

# EQUITY TALK

## EARNING PREVIEW

### เริ่มโดน Dilution Effect กดดันกำไรไตรมาส

คาดการณ์กำไรจากการดำเนินการ 1Q67 ที่ 104 ล้านบาท (-28%YOY) โดยมีสาเหตุหลักมาจากส่วนแบ่งกำไรจาก ANI ตามสัดส่วนการถือหุ้นที่ลดลงจาก 51.7% เหลือ 36.1% หลัง ANI เข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ แม้กำไรจากรธุรกิจหลักจะปรับตัวขึ้นก็ตาม ในช่วง 2Q67 จะมีลูกค้ากลุ่ม CHEMICAL ใหม่เข้ามาเพิ่มประกอบกับ ANI มีผลประกอบการที่ต่ำที่สุดของปีในไตรมาสแรก แต่ 2 ปีข้างหน้าคงกล่าวยังไม่มากพอที่จะชดเชยผลกระทบจาก DILUTION EFFECT ของ ANI ได้

ประเมินมูลค่าเหมาะสมอิง PER เฉลี่ยย้อนหลัง 3 ปี ที่ 17 เท่า ได้ FV 10.50 บาท แม้ UPSIDE เปิดกว้าง แต่ในระยะสั้นยังขาด CATALYST ที่จะช่วยกระตุ้นราคาหุ้นยังคงให้คำแนะนำ NEUTRAL

#### ประมาณการตัวเลขสำคัญทางการเงิน

สิ้นสุด 31 ส.ค.	2565	2566	2567F	2568F	2569F
กำไรสุทธิ	796	866	499	577	664
EPS (บาท)	0.99	1.07	0.62	0.71	0.82
DPS (บาท)	0.40	0.64	0.37	0.43	0.49
PER (X)	8.17	7.51	13.03	11.27	9.79
Dividend Yield (%)	4.97%	7.99%	4.61%	5.33%	6.13%
Book Value (บาท)	3.31	4.66	5.09	5.59	6.17
P/BV (X)	2.43	1.73	1.58	1.44	1.31

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

#### TECHNICAL CHART/COMMENT



แนวโน้มราคา : Downtrend

แนวรับ : 7.35 บาท

แนวต้าน : 8.75/10.20 บาท

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

**OUTPERFORM:** กรณีที่นักวิเคราะห์พิจารณาปัจจัยแวดล้อมทางพื้นฐานแล้วเห็นว่าราคาหุ้นบริษัทที่ทำการวิเคราะห์มีโอกาสที่จะสร้างผลตอบแทนที่ชนะค่าเฉลี่ยของ SECTOR หรือชนะ SET INDEX

**NEUTRAL:** กรณีที่นักวิเคราะห์พิจารณาปัจจัยแวดล้อมทางพื้นฐานแล้วเห็นว่าราคาหุ้นบริษัทที่ทำการวิเคราะห์มีโอกาสที่จะสร้างผลตอบแทนที่พอๆกับค่าเฉลี่ยของ SECTOR หรือพอๆกับ SET INDEX

**UNDERPERFORM:** กรณีที่นักวิเคราะห์พิจารณาปัจจัยแวดล้อมทางพื้นฐานแล้วเห็นว่าราคาหุ้นบริษัทที่ทำการวิเคราะห์มีโอกาสที่จะสร้างผลตอบแทนที่ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของ SECTOR หรือต่ำกว่า SET INDEX



22 เมษายน 2567



Neutral

ราคาปัจจุบัน (บาท)	8.05
ราคาเป้าหมาย (บาท)	10.50
Upside (%)	30.0
Dividend yield (%)	4.61

#### CONSENSUS ANALYSIS

EPS (บาท)	ASPS	IAA Cons	% diff
2567F	0.62	0.59	5%
2568F	0.71	0.62	15%

ที่มา: IAA consensus, สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

#### ESG RATING

SET ESG Ratings	BBB
ที่มา: Settrade	
CG Score	ดีเลิศ
Anti-corruption	ได้รับการรับรอง
ที่มา: IAA CONSENSUS	

#### RESEARCH DIVISION

บริษัทหลักทรัพย์ เอเชีย พลัส

อนุชิต เอื้ออาริกษ์

นักวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานด้านหลักทรัพย์

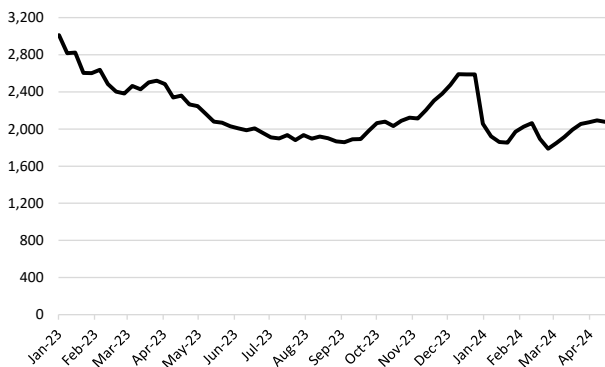
เลขทะเบียนนักวิเคราะห์: 128103

# EQUITY TALK

## 1Q67 โดน Dilution Effect จาก ANI

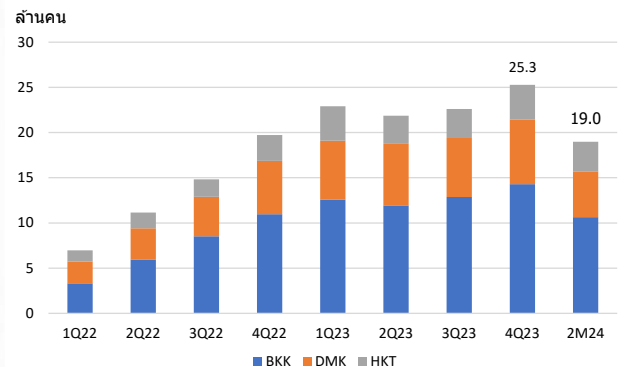
คาดการณ์จากการดำเนินการ 1Q67 ที่ 104 ล้านบาท (+17%QoQ, -28%YoY) โดยประเมินรายได้จากรธุรกิจหลักที่ 535 ล้านบาท (+10%QoQ, +22%YoY) สาเหตุที่รายได้เติบโตเป็นผลจากรธุรกิจ Air Freight จากกลุ่ม wholesale freight forwarder ที่มีปริมาณเที่ยวบิน Transit เพิ่มขึ้น (โดยปกติแล้ว การขนส่งสินค้าแบบ transit มี gross margin สูงกว่าการขนส่งสินค้าแบบทั่วไป) ปัจจุบันดังกล่าวส่งผลให้ gross margin ปรับตัวเพิ่มขึ้นเป็น 22% (เทียบ 1Q66 ที่ทำได้ 21.0% และ 4Q66 ที่ทำได้ 19.3%) ด้านส่วนแบ่งกำไรจาก AOTGA คาดว่ายังคงเติบโตต่อเนื่อง จากอานิสงส์จำนวนผู้โดยสารและจำนวนเที่ยวบินที่ยังเติบโตต่อเนื่อง แม้ธุรกิจหลักและส่วนแบ่งกำไรจาก AOTGA จะยังทำได้ดี เนื่องจากผลกระทบจาก Dilution Effect ที่เกิดขึ้นหลัง ANI เข้าจดทะเบียนใน SET ซึ่งทำให้ III มีสัดส่วนการถือหุ้น ANI ลดลงจาก 51.7% เหลือ 36.1% ประกอบกับกำไร 1Q67 ของ ANI ที่มีแนวโน้มลดลงจาก 1Q66 เล็กน้อย ตามค่าระวางที่ลดลง

BALTIC AIR FREIGHT INDEX



ที่มา: BALTICEXCHANGE

ผู้โดยสารสนามบินสุวรรณภูมิ, ดอนเมือง และภูเก็ต



ที่มา: AOT

## แนวโน้ม 2Q67 ดีขึ้น แต่ไม่มากนัก

ฝ่ายวิจัยประเมินว่าแนวโน้มกำไร 2Q67 มีโอกาสปรับตัวเพิ่มจาก 1Q67 ได้ โดยมีปัจจัยหนุนจาก 2 ปัจจัยหลักดังต่อไปนี้ 1) คลังสินค้าของกลุ่ม chemical - ในปัจจุบันมี Occupancy Rate อยู่ที่ราวๆ 80% แต่จะมีลูกค้าใหม่เข้ามาในงวด 2Q67 ปัจจุบันดังกล่าวคาดว่าจะทำให้ Occupancy Rate เพิ่มขึ้นเป็น 90% 2) ส่วนแบ่งกำไรจาก ANI - โดยปกติแล้ว ANI มีผลประกอบการที่ต่ำที่สุดของปีในไตรมาสแรก ประกอบกับงวด 1Q67 ที่ผ่านมา หลายประเทศที่ ANI ให้บริการหยุดในช่วงเทศกาลตรุษจีน ขณะที่ 2Q67 ไม่มีช่วงเทศกาลดังกล่าว นอกเหนือจาก 2 ปัจจัยดังกล่าว ฝ่ายวิจัยประเมินว่าส่วนแบ่งกำไรจาก AOTGA น่าจะเป็น catalyst ในระยะยาวได้ สำหรับผู้ประกอบการรายที่ 3 ที่จะเข้ามาดำเนินงานที่ท่า

# EQUITY TALK

อากาศยานสุวรรณภูมินั้น คาดว่าจะเปิดประมูลในช่วง 2Q67 – 3Q67 หลังจากนั้น 45 วัน จะได้รับเวลาไปจัดทำรายละเอียดเพื่อยื่นข้อเสนอและจะทราบผล 3 เดือน ในช่วงที่ผ่านมา AOTGA เป็นผู้ดำเนินการให้บริการภาคพื้นดินที่สนามบินดอนเมืองและภูเก็ต ประกอบกับรับงาน outsource ของสนามบินสุวรรณภูมิ บางส่วนอยู่แล้ว ฝ่ายวิจัยประเมินว่า AOTGA มีศักยภาพดีพอที่จะเป็นผู้ดำเนินการให้บริการภาคพื้นดินรายที่ 3 ในสนามบินสุวรรณภูมิได้

## Dilution Effect ยิ่งกดดันต่อ ... คงคำแนะนำที่ Neutral

แม้แนวโน้มกำไรในไตรมาสถัดไปมีโอกาสปรับตัวเพิ่มขึ้น แต่ฝ่ายวิจัยยังคงให้น้ำหนักกับ dilution effect จากการถือหุ้น ANI ที่ลดลงจาก 51.7% เหลือ 36.1% (ในปี 2566 ส่วนแบ่งกำไรจาก ANI คิดเป็น 89% ของกำไรสุทธิของ III) ขณะที่แนวโน้มการเติบโตของ ANI มีไม่มากพอที่จะชดเชยผลกระทบจาก Dilution Effect ประเมินมูลค่าเหมาะสมอิง PER เฉลี่ยย้อนหลัง 3 ปี ที่ 17 เท่า ได้ราคาเหมาะสม 10.50 บาท แม้ upside เริ่มเปิดกว้างแต่ในระยะสั้นยังขาด catalyst ที่จะช่วยกระตุ้นราคาหุ้น คงให้คำแนะนำ neutral

## การดำเนินการด้าน ESG ของ III

**ด้านสิ่งแวดล้อม** : บริษัทให้ความสำคัญต่อความปลอดภัยและสุขภาพของบุคคลากรของบริษัทและชุมชนรอบสถานประกอบการ สนับสนุนให้มีการใช้ทรัพยากรในระดับที่เหมาะสม และจัดให้มีการส่งเสริมความรู้ความเข้าใจเกี่ยวกับความปลอดภัยด้านสิ่งแวดล้อมไม่น้อยกว่าที่กฎหมายกำหนด

**ด้านสังคม** : บริษัทสนับสนุนและมีส่วนร่วมในการพัฒนาชุมชนด้านต่างๆ ให้ความสำคัญอยู่ที่ติดตามความเหมาะสม ได้แก่ ด้านการศึกษา ด้านสาธารณสุข การสร้างงานและสร้างรายได้

**ด้านธรรมาภิบาล** : กรรมการ ผู้บริหารและพนักงานของบริษัทฯ ปฏิบัติตามนโยบายต่อต้านการทุจริตและคอร์รัปชัน เช่น ไม่เรียกกับและจ่ายสินบนกับบุคคลอื่น ละเว้นการรับ-ให้ของขวัญ และจัดระบบควบคุมภายในเพื่อป้องกันการทุจริต

**ESG Comment:** III ถือเป็นบริษัทขนส่งที่ให้ความสำคัญกับมาตรการด้าน ESG นอกจากจะช่วยดึงดูดนักลงทุนให้มีความสนใจมากขึ้นแล้ว ย่อมส่งผลดีต่อภาพลักษณ์องค์กรเสริมสร้างการยอมรับของผู้ถือหุ้น และหนุนการเติบโตอย่างยั่งยืนของบริษัทด้วย

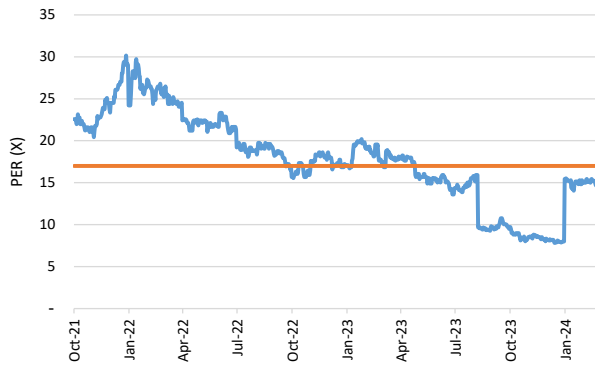
# EQUITY TALK

## คาดการณ์ผลการดำเนินงานงวด 1Q67

Key Data (ล้านบาท)	3Q65	4Q65	1Q66	2Q66	3Q66	4Q66	1Q67F	%QoQ	%YoY	2566	2565	%YoY
ยอดขาย	744	578	437	441	398	488	535	10%	22%	1,764	2,789	-37%
กำไรขั้นต้น	179	168	92	91	104	94	118	25%	28%	381	612	-38%
ค่าใช้จ่ายในการขาย	(89)	(154)	(81)	(68)	(69)	(100)	(91)	-9%	12%	(318)	(408)	-22%
ดอกเบี้ยจ่าย	8	8	8	8	9	8	9	3%	7%	33	34	-1%
กำไรจากการดำเนินงาน	142	153	144	160	159	89	104	17%	-28%	551	530	4%
กำไรสุทธิ	146	422	144	158	160	404	104	-74%	-28%	866	796	9%
รายการพิเศษ	4	270	0	(2)	2	315	0			315	266	
EPS	0.18	0.61	0.18	0.20	0.20	0.50	0.13	-74%	-28%	1.07	1.07	0%
Gross Margin	24.0%	29.1%	21.0%	20.7%	26.2%	19.3%	22.0%			21.6%	21.9%	
SG&A/Sale	12.0%	26.7%	18.6%	15.4%	17.3%	20.4%	17.0%			18.0%	14.6%	
Net Margin	19.7%	73.0%	32.9%	35.8%	40.3%	82.8%	19.4%			49.1%	28.5%	

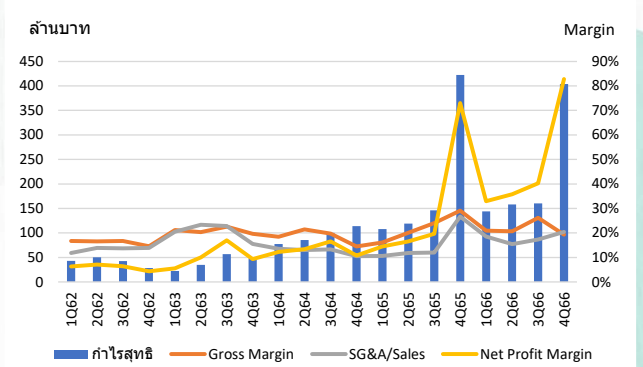
ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

## HISTORICAL PER ของ III



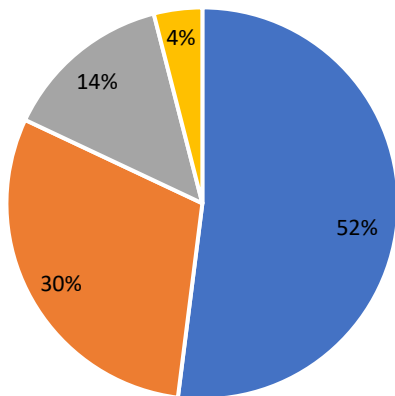
ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

## ประสิทธิภาพการทำกำไรไตรมาส



หมายเหตุ: 4Q65, 4Q66 มีรายการพิเศษ 321.7 ลบ.และ 305.9 ลบ. ตามลำดับ

## โครงสร้างรายได้ปี 9M66



■ Air Freight ■ Chemical ■ Logistics ■ Sea Freight

ที่มา: III

## ประเด็นความเสี่ยง

1. ธุรกิจโลจิสติกส์เป็นธุรกิจที่ไม่ต้องการเงินลงทุนสูง ผู้ประกอบการรายใหม่เข้ามาแข่งขันได้ง่ายส่งผลให้บริษัทมีลูกค้าลดลงหรือบริษัทต้องลดราคาบริการ อาจส่งผลให้อัตรากำไรลดลง
2. ความเสี่ยงจากการลงทุนในต่างประเทศ บริษัทดำเนินธุรกิจ ในต่างประเทศทั้งในรูปแบบบริษัทจำกัดและในรูปแบบสาขาของกลุ่มบริษัท อาจมีความเสี่ยงในด้านความแตกต่างและความไม่คุ้นเคยในกฎหมาย ข้อบังคับ และวัฒนธรรม
3. ความเสี่ยงจากการพึ่งพิงคู่ค้าทางธุรกิจและลูกค้ารายใหญ่

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

## EQUITY TALK

## ประมาณการผลการดำเนินงานปี 2566-2568 ของ III

## งบกำไรขาดทุน (ล้านบาท)

สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2566	2567F	2568F	2569F
ยอดขาย	1,764	1,760	1,936	2,130
ต้นทุนขาย	1,383	1,382	1,520	1,672
<b>กำไรขั้นต้น</b>	<b>381</b>	<b>378</b>	<b>416</b>	<b>458</b>
ค่าใช้จ่ายในการขาย	318	317	348	383
ดอกเบี้ยจ่าย	33	30	29	28
ค่าใช้จ่ายอื่น	-	-	-	-
รายได้อื่น	315	15	19	21
กำไรสุทธิก่อนหักภาษี	345	47	58	67
ภาษีเงินได้	7	26	30	35
ส่วนของผู้ถือหุ้นรายย่อย	-	-	-	-
ส่วนแบ่งกำไรจากเงินลงทุนในบริษัทร่วม	518	478	549	632
รายการพิเศษอื่นๆ	315	-	-	-
กำไรสุทธิ	866	499	577	664
กำไรจากการดำเนินงาน	551	499	577	664
<b>Norm EPS</b>	<b>0.68</b>	<b>0.62</b>	<b>0.71</b>	<b>0.82</b>
การเติบโตของยอดขาย	-36.7%	-0.3%	10.0%	10.0%
การเติบโตของกำไรจากการดำเนินงาน	-32.8%	-9.4%	15.6%	15.1%
อัตราส่วนกำไรขั้นต้น	21.6%	21.5%	21.5%	21.5%
อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงาน	31.2%	28.4%	29.8%	31.2%

## งบกำไรขาดทุนรายไตรมาส (ล้านบาท)

	1Q66	2Q66	3Q66	4Q66
ยอดขาย	437	441	398	488
ต้นทุนขาย	345	350	294	394
<b>กำไรขั้นต้น</b>	<b>92</b>	<b>91</b>	<b>104</b>	<b>94</b>
ค่าใช้จ่ายในการขาย	81	68	69	100
ดอกเบี้ยจ่าย	8	8	9	8
รายได้อื่น	2	5	2	307
กำไรสุทธิก่อนหักภาษี	5	19	28	293
ภาษีเงินได้	2	5	6	(7)
ส่วนของผู้ถือหุ้นรายย่อย	-	-	-	-
ส่วนแบ่งกำไรจากเงินลงทุนในบริษัทร่วม	141	146	137	95
รายการพิเศษอื่นๆ	0	(2)	2	315
กำไรสุทธิ	144	158	160	404
กำไรจากการดำเนินงาน	144	160	159	89
<b>Norm EPS</b>	<b>0.18</b>	<b>0.20</b>	<b>0.20</b>	<b>0.11</b>

ยอดขาย (QoQ)	-22%	-24%	1%	-10%
กำไรขั้นต้น (QoQ)	-6%	-46%	0%	14%
กำไรจากการดำเนินงาน (QoQ)	8%	-6%	11%	-1%

อัตราส่วนทางการเงิน	2566	2567F	2568F	2569F
อัตราส่วนสภาพคล่อง (เท่า)	1.40	1.47	1.47	1.47
อัตราส่วนหมุนเวียนลูกหนี้การค้า (เท่า)	4.24	3.70	3.70	3.70
อัตราส่วนหมุนเวียนสินค้าคงเหลือ (เท่า)	3.33	2.91	2.91	2.91
อัตราส่วนหมุนเวียนเจ้าหนี้การค้า (เท่า)	4.91	5.23	5.23	5.23
หนี้สินต่อส่วนผู้ถือหุ้น	0.23	0.20	0.18	0.17
Net Gearing Ratio	0.06	0.08	0.07	0.07
ผลตอบแทนจากสินทรัพย์เฉลี่ย	20.8%	10.4%	11.2%	11.9%
ผลตอบแทนจากผู้ถือหุ้นเฉลี่ย	26.9%	12.7%	13.4%	14.0%

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

# EQUITY TALK

## ประมาณการผลการดำเนินงานปี 2566-2568 ของ III

งบกระแสเงินสด (ล้านบาท)				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2566	2567F	2568F	2569F
<b>กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน</b>				
กำไรก่อนภาษีเงินได้	873	525	608	699
รายการเปลี่ยนแปลงที่ไม่กระทบเงินสด	(848)	-	-	-
ค่าเสื่อมราคาและตัดจำหน่าย	80	112	116	120
กำไร/ขาดทุนจาก Fx ที่ไม่ได้รับรู้	(4)	-	-	-
อื่นๆ	(16)	(10)	(31)	(36)
เพิ่ม/ลด จากกิจกรรมการดำเนินงาน	11	(120)	(25)	(27)
<b>กระแสเงินสดจากการดำเนินงานสุทธิ</b>	<b>96</b>	<b>508</b>	<b>667</b>	<b>756</b>
<b>กระแสเงินสดจากการลงทุน</b>				
เพิ่ม/ลด จากการลงทุนระยะสั้น	-	-	-	-
เพิ่ม/ลด จากการลงทุนที่เกี่ยวข้อง	(335)	(330)	(390)	(450)
เพิ่ม/ลด จากสินทรัพย์ถาวร	(13)	(120)	(120)	(120)
<b>กระแสเงินสดจากการลงทุนสุทธิ</b>	<b>(348)</b>	<b>(450)</b>	<b>(510)</b>	<b>(570)</b>
<b>กระแสเงินสดจากการจัดหาเงิน</b>				
เพิ่ม/ลด เงินกู้	(238)	(40)	(10)	(10)
เพิ่ม/ลด ทุนและส่วนเกินมูลค่าหุ้น	163	-	-	-
เพิ่ม/ลด วอร์เรนท	-	-	-	-
ลด จ่ายปันผล	(456)	(150)	(173)	(199)
<b>กระแสเงินสดจากการจัดหาเงินสุทธิ</b>	<b>23</b>	<b>(190)</b>	<b>(183)</b>	<b>(209)</b>
<b>เพิ่ม/ลด เงินสดสุทธิ</b>	<b>(229)</b>	<b>(132)</b>	<b>(26)</b>	<b>(23)</b>
<b>งบดุล</b>	<b>2566</b>	<b>2567F</b>	<b>2568F</b>	<b>2569F</b>
เงินสดและเทียบเท่าเงินสด	310	178	153	130
ลูกหนี้การค้า	416	475	523	575
สินค้าคงเหลือ	2	1	1	1
สินทรัพย์สิทธิการเช่า + สินทรัพย์อื่นๆ	3,766	4,112	4,511	4,971
ที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์ สุทธิ	147	155	159	158
<b>สินทรัพย์รวม</b>	<b>4,641</b>	<b>4,922</b>	<b>5,346</b>	<b>5,835</b>
เจ้าหนี้การค้า+หนี้สินอื่นๆ	344	315	345	379
หนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยจ่ายระยะสั้น	211	171	161	151
หนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยจ่ายระยะยาว	323	323	323	323
<b>หนี้สินรวม</b>	<b>878</b>	<b>809</b>	<b>830</b>	<b>854</b>
ทุนที่ชำระแล้ว	404	404	404	404
ส่วนเกินมูลค่าหุ้น+สำรองตามกฎหมาย	2,237	2,237	2,237	2,237
กำไรสะสม	1,122	1,471	1,875	2,340
<b>ส่วนของผู้ถือหุ้น</b>	<b>3,763</b>	<b>4,112</b>	<b>4,516</b>	<b>4,981</b>
ส่วนของผู้ถือหุ้นรายย่อย	-	-	-	-
<b>หนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น</b>	<b>4,641</b>	<b>4,921</b>	<b>5,346</b>	<b>5,835</b>
<b>สมบัติฐานในการประมาณการ</b>	<b>2566</b>	<b>2567F</b>	<b>2568F</b>	<b>2569F</b>
Gross margin เฉลี่ย	21.6%	21.5%	21.5%	21.5%
%SG&A/Sale	18.0%	18.0%	18.0%	18.0%
Effective tax rate	0.8%	5.0%	5.0%	5.0%

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส