NWC	(82)	(54)	(643)	(137)	(52)	(55)	(57)	(87)	(65)	(68)	(103)	(77)	(80)	(84)
FCF	557	710	224	845	976	1,151	1,204	1,258	1,344	1,407	1,471	1,572	1,646	1,725

	2581	2582	2583	2584	2585	2586	2587	2588	2589	2590	2591	2592	2593	2594
EBIT	2,342	2,458	2,579	2,707	2,897	3,040	3,191	3,349	3,585	3,763	3,950	4,146	4,438	3,959
Tax	(468)	(492)	(516)	(541)	(579)	(608)	(638)	(670)	(717)	(753)	(790)	(829)	(888)	(792)
EBIT (1-T)	1,874	1,966	2,063	2,165	2,318	2,432	2,553	2,679	2,868	3,010	3,160	3,317	3,550	3,167
Depreciation & amor	68	68	68	68	68	68	68	68	68	68	68	68	68	57
Capex	(10)	(10)	(10)	(10)	(10)	(10)	(10)	(10)	(10)	(10)	(10)	(10)	(10)	(10)
Change in NWC	(128)	(95)	(100)	(105)	(159)	(118)	(124)	(130)	(197)	(147)	(154)	(162)	(244)	(262)
FCF	1,804	1,929	2,022	2,119	2,217	2,372	2,487	2,607	2,729	2,922	3,064	3,213	3,364	2,952

WACC	7.78%
PV of FCF	15,676
Cash	957
Debt	-
Equity Value	16,634
# Shares	640
Value per Share	26.0

	Beta	D/E	Unlevered Beta
AOT	0.79	0.05	0.76
NYT	0.84	0.19	0.73
BAFS	0.79	0.75	0.49
Average			0.66

Market Risk Premium	8.00%
Risk free	2.50%
Cost of Equity	7.78%

Source: Trinity Research

ลักษณะการประกอบธุรกิจ

บริษัท สามารถ เอวิเอชั่น โฮลดิ้งส์ (SAV) ดำเนินธุรกิจลงทุนในบริษัทอื่น (Holding company) ปัจจุบันได้มีการถือหุ้น 100% ในบริษัท แคมโบเดีย แอร์ ทราฟฟิค เซอร์วิส (CATS) เพียงบริษัทเดียวโดย CATS มีสัญญาสัมปทานที่ได้รับจากรัฐบาลประเทศกัมพูชา โดยเริ่มทำสัญญาสัมปทานในปี 2544 และเริ่มนับอายุสัมปทานตั้งแต่ปี 2545 ถึงปี 2594 ทั้งนี้ CATS เป็นบริษัทสัญชาติกัมพูชาที่ประกอบธุรกิจบริการการเดินอากาศ (ANS) ในประเทศกัมพูชาแต่เพียงผู้เดียว ซึ่งรัฐบาลกัมพูชาในฐานะรัฐภาคีแห่งอนุสัญญาว่าด้วยการบินพลเรือนระหว่างประเทศ โดยสำนักงานเลขาธิการการบินพลเรือนกัมพูชา (State Secretariat of Civil Aviation : SSCA) ได้มอบหมายให้ CATS เป็นหน่วยงานผู้ให้บริการการเดินอากาศของประเทศ มีหน้าที่และความรับผิดชอบ ดังนี้

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

โดยการบริการของ CATS มีลักษณะเทียบเคียงได้กับบริษัท วิทยุการบินแห่งประเทศไทย จำกัด (Aeronautical Radio Of Thailand Ltd.) ซึ่งเป็นหน่วยงานให้บริการการเดินอากาศ (ANS) ของประเทศไทย

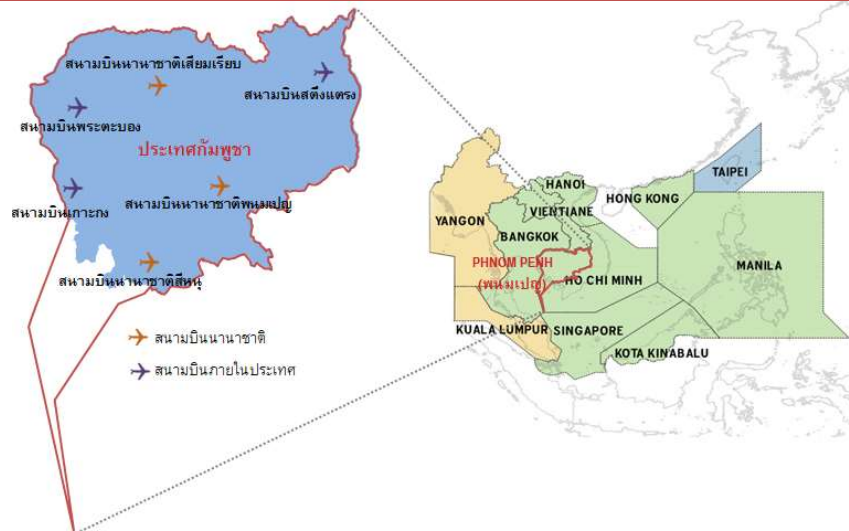
เขตแดนลงข่าวการบินพนมเปญ (Phnom Penh FIR)

เขตแดนลงข่าวการบิน (Flight Information Region หรือ FIR) คือขอบเขตของน่านฟ้าในความรับผิดชอบของแต่ละประเทศ โดยมีผู้ให้บริการบริหารจัดการจราจรทางอากาศของแต่ละเขตทำการบริหารจัดการจราจรทางอากาศ รวมถึงให้ข้อมูลข่าวสารเกี่ยวกับการบินเพื่อให้อากาศยานที่ทำการบินในเขตน่านฟ้าที่ตนรับผิดชอบมีความปลอดภัยและมีประสิทธิภาพ ทั้งนี้ การแบ่งเขตแดนลงข่าวจะพิจารณาจากภูมิประเทศของแต่ละประเทศเป็นหลัก โดยแต่ละประเทศจะต้องเป็นผู้รับผิดชอบขอบเขตน่านฟ้าตามเขตภูมิประเทศของตน ซึ่งน่านฟ้าของแต่ละประเทศอาจมีเขตแดนลงข่าวการบินเพียงเขตเดียวหรือมากกว่าหนึ่งเขตก็ได้ โดยประเทศที่มีขนาดใหญ่หรือประเทศที่มีการจราจรทางอากาศหนาแน่นจะ มีการแบ่งแยกเขตแดนลงข่าวการบินออกเป็นหลายเขตตามภูมิภาคต่างๆ เพื่อให้การบริหารจัดการจราจรทางอากาศมีความทั่วถึงและมีประสิทธิภาพมากที่สุด

นอกจากนี้ สำหรับเขตน่านฟ้าที่คาบเกี่ยวกับมหาสมุทรต่างๆ ก็จะถูกนับเป็นเขตแดนลงข่าวการบินเช่นเดียวกัน ซึ่งโดยทั่วไปแล้วองค์การการบินพลเรือนระหว่างประเทศ (International Civil Aviation Organization : ICAO) จะเป็นผู้กำหนดขอบเขตที่คาบเกี่ยวกับมหาสมุทรให้กับประเทศที่มีพรมแดนใกล้เคียง จึงทำให้เขตแดนลงข่าวการบินไม่มีขนาดที่เป็นมาตรฐาน ขึ้นอยู่กับภูมิประเทศของแต่ละประเทศ รวมถึงขนาดของประเทศ และพื้นที่มหาสมุทรโดยรอบประเทศนั้นๆ

สำหรับประเทศกัมพูชานั้น มีเขตแดนลงข่าวการบินเพียงแห่งเดียวคือ เขตแดนลงข่าวการบินพนมเปญ (Phnom Penh FIR) ครอบคลุมทั้งส่วนที่เป็นพื้นที่ประเทศกัมพูชา และส่วนที่นอกเหนือจากเขตภูมิประเทศทางตะวันตกเฉียงใต้ซึ่งเป็นพื้นที่ของอ่าวไทยบางส่วน โดยมีขอบเขตเป็นไปตามตารางที่ 3

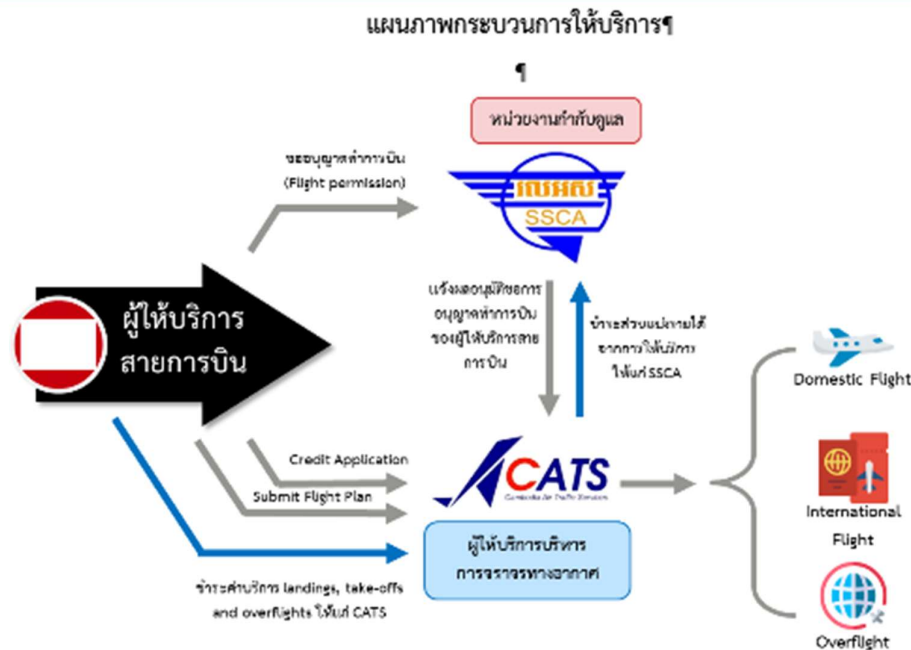
Figure 2: แผนภาพแสดงเขตแกลงข่าวการบินพนมเปญ (Phnom Penh FIR) และเขตแกลงข่าวการบินใกล้เคียง



Source: Company

CATS มีหน้าที่รับผิดชอบในการบริการบริหารจราจรทางอากาศครอบคลุมน่านฟ้าและ
ห้วงอากาศทั้งหมดของประเทศกัมพูชา 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 และสนามบินภายในประเทศ
จำนวน 3 สนามบิน

Figure 3: แผนภาพกระบวนการให้บริการ



Source: Company

การบริหารจราจรทางอากาศ (Air Traffic Management : ATM)

ในการบริหารการจราจรทางอากาศภายในเขตแกล่งชาวพนมเปญ (Phnom Penh FIR) CATS ได้มีการดำเนินการเป็นพลวัตรและบูรณาการในเรื่องที่เกี่ยวข้องทั้งการบริหารควบคุมการจราจรทางอากาศ (Air Traffic Control Service) การบริหารหวงอากาศ (Airspace Management) รวมทั้งการบริหารความคล่องตัวและความสามารถในการรองรับการจราจรทางอากาศ (Air Traffic Flow and Capacity Management) โดยมีวัตถุประสงค์ให้น่านฟ้าของประเทศกัมพูชาที่มีความปลอดภัย มีประสิทธิภาพ และเกิดความคุ้มค่าแก่ผู้ใช้บริการ

1. การบริการควบคุมจราจรทางอากาศเขตสนามบิน (Aerodrome Control Service)

เป็นการบริการสำหรับอากาศยานที่กำลังปฏิบัติการ ณ บริเวณสนามบิน โดยเป็นการจัดลำดับการขึ้นลงของอากาศยาน การให้คำอนุญาตในการติดเครื่องยนต์ของอากาศยาน (Start-up Engine) และการให้คำอนุญาตในการขับเคลื่อน (Taxi) รวมทั้งให้ข้อมูลต่างๆ ที่เกี่ยวกับความปลอดภัย ในเขตพื้นที่ขับเคลื่อน (Movement Area)

การบริการในส่วนนี้ ดำเนินการโดยหอบังคับการบิน (Aerodrome Control Tower) ปัจจุบัน CATS ให้บริการดังกล่าวนี้ ณ สนามบินต่างๆ ทั่วประเทศกัมพูชา

2. การบริการควบคุมจราจรทางอากาศเขตประชิดสนามบิน (Approach Control Office)

เป็นการบริการสำหรับอากาศยานที่กำลังทำการบินเข้า-ออกระหว่างสนามบินกับเส้นทางบินที่กำหนดไว้ในแผนการบิน (Flight Plan) และเพื่อป้องกันไม่ให้อากาศยานชนกัน ในอากาศ จึงจำเป็นที่จะต้องมีการกำหนดให้ใช้เส้นทางการบินของอากาศยานแต่ละลำ รวมถึงจัดลำดับในการเข้าไปถึงที่สนามบิน รวมทั้งเพื่อให้ข้อมูลต่างๆ ที่เกี่ยวกับความปลอดภัย

โดยปัจจุบัน CATS ให้บริการดังกล่าวเฉพาะที่สนามบินนานาชาติ 3 สนามบิน ได้แก่ สนามบินนานาชาติพนมเปญ สนามบินนานาชาติเสียมเรียบ และสนามบินนานาชาติสีหนุ

3. การบริการควบคุมการจราจรทางอากาศตามเส้นทางบิน (Area Control Service)

เป็นการให้บริการสำหรับอากาศยานที่บินอยู่ตามเส้นทางบินภายในอาณาเขตแกล่งชาวการบินพนมเปญ โดยมีการให้คำอนุญาต (Clearance) ในการใช้ความสูงและบินตามเส้นทางบินที่กำหนดไว้ และเพื่อป้องกันไม่ให้อากาศยานชนกัน ในอากาศ รวมทั้งเพื่อให้ข้อมูลต่างๆ ที่เกี่ยวกับความปลอดภัย

การให้บริการดังกล่าวดำเนินการโดยศูนย์ควบคุมการจราจรทางอากาศตามเส้นทางบิน (Area Control Center : Phnom Penh Area Control Center) ซึ่งตั้งอยู่ที่ CATS Building กรุงพนมเปญ

ในการบริการควบคุมจราจรทางอากาศทั้ง 3 ประเภท เจ้าหน้าที่ควบคุมจราจรทางอากาศต้องใช้ความสามารถและทักษะที่ได้รับการฝึกอบรมรวมถึงการฝึกฝนจนเกิดความเชี่ยวชาญในการจัดการจราจรให้เกิดความคล่องตัว เป็นระเบียบและปลอดภัย นอกจากนั้นแล้วยังจะต้องทำงานร่วมกับระบบเทคโนโลยีสนับสนุนต่างๆ ซึ่งปัจจุบันได้เข้ามามีบทบาทในการให้ข้อมูลกับเจ้าหน้าที่ควบคุมจราจรทางอากาศ ในการตัดสินใจ สั่งการ ให้คำอนุญาตและแนะนำต่อนักบินเป็นอย่างมาก ทั้งนี้ข้อมูลที่มีการสื่อสารในการให้บริการการจราจรทางอากาศ

การบริการควบคุมการจราจรทางอากาศทั้งหมดดังที่กล่าวมาแล้วข้างต้น จะต้องมีการประสานงานและส่งมอบการควบคุมเครื่องบินต่อเนื่องกันเป็นช่วงๆ ก่อนที่อากาศยานจะบินออกนอกพื้นที่รับผิดชอบของแต่ละหน่วยควบคุมการจราจรทางอากาศ เริ่มตั้งแต่อากาศยานติดเครื่องยนต์ ขับเคลื่อนไปทำการวิ่งขึ้น และวิ่งขึ้นจากสนามบินต้นทาง ซึ่งอยู่ภายใต้การควบคุมของหอบังคับการบิน (Aerodrome Control Tower) หลังจากนั้นเมื่ออากาศยานบินขึ้นสู่อากาศ จะถูกส่งมอบต่อไปยังหน่วยควบคุมการจราจรทางอากาศเขตประชิดสนามบิน (Approach Control Office) เพื่อให้คำอนุญาตในการบินเข้าสู่อากาศตามแผนการบิน โดยมีการจัด

ระยะต่อตามมาตรฐาน ก่อนเข้าสู่เส้นทางบินจะมีการส่งมอบความรับผิดชอบไปยังศูนย์ควบคุมการจราจรทางอากาศตามเส้นทางบิน (Area Control Center) เพื่อให้คำอนุญาตในการใช้ความสูงตามเส้นทางบิน ทั้งนี้ หากเป็นเที่ยวบินระหว่างประเทศ ก็จะมีการส่งมอบให้กับศูนย์ควบคุมการจราจรทางอากาศตามเส้นทางบิน (Area Control Center) ของประเทศที่มีเขตแดนข้าวกวาร์บินติดกัน ในขณะที่กรณีเป็นเที่ยวบินภายในประเทศ ศูนย์ควบคุมการจราจรทางอากาศตามเส้นทางบิน (Area Control Center) จะให้คำอนุญาตในการลดระยะสูงและส่งมอบการควบคุม ไปให้หน่วยควบคุมการจราจรทางอากาศเขตประชิดสนามบิน (Approach Control Office) ของสนามบินปลายทาง เพื่อบินเข้าสู่สนามบินและทำการร่อนลง ซึ่งจะต้องมีการส่งมอบการควบคุมให้กับหอบังคับการบิน (Aerodrome Control Tower) เพื่อให้คำอนุญาตในการร่อนลงและขับเคลื่นสู่หลุมจอดในที่สุด

Figure 4: แผนภาพจำลองการปฏิบัติงานของแต่ละหน่วยงานควบคุมการจราจรทางอากาศ



Source: Company

โครงสร้างรายได้

รายได้ของ CATS แบ่งออกเป็น 3 ประเภทหลัก ได้แก่

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

โครงสร้างรายได้จำแนกตามประเภทการให้บริการในงวดปีสิ้นสุดวันที่ 31 ธันวาคม 2563 วันที่ 31 ธันวาคม 2564 วันที่ 31 ธันวาคม 2565 ดังตารางต่อไปนี้

Figure 5: โครงสร้างรายได้ของบริษัท

รายการ	งบการเงินสำหรับงวดปีสิ้นสุดวันที่						งวดสามเดือนสิ้นสุดวันที่			
	31 ธันวาคม 2563		31 ธันวาคม 2564		31 ธันวาคม 2565		31 มีนาคม 2565		31 มีนาคม 2566	
	ล้านบาท	ร้อยละ	ล้านบาท	ร้อยละ	ล้านบาท	ร้อยละ	ล้านบาท	ร้อยละ	ล้านบาท	ร้อยละ
รายได้จากการให้บริการ										
Landing & Take-off : Domestic	26.43	3.45	4.96	1.09	10.04	0.82	1.82	1.15	3.13	0.92
Landing & Take-off : International	232.82	32.60	99.97	21.93	279.87	22.99	36.82	23.34	110.56	32.40
Overflight	456.66	63.95	350.84	76.98	796.29	65.40	119.11	75.51	227.53	66.68
รายได้ตามสัญญาสัมปทาน ¹	-	-	-	-	131.40	10.79	-	-	-	-
รวม	714.11	100.00	455.77	100.00	1,217.60	100.00	157.74	100.00	341.22	100.00

Source: Company

ภาวะอุตสาหกรรม

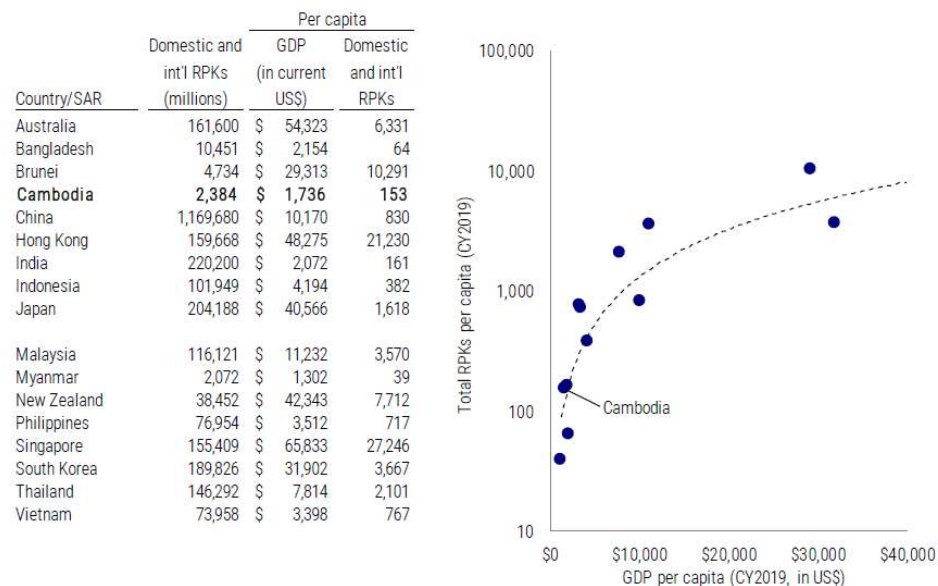
ปัจจัยที่ส่งผลต่อการท่องเที่ยวทางอากาศ

การจราจรทางอากาศส่งผล 100% ต่อรายได้และกำไรของบริษัท ดังนั้นการเติบโตของการจราจรทางอากาศจึงมีความสำคัญต่อผลการดำเนินงานของบริษัทเป็นอย่างมาก ซึ่งมีหลายปัจจัยที่ส่งผลโดยตรงต่อการจราจรทางอากาศ ดังนี้

1. ผลิตภัณฑ์มวลรวมของแต่ละประเทศ (Gross Domestic Product: GDP)

The Strategic Airport Planning Group ("SAP") ซึ่งเป็นที่ปรึกษาให้แก่สนามบินและสายการบิน ด้านกลยุทธ์และการวางแผนเกี่ยวกับการบิน ได้มีการศึกษาถึงปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อปริมาณการท่องเที่ยวทางอากาศ จากการศึกษาพบว่าผลิตภัณฑ์มวลรวมของแต่ละประเทศ (Gross Domestic Product: GDP) มีความสัมพันธ์กับอุตสาหกรรมท่องเที่ยวของประเทศนั้นๆ เป็นอย่างมาก โดยจากการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างปริมาณการท่องเที่ยวทางอากาศรวม ซึ่งแสดงจากปริมาณการขนส่งผู้โดยสารคิดเป็นคน-กิโลเมตร (Revenue Passenger Kilometers : RPKs) กับผลิตภัณฑ์มวลรวมต่อหัว (Gross Domestic Product per Capita) ของประเทศในภูมิภาคเอเชียแปซิฟิก แสดงให้เห็นว่า ประเทศที่มีผลิตภัณฑ์มวลรวมต่อหัวสูง จะมีปริมาณการท่องเที่ยวทางอากาศสูงด้วย

Figure 6: แผนภาพแสดงความสัมพันธ์ระหว่างผลิตภัณฑ์มวลรวมต่อหัว และปริมาณการท่องเที่ยวทางอากาศรวมของประเทศในภูมิภาคเอเชียแปซิฟิกปี 2562



Source : รายงานสถิติการท่องเที่ยวประเทศกัมพูชาปี 2556 – 2562

สำหรับภาวะเศรษฐกิจของประเทศกัมพูชา มีการเติบโตในอัตราค่อนข้างสูง โดยแสดงได้จากอัตราการเติบโตของผลิตภัณฑ์มวลรวมของประเทศ เปรียบเทียบกับประเทศในภูมิภาคเอเชียแปซิฟิก รวมถึงการลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศที่เข้าลงทุนในประเทศกัมพูชา เป็นต้น

ในช่วงปี 2545 – 2560 ประเทศกัมพูชามีอัตราการเติบโตของผลิตภัณฑ์มวลรวม (GDP) สูงขึ้นเรื่อยๆ โดยในปี 2545 – 2565 กัมพูชามีอัตราการเติบโตของผลิตภัณฑ์มวลรวม (GDP) ร้อยละ 9.9 ซึ่งเป็นอัตราการเติบโตที่สูงเป็นอันดับ 6 ในภูมิภาคเอเชียแปซิฟิก ซึ่งถือว่ากัมพูชามีแนวโน้มการเติบโตของเศรษฐกิจในอัตราค่อนข้างสูง

Figure 7: ผลิตภัณฑ์มวลรวม (GDP) ของประเทศในภูมิภาคเอเชียแปซิฟิก (ล้านเหรียญสหรัฐ)

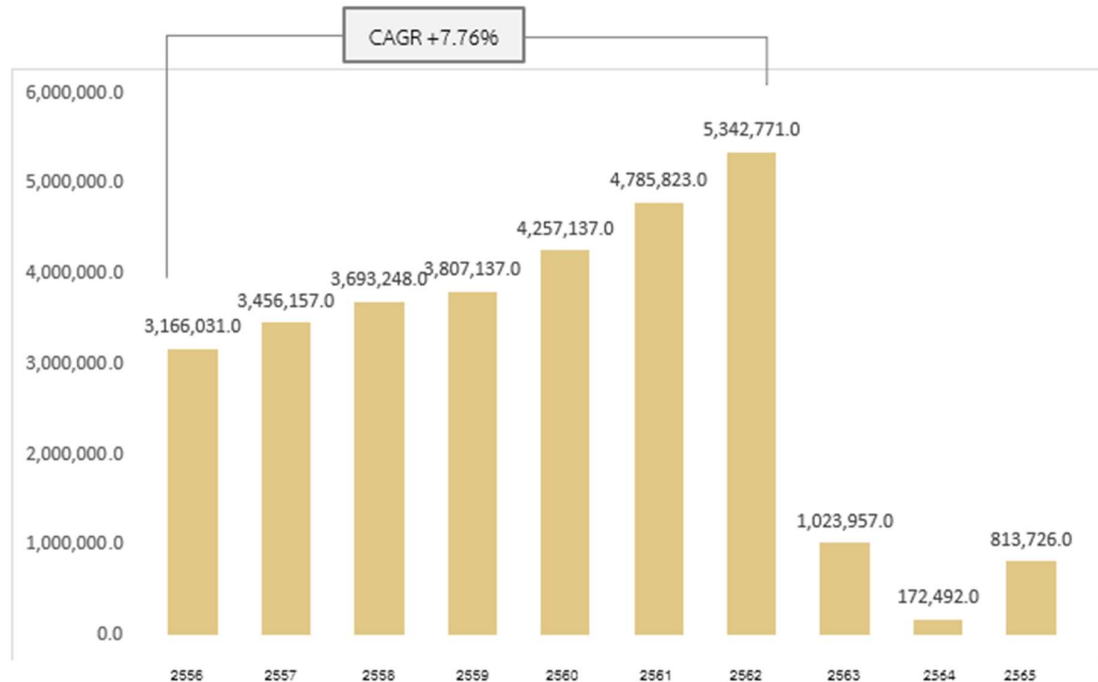
Country	GDP (current US\$ billion)						CAAGR	
	Historical				Estimated		CY2002~ CY2022E	CY2022E~ CY2027E
	2002	2007	2012	2017	2022E	2027E		
Australia	425.1	949.0	1,569.2	1,382.0	1,724.8	2,081.6	7.3%	3.8%
Bangladesh	66.2	95.4	159.7	293.8	460.8	738.6	10.2%	9.9%
Brunei	6.5	13.6	19.0	12.1	18.5	19.3	5.4%	0.9%
Cambodia	4.3	8.6	14.1	22.2	28.3	42.5	9.9%	8.5%
China	1,465.8	3,555.7	8,539.6	12,265.3	18,321.2	26,437.7	13.5%	7.6%
Hong Kong SAR	166.3	211.6	262.6	341.3	368.4	471.0	4.1%	5.0%
India	524.0	1,238.7	1,827.6	2,651.5	3,468.6	5,365.6	9.9%	9.1%
Indonesia	212.8	470.1	919.0	1,015.5	1,289.4	1,901.2	9.4%	8.1%
Japan	4,182.9	4,579.8	6,272.4	4,930.8	4,300.6	5,172.1	0.1%	3.8%
Korea	627.0	1,172.5	1,278.1	1,623.1	1,734.2	2,137.2	5.2%	4.3%
Lao P.D.R.	1.8	4.8	10.2	17.1	16.3	17.2	11.5%	1.2%
Malaysia	109.8	202.9	319.2	319.2	434.1	615.0	7.1%	7.2%
Myanmar	6.9	17.9	59.0	61.3	59.5	79.4	11.4%	5.9%
New Zealand	62.1	134.9	175.0	203.6	242.7	306.9	7.1%	4.8%
Philippines	84.3	156.0	261.9	328.5	401.7	572.7	8.1%	7.4%
Singapore	92.5	180.9	295.1	343.2	423.6	536.8	7.9%	4.8%
Thailand	134.2	263.0	397.7	456.5	534.8	732.2	7.2%	6.5%
Vietnam	44.6	98.4	195.2	277.1	413.8	682.9	11.8%	10.5%

Source : IMF World Economic Outlook Database, October 2022

2. อุตสาหกรรมการท่องเที่ยวของประเทศไทย และประเทศใกล้เคียง

อุตสาหกรรมการท่องเที่ยวเป็นปัจจัยสำคัญที่ส่งผลต่อผลการดำเนินงานของบริษัท โดยอุตสาหกรรมการท่องเที่ยวในประเทศไทย จะส่งผลต่อจำนวนเที่ยวบินประเภท Landing & Take-off ในประเทศ และ Landing & Take-off ระหว่างประเทศ โดยอุตสาหกรรมการท่องเที่ยวของประเทศไทยมีการเติบโตอย่างต่อเนื่อง เป็นผลมาจากรัฐบาลของกัมพูชาที่มีการสนับสนุนอุตสาหกรรมการท่องเที่ยวเป็นอย่างมาก โดยรัฐบาลประเทศกัมพูชา มีการสนับสนุนการตั้งการท่องเที่ยวในประเทศ รวมถึงการท่องเที่ยวจากประเทศเพื่อนบ้าน เช่น เวียดนาม ไทย จีน เป็นต้น

Figure 8: ปริมาณนักท่องเที่ยว 10 ลำดับแรก Sourceท่องเที่ยวในประเทศไทยปี 2556 – 2565



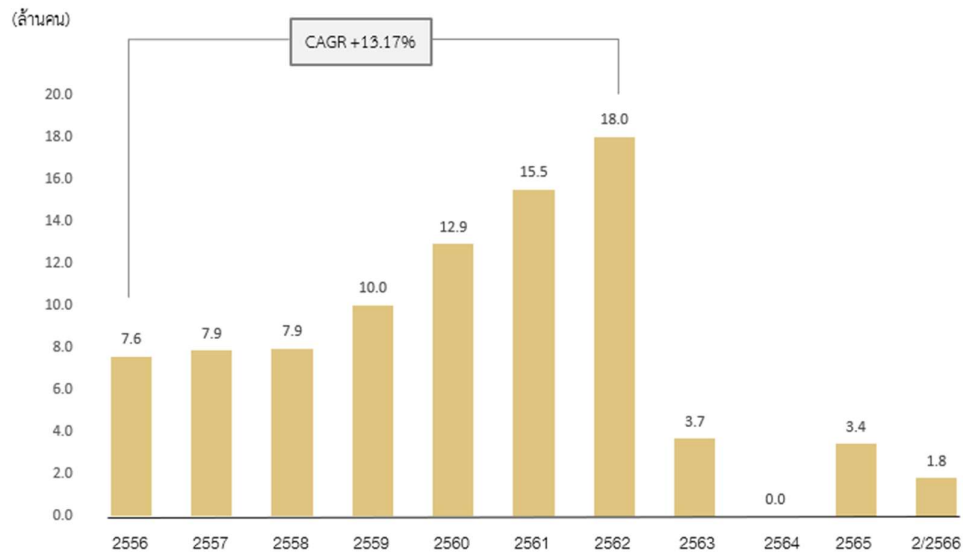
Source : รายงานสถิติการท่องเที่ยวประเทศไทยปี 2556 – 2562

ปริมาณนักท่องเที่ยวที่เข้ามาท่องเที่ยวในประเทศไทยมีจำนวนเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องมาโดยตลอด โดยในปี 2556 มีจำนวนนักท่องเที่ยว 3.17 ล้านคน และในปี 2562 มีจำนวนนักท่องเที่ยว 5.34 ล้านคน และในปี 2563, ปี 2564 และ 9 เดือนปี 2565 ซึ่งเป็นช่วงที่เกิดสถานการณ์ COVID-19 ประเทศไทยมีจำนวนนักท่องเที่ยวเท่ากับ 1.02 ล้านคน 0.17 ล้านคน และ 0.81 ล้านคน นักท่องเที่ยวส่วนใหญ่จะเป็นนักท่องเที่ยวชาวจีน เวียดนาม และประเทศในภูมิภาคเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ เป็นหลัก ซึ่งเน้นการท่องเที่ยวเชิงประวัติศาสตร์และวัฒนธรรม สถานที่ท่องเที่ยวหลักของกัมพูชา ได้แก่ ปราสาทนครวัด นครธม เป็นต้น โดยในปี 2565 นักท่องเที่ยวจากประเทศเวียดนาม ประเทศไทย และประเทศจีน เป็นนักท่องเที่ยว 3 อันดับแรกที่เดินทางมายังกัมพูชา

นอกจากนี้ อุตสาหกรรมการท่องเที่ยวของประเทศไทยเพื่อนบ้านกัมพูชา เช่น ประเทศเวียดนาม และ ประเทศไทย จะส่งผลต่อจำนวนเที่ยวบินประเภท Overflight โดยประเทศเวียดนามและไทย เป็นประเทศต้นทางที่มีจำนวนเที่ยวบินประเภท Overflight บินผ่านกัมพูชาสูงที่สุดสองอันดับแรก หากการท่องเที่ยวประเทศไทยและประเทศไทยมีการเติบโตขึ้น จะส่งผลให้มีจำนวนเที่ยวบิน Overflight บินผ่านกัมพูชา

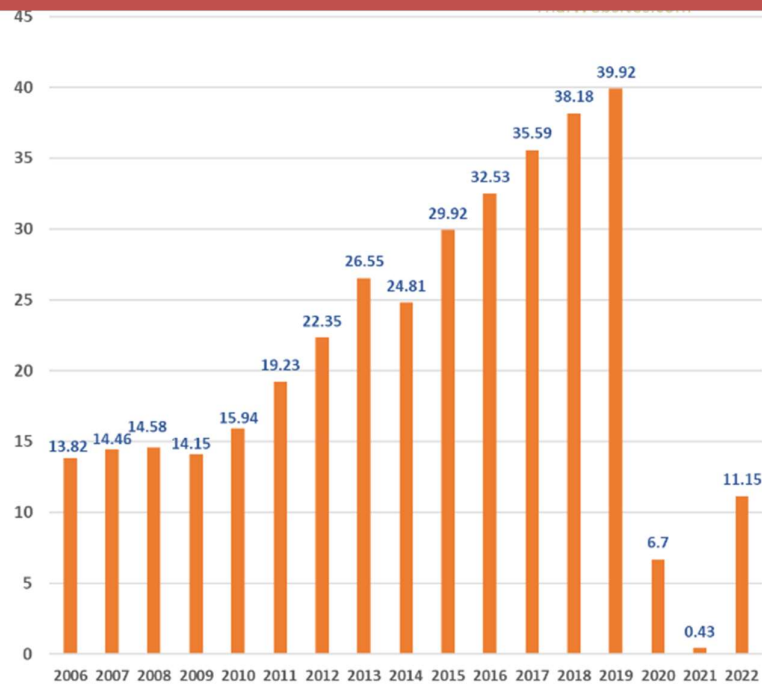
มากขึ้นเช่นกัน โดยสภาพอุตสาหกรรมการท่องเที่ยวประเทศกัมพูชา ประเทศเวียดนาม และประเทศไทย

Figure 9: ปริมาณนักท่องเที่ยวSourceเที่ยวในประเทศเวียดนามปี 2556 – 2565 และงวดหกเดือนปี 2566



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

Figure 10: ปริมาณนักท่องเที่ยวประเทศไทยปี 2549 – 2565



Source : เว็บไซต์ กระทรวงการท่องเที่ยวและกีฬา

3. การเติบโตของระบบคมนาคมทางอากาศของประเทศกัมพูชา

ปัจจุบัน ประเทศกัมพูชามีสนามบินนานาชาติที่สามารถรองรับนักท่องเที่ยว 3 แห่ง ได้แก่ สนามบินพนมเปญ สนามบินเสียมเรียบ รวมถึงสนามบินสีหนุวิลล์ ที่เพิ่งได้รับการพัฒนาเป็นสนามบินนานาชาติในช่วงไม่กี่ปีที่ผ่านมา จากการเติบโตอย่างต่อเนื่องของอุตสาหกรรมการท่องเที่ยวของกัมพูชา จึงมีแผนการพัฒนาระบบคมนาคมทางอากาศเพื่อรองรับปริมาณท่องเที่ยวที่คาดว่าจะเพิ่มขึ้น โดยเมื่อเดือนมกราคม ปี 2561 รัฐบาลประเทศกัมพูชาได้อนุมัติแผนการสร้างสนามบินแห่งใหม่ชื่อ “สนามบินนานาชาติเตโช” ในจังหวัดกันดาล ประเทศกัมพูชา โดยคาดว่าจะสนามบินดังกล่าวจะเป็นสนามบินที่ใหญ่เป็นอันดับต้นๆ ของโลก ในด้านขนาดพื้นที่ รวมถึงจะพัฒนาให้เป็น “Airport City” ซึ่งเป็นพื้นที่แบบ Mixed-use ประกอบด้วยพื้นที่เชิงธุรกิจ การท่องเที่ยว และที่พักอาศัย โดยตามแผนการจะมีการสร้าง Airport City บนพื้นที่ขนาดประมาณ 2,600 เฮกเตอร์ หรือคิดเป็นประมาณ 16,250 ไร่ เป็นพื้นที่สนามบินประมาณ 700 เฮกเตอร์ หรือคิดเป็นประมาณ 4,375 ไร่ ตามแผนการคาดว่าจะสนามบินนานาชาติเตโชจะก่อสร้างแล้วเสร็จและพร้อมเปิดใช้งานภายในไตรมาส 4 ปี 2567

Figure 11: สนามบินนานาชาติเตโช (Techo International Airport)

ผู้พัฒนาโครงการ	Cambodia Airport Investment Company (CAIC)
มูลค่าโครงการ	1,500 ล้านดอลลาร์สหรัฐ
ขนาด / ระดับของท่าอากาศยาน	4F ¹ (B747, A380)
Runway	4000*60m (ประกอบด้วย 2 runway: 1 ในปี 2567 และ 2 ในปีเฟสอนาคต)
Airport Capacity	ปี 2567 = 10 ล้านคน / ปี 2573 = 27 ล้านคน / ปี 2593 = 30 ล้านคน
ช่วงที่คาดว่าจะเปิดดำเนินการ	ภายในไตรมาส 4 ปี 2567
ความคืบหน้า ณ วันที่ 31 มีนาคม 2566	ประมาณร้อยละ 45.00 ของทั้งโครงการ



4F สนามบินระดับสูงสุด มีการบริการที่ครบวงจร ระบบบริการที่ทันสมัย ที่เครื่องบินที่มีขนาดใหญ่ (เช่น เครื่องบินแอร์บัส 380) และเครื่องบินที่มีขนาดเครื่องยนต์จำนวน 4 เครื่อง สามารถบินขึ้น-ลงได้

Source: Company

ข้อมูลสรุปการเสนอขายหุ้น IPO และโครงสร้างผู้ถือหุ้น

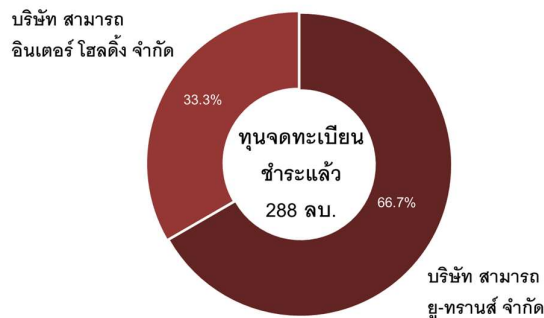
บริษัทจะมีจำนวนหุ้นจดทะเบียนไม่เกิน 640 ล้านหุ้น มูลค่าที่ตราไว้หุ้นละ 0.50 บาท และมีหุ้นจดทะเบียนไม่เกิน 320 ล้านบาท ภายหลังการเสนอขายในครั้งนี้ โดยหุ้นสามัญที่เสนอขายในครั้งนี้มีจำนวนไม่เกิน 224 ล้านหุ้น มูลค่าที่ตราไว้หุ้นละ 0.50 บาท คิดเป็นไม่เกิน 35 % ของจำนวนหุ้นที่จำหน่ายได้ทั้งหมด

โดยการจัดจำหน่ายหุ้นสามัญในครั้งนี้ แบ่งเป็น

1. หุ้นสามัญเพิ่มทุน จำนวนไม่เกิน 64 ล้านหุ้น คิดเป็นไม่เกิน 10% ของทุนจดทะเบียนชำระแล้วของบริษัท ภายหลังการเสนอขายหุ้นสามัญของบริษัท ในครั้งนี้
2. หุ้นสามัญเดิมและจัดสรรหุ้นส่วนเกิน จำนวนไม่เกิน 30% ของทุนจดทะเบียนชำระแล้วของบริษัท ภายหลังการเสนอขายหุ้นสามัญของบริษัท ในครั้งนี้

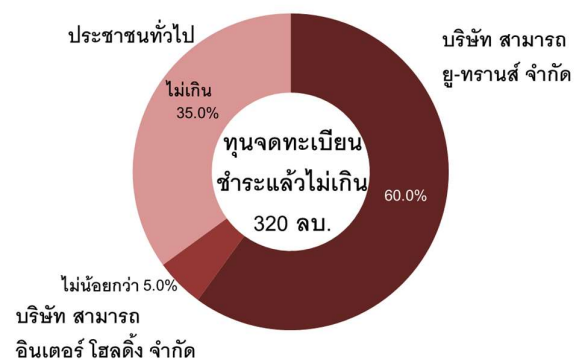
บริษัทมีวัตถุประสงค์ที่จะนำเงินที่ได้จากการเสนอขายหุ้นสามัญเพิ่มทุนเพื่อ 1) เงินทุนหมุนเวียนภายในกิจการ และ 2) เพื่อใช้ชำระคืนหนี้สินกับสถาบันการเงิน

Figure 12: โครงสร้างผู้ถือหุ้นก่อน IPO



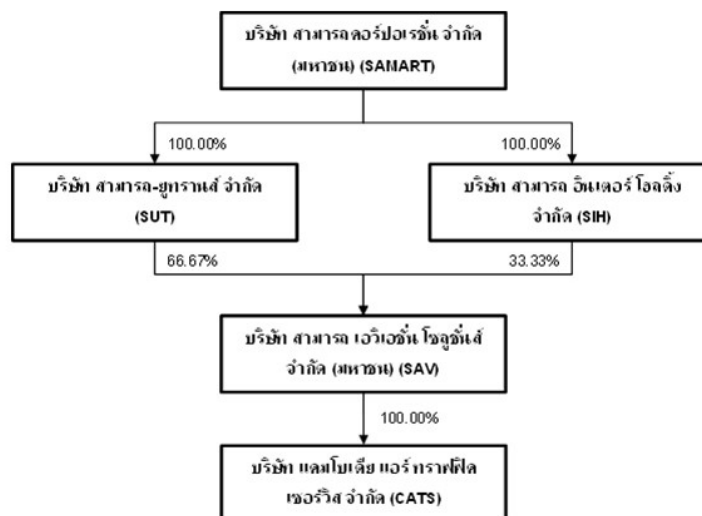
Source: Company

Figure 13: โครงสร้างผู้ถือหุ้นหลัง IPO



Source: Company

Figure 14: โครงสร้างกลุ่มบริษัทในปัจจุบัน



Source: Company

จุดเด่นของบริษัท

1. การได้รับสัมปทานในการบริหารจัดการจราจรทางอากาศสำหรับสนามบินและเขตน่านฟ้าประเทศกัมพูชาแต่เพียงรายเดียว

CATS เป็นผู้ได้รับสัมปทานระยะยาว ในการเป็นผู้ให้บริการบริหารจัดการจราจรทางอากาศสำหรับสนามบินและเขตน่านฟ้าประเทศกัมพูชาแต่เพียงรายเดียว โดยที่ระยะเวลาสัญญาสัมปทานสิ้นสุดในปี 2594 จึงถือได้ว่า CATS ไม่มีคู่แข่งตลอดระยะเวลาสัญญาสัมปทาน

2. การดำเนินธุรกิจนอตุสาหกรรรมที่มีความมั่นคงและมีอัตราการเติบโตสูง

จำนวนนักท่องเที่ยวเพิ่มขึ้นทุกปี โดยในปี 2562 (ก่อนเกิดสถานการณ์ COVID-19) ประเทศกัมพูชามีปริมาณนักท่องเที่ยวประมาณ 6.61 ล้านคน และในช่วงเกิดสถานการณ์ COVID-19 ทำให้ทุกประเทศทั่วโลก รวมถึงประเทศกัมพูชาก็ได้รับผลกระทบจากสถานการณ์ดังกล่าว อย่างไรก็ตาม ในช่วงไตรมาส 3 ปี 2565 สถานการณ์ COVID-19 เริ่มดีขึ้น ส่งผลให้มีการเดินทางเข้า-ออกแต่ละประเทศเพิ่มสูงขึ้น จึงเห็นได้ว่าในปี 2565 ประเทศกัมพูชามีปริมาณนักท่องเที่ยวเพิ่มขึ้นเป็นจำนวน 2.27 ล้านคน การเติบโตของอุตสาหกรรมการท่องเที่ยวดังกล่าว ส่งผลต่อการเติบโตของจำนวนเที่ยวบินประเภท Landing & Take-off ระหว่างประเทศ

3. การมีกระแสเงินสดจากการดำเนินงานและฐานะการเงินที่มั่นคง

การดำเนินงานของบริษัทนั้นเน้นการดำเนินงานด้านบุคลากรและระบบเท่านั้น ดังนั้นบริษัทจึงไม่จำเป็นต้องลงทุนในสินทรัพย์มูลค่าสูง ในขณะที่บริษัทก็มีกระแสเงินสดที่เข้ามาอย่างสม่ำเสมอ แม้ว่าในปี 2563-2564 กระแสเงินสดจากการดำเนินงานลดลงจากผลกระทบ COVID-19 แต่หลังจากสถานการณ์การแพร่ระบาดลดลง กระแสเงินสดของบริษัทในปี 2565 กลับมาเพิ่มสูงขึ้นอีกครั้ง และแนวโน้มในอนาคตก็ยังคงมีการเติบโตตามปริมาณการจราจรทางอากาศที่เพิ่มขึ้น

โอกาสเติบโตในอนาคต

ถึงแม้ว่าบริษัทจะต้องอาศัยการเติบโตจากปัจจัยภายนอกทั้งหมด แต่ในอนาคตบริษัทยังมีโอกาสในการเติบโตได้อีกหลายด้าน ดังนี้

1. การก่อสร้างและขยายสนามบินในประเทศกัมพูชา

- 1.1 สนามบินนานาชาติเตโช สนามบินนานาชาติพนมเปญแห่งใหม่: เพื่อรองรับจำนวนผู้โดยสารและเที่ยวบินที่มีการเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง ในปี 2562 รัฐบาลประเทศกัมพูชาจึงได้มีแผนก่อสร้างสนามบินนานาชาติพนมเปญแห่งใหม่ โดยมีงบประมาณการก่อสร้างประมาณ 1.5 พันล้านเหรียญสหรัฐฯ ซึ่งถือเป็นพื้นที่สนามบินที่มีขนาดใหญ่เป็นอันดับต้นๆ ของโลก ทั้งนี้ รัฐบาลประเทศกัมพูชาคาดการณ์ว่าจะสามารถเปิดให้บริการสนามบินดังกล่าวได้อย่างเป็นทางการภายในไตรมาส 4 ปี 2567
- 1.2 สนามบินนานาชาติเสียมเรียบแห่งใหม่: ประเทศกัมพูชามีแผนในการก่อสร้างสนามบินนานาชาติเสียมเรียบแห่งใหม่เพื่อใช้งานแทนสนามบินนานาชาติเสียมเรียบในปัจจุบัน โดยสนามบินแห่งใหม่อยู่ห่างจากสนามบินเดิมประมาณ 50 กิโลเมตร สามารถรองรับผู้โดยสารได้ประมาณ 10 ล้านคนต่อปี โดยคาดว่าจะแล้วเสร็จและสามารถเปิดให้บริการสนามบินดังกล่าวได้อย่างเป็นทางการภายในปี 2566
- 1.3 สนามบินนานาชาติตราสารคร: ประเทศกัมพูชามีแผนในการก่อสร้างสนามบินนานาชาติแห่งใหม่จังหวัดเกาะกง ซึ่งเมื่อก่อสร้างแล้วเสร็จ คาดว่าสนามบินดังกล่าวจะสามารถรองรับผู้โดยสารได้ประมาณ 10 ล้านคนต่อปี โดยคาดว่าจะแล้วเสร็จและสามารถเปิดให้บริการสนามบินดังกล่าวได้ภายในไตรมาส 3 ปี 2566

2. การได้รับประโยชน์จากนโยบายสนับสนุนการท่องเที่ยวของรัฐบาลกัมพูชา

ตามแผนยุทธศาสตร์การพัฒนาของประเทศกัมพูชา (National Strategic Development Plan) ปี 2562-2566 ซึ่งจัดทำโดยรัฐบาลกัมพูชา ระบุว่าอุตสาหกรรมการท่องเที่ยวจัดเป็น 1 ในอุตสาหกรรมสำคัญที่ขับเคลื่อนเศรษฐกิจของประเทศ และเป็นอุตสาหกรรมอันดับต้นๆ ที่รัฐบาลจะมีการสนับสนุนในอนาคต ดังนั้น กลุ่มบริษัทซึ่งเป็นผู้บริหารจัดการจราจรทางอากาศสำหรับสนามบินและเขตน่านฟ้าประเทศกัมพูชาแต่เพียงรายเดียว จึงได้รับประโยชน์จากการการสนับสนุนอุตสาหกรรมการท่องเที่ยวเป็นอย่างมาก

3. แนวโน้มการจราจรทางอากาศที่ยังเติบโตได้อย่างต่อเนื่อง

อย่างที่เรากล่าวไปในข้างต้น ในประเด็นของภาพรวมอุตสาหกรรมว่า การจราจรทางอากาศ มีความสัมพันธ์โดยตรงกับการเติบโตของเศรษฐกิจโลก ซึ่งหากการเติบโตของเศรษฐกิจโลกยังคงดำเนินต่อไป การจราจรทางอากาศก็ยังคงเติบโตเช่นเดียวกัน ดังนั้นด้วยความเชื่อของเราที่ว่าเศรษฐกิจโลกจะยังคงเติบโตอย่างต่อเนื่องในอนาคตเช่นเดียวกันกับการจราจรทางอากาศโดยเฉพาะในประเทศที่กำลังพัฒนาหลายๆ ประเทศในทวีปเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ รวมไปถึงประเทศกัมพูชา เราจึงยังเชื่อว่า SAV จะยังคงสามารถเติบโตได้อย่างต่อเนื่องในอนาคต

แนวโน้มผลประกอบการ

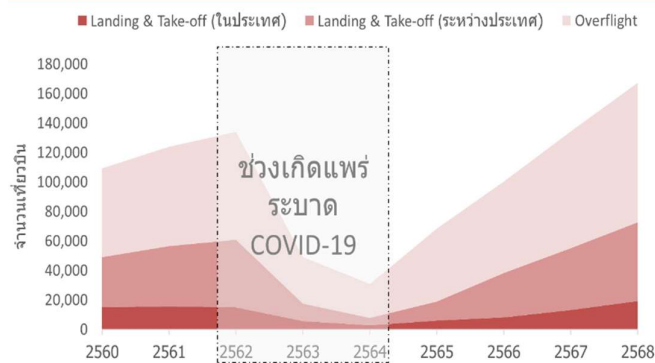
กำไร 1H66 กลับมาฟื้นตัวอย่างแข็งแกร่ง

รายได้การให้บริการในงวด 6 เดือน ปี 2566 อยู่ที่ 709 ล้านบาท +32% จากช่วงเดียวกันของปีก่อน โดยมีสาเหตุหลักมาจากการเพิ่มขึ้นของรายได้จากการให้บริการ ตามการเพิ่มขึ้นของจำนวนเที่ยวบินในทุกประเภท โดยเฉพาะอย่างยิ่งประเภท Landing & Take-off International กำไรสุทธิสำหรับงวด 6 เดือน 2566 เท่ากับ 144 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 147% จากช่วงเดียวกันของปีก่อนหน้าที่มีกำไรที่ 46 ล้านบาท ซึ่งเป็นผลจากปริมาณเที่ยวบินที่เพิ่มขึ้น และมีกำไรขั้นต้นสูงขึ้นจาก 34% ในงวด 6 เดือน ปี 2565 มาเป็น 52% ในงวด 6 เดือน ปี 2566 จะเห็นได้ว่าเมื่อสถานการณ์ COVID-19 เริ่มคลี่คลาย การจราจรทางอากาศเริ่มกลับมาสู่สภาวะปกติมากขึ้น ผลกำไรของบริษัทก็เริ่มกลับมาดีขึ้นเป็นลำดับ

ปี 2566-2567 เติบโตกว่า 70% CAGR

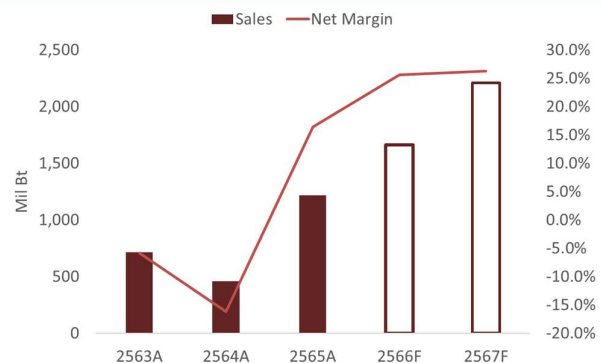
เราประเมินรายได้ปี 2566 ที่ 1.7 พันล้านบาท +37% YoY และ ปี 2567 ที่ 2.2 พันล้านบาท +33% YoY จากจำนวนเที่ยวบินที่เพิ่มขึ้น โดยเราประเมินว่าปริมาณเที่ยวบิน Domestic, International, Overflight รวมทั้งหมดจะอยู่ที่ 1 แสนเที่ยว +47% YoY แต่ยังคงต่ำกว่าก่อนช่วงที่เกิด COVID-19 โดย งวดสามเดือนปี 2566 มีจำนวนเที่ยวทั้งสิ้น 2.2 หมื่นเที่ยว และในปี 2567 เราประเมินว่าจำนวนเที่ยวบินทั้งหมดจะกลับมาสู่ระดับก่อน COVID-19 ที่ 1.3 แสนเที่ยว สำหรับกำไรปี 2566 ประเมินไว้ที่ 427 ล้านบาท +114% YoY จากรายได้ที่ปรับเพิ่มขึ้นตามจำนวนเที่ยวบินที่เพิ่มขึ้นกว่า 47% ในขณะที่ต้นทุนรวม 40% ของบริษัทเป็นต้นทุนคงที่ ส่งผลให้อัตรากำไรของบริษัทเพิ่มสูงขึ้น ในงวดสามเดือนปี 2566 กำไรอยู่เพียง 31 ล้านบาท ซึ่งมาจากค่าใช้จ่ายพิเศษ (Withholding tax จากการจ่ายเงินปันผล) รวม 49 ล้านบาท ถ้าไม่นับรวมรายการดังกล่าว กำไรปกติจากการดำเนินงานจะอยู่ราว 80 ล้านบาท และประเมินกำไรในปี 2567 อยู่ที่ 580 ล้านบาท +36% YoY โดยบริษัทมีอัตรากำไรสุทธิดีขึ้นมาเป็น 26.2% จากปี 2566 ที่ 25.6% ซึ่งมาจากต้นทุนทางการเงินที่ลดลง เนื่องจากบริษัทจะนำเงิน IPO ในครั้งนี้ไปชำระเงินกู้ทั้งหมดและทำให้บริษัทมีสถานะเป็น Net Cash ไม่มีหนี้

Figure 15: ปริมาณเที่ยวบิน Domestic, International, Overflight



Source: Company

Figure 16: รายได้รวมและอัตรากำไรสุทธิ



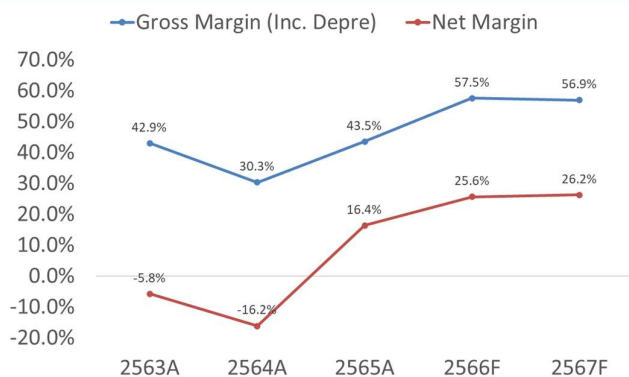
Source: Company, Trinity Research

อัตราการทำกำไรกลับมาเป็นปกติ

อย่างที่เรากล่าวไปในข้างต้นว่า ต้นทุนส่วนใหญ่ของบริษัทจะเป็นต้นทุนส่วนแบ่งรายได้ให้กับสำนักงานเลขาธิการการบินพหุเรือภัณฑ์ฯ คิดเป็นสัดส่วนราว 75-80% ของต้นทุนการให้บริการทั้งหมด โดยส่วนแบ่งของรายได้จากเที่ยวบินในประเทศและเที่ยวบินระหว่างประเทศ บริษัทจะคิดส่วนแบ่ง 50% ให้กับสำนักงานเลขาธิการการบินพหุเรือภัณฑ์ฯ ในขณะที่เที่ยวบิน Overflight จะคิดส่วนแบ่ง 30% หนึ่งส่วน และส่วนที่สองจะแบ่ง 40% (รายได้ส่วนเกินเมื่อเปรียบเทียบกับรายได้ Overflight ของปี 2560)

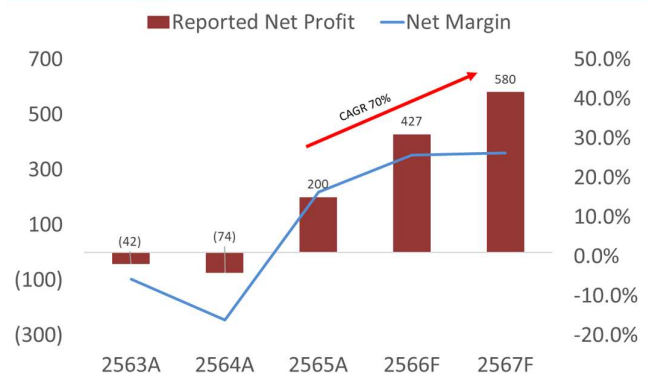
ในขณะที่ต้นทุนอื่นๆของบริษัทจะเป็นต้นทุนคงที่ทั้งหมด ดังนั้นในช่วงที่เกิด COVID-19 บริษัทจึงมีขาดทุนที่ค่อนข้างมากเพราะกำไรขั้นต้นไม่ครอบคลุมต้นทุนคงที่ ให้ทางกลับกันเมื่อสถานการณ์กลับมาปกติ อัตราการทำกำไรของบริษัทก็กลับฟื้นขึ้นมามากมาย จากในปี 2564 ที่อัตราการทำกำไรสุทธิเป็นขาดทุนที่ -16% จะกลับมาพลิกเป็น 26% ในปี 2567

Figure 17: อัตราการทำกำไรขั้นต้นและกำไรสุทธิ



Source: Company, Trinity Research

Figure 18: การเติบโตของกำไรในปี 2566-267



Source: Company, Trinity Research

ฐานะทางการเงินแข็งแกร่ง

ถึงแม้ว่าในปัจจุบัน บริษัทจะมี D/E ที่สูงถึง 4.8 เท่า แต่ภายหลังจากออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนในครั้งนี้จะทำให้บริษัทสามารถนำเงินจากการเพิ่มทุนในครั้งนี้ไปชำระคืนเงินกู้กว่า 1.1 พันล้านบาททั้งหมดได้ทันที และทำให้บริษัทมีสถานะเป็น Net Cash Company นอกจากนี้ ธุรกิจของบริษัทนั้นยังมีกระแสเงินสดจากการดำเนินงานที่เป็นบวกอยู่ตลอด การทำธุรกิจที่มั่นคง ช่วยให้บริษัทสามารถบริหารเงินได้อย่างคล่องตัว

ปัจจัยเสี่ยง

ความเสี่ยงของการไม่ได้ต่อสัมปทาน

CATS เป็นบริษัทซึ่งประกอบธุรกิจเป็นผู้ให้บริการบริหารจัดการจราจรทางอากาศ (Air Navigation Service Provider : ANSP) แต่เพียง ผู้เดียวสำหรับเขตน่านฟ้าประเทศกัมพูชา (Phnom Penh FIR) ทั้งหมดตามอายุสัญญาสัมปทานที่ได้รับจากสำนักงานเลขาธิการการบินพลเรือนกัมพูชา (State Secretariat of Civil Aviation : SSCA) สิ้นสุดเดือนตุลาคมปี 2594 จากกรณีดังกล่าว ทำให้การดำเนินธุรกิจของ CATS ขึ้นอยู่กับเงื่อนไขบนสัญญาสัมปทานเป็นหลัก และมีกำหนดวันหมดอายุที่แน่นอน จึงทำให้ CATS มีความเสี่ยงกรณีที่ไม่ได้รับการต่ออายุสัญญาสัมปทาน ก็อาจทำให้ส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงาน สถานะทางการเงิน รวมถึงโอกาสทางธุรกิจในอนาคตของ CATS และบริษัท

อย่างไรก็ดี เนื่องจาก CATS ดำเนินธุรกิจเป็นผู้ให้บริการบริหารจัดการจราจรทางอากาศในประเทศกัมพูชามาอย่างยาวนานตั้งแต่ในช่วงปี 2545 จึงทำให้ CATS มีความรู้ ความเข้าใจ รวมถึงมีความพร้อมในการทำธุรกิจดังกล่าวสำหรับประเทศกัมพูชาเป็นอย่างดี โดยในอดีต CATS มีประวัติการดำเนินงานที่ดีและเป็นที่น่าเชื่อถือต่อรัฐบาลประเทศกัมพูชา จึงทำให้ได้รับการต่ออายุสัญญาสัมปทานเป็นจำนวนทั้งหมด 4 ครั้งนับจากได้รับสัญญาสัมปทานครั้งแรกเมื่อปี 2545 ทั้งนี้ บริษัทฯ คาดว่ารัฐบาลประเทศกัมพูชายังไม่มีนโยบายที่จะดำเนินการบริหารจัดการจราจรทางอากาศด้วยตนเอง จึงทำให้ CATS มีโอกาสที่จะดำเนินงานตามสัญญาสัมปทานได้จนครบกำหนดอายุ และได้รับการต่ออายุสัมปทานเช่นเดียวกับที่เคยได้รับในอดีต

ความเสี่ยงจากภาวะการเติบโตของการจราจรทางอากาศ

รายได้จากการดำเนินงานหลักของ CATS นั้นมาจากการให้บริการจราจรทางอากาศ ซึ่ง CATS จะเรียกเก็บค่าธรรมเนียมการให้บริการตามอัตราที่ SSCA กำหนด จึงทำให้ความผันผวนของรายได้จากการดำเนินงานขึ้นอยู่กับปริมาณการจราจรทางอากาศในเขต Phnom Penh FIR เป็นสำคัญ ทั้งนี้ ปริมาณการจราจรทางอากาศในประเทศกัมพูชานั้นอาจได้รับผลกระทบจากปัจจัยต่างๆ ได้แก่

1. สภาพธุรกิจ สภาพเศรษฐกิจ การสาธารณสุข และการเมืองโดยรวมของประเทศกัมพูชา รวมไปถึงภูมิภาคเอเชียตะวันออกเฉียงใต้และของโลก
2. อุปสงค์ของการเดินทางโดยเครื่องบินของผู้เดินทาง รวมถึงการกำหนดเส้นทางการบิน และการตัดสินใจด้านการดำเนินงานโดยสายการบินและกลุ่มพันธมิตรการบิน
3. ฤดูกาลท่องเที่ยวในประเทศกัมพูชา ความน่าสนใจของสถานที่ท่องเที่ยวในประเทศกัมพูชา
4. ความถี่และความเพียงพอของเที่ยวบิน ซึ่งอาจรวมถึงศักยภาพการบริการและศักยภาพของสนามบินต่างๆ ในประเทศกัมพูชา
5. ความถี่และความเพียงพอของเที่ยวบิน ซึ่งอาจรวมถึงศักยภาพการบริการและศักยภาพของสนามบินต่างๆ ในประเทศกัมพูชาที่ CATS มีหน้าที่ให้บริการบริหารจัดการการจราจรทางอากาศ และโครงสร้างพื้นฐานที่เกี่ยวข้องกับสนามบิน

ปัจจัยเหล่านี้ได้สร้างผลกระทบต่อความเชื่อมั่นของผู้บริโภค ความเชื่อมั่นและกำลังซื้อของการท่องเที่ยว ซึ่งส่งผลกระทบต่อปริมาณและความถี่ในการเดินทางทางอากาศอย่างมีนัยสำคัญ เช่น เหตุการณ์วิกฤตการณ์ทางการเงินในปี 2540 เหตุการณ์ก่อการร้ายเมื่อวันที่ 11 กันยายน 2544 หรือแม้แต่สงครามในภูมิภาคแถบเอเชียตะวันออกเฉียงกลาง และการแพร่ระบาดของโรคระบบทางเดินหายใจของเชื้อไวรัสโคโรนา (COVID-19) เป็นต้น

อย่างไรก็ตาม ผลการดำเนินงานและผลประกอบการของ CATS มีแนวโน้มที่เติบโตขึ้นอย่างต่อเนื่องในช่วงหลายปีที่ผ่านมาจากจำนวนเที่ยวบินที่เพิ่มมากขึ้น ทั้งนี้ เนื่องจากประเทศกัมพูชาถือเป็นหนึ่งในประเทศที่กำลังพัฒนาที่มีแนวโน้มการเติบโตทางเศรษฐกิจ และอุตสาหกรรมการท่องเที่ยวที่สูงขึ้นอย่างต่อเนื่อง ถึงแม้ว่าในปี 2563 – 2565 ที่ผ่านมามีผลกระทบจากการลดลงจากปีก่อน เนื่องจากได้รับผลกระทบจากการแพร่ระบาดของ COVID-

19 แต่เมื่อช่วงกลางปี 2565 สถานการณ์ COVID-19 เริ่มดีขึ้น จึงส่งผลให้ CATS เริ่มมีผลประกอบการที่ดีขึ้นในช่วงไตรมาส 4 ของปี 2565

ความเสี่ยงจากความผันผวนของค่าเงิน

ปัจจุบันสกุลเงินหลักที่ใช้ในการดำเนินงาน (Functional Currency) ของ CATS จะอยู่ในรูปของเงินสกุลเหรียญสหรัฐ เนื่องจาก CATS มีการรับรายได้จากการดำเนินงานเป็นเงินสกุลเหรียญสหรัฐ ทั้งหมด รวมถึงมีต้นทุนในการนำส่งส่วนแบ่งรายได้ต่อ SSCA และต้นทุนและค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานอื่นๆ เป็นเงินสกุลเหรียญสหรัฐ เช่นเดียวกัน ทั้งนี้ เนื่องจากบริษัท ไม่ได้มีการดำเนินธุรกิจเป็นของตนเอง โดยเป็นเพียงบริษัทที่ลงทุนใน CATS เท่านั้น (Holding company) จึงทำให้สกุลเงินหลักที่ใช้ในการดำเนินงานก็อยู่ในรูปสกุลเหรียญสหรัฐ เช่นเดียวกัน จึงทำให้ตัวเลขสินทรัพย์ หนี้สิน และรายการอื่นๆ ในงบกำไรขาดทุน ในงบการเงิน เฉพาะกิจการของบริษัท ที่เป็นรูปสกุลเงินบาท (Domestic Currency) จะต้องถูกแปลงเป็นรูปสกุลเงินเหรียญสหรัฐ (Functional Currency) ทำให้อาจเกิดกำไรหรือขาดทุนจากอัตราแลกเปลี่ยน ซึ่งกระทบต่อการเงินรวมของบริษัท

ความเสี่ยงจากการปฏิบัติงานผิดพลาด

การปฏิบัติงานควบคุมจราจรทางอากาศจำเป็นต้องอาศัยความชำนาญของพนักงาน โดยเฉพาะอย่างยิ่ง ผู้ควบคุมงานจราจรทางอากาศ (Air Traffic Controller) ของ CATS ซึ่งมีหน้าที่ดูแล กำหนดทิศทาง ความเร็ว เพดานบินของเครื่องบินของสายการบินต่างๆ ซึ่งนักบินจะต้องดำเนินการปฏิบัติตาม ตั้งแต่บินขึ้นจากท่าอากาศยานต้นทาง หรือเริ่มเข้าเขตรับผิดชอบ (เข้าเขต Phnom Penh FIR) กระทั่งลงจอดที่ท่าอากาศยานปลายทาง หรือพ้นเขตที่รับผิดชอบ (พ้นเขต Phnom Penh FIR) อย่างปลอดภัย จึงทำให้กรณีที่เกิดข้อผิดพลาดจากการปฏิบัติงานของพนักงาน (Human error) อันเกิดมาจากปริมาณการจราจรทางอากาศที่หนาแน่น ซึ่งทำให้เกิดการสื่อสารผิดพลาด ไม่ครบถ้วน ก็อาจทำให้กระทบต่อการปลอดภัยของการทำการบินในครั้งนั้นๆ และอาจส่งผลต่อชื่อเสียงของ CATS เกี่ยวกับการปฏิบัติหน้าที่ และอาจนำมาซึ่งผลกระทบต่อการดำเนินงาน สถานะทางการเงิน รวมถึงโอกาสทางธุรกิจในอนาคตของ CATS และบริษัท

อย่างไรก็ตาม การเกิดข้อผิดพลาดจากการปฏิบัติงานของพนักงานมีโอกาสเกิดขึ้นน้อยมาก เนื่องจากพนักงานที่ดำเนินการควบคุมจราจรทางอากาศเป็นผู้ที่มีความเชี่ยวชาญ โดยผ่านการทดสอบความรู้และได้รับใบอนุญาตการปฏิบัติงาน นอกจากนี้ CATS มีระบบควบคุมการปฏิบัติงานที่ดี ซึ่งพนักงานต้องดำเนินการตามคู่มือการปฏิบัติงานที่ได้มาตรฐานตามที่สำนักงานเลขาธิการการบินพลเรือนกัมพูชา (SSCA) กำหนด ทั้งนี้ CATS ได้มีการจัดทำประกันภัย (Liability insurance) กรณีที่เกิดเหตุผิดพลาดทุกด้าน ซึ่งรวมถึงความผิดพลาดจากการปฏิบัติงานของพนักงาน CATS ก็จะได้รับการคุ้มครองตามวงเงินและรายละเอียดที่กำหนดไว้ นอกจากนี้ CATS ยังมีนโยบายในการฝึกพนักงานอย่างสม่ำเสมอ โดยสร้างค่านิยมการทำงานเป็นทีม รวมถึงจัดเวลาการเข้าออกงานที่เหมาะสมเพื่อให้พนักงานมีเวลาที่พักผ่อนเพียงพอต่อการปฏิบัติหน้าที่ ทั้งนี้ สำหรับพนักงานควบคุมจราจรทางอากาศทุกรายจะต้องถือใบอนุญาตในการปฏิบัติงานและต้องมีการต่ออายุทุกปี โดยหน่วยงาน SSCA จะเป็นผู้อำนาจในการต่ออายุ โดยพนักงานจะต้องผ่านการทดสอบประจำปี

Samart Aviation Solutions Public Company Limited
Income statement

Year End Dec (Btm)	2563A	2564A	2565A	2566F	2567F
Sales	714	456	1,218	1,663	2,210
Cost of good sold	(407)	(318)	(688)	(707)	(953)
Gross Profit	307	138	530	956	1,257
SG&A	(264)	(196)	(237)	(333)	(442)
EBITDA	113	12	361	692	884
Depreciation & Amortization	(70)	(70)	(68)	(68)	(68)
EBIT	43	(58)	293	624	815
Equity Shares	0	0	0	0	0
Net of Interest received	(36)	(28)	(46)	(25)	0
Other Income	10	3	2	3	3
Other Expenses	(23)	(7)	(7)	(68)	(93)
Pretax Profit	(6)	(89)	242	533	726
Tax	(21)	20	(54)	(107)	(145)
Net Profit before minority	(28)	(69)	188	427	580
Less Minority Interest	0	0	0	0	0
Net Profit before Extra.	(28)	(69)	188	427	580
Impairment loss on assets	(14)	(6)	11	0	0
Extraordinary items	0	0	0	0	0
Reported Net Profit	(42)	(74)	200	427	580
EPS (Bt)	(0.07)	(0.13)	0.35	0.67	0.91
Core (EPS)	(0.05)	(0.12)	0.33	0.67	0.91

Statements of Financial Position

Year End Dec (Btm)	2563A	2564A	2565A	2566F	2567F
Cash in hand & at banks	208	129	339	672	957
Loan to related	165	184	377	384	392
Accounts receivable -net	71	67	165	205	303
Inventories	0	0	0	0	0
Other current assets	62	121	119	163	217
Total Current Assets	507	501	1,000	1,424	1,869
Pledged deposit	146	163	240	240	240
Property, Plant & Equipment	17	16	12	22	29
Good will	0	0	0	0	0
Intangible assets	861	916	995	927	859
Deferred tax assets	0	0	0	0	0
Others	6	0	2	2	2
Total Assets	1,537	1,597	2,249	2,615	2,998
Loans and O/D from banks	0	0	0	0	0
Account payable-trade	73	85	180	175	242
Current portion 1 yr L/T loans	68	76	688	0	0
Other current liabilities	37	20	48	49	50
Total Current Liabilities	178	180	917	224	293
Long-term debt	1,001	1,113	740	0	0
Other	159	160	253	323	290
Total Liabilities	1,338	1,454	1,910	548	583
Capital	288	288	288	1,760	1,760
Legal reserve	32	32	32	32	32
Unappropriated	(96)	(172)	27	283	631
Others	(25)	(6)	(8)	(8)	(8)
Total Equity before MI	199	143	339	2,067	2,415
Minority Interest	0	0	0	0	0
Total Equity	199	143	339	2,067	2,415
Total Liabilities & Equity	1,537	1,597	2,249	2,615	2,998

Assumption

	2563A	2564A	2565A	2566F	2567F
Assumption					
Number of Flights					
Landing & Take-off (ในประเทศ)	5,658	2,964	6,160	8,300	13,200
Landing & Take-off (ระหว่างประเทศ)	11,762	5,006	12,839	29,800	41,900
Overflight	31,651	22,906	49,391	62,100	79,200

บริษัทหลักทรัพย์ ทรินิตี้ จำกัด เลขที่ 1 อาคารพาร์ค สยาม ชั้น 22 และห้อง 2301 ชั้น 23 ถนนคอนแวนต์ แขวงสีลม เขตบางรัก กรุงเทพฯ 10500

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลเท่าที่ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้ แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลนั้นๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ทรินิตี้ จำกัด ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการต่าง ๆ ที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชักชวนหรือชักชวนให้ลงทุน การซื้อขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน

Samart Aviation Solutions Public Company Limited
Cash Flow Statement

Year End Dec (Btm)	2563A	2564A	2565A	2566F	2567F
Pre-tax profit	15	(67)	300	558	726
Depreciation	70	70	68	68	68
Chg in working capital	(21)	20	(54)	(107)	(145)
Tax paid	14	6	(11)	0	0
Other operating activities	(222)	(53)	24	(87)	(82)
CF from Operating	(144)	(23)	327	433	567
Capital expenditure	(105)	(124)	(144)	(10)	(7)
Change in investments	0	(35)	(270)	(8)	(8)
Other investing activities	0	0	0	0	0
CF from Investment	(105)	(159)	(413)	(18)	(15)
Capital Increase	0	0	0	1,472	0
Debt Financing	(100)	120	240	(1,428)	0
Dividend (incl. tax)	(130)	0	0	(171)	(232)
Other financing activities	(12)	(17)	57	44	(35)
CF from Financing	(243)	103	297	(83)	(267)
Change in Cash	(491)	(80)	210	333	286
Beginning Cash	700	208	129	339	672
Ending Cash	208	129	339	672	957

Key Ratios

Year End Dec (Bt m n)	2563A	2564A	2565A	2566F	2567F
Per Share (Bt)					
EPS	-0.07	-0.13	0.35	0.67	0.91
DPS	0.23	0.00	0.00	0.27	0.36
BV	0.35	0.25	0.59	3.23	3.77
CF	-0.25	-0.04	0.57	0.68	0.89
Liquidity Ratio (x)					
Current Ratio	2.85	2.78	1.09	6.35	6.38
Quick Ratio	1.57	1.09	0.55	3.91	4.30
Profitability Ratio (%)					
Gross Margin (Inc. Depre)	42.9%	30.3%	43.5%	57.5%	56.9%
EBITDA Margin	15.8%	2.7%	29.7%	41.6%	40.0%
EBIT Margin	6.0%	-12.6%	24.1%	37.5%	36.9%
Net Margin	-5.8%	-16.2%	16.4%	25.6%	26.2%
ROE	-21.2%	-43.5%	82.8%	35.5%	25.9%
Efficiency Ratio					
ROA	-2.7%	-4.7%	8.9%	16.3%	19.4%
ROFA	-4.8%	-8.0%	19.8%	45.0%	65.4%
Leverage Ratio (x)					
Debt to Equity	6.72	10.18	5.63	0.26	0.24
Net Debt to Equity	3.49	6.13	2.10	Cash	Cash
Interest Coverage Ratio	1.18	-2.06	6.32	24.95	n.a
Growth					
Sales Grow th	-85.55%	-36.18%	167.15%	36.58%	32.90%
EBITDA Grow th	-68.85%	-89.02%	2816.32%	91.48%	27.69%
Net Profit Grow th	-114.09%	75.92%	-368.41%	113.87%	36.00%
EPS Grow th	-105.12%	75.92%	-368.41%	92.48%	36.00%
Valuation					
PER (x)	N.A.	N.A.	75.05	38.99	28.67
P/BV (x)	75.22	104.84	44.16	8.05	6.89
EV/EBITDA (x)	155.04	1428.16	49.05	23.07	17.75
P/CF (x)	-104.22	-644.41	45.81	38.39	29.34
Dividend Yield (%)	0.87%	0.00%	0.00%	1.03%	1.40%
Dividend Payout Ratio (%)	-308%	0%	0%	40%	40%

บริษัทหลักทรัพย์ ทรินิตี้ จำกัด เลขที่ 1 อาคารพาร์ค สยาม ชั้น 22 และห้อง 2301 ชั้น 23 ถนนคอนแวนต์ แขวงสีลม เขตบางรัก กรุงเทพฯ 10500

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลเท่าที่ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้ แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลนั้นๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ทรินิตี้ จำกัด ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการต่าง ๆ ที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชักชวนหรือชักชวนให้ลงทุน การซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน

Corporate Governance Report Rating

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

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

Anti-corruption Progress Indicators

บริษัทที่เข้าร่วมโครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต (Thai CAC) ของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย แบ่งเป็น 2 กลุ่ม คือ

- ได้ประกาศเจตนารมณ์เข้าร่วม CAC
- ได้รับการรับรอง CAC

Disclaimer : การเปิดเผยผลการประเมินดัชนีชี้วัดความคืบหน้าการป้องกันการมีส่วนเกี่ยวข้องกับการทุจริตคอร์รัปชัน (Anti-Corruption Progress Indicators) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่จัดทำโดยสถาบันที่เกี่ยวข้องซึ่งมีการเปิดเผยโดยสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์นี้ เป็นการดำเนินการตามนโยบายและตามแผนพัฒนาความยั่งยืนสำหรับบริษัทจดทะเบียน โดยผลการประเมินดังกล่าว สถาบันที่เกี่ยวข้องอาศัยข้อมูลที่ได้รับจากบริษัทจดทะเบียนตามที่บริษัทจดทะเบียนได้ระบุในแบบแสดงข้อมูลเพื่อการประเมิน Anti-Corruption ซึ่งได้อ้างอิงข้อมูลมาจากแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) รายงานประจำปี (แบบ 56-2) หรือในเอกสารและหรือรายงานอื่นที่เกี่ยวข้องของบริษัทจดทะเบียนนั้น แล้วแต่กรณี ดังนั้น ผลการประเมินดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอในมุมมองของสถาบันที่เกี่ยวข้องซึ่งเป็นบุคคลภายนอก โดยมีได้เป็นการประเมินการปฏิบัติของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และได้ใช้ข้อมูลภายในเพื่อการประเมิน

เนื่องจากผลการประเมินดังกล่าวเป็นเพียงผลการประเมิน ณ วันที่ปรากฏในผลการประเมินเท่านั้น ดังนั้น ผลการประเมินจึงอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว หรือเมื่อข้อมูลที่เกี่ยวข้องมีการเปลี่ยนแปลง ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ทรินิตี้ จำกัด มิได้ยืนยัน ตรวจสอบ หรือรับรองความถูกต้องครบถ้วนของผลการประเมินดังกล่าวแต่อย่างใด

บริษัทหลักทรัพย์ ทรินิตี้ จำกัด เลขที่ 1 อาคารพาร์ค สยาม ชั้น 22 และห้อง 2301 ชั้น 23 ถนนคอนแวนต์ แขวงสีลม เขตบางรัก กรุงเทพฯ 10500

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลเท่าที่ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้ แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลใดๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ทรินิตี้ จำกัด ผู้จัดทำของฉบับนี้ไม่มีการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการแต่อย่างใด ที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการแนะนำหรือชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน