

กระแสหลักทรัพย์

● BA : ผลประโยชน์ระยะสั้นเทียบกับความท้าทายในระยะยาว

ผลประโยชน์ระยะสั้นเทียบกับความท้าทายในระยะยาว; แนะนำ “ถือ”

เราเห็นการปรับปรุงโดยเฉลี่ยในการกำไรในระยะสั้นหลังจากผลการดำเนินงานใน 1 Q23 ที่เกินคาดที่ 875 ล้านบาท ซึ่งมากกว่าการประเมินของเราที่ 109 ล้านบาท เนื่องจากค่าโดยสารที่สูงขึ้น ต้นทุนบุคลากรต่ำลงมาก และประหยัดค่าใช้จ่ายจากการหยุดให้บริการเนื่องจากโควิด สาเหตุเหล่านี้ควรจะยังคงมีผลต่อกำไรในช่วงปี 2023 ก่อนที่จะเกิดปกติในปี 2024 เมื่อมีการกดดันต้นทุนเนื่องจากความต้องการของผู้โดยสารที่ต้องการ 'บริการเต็มรูปแบบ' ราคาน้ำมันคาดว่าจะยังคงสูง แต่มีการลดลงบ้าง (การคาดการณ์ของเราสำหรับ Brent คือ 82.6 ดอลลาร์ต่อบาร์เรล, 78.3 ดอลลาร์ต่อบาร์เรล, และ 70 ดอลลาร์ต่อบาร์เรล สำหรับปี 2023-2025) BA ยังพบอุปสรรคจากประสิทธิภาพของเครื่องบินที่ต่ำลง (เครื่องบินเก่า, การเลื่อนการเพิ่มเครื่องบินที่ล่าช้าเพิ่มแรงกดดันต่อต้นทุนในระยะยาว) และความล่าช้าในการลงทุนที่อุตะเภา (คาดการณ์การดำเนินการจะไม่มีควมคืบหน้าจนกว่ารัฐบาลใหม่จะทำงาน) แนะนำ “ถือ” มูลค่าเหมาะสมที่ 14.2 บาท (เพิ่มจาก 13.8 บาท) แสดงให้เห็นถึงประโยชน์ในระยะสั้นเมื่อเทียบกับปัญหาในระยะยาว

ปรับกำไรสำหรับ 1Q23 ดีกว่าคาด

เราปรับปรุงการคาดการณ์กำไรปี 2023-24 ขึ้นไปจากราคาโดยเฉลี่ยที่ดีขึ้น และประสิทธิภาพทางต้นทุนที่ดีขึ้นในผลการดำเนินงานใน 1Q23 ตอนนี้อาจจะขาดทุนน้อยลงใน 2023 (-147 ล้านบาท จาก -704 ล้านบาท ก่อนหน้านี้) และกำไรในปี 2024 จะเพิ่มขึ้น (+700 ล้านบาท จาก +204 ล้านบาท ก่อนหน้านี้) การคาดการณ์ PX ปี 2023-24 ของเราคือ 4.4 ล้าน และ 5.6 ล้านตามลำดับ ซึ่งเทียบกับปี 2019 อยู่ที่ 75% และ 96% ตามลำดับ เราคาดว่าอัตราการเติบโตของการใช้จ่ายเต็มรูปแบบในปี 2023 จะมีอัตราการใช้จ่ายพื้นที่ 80% เมื่อเทียบกับแนวโน้มในอดีต เนื่องจาก BA เพิ่มประสิทธิภาพในการทำงานเพื่อนำไปสู่กำไรที่สูง (เช่น สมุย และเส้นทางระหว่างประเทศ) ความเสี่ยงในปีนี้อาจจะเหนือระดับปี 2019 ด้วยราคาโดยสารที่สูงขึ้น แต่ CASK ก็คาดว่าจะยังคงสูงเนื่องจาก BA สำหรับการทำงานกับเครื่องบินที่น้อยลง ในขณะที่บางค่าใช้จ่ายยังคงเท่าที่เดิม

วิธีการประเมินมูลค่า และความเสี่ยงที่สำคัญ เราแนะนำให้ “ถือ” โดยมีมูลค่าที่เหมาะสม 14.20 บาท

สำหรับบริษัท BA ใช้การประเมินมูลค่าด้วยส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน +1 เพื่อสะท้อนประโยชน์ที่ได้รับจากการฟื้นตัวของภาคการท่องเที่ยวในประเทศไทย อย่างไรก็ตาม BA ยังไม่ได้มีแผนการจัดการกลุ่มเครื่องบิน และมีอายุเฉลี่ยของกลุ่มเครื่องบินที่สูงกว่าบริษัททางการบินภายในประเทศ ดังนั้น คาดการณ์ว่าจะมีแรงกดดันต่อกำไรเนื่องจากประสิทธิภาพของเครื่องบินที่ลดลง ■

Forecasts and ratios					
Year Ended December 31	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Sales (THBm)	4,312	12,224	22,019	27,784	30,601
EBITDA (THBm)	-190	1,541	3,109	3,924	5,736
Net profit (THBm)	-8,550	-2,110	-147	700	2,304
Net Profit (% chg from prev)	<i>nm.</i>	<i>nm.</i>	-79.2	234.9	30.5
EPS (THB)	-4.07	-1.00	-0.07	0.33	1.10
EPS (% YoY)	61.8	na.	na.	na.	2.3
EPS vs Cons (%)	<i>nm</i>	<i>nm</i>	-92.9	240.1	163.7
PER (X)	-2.3	-11.0	-197.4	41.4	12.6
Yield (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
P/BV (X)	2.2	1.7	1.7	1.7	1.5
EV/EBITDA (X)	-232.5	33.7	17.4	13.0	8.2
ROE (%)	-52.1	-14.1	-0.9	4.1	12.4

Source: Company data, TISCO estimates

รายละเอียดเพิ่มเติม : สามารถอ่านรายงานฉบับเต็มได้ใน “Company Report” (ภาษาอังกฤษ)

สำนักวิจัย บริษัทหลักทรัพย์ ทิสโก้ จำกัด

48/8 อาคารทิสโก้ทาวเวอร์ ชั้น 5 ถนนสาทรเหนือ แขวงสีลม เขตบางรัก กรุงเทพฯ 10500 โทรศัพท์ : (66) 2633-6999 โทรสาร : (66) 2633-6490

Market Insight

E-mail : tiscoresearch@tisco.co.th

รายงานฉบับนี้ไม่ถือว่าเป็นคำแนะนำหรือข้อสรุปของหลักทรัพย์ และจัดทำขึ้นเป็นการเฉพาะเพื่อประโยชน์แก่บุคคลที่เกี่ยวข้องกับบริษัทเท่านั้น มิให้นำไปเผยแพร่ทางสื่อมวลชนหรือโดยทางอื่นใด ทิสโก้ไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นโดยตรงหรือเป็นผลจากการใช้เนื้อหาหรือรายงานฉบับนี้ การนำไปซึ่งข้อมูล บทความ บทวิเคราะห์ และการคาดการณ์ทั้งหลายที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ เป็นการนำไปใช้โดยผู้ยอมรับความเสี่ยงและเป็นดุลยพินิจของผู้ใช้แต่ผู้เดียว

23 พฤษภาคม 2566

กระแสหลักทรัพย์

Figure 1. BA annual income statement

Consolidated Income statement (Bt, m)	2019	2020	2021	2022	YoY %	2023E	YoY %	2024E	YoY %	2025E	YoY %
Core Revenue	23,962	7,666	2,717	11,305	316	20,043	161	25,809	29	28,626	11
Core Expense	20,903	8,015	3,773	9,093	141	16,689	108	19,937	19	20,388	2
Depreciation	1,422	2,843	2,343	2,431	4	2,000	(30)	1,820	(9)	1,649	(9)
Gross Profit	1,637	(3,191)	(3,398)	(219)	n.m.	1,354	n.m.	4,051	199	6,589	63
Non-Core Income	2,553	2,323	2,422	1,436	(41)	2,554	10	2,553	(0)	2,553	0
S&A Expenses	4,598	2,384	1,551	2,097	35	2,795	17	4,496	61	5,050	12
Net Profit before Interest and Tax (EBIT)	(412)	(3,254)	(2,533)	(889)	n.m.	1,109	n.m.	2,104	90	4,087	94
Interest Expense	1,769	1,117	1,265	1,489	18	2,171	94	2,171	0	2,171	0
Net Profit before Tax (EBT)	(1,268)	(3,784)	(3,338)	(1,876)	n.m.	(231)	n.m.	882	n.m.	2,887	227
Income Tax Expense	364	100	(117)	114	n.m.	(45)	n.m.	176	n.m.	577	227
Net Profit before M.I.	(1,632)	(3,884)	(3,221)	(1,990)	n.m.	(187)	n.m.	706	n.m.	2,310	227
Net (Profit) Loss of M.I.	6	(45)	(50)	(16)	n.m.	4	n.m.	6	58	6	0
Net Profit before Extra. Items	(1,638)	(3,839)	(3,171)	(1,974)	n.m.	(190)	n.m.	700	n.m.	2,304	229
Other Gains (Loss)	1,989	(1,444)	(5,379)	(136)	n.m.	44	n.m.	0	(100)	0	n.m.
Net Profit	351	(5,283)	(8,550)	(2,110)	n.m.	(147)	n.m.	700	n.m.	2,304	229
Adj. EPS	0.17	(2.52)	(4.07)	(1.00)	n.m.	(0.07)	n.m.	0.33	n.m.	1.10	229
EBITDA	1,010	(411)	(190)	1,541	n.m.	3,109	n.m.	3,924	26	5,736	46
EBITDA margin	4.2%	(5.4%)	(7.0%)	13.6%	21%	15.5%	21%	15.2%	(0%)	20.0%	5%

Source: Company data, TISCO Research estimate

Figure 2. BA assumptions

ANNUAL

Airline	Actual					Forecast		
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Passengers								
Total (m)	6.0	5.9	1.9	0.5	2.7	4.4	5.6	6.2
YoY Growth	0.2%	-1.4%	-68.0%	-71.5%	394.8%	66.0%	27.9%	9.4%
Stats								
RPK ('000 m)	4.6	4.4	1.3	0.3	1.6	2.9	4.2	4.6
YoY Growth	-1.1%	-3.1%	-71.3%	-75.3%	424.5%	76.9%	45.8%	9.4%
ASK ('000 m)	6.7	6.5	2.0	0.5	2.2	3.7	5.4	5.9
YoY Growth	-1.3%	-2.4%	-69.0%	-73.4%	304.2%	69.2%	48.7%	7.8%
Load Factor	68.6%	68.1%	62.9%	58.6%	76.1%	79.5%	78.0%	79.2%
Others								
Utilization (hrs/day)	9.0	8.4	4.5	3.7	5.5	8.1	9.0	9.0
YoY Growth	-5.3%	-6.9%	-46.0%	-18.9%	48.3%	47.9%	11.5%	0.0%
Aircraft	39	40	40	38	36	29	28	28
YoY Growth	4.0%	2.6%	-1.3%	-3.2%	-5.9%	-20.8%	-1.8%	0.0%
Profitability								
RASK (Bt/ASK)	3.0	2.9	2.8	2.2	3.9	4.3	3.8	4.0
YoY Growth	-8.7%	-4.6%	-4.4%	-19.8%	75.6%	9.5%	-10.7%	4.3%
CASK (Bt/ASK)	3.3	3.5	4.5	8.6	6.4	5.1	4.4	3.1
YoY Growth	-3.9%	5.1%	31.1%	90.3%	-25.8%	-19.7%	-15.5%	-29.7%
Average Fare (Bt)	3,403	3,213	2,971	2,220	3,185	3,553	3,688	3,792
YoY Growth	-6.7%	-5.6%	-7.5%	-25.3%	43.5%	11.6%	3.8%	2.8%

Source: Company data, TISCO Research estimate

รายละเอียดเพิ่มเติม : สามารถอ่านรายงานฉบับเต็มได้ใน “Company Report” (ภาษาอังกฤษ)

สำนักวิจัย บริษัทหลักทรัพย์ ทิสโก้ จำกัด

48/8 อาคารทิสโก้ทาวเวอร์ ชั้น 5 ถนนสาทรเหนือ แขวงสีลม เขตบางรัก กรุงเทพฯ 10500 โทรศัพท์ : (66) 2633-6999 โทรสาร : (66) 2633-6490

Market Insight

E-mail : tiscoresearch@tisco.co.th

รายงานฉบับนี้ไม่ถือว่าเป็นคำแนะนำหรือข้อชี้ชวนให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์ และจัดทำขึ้นเป็นการเฉพาะเพื่อประโยชน์แก่บุคคลที่เกี่ยวข้องกับบริษัทเท่านั้น มิให้นำไปเผยแพร่ทางสื่อมวลชนหรือโดยทางอื่นใด ทิสโก้ไม่ยอมรับผิดต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นโดยตรงหรือเป็นผลจากการใช้เนื้อหาหรือรายงานฉบับนี้ การนำไปซึ่งข้อมูล บทความ บทวิเคราะห์ และการคาดหมายทั้งหลายที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ เป็นการนำไปใช้โดยผู้ใช้อยอมรับความเสี่ยงและเป็นดุลยพินิจของผู้ใช้แต่ผู้เดียว

23 พฤษภาคม 2566

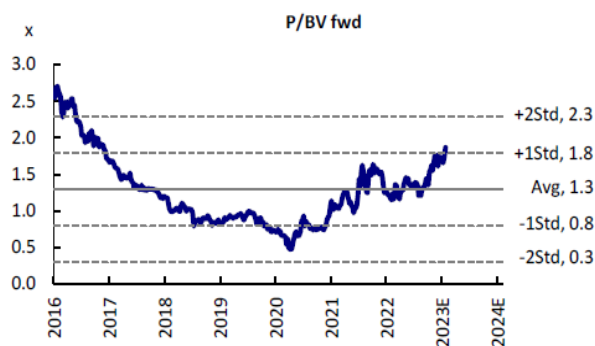
กระแสหลักทรัพย์

Figure 3. Forecast changes for 2023-25e

Bt, m (unless stated)	2023E			2024E			2025E		
	Forecast	Previous	%Chg	Forecast	Previous	%Chg	Forecast	Previous	%Chg
Core revenue	20,043	19,252	4.1%	25,809	24,165	6.8%	28,626	25,898	10.5%
Gross profit	1,354	1,495	-9.4%	4,051	3,303	22.7%	6,589	5,302	24.3%
SG&A expense	2,795	3,711	-24.7%	4,496	4,402	2.1%	5,050	4,490	12.5%
EBITDA	3,109	2,332	33.3%	3,924	3,270	20.0%	5,736	5,087	12.8%
EBIT	0	0	n.m.	0	0	n.m.	0	0	n.m.
Core net profit	-190	-704	n.m.	700	209	234.7%	2,304	1,766	30.5%
Net profit	-147	-704	n.m.	700	209	234.7%	2,304	1,766	30.5%
EPS (Bt)	-0.07	-0.34	n.m.	0.33	0.10	234.7%	1.10	0.84	30.5%

Source: Company data, TISCO Research estimate

Figure 4. BA Fwd P/BV Band



Source: Bloomberg Finance LP, Company data, TISCO Research estimates

รายละเอียดเพิ่มเติม : สามารถอ่านรายงานฉบับเต็มได้ใน “Company Report” (ภาษาอังกฤษ)

สำนักวิจัย บริษัทหลักทรัพย์ ทิสโก้ จำกัด

48/8 อาคารทิสโก้ทาวเวอร์ ชั้น 5 ถนนสาทรเหนือ แขวงสีลม เขตบางรัก กรุงเทพฯ 10500 โทรศัพท์ : (66) 2633-6999 โทรสาร : (66) 2633-6490

Market Insight

E-mail : tiscoresearch@tisco.co.th

รายงานฉบับนี้ไม่ถือว่าเป็นคำแนะนำหรือข้อชี้แนะหรือขายหลักทรัพย์ และจัดทำขึ้นเป็นการเฉพาะเพื่อประโยชน์แก่บุคคลที่เกี่ยวข้องกับบริษัทเท่านั้น มิให้นำไปเผยแพร่ทางสื่อมวลชนหรือโดยทางอื่นใด ทิสโก้ไม่ต้องรับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นโดยตรงหรือเป็นผลจากการใช้เนื้อหาหรือรายงานฉบับนี้ การนำไปซึ่งข้อมูล บทความวิเคราะห์ และการคาดหมายทั้งหลายที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ เป็นการนำไปใช้โดยผู้ใช้อยอมรับความเสี่ยงและเป็นดุลยพินิจของผู้ใช้แต่ผู้เดียว

23 พฤษภาคม 2566