

# EQUITY TALK

## EARNING PREVIEW

### ไตรมาส 4 เป็น High Season ดันกำไรต่อเนื่อง

คาดการณ์กำไรจากการดำเนินงาน 4Q66 ที่ 175 ล้านบาท (+10%QOQ,+15%YOY) โดยรายได้จากรุรกิจหลักยังคงเติบโตจากปริมาณขนส่งที่เพิ่มขึ้นตามช่วง HIGH SEASON ประกอบกับค่าระวางทางอากาศที่ปรับตัวเพิ่ม ด้านส่วนแบ่งกำไรจากเงินลงทุนในบริษัทร่วม (JV) อย่างเช่น AOTGA และ ANI เติบโตต่อเนื่องเช่นกัน

ประเมินปี 2567 ยังคงเติบโตต่อเนื่อง เช่น ธุรกิจ CHEMICAL มีการขยายคลังสินค้าเพิ่ม, ธุรกิจการขนส่งทางอากาศมีแผนที่จะเพิ่มสัดส่วนการทำ TRANSIT มากขึ้น, ด้าน AOTGA ได้เข้าไปรับงาน AIR CARGO TERMINAL ที่สนามบินสุวรรณภูมิเพิ่มและ ANI มีแผนที่จะขยายไปยังประเทศเกาหลีใต้ เวียดนาม อินเดีย ประกอบกับทำ M&A เพิ่มเติม ประเมิน FV ปี 2567 อิง HISTORICAL PER ที่ 17 เท่า ได้ FAIR VALUE 14.20 บาท ให้คำแนะนำ OUTPERFORM

#### ประมาณการตัวเลขสำคัญทางการเงิน

สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2564	2565	2566F	2567F	2568F
กำไรสุทธิ	377	796	637	679	758
EPS (บาท)	0.61	0.99	0.79	0.84	0.94
DPS (บาท)	0.40	0.59	0.47	0.50	0.56
PER (X)	16.04	9.90	12.35	11.60	10.39
Dividend Yield (%)	4.10%	6.06%	4.86%	5.17%	5.78%
Book Value (บาท)	2.81	3.31	3.89	4.52	5.22
P/BV (X)	3.47	2.95	2.50	2.16	1.87

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

#### TECHNICAL CHART/COMMENT



แนวโน้มราคา : Sideway  
 แนวรับ : 8.75 บาท  
 แนวต้าน : 10.40/11.30 บาท

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

**OUTPERFORM:** กรณีที่นักวิเคราะห์พิจารณาปัจจัยแวดล้อมทางพื้นฐานแล้วเห็นว่าราคาหุ้นบริษัทที่ทำการวิเคราะห์มีโอกาสที่จะสร้างผลตอบแทนที่ชนะค่าเฉลี่ยของ SECTOR หรือชนะ SET INDEX  
**NEUTRAL:** กรณีที่นักวิเคราะห์พิจารณาปัจจัยแวดล้อมทางพื้นฐานแล้วเห็นว่าราคาหุ้นบริษัทที่ทำการวิเคราะห์มีโอกาสที่จะสร้างผลตอบแทนที่พอกับค่าเฉลี่ยของ SECTOR หรือพอกับ SET INDEX  
**UNDERPERFORM:** กรณีที่นักวิเคราะห์พิจารณาปัจจัยแวดล้อมทางพื้นฐานแล้วเห็นว่าราคาหุ้นบริษัทที่ทำการวิเคราะห์มีโอกาสที่จะสร้างผลตอบแทนที่ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของ SECTOR หรือต่ำกว่า SET INDEX



26 มกราคม 2567



### Outperform

ราคาปัจจุบัน (บาท)	9.75
ราคาเป้าหมาย (บาท)	14.20
Upside (%)	45.64
Dividend yield (%)	4.86

#### CONSENSUS ANALYSIS

EPS (บาท)	ASPS	IAA Cons	% diff
2567F	0.84	0.85	-1%
2568F	0.94	0.68	38%

ที่มา: IAA consensus, สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

#### ESG RATING

SET ESG Ratings	BBB
ESG Book	-
Moody's	-
MSCI	-
Refinitiv	-
S&P	-
ที่มา: Settrade	
CG Score	ดีเลิศ
Anti-corruption	ได้รับการรับรอง

ที่มา: IAA CONSENSUS

#### RESEARCH DIVISION

บริษัทหลักทรัพย์ เอเชีย พลัส

อนุชิต เอื้ออารักษ์

นักวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานด้านหลักทรัพย์

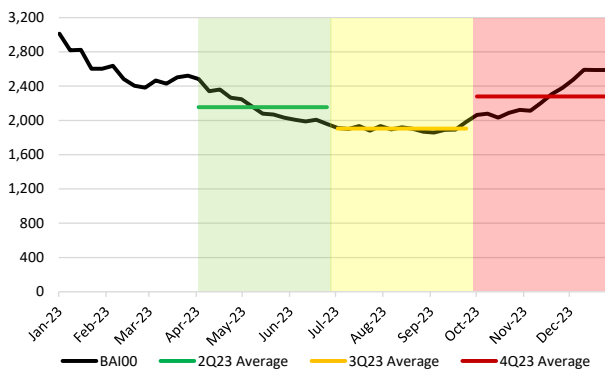
เลขทะเบียนนักวิเคราะห์: 128103

# EQUITY TALK

## ไตรมาส 4 เป็น High Season ดันกำไรต่อเนื่อง

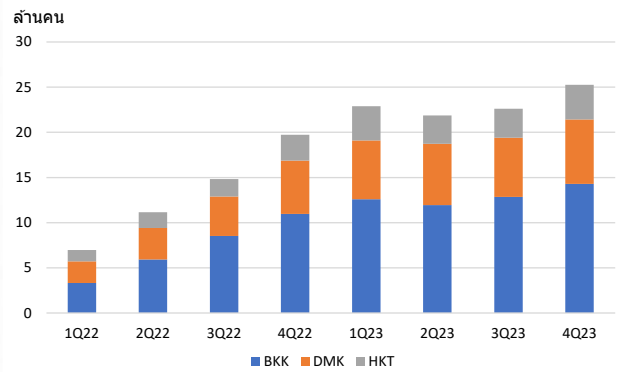
คาดการณ์จากการดำเนินงาน 4Q66 175 ล้านบาท (+10%QoQ, +15%YoY) โดยประเมินรายได้จากรธุรกิจหลักที่ 458 ล้านบาท (+15%QoQ, -21%YoY) สาเหตุเกิดจากปริมาณขนส่งที่เพิ่มขึ้นตามช่วง high season ประกอบกับค่าระวางทางอากาศที่ปรับตัวเพิ่ม (ค่าระวาง BAI00 เฉลี่ยงวด 4Q66 อยู่ที่ 2,280 จุด ปรับเพิ่มจาก ค่าเฉลี่ยในงวด 3Q66 ที่ 1,905 จุด (+20%QoQ)) นอกจากนี้ ธุรกิจ Sea Freight ยังได้รับอานิสงส์จากวิกฤตทะเลแดง ส่งผลให้ค่าระวางเรือปรับเพิ่มอย่างมีนัยสำคัญในช่วง 3 ค. ที่ผ่านมา ด้าน gross margin ประเมินที่ 26% ทรงตัวในระดับสูงใกล้เคียงกับไตรมาสก่อน โดยมีสาเหตุจากคลังสินค้าที่ดอนเมืองมี occupancy rate เพิ่มขึ้นตามจำนวนจากเที่ยวบินและผู้โดยสารขนส่งสนามบินดอนเมือง นอกจากนี้กลุ่ม wholesale freight forwarder มีปริมาณเที่ยวบิน Transit เพิ่มขึ้น จาก 2 ปีจจัยดังกล่าว ส่งผลให้เกิดความประหยัดต่อขนาด (economy of scale) ด้านส่วนแบ่งกำไรจากเงินลงทุนในบริษัทร่วม (JV) ยังคงเติบโตได้ดี เช่น บริษัท บริการภาคพื้นท่าอากาศยานไทย จำกัด (AOTGA) และบริษัท เอเชีย เน็ตเวิร์ก อินเตอร์เนชั่นแนล จำกัด (ANI) ที่ได้รับอานิสงส์จากผู้โดยสารที่เติบโตอย่างต่อเนื่อง ทั้งนี้ ฝ่ายวิจัยประเมินว่าส่วนแบ่งกำไรจาก ANI ได้รับผลกระทบเชิงลบจาก dilution effect ค่อนข้างจำกัดเนื่องจาก ANI เข้าจดทะเบียน 14 ส.ค. คิดเป็นเพียง 0.5 เดือนจาก 3 เดือน

BALTIC AIR FREIGHT INDEX



ที่มา: BALTICEXCHANGE

ผู้โดยสารสนามบินสุวรรณภูมิ, ดอนเมือง และภูเก็ต



ที่มา: AOT

## ปี 2567 ไม่หยุดเติบโต ลดผลกระทบจาก dilution effect

ฝ่ายวิจัยประเมิน outlook ปี 2567 ยังคงเติบโตได้ต่อเนื่องแม้ค่าระวางทางอากาศปรับตัวลงในช่วง 1Q67 โดยมีปัจจัยหนุนจากรธุรกิจการขนส่งทางอากาศ (Air Freight) ที่จะเพิ่มสัดส่วนการทำ Transit มากขึ้น ประกอบกับธุรกิจ Chemical ที่มีแผนขยายพื้นที่คลังสินค้าเพิ่มเติม ขณะที่ธุรกิจร่วมทุนอย่าง AOTGA ได้เข้าไป

# EQUITY TALK

รับงาน Air Cargo Terminal ที่สุวรรณภูมิเพิ่มเติมโดยได้สั่งซื้ออุปกรณ์เพื่อเตรียมพร้อมเข้าไปรับงานดังกล่าวแล้ว ขณะที่ ANI หลังจากที่เข้าจดทะเบียนยังมีแผนเติบโตต่อเนื่องจากทั้งธุรกิจหลัก (organic) และธุรกิจร่วมทุน (inorganic) โดยในส่วนของ organic มีแผนที่จะทำสัญญากับสายการบินเพิ่มอีก 5 – 7 แห่งจากปัจจุบันที่ให้บริการ 20 สายการบินใน 8 ประเทศใน ASEAN, ออสเตรเลียและจีน โดยเบื้องต้นในปี 2567 ทาง ANI ตั้งเป้าที่จะขยายไปยังประเทศเกาหลีใต้ เวียดนามและอินเดีย ขณะที่ปี 2568 ตั้งเป้าที่จะขยายไปยัง ยุโรป ออสเตรเลียและอเมริกา ในส่วนของ inorganic มีแผนเข้าซื้อกิจการ (M&A) ตัวแทนขายระวางสินค้าสายการบิน (“GSA”) บริษัทอื่นๆ แม้สัดส่วนการถือ ANI จะลดลงจาก 51% เหลือ 36% แต่ด้วยการเติบโตดังกล่าว ฝ่ายวิจัยประเมินว่าส่วนแบ่งกำไรจาก ANI ในปี 2567 จะอยู่ในระดับที่ไม่ต่างจากปี 2566

## ประเทศที่ ANI ให้บริการ



ที่มา: ANI

## ราคาต่ำกว่ามูลค่าพื้นฐานมาก ... ให้คำแนะนำ Outperform

แม้ราคาหุ้นปรับลดลงมา 13% ตั้งแต่ประกาศงบ 3Q66 ออกมา แต่ฝ่ายวิจัยยังประเมินว่าปัจจัยพื้นฐานของ III ยังคงแข็งแกร่ง สะท้อนจากผลประกอบการที่ยังคงเติบโตต่อเนื่อง ประกอบกับปี 2567 มีแผนการขยายธุรกิจมากมายผ่านช่องทาง organic และ inorganic ฝ่ายวิจัยประเมิน Fair Value ปี 2567 อิง Historical PER ที่ 17 เท่า ได้ Fair Value 14.20 บาท ให้คำแนะนำ outperform

# EQUITY TALK

## การดำเนินการด้าน ESG ของ III

**ด้านสิ่งแวดล้อม** : บริษัทให้ความสำคัญต่อความปลอดภัยและสุขอนามัยของบุคลากรของบริษัทและชุมชนรอบสถานประกอบการ สนับสนุนให้มีการใช้ทรัพยากรในระดับที่เหมาะสม และจัดให้มีการส่งเสริมความรู้ความเข้าใจเกี่ยวกับความปลอดภัยด้านสิ่งแวดล้อมไม่น้อยกว่าที่กฎหมายกำหนด

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

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



# EQUITY TALK

## คาดการณ์ผลการดำเนินงานงวด 4Q66

Key Data (ล้านบาท)	2Q65	3Q65	4Q65	1Q66	2Q66	3Q66	4Q66F	%QoQ	%YoY	2566F	2565	%YoY
ยอดขาย	722	744	578	437	441	398	458	15%	-21%	1,734	2,789	-38%
กำไรขั้นต้น	145	179	168	92	91	104	119	14%	-29%	406	612	-34%
ค่าใช้จ่ายในการขาย	(85)	(89)	(154)	(81)	(68)	(69)	(73)	6%	-53%	(291)	(408)	-29%
ดอกเบี้ยจ่าย	9	8	8	8	8	9	10	14%	26%	35	34	5%
กำไรจากการดำเนินงาน	125	142	153	144	160	159	175	10%	15%	637	530	20%
กำไรสุทธิ	119	146	422	144	158	160	175	9%	-59%	637	796	-20%
รายการพิเศษ	(6)	4	270	0	(2)	2	0			0	266	
EPS	0.15	0.18	0.61	0.18	0.20	0.20	0.22	9%	-64%	0.79	1.07	-26%
Gross Margin	20.0%	24.0%	29.1%	21.0%	20.7%	26.2%	26.0%			23.4%	21.9%	
SG&A/Sale	11.8%	12.0%	26.7%	18.6%	15.4%	17.3%	16.0%			16.8%	14.6%	
Net Margin	16.5%	19.7%	73.0%	32.9%	35.8%	40.3%	38.3%			36.8%	28.5%	

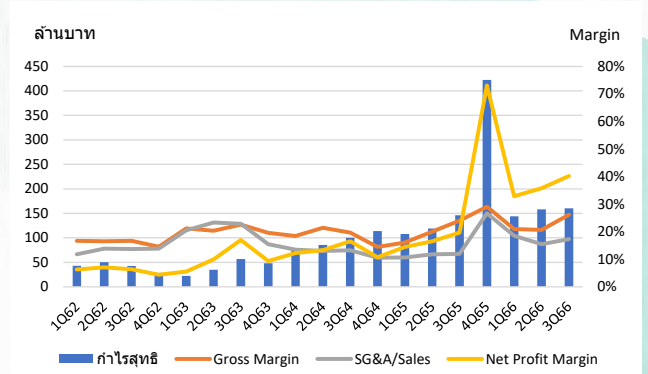
ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

### HISTORICAL PER ของ III



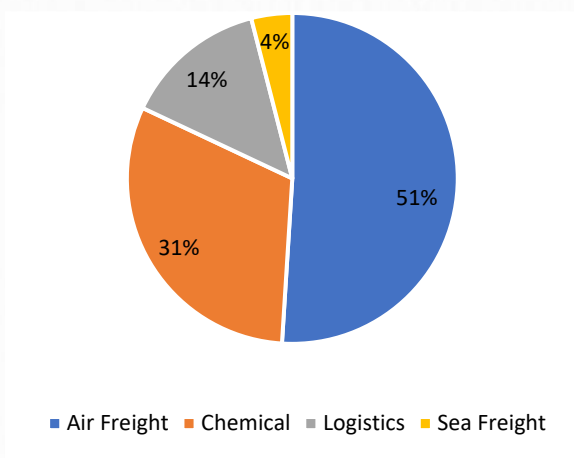
ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

### ประสิทธิภาพการทำกำไรไตรมาส



หมายเหตุ: 4Q65 มีรายการพิเศษที่เกิดจากการปรับมูลค่าเงินลงทุนใน ASIA GSA (M) 321.7 au.

### โครงสร้างรายได้ปี 9M66



ที่มา: III

### ประเด็นความเสี่ยง

- ธุรกิจโลจิสติกส์เป็นธุรกิจที่ไม่ต้องการเงินลงทุนสูง ผู้ประกอบการรายใหม่เข้ามาแข่งขันได้ง่ายส่งผลให้บริษัทมีลูกค้าลดลงหรือบริษัทต้องลดราคาบริการ อาจส่งผลให้อัตรากำไรลดลง
  - ความเสี่ยงจากการลงทุนในต่างประเทศ บริษัทดำเนินธุรกิจ ในต่างประเทศทั้งในรูปแบบบริษัทจำกัดและในรูปแบบสาขาของกลุ่มบริษัท อาจมีความเสี่ยงในด้านความแตกต่างและความไม่คุ้นเคยในกฎหมาย ข้อบังคับ และวัฒนธรรม
  - ความเสี่ยงจากการพึ่งพิงคู่ค้าทางธุรกิจและลูกค้ารายใหญ่
- ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

# EQUITY TALK

## ประมาณการผลการดำเนินงานปี 2566-2568 ของ III

### งบกำไรขาดทุน (ล้านบาท)

สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2565	2566F	2567F	2568F
ยอดขาย	2,789	1,734	1,760	1,936
ต้นทุนขาย	2,177	1,328	1,302	1,433
<b>กำไรขั้นต้น</b>	<b>612</b>	<b>406</b>	<b>458</b>	<b>503</b>
ค่าใช้จ่ายในการขาย	408	291	282	310
ดอกเบี้ยจ่าย	34	35	29	28
ค่าใช้จ่ายอื่น	-	-	-	-
รายได้อื่น	90	11	15	19
กำไรสุทธิก่อนหักภาษี	259	90	162	185
ภาษีเงินได้	63	21	36	40
ส่วนของผู้ถือหุ้นรายย่อย	-	-	-	-
ส่วนแบ่งกำไรจากเงินลงทุนในบริษัทร่วม	624	568	552	613
รายการพิเศษอื่น ๆ	(25)	0	-	-
กำไรสุทธิ	796	637	679	758
กำไรจากการดำเนินงาน	821	637	679	758
<b>Norm EPS</b>	<b>1.02</b>	<b>0.79</b>	<b>0.84</b>	<b>0.94</b>
การเติบโตของยอดขาย	-5.1%	-37.8%	1.5%	10.0%
การเติบโตของกำไรจากการดำเนินงาน	119.9%	-22.3%	6.5%	11.7%
อัตราส่วนกำไรขั้นต้น	21.9%	23.4%	26.0%	26.0%
อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงาน	29.4%	36.8%	38.6%	39.2%

### งบกำไรขาดทุนรายไตรมาส (ล้านบาท)

	4Q65	1Q66	2Q66	3Q66
ยอดขาย	578	437	441	398
ต้นทุนขาย	410	345	350	294
<b>กำไรขั้นต้น</b>	<b>168</b>	<b>92</b>	<b>91</b>	<b>104</b>
ค่าใช้จ่ายในการขาย	154	81	68	69
ดอกเบี้ยจ่าย	8	8	8	9
รายได้อื่น	53	2	5	2
กำไรสุทธิก่อนหักภาษี	59	5	19	28
ภาษีเงินได้	19	2	5	6
ส่วนของผู้ถือหุ้นรายย่อย	-	-	-	-
ส่วนแบ่งกำไรจากเงินลงทุนในบริษัทร่วม	404	141	146	137
รายการพิเศษอื่น ๆ	270	0	(2)	2
กำไรสุทธิ	422	144	158	160
กำไรจากการดำเนินงาน	153	144	160	159
<b>Norm EPS</b>	<b>0.22</b>	<b>0.18</b>	<b>0.20</b>	<b>0.20</b>

ยอดขาย (QoQ)	3%	-22%	-24%	1%
กำไรขั้นต้น (QoQ)	23%	-6%	-46%	0%
กำไรจากการดำเนินงาน (QoQ)	14%	8%	-6%	11%

อัตราส่วนทางการเงิน	2565	2566F	2567F	2568F
อัตราส่วนสภาพคล่อง (เท่า)	2.06	2.83	3.35	3.61
อัตราส่วนหมุนเวียนลูกหนี้การค้า (เท่า)	5.39	3.70	3.70	3.70
อัตราส่วนหมุนเวียนสินค้าคงเหลือ (เท่า)	4.20	2.84	2.74	2.74
อัตราส่วนหมุนเวียนเจ้าหนี้การค้า (เท่า)	8.50	5.11	4.93	4.93
หนี้สินต่อส่วนผู้ถือหุ้น	0.38	0.30	0.25	0.22
Net Gearing Ratio	0.04	Net Cash	Net Cash	Net Cash
ผลตอบแทนจากสินทรัพย์เฉลี่ย	24.0%	16.4%	15.7%	15.6%
ผลตอบแทนจากผู้ถือหุ้นเฉลี่ย	36.0%	21.9%	20.0%	19.3%

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

## EQUITY TALK

## ประมาณการผลการดำเนินงานปี 2566-2568 ของ III

งบกระแสเงินสด (ล้านบาท)				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2565	2566F	2567F	2568F
<b>กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน</b>				
กำไรก่อนภาษีเงินได้	858	659	715	798
รายการเปลี่ยนแปลงที่ไม่กระทบเงินสด	(639)	-	-	-
ค่าเสื่อมราคาและตัดจำหน่าย	90	108	112	116
กำไร/ขาดทุนจาก Fx ที่ไม่ได้รับรู้	(7)	-	-	-
อื่นๆ	(48)	(10)	(36)	(41)
เพิ่ม/ลด จากกิจกรรมการดำเนินงาน	104	106	(4)	(25)
<b>กระแสเงินสดจากการดำเนินงานสุทธิ</b>	<b>359</b>	<b>863</b>	<b>787</b>	<b>849</b>
<b>กระแสเงินสดจากการลงทุน</b>				
เพิ่ม/ลด จากการลงทุนระยะสั้น	-	-	-	-
เพิ่ม/ลด จากการลงทุนที่เกี่ยวข้อง	(121)	(220)	(330)	(390)
เพิ่ม/ลด จากสินทรัพย์ถาวร	(4)	(120)	(120)	(120)
<b>กระแสเงินสดจากการลงทุนสุทธิ</b>	<b>(125)</b>	<b>(340)</b>	<b>(450)</b>	<b>(510)</b>
<b>กระแสเงินสดจากการจัดหาเงิน</b>				
เพิ่ม/ลด เงินกู้	(10)	(40)	(40)	(10)
เพิ่ม/ลด ทุนและส่วนเกินมูลค่าหุ้น	431	-	-	-
เพิ่ม/ลด วอร์เรนท	-	-	-	-
ลด จ่ายปันผล	(282)	(164)	(175)	(195)
<b>กระแสเงินสดจากการจัดหาเงินสุทธิ</b>	<b>138</b>	<b>(204)</b>	<b>(215)</b>	<b>(205)</b>
<b>เพิ่ม/ลด เงินสดสุทธิ</b>	<b>373</b>	<b>319</b>	<b>123</b>	<b>134</b>
<b>งบดุล</b>	<b>2565</b>	<b>2566F</b>	<b>2567F</b>	<b>2568F</b>
เงินสดและเทียบเท่าเงินสด	540	859	981	1,115
ลูกหนี้การค้า	518	468	475	523
สินค้าคงเหลือ	2	1	1	1
สินทรัพย์สิทธิการเช่า + สินทรัพย์อื่นๆ	2,459	2,601	2,932	3,331
ที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์ สุทธิ	161	173	181	184
<b>สินทรัพย์รวม</b>	<b>3,680</b>	<b>4,101</b>	<b>4,570</b>	<b>5,154</b>
เจ้าหนี้การค้า+หนี้สินอื่นๆ	355	343	348	379
หนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยจ่ายระยะสั้น	210	170	130	120
หนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยจ่ายระยะยาว	443	443	443	443
<b>หนี้สินรวม</b>	<b>1,008</b>	<b>956</b>	<b>921</b>	<b>941</b>
ทุนที่ชำระแล้ว	346	346	346	346
ส่วนเกินมูลค่าหุ้น+สำรองตามกฎหมาย	1,330	1,330	1,330	1,330
กำไรสะสม	995	1,468	1,973	2,536
<b>ส่วนของผู้ถือหุ้น</b>	<b>2,672</b>	<b>3,145</b>	<b>3,650</b>	<b>4,213</b>
ส่วนของผู้ถือหุ้นรายย่อย	-	-	-	-
<b>หนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น</b>	<b>3,680</b>	<b>4,101</b>	<b>4,570</b>	<b>5,154</b>
<b>สมบัติฐานในการประมาณการ</b>	<b>2565</b>	<b>2566F</b>	<b>2567F</b>	<b>2568F</b>
Gross margin เฉลี่ย	21.9%	23.4%	26.0%	26.0%
%SG&A/Sale	14.6%	16.8%	16.0%	16.0%
Effective tax rate	7.1%	3.2%	5.0%	5.0%

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส