BY RESEARCH DIVISION

# Initial Coverage

# บมจ. เอเชีย เน็ตเวิร์ค อินเตอร์เนชั่นแนล

## ผู้นำธุรกิจตัวแทนขายระวางใน ASEAN และจีน

9 เมษายน 2567

ANI ประกอบธุรกิจตัวแทนขายระวางสินค้าสายการบิน (GSA) ให้แก่สายการบินชั้นนำกว่า 20 สายการบินใน 8 ประเทศ ครอบคลุมเส้นทางการบินกว่า 400 เส้นทางในทุกภูมิภาคทั่วโลก หลังเข้าจดทะเบียนใน SET เมื่อ ธ.ค. 2566 ANI มีแผนที่จะขยายกิจการโดยรุกตลาดญี่ปุ่น เกาหลีใต้ และอินเดียเพิ่ม ด้วยแนวโน้มของสายการบินที่หันมาพึ่งพาธุรกิจ GSA มากขึ้น ประกอบกับเป็นเรื่องยากที่ผู้ประกอบการรายเล็กจะก้าวขึ้นมาเป็นผู้นำตลาด นอกจากนี้ยังมีผู้ถือหุ้นหลักอย่าง III และ SJWD ช่วยสนับสนุนการดำเนินธุรกิจเป็นอย่างดี

ฝ่ายวิจัยประเมินมูลค่าพื้นฐานของ ANI อิงค่า PER ที่ 12 เท่า ได้ราคาเหมาะสม 5.95 บาท มี UPSIDE 29.8% และมี DIVIDEND YIELD 4.3% ให้คำแนะนำการลงทุน OUTPERFORM

### ประมาณการตัวเลขสำคัญทางการเงิน

| สิ้นสุด 31 ธ.ค. | 2565 | 2566 | 2567F | 2568F | 2569F |
|---|---|---|---|---|---|
| กำไรสุทธิ | 1,077 | 803 | 919 | 1,048 | 1,169 |
| EPS (บาท) | 5.32 | 0.61 | 0.50 | 0.57 | 0.63 |
| DPS (บาท) | 0.00 | 0.00 | 0.20 | 0.23 | 0.25 |
| PER (X) | 0.86 | 7.53 | 9.21 | 8.08 | 7.24 |
| Dividend Yield (%) | 0.00% | 0.00% | 4.34% | 4.95% | 5.52% |
| Book Value (บาท) | 19.50 | 5.81 | 4.17 | 4.19 | 4.21 |
| P/BV (X) | 0.23 | 0.79 | 1.10 | 1.09 | 1.09 |

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเซีย พลัส

### TECHNICAL CHART/COMMENT

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเซีย พลัส

แนวโน้มราคา : Sideways

แนวรับ : 4.48 บาท

แนวต้าน : 5.30/5.85 บาท

# ANI

## Outperform

| | |
|---|---|
| ราคาปัจจุบัน (บาท) | 4.58 |
| ราคาเป้าหมาย (บาท) | 5.95 |
| Upside (%) | 29.8 |
| Dividend yield (%) | 4.3 |

### CONSENSUS ANALYSIS

| EPS (บาท) | ASPS | IAA Cons | % diff |
|---|---|---|---|
| 2567F | 0.50 | 0.54 | -7% |
| 2568F | 0.57 | 0.59 | -3% |

ที่มา: IAA consensus, สายงานวิจัย บล. เอเซีย พลัส

### ESG RATING

| | |
|---|---|
| SET ESG Ratings | - |
| ที่มา: Settrade | |
| CG Score | n/a |
| Anti-corruption | n/a |

ที่มา: IAA CONSENSUS


RESEARCH DIVISION

บริษัทหลักทรัพย์ เอเซีย พลัส

อนุชิต เอื้ออารักษ์

นักวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานด้านหลักทรัพย์

เลขทะเบียนนักวิเคราะห์: 128103


**OUTPERFORM:** กรณีที่นักวิเคราะห์พิจารณาปัจจัยแวดล้อมทางพื้นฐานแล้วเห็นว่าราคาหุ้นบริษัทที่ทำการวิเคราะห์มีโอกาสที่จะสร้างผลตอบแทนที่ชนะค่าเฉลี่ยของ SECTOR หรือชนะ SET INDEX

**NEUTRAL:** กรณีที่นักวิเคราะห์พิจารณาปัจจัยแวดล้อมทางพื้นฐานแล้วเห็นว่าราคาหุ้นบริษัทที่ทำการวิเคราะห์มีโอกาสที่จะสร้างผลตอบแทนที่พอๆกับค่าเฉลี่ยของ SECTOR หรือพอๆกับ SET INDEX

**UNDERPERFORM:** กรณีที่นักวิเคราะห์พิจารณาปัจจัยแวดล้อมทางพื้นฐานแล้วเห็นว่าราคาหุ้นบริษัทที่ทำการวิเคราะห์มีโอกาสที่จะสร้างผลตอบแทนที่แย่ค่าเฉลี่ยของ SECTOR หรือแย่กว่า SET INDEX


ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ รวบรวมมาจากแหล่งข้อมูลที่น่าเชื่อถือ อย่างไรก็ดี บริษัทหลักทรัพย์ เอเซีย พลัส จำกัด ไม่สามารถที่จะยืนยันหรือรับรองความถูกต้องของข้อมูลเหล่านี้ได้ ไม่ว่าประการใดๆ บทวิเคราะห์ในเอกสารนี้ จัดทำขึ้นโดยอ้างอิงหลักเกณฑ์ทางวิชาการเกี่ยวกับหลักการวิเคราะห์ และมิได้เป็นการชี้นำ หรือเสนอแนะให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์ใดๆ การตัดสินใจซื้อหรือขายหลักทรัพย์ใดๆ ของผู้อ่าน ไม่ว่าจะเกิดจากการอ่านบทความในเอกสารนี้หรือไม่ก็ตาม ล้วนเป็นผลจากการใช้วิจารณญาณของผู้อ่าน โดยไม่มีส่วนเกี่ยวข้องหรือพันธะผูกพันใดๆ กับ บริษัทหลักทรัพย์ เอเซีย พลัส จำกัด ไม่ว่ากรณีใด

ASIA PLUS Securities

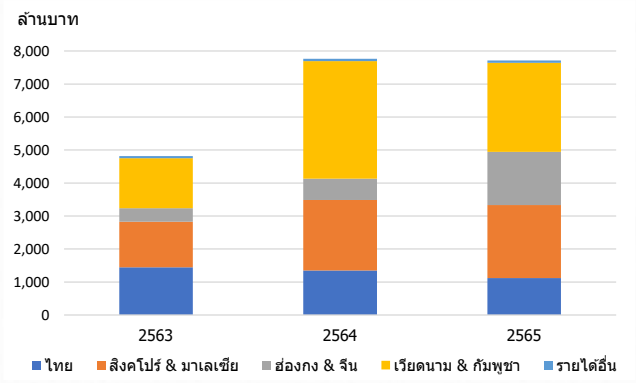
# Initial Coverage

## ANI ผู้นำธุรกิจตัวแทนขายระวางใน ASEAN และจีน

ANI เป็นบริษัทที่เกิดจากการร่วมทุนระหว่าง Asia GSA (M) ซึ่งเป็นบริษัทในมาเลเซีย ก่อตั้งขึ้นในปี 2550 ดำเนินธุรกิจโดยการถือหุ้นบริษัทที่ประกอบธุรกิจตัวแทนขายระวางสินค้าสายการบิน (Cargo General Sales Agent: "GSA") หลากหลายประเทศ ได้แก่ มาเลเซีย จีน สิงคโปร์ เวียดนาม กับ III logistics ซึ่งเป็นบริษัทที่ประกอบธุรกิจให้บริการโลจิสติกส์ครบวงจร โดย III เริ่มประกอบธุรกิจ GSA ในปี 2551 ภายใต้บริษัทย่อย TAC, ในปี 2552 Asia GSA (M) เข้ามาดำเนินธุรกิจ GSA ในประเทศไทย จึงเข้ามาร่วมทุนกับ III โดยการจัดตั้งบริษัทร่วมทุน ANI เพื่อดำเนินธุรกิจ GSA ในเส้นทางการบินที่บินออกจากประเทศไทย ในเวลาต่อมา ทั้ง III และ Asia GSA (M) เล็งเห็นโอกาสในการเติบโตของธุรกิจ GSA จึงได้ตัดสินใจร่วมกันปรับโครงสร้างให้ ANI เป็นบริษัท Operating Holding (Flagship) ถือหุ้นในบริษัทที่ประกอบธุรกิจ GSA โดยการซื้อหุ้นในบริษัทย่อยและบริษัทร่วมทั้งหมดจากกลุ่มผู้ถือหุ้นตามแผนการปรับโครงสร้างเพื่อเตรียมความพร้อมในการเสนอขายหุ้น IPO และนำหุ้นของ ANI เข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เมื่อ 14 ธ.ค. 2566 ที่ผ่านมา

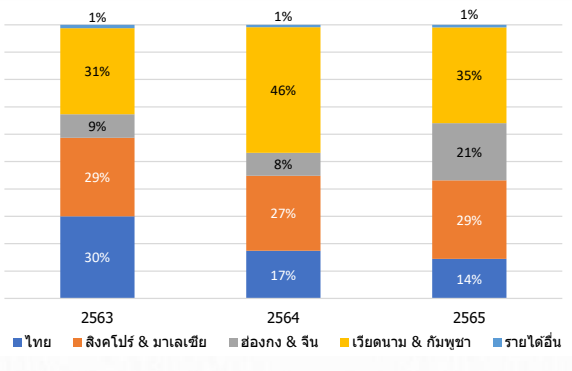
ANI (บริษัท เอเชีย เน็ตเวิร์ค อินเตอร์เนชั่นแนล จำกัด (มหาชน)) รวมถึงบริษัทย่อยและบริษัทร่วมค้าอีก 28 บริษัท ประกอบธุรกิจตัวแทนขายระวางสินค้าสายการบิน (Cargo General Sales Agent: "GSA") ให้แก่สายการบินชั้นนำกว่า 20 สายการบินใน 8 ประเทศ ประกอบด้วย ไทย, สิงคโปร์, เวียดนาม, ฮ่องกง, จีน, มาเลเซีย กัมพูชา และเมียนมา ครอบคลุมเส้นทางการบินกว่า 400 เส้นทางในทุกภูมิภาคทั่วโลก โดยมีโครงสร้างรายได้ดังต่อไปนี้

### โครงสร้างรายได้ของ ANI




ที่มา: หนังสือชี้ชวน

### สัดส่วนโครงสร้างรายได้ของ ANI




ที่มา: หนังสือชี้ชวน

หมายเหตุ: มิได้มีการเปิดเผยโครงสร้างรายได้ปี 2566

# Initial Coverage

## ผู้ถือหุ้นเดิมยังอยู่ และเพิ่มความแข็งแกร่งด้วย SJWD

เมื่อพิจารณาถึงโครงสร้างผู้ถือหุ้นของ ANI หลังเข้าจดทะเบียนใน SET ที่มี III logistics, SJWD และ Mr. Thomas Tay เป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ ถือว่ามีความน่าสนใจมาก โดย III logistics เป็นผู้ให้บริการโลจิสติกส์ครบวงจรที่ครอบคลุมการให้บริการด้านการขนส่งสินค้าทั้งภายในประเทศและระหว่างประเทศ ทั้งทางอากาศ ทางทะเลและทางบก และการบริหารจัดการห่วงโซ่อุปทานการขนส่งตั้งแต่ต้นน้ำถึงปลายน้ำ (Supply Chain Management) ขณะที่ SJWD เป็นผู้ให้บริการด้านโลจิสติกส์ทางบก (in-land logistics) ครบวงจร ครอบคลุมตั้งแต่ธุรกิจให้บริการรับฝากและบริหารสินค้า ธุรกิจให้บริการขนส่งสินค้าข้ามพรมแดนในภูมิภาค ASEAN และจีนตอนใต้ เนื่องจาก ANI, III และ SJWD ประกอบธุรกิจในห่วงโซ่อุปทานที่เกี่ยวเนื่องกัน ดังนั้น ในอนาคต ทั้ง 3 บริษัท จะเป็นคู่ค้าและสนับสนุนการดำเนินธุรกิจร่วมกันได้ สำหรับ Mr. Thomas Tay Nguen Cheong เป็นหนึ่งในผู้บริหาร Asia GSA (M) ที่มีประสบการณ์มากกว่า 35 ปีในอุตสาหกรรมสายการบินและการขนส่งทางอากาศ

**โครงสร้างผู้ถือหุ้นของ ANI**

| รายชื่อ | ก่อน IPO | | หลัง IPO | |
|---|---|---|---|---|
| | จำนวนหุ้น | ร้อยละ | จำนวนหุ้น | ร้อยละ |
| III Logistics PCL | 668,047,650 | 51.7 | 668,047,650 | 36.1 |
| Mr. Thomas Tay Nguen Cheong | 614,214,500 | 47.5 | 614,214,500 | 33.2 |
| ร้อยโท วโรดม สุจริตกุล | 10,998,900 | 0.9 | 10,998,900 | 0.6 |
| นายทิพย์ ดาลาล | 50 | 0.0 | 50 | 0.0 |
| SJWD Logistics PCL | - | - | 371,806,600 | 20.1 |
| ประชาชนทั่วไป | - | - | 182,932,300 | 9.9 |
| **รวม** | **1,293,261,100** | **100** | **1,848,000,000** | **100** |

ที่มา: หนังสือชี้ชวน, SET

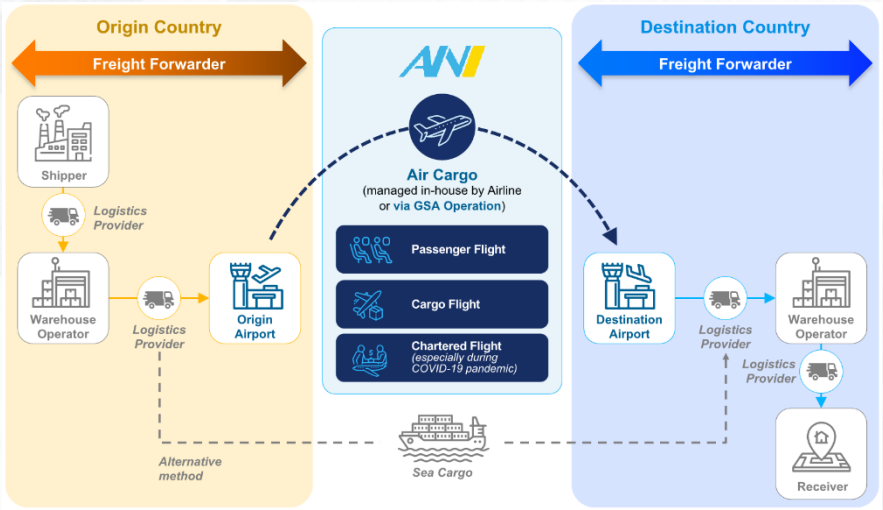
## ลักษณะการประกอบธุรกิจของ ANI

ANI ให้บริการโดยเข้าทำสัญญา GSA แต่เพียงผู้เดียว (Exclusive) กับสายการบินที่ต้องการขายระวางในเส้นทางขาออก (Outbound Flight) จากประเทศต้นทางที่สายการบินนั้นไม่มีสำนักงานขนาดใหญ่ตั้งอยู่ ไปยังปลายทางที่สายการบินนั้นให้บริการ โดย ANI ขายระวางสินค้าให้แก่กลุ่มลูกค้าซึ่งส่วนใหญ่เป็นตัวแทนรับจัดการขนส่งสินค้า (Freight Forwarder) ซึ่งเป็นตัวแทนของผู้ส่งออกหรือผู้นำเข้าในการจัดหาพื้นที่ระวางสินค้าและจัดการการขนส่งสินค้าทางอากาศทั้งในประเทศและระหว่างประเทศ รวมถึงทำหน้าที่เป็นคนกลางในการติดต่อ ตรวจสอบเอกสาร และดำเนินการจองระวางสายการบินตามตารางเวลาและความประสงค์ของผู้ที่ต้องการขนส่งสินค้ารายย่อย (End User) เช่น ผู้จัดส่งสินค้ารายบุคคล ผู้ผลิตทั้งรายย่อยและรายใหญ่ และบริษัทจัดส่งพัสดุ เป็นต้น นอกจากนี้ ANI ยังประกอบ

# Initial Coverage

ธุรกิจให้บริการอื่นโดยบริษัทฯ ดำเนินธุรกิจให้บริการแก่ผู้ให้บริการที่เกี่ยวข้องกับภาคพื้นท่าอากาศยาน (“Ground Handling”) ของท่าอากาศยานชางงี (Changi Airport) ประเทศสิงคโปร์

**ลักษณะการประกอบธุรกิจของ ANI**




ที่มา: ANI

เนื่องจาก ANI ดำเนินธุรกิจมา 15 ปี ส่งผลให้ ANI ได้รับความไว้วางใจจากสายการบินชั้นนำมาโดยตลอด ปัจจุบัน ANI เป็นตัวแทน GSA ของสายการบินกว่า 20 สายการบิน โดยมี 7 สายการบินที่ ANI ได้รับความไว้วางใจให้เป็นตัวแทน GSA มานานเกิน 10 ปี ด้วยความไว้วางใจจากสายการบิน ส่งผลให้ ANI ได้รับเลือกให้บริหารจัดการเส้นทางใหม่แก่สายการบินพันธมิตรเมื่อสายการบินต้องการจัดหาตัวแทน GSA ในประเทศใหม่มาโดยตลอด และมี 10 สายการบินที่ ANI ให้บริการจัดการเส้นทางการบินมากกว่า 1 เส้นทางการบิน

**ตัวอย่างสายการบินพันธมิตรของ ANI**

ที่มา: ANI

# Initial Coverage

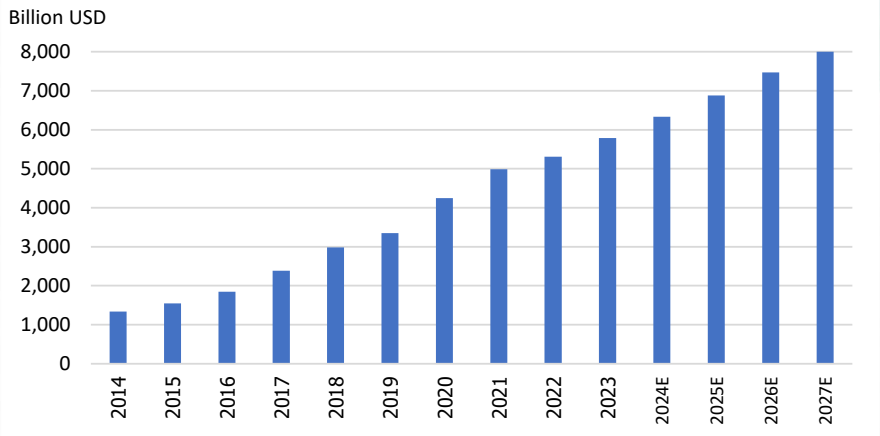
## การขนส่งทางอากาศ มีปัจจัยขับเคลื่อนหลากหลายปัจจัย

ฝ่ายวิจัยประเมินว่ามี 3 ปัจจัยที่จะผลักดันให้การขนส่งทางอากาศเติบโตได้ดี

### 1) การเติบโตของธุรกิจ e-commerce

ด้วยความก้าวหน้าทางเทคโนโลยีประกอบกับการเปลี่ยนแปลงพฤติกรรมของผู้บริโภค ส่งผลให้บริษัทค้าปลีกที่เคยขายสินค้าหน้าร้านหันมารุกตลาดออนไลน์มากขึ้นโดยการแพร่ระบาดของ covid-19 ยิ่งเป็นตัวเร่งให้ตลาดออนไลน์เติบโต โดยมูลค่าการขายของ retail e-commerce ปี 2557 – 2566 เพิ่มขึ้นจาก 1,336 Billion USD เป็น 5,784 Billion USD (CAGR 17.7%) และในช่วงปี 2567 – 2570 คาดว่ามูลค่าการขายของ retail e-commerce จะเติบโตที่อัตรา 8.3% ต่อปี ปัจจัยดังกล่าวสร้างอานิสงส์กับผู้ให้บริการขนส่งสินค้าทางอากาศระหว่างประเทศ

RETAIL E-COMMERCE SALES WORLDWIDE




ที่มา: STATISTA

### 2) ความไม่แน่นอนของการขนส่งสินค้าทางเรือ

ด้วยสถานการณ์ความไม่แน่นอนที่เกิดขึ้นทั่วโลกในช่วงหลายปีที่ผ่านมา ไม่ว่าจะเป็น การปิดท่าเรือในเซี่ยงไฮ้, เรือคอนเทนเนอร์ขนาดใหญ่ Ever Given ของบริษัทเอเวอร์กรีนที่กีดขวางคลองสุเอซ หรือการโจมตีเรือบรรทุกสินค้าที่ทะเลแดงของกลุ่มกบฏฮูตี ส่งผลให้ราคาการขนส่งสินค้าทางเรือปรับเพิ่มขึ้นและระบบ Supply Chain ทั่วโลกขัดข้อง ปัญหาดังกล่าวส่งผลให้เกิดความต้องการในการขนส่งสินค้าที่ต้องให้ความสำคัญเป็นพิเศษ โดยธุรกิจขนส่งสินค้าทางอากาศมักเป็นทางเลือกที่ถูกใช้

### 3) ธุรกิจขนส่งสินค้าทางอากาศที่ได้รับความสนใจมากขึ้นจากสายการบิน

จากสถานการณ์แพร่ระบาดของโรคโควิด-19 ที่ทำให้ผู้โดยสารมีจำนวนลดลง ส่งผลให้สายการบินต้องพึ่งพารายได้จากแหล่งอื่นในการดำเนินธุรกิจ การขนส่งสินค้าทางอากาศจึงมีบทบาทสำคัญต่อสายการบินในการสร้างรายได้ระหว่างที่เกิดการแพร่ระบาด ทั้งนี้ ภายหลังสถานการณ์แพร่ระบาด สายการบินหลายแห่งเริ่มให้ความสนใจธุรกิจการขนส่งสินค้าทางอากาศมากขึ้น โดยมีการลงทุนในธุรกิจขนส่งสินค้ามากขึ้นเพื่อสร้างช่องทางในการหารายได้เพิ่มเติม และเพื่อให้สามารถรับมือกับปัจจัยภายนอกที่อยู่เหนือการควบคุมได้ดีขึ้น

## ธุรกิจ GSA มีโอกาสการเติบโตที่เปิดกว้าง

### 1) สายการบิน หันมาพึ่งพาธุรกิจ GSA มากขึ้น

GSA (Cargo General Sales Agent) คือ การที่สายการบินให้สิทธิกับตัวแทนในการขายระวางสินค้าสำหรับเส้นทางการบินที่บินออกจากสนามบินที่ไม่ได้เป็นสำนักงานใหญ่ของสายการบินนั้นๆ หลังจากที่ผ่านเหตุการณ์แพร่ระบาด covid-19 สายการบินจำนวนมากได้ลดพนักงานและปิดสำนักงานในบางประเทศลง เนื่องจากมีค่าใช้จ่ายไม่คุ้มค่า แต่เพื่อให้สายการบินสามารถขายระวางสินค้าให้แก่ตัวแทนรับจัดการขนส่งสินค้าได้ ส่งผลให้สายการบินต้องอาศัยการให้บริการจากผู้ให้บริการ GSA ในการบริหารการขายพื้นที่ระวางสินค้าสำหรับการขนส่งสินค้าทางอากาศแทน

### 2) มีค่าใช้จ่ายและเงินลงทุนต่ำ

เมื่อสายการบินว่าจ้างผู้ให้บริการ GSA สายการบินไม่ต้องจัดตั้งสำนักงานและว่าจ้างทรัพยากรบุคคล นอกจากนี้ สายการบินยังสามารถว่าจ้าง GSA หลายรายให้ดำเนินการในหลายประเทศหรือในพื้นที่เดียวกันเพื่อขยายเครือข่ายให้ทันต่อความต้องการทางธุรกิจ โดยผู้ให้บริการ GSA จะได้รับค่าตอบแทนในรูปแบบของค่านายหน้า

### 3) การขยายตลาดการให้บริการที่มีค่าใช้จ่ายไม่สูงและสามารถทำได้อย่างรวดเร็ว

ผู้ให้บริการ GSA สามารถช่วยสายการบินในการขยายตลาดในประเทศใหม่ๆ อย่างรวดเร็วและมีประสิทธิภาพเนื่องจากผู้ให้บริการเหล่านี้มีเครือข่ายที่ครอบคลุมและมีความเข้าใจในตลาดเป็นอย่างดี ทำให้ธุรกิจของสายการบินสามารถขยายตัวไปในประเทศต่างๆ ได้อย่างรวดเร็ว เนื่องจาก GSA มักให้บริการสายการบินมากกว่าหนึ่งรายด้วยบุคลากรที่น้อยกว่าทำให้มีค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานที่ต่ำกว่าสายการบินดำเนินการเอง

# Initial Coverage

## ANI มีข้อได้เปรียบหลายจุด

### ธุรกิจ GSA มี barrier to entry สูง

หากพิจารณาประเทศแถบ ASEAN รวมถึงฮ่องกงและจีน ผู้ประกอบการที่เป็นผู้เล่นรายใหญ่ที่มีส่วนแบ่งตลาดมากที่สุดในกลุ่ม GSA ได้แก่ World Freight Company, ECS Group และ ANI โดยมีส่วนแบ่งตลาดรวมกันประมาณร้อยละ 65-75 อิงตามปริมาตรในหน่วยตัน ขณะที่บริษัทขนาดเล็กอื่นๆ ที่มีมากกว่า 100 ราย คาดว่ามีส่วนแบ่งตลาดเพียงร้อยละ 25-35 กลยุทธ์ของ ANI เน้นการเติบโตจากการขยายฐานลูกค้าหรือเปิดบริษัทใหม่ของกลุ่มเพื่อรองรับการขยายธุรกิจในระดับภูมิภาค ขณะที่ ECS Group และ World Freight Company ขยายธุรกิจผ่านการควบรวมกิจการและสร้างเครือข่ายการดำเนินงานในหลายประเทศ ปัจจัยดังกล่าวส่งผลให้ผู้เล่นรายใหญ่มีความได้เปรียบในการหาลูกค้ารายใหม่และรักษาฐานลูกค้าเดิมผ่านการสร้างผลงานที่น่าเชื่อถือและการให้บริการที่ออกแบบให้เหมาะสมกับแต่ละสายการบิน แตกต่างจากผู้เล่นรายใหม่ที่ส่วนแบ่งตลาดเล็กมักจะไม่มีประวัติการทำงานหรือผลงานอาจไม่สามารถเข้าร่วมแข่งขันในการให้บริการด้านโลจิสติกส์ขนาดใหญ่ได้ ปัจจัยดังกล่าวส่งผลให้ผู้เล่นรายใหญ่เติบโตแบบก้าวกระโดดและเป็นการสร้างกำแพงการเข้าสู่ตลาดของผู้เล่นรายใหม่

**ผู้เล่นตลาด GSA ในภูมิภาคที่ ANI ดำเนินธุรกิจ**

ที่มา: ANI

### Location ที่ ANI ให้บริการ อยู่ในทำเลที่ดี

ฮ่องกง เป็นหนึ่งในผู้นำของ air cargo hub ของการขนส่งสินค้าทางอากาศจากทั่วโลก ด้วยการที่มีสถานที่ตั้งที่ได้เปรียบจากการที่ตั้งอยู่กลางเขตเศรษฐกิจอ่าวกวางตุ้ง-ฮ่องกง-มาเก๊า (Greater Bay Area: GBA)

สิงคโปร์ เป็นศูนย์กลางทางเศรษฐกิจของ ASEAN จากการที่มีการลงทุนใน infrastructure ให้มีความสามารถในการสนับสนุนการขนส่งสินค้าทางอากาศระหว่างประเทศได้เป็นอย่างดี

# Initial Coverage

ไทย เป็นศูนย์กลางการขนส่งของกลุ่มประเทศ CLM เนื่องจากตั้งอยู่ใจกลางทางด้านภูมิศาสตร์ และเป็นหนึ่งในฐานการผลิตที่บริษัทต่างชาติสนใจ

เวียดนาม เป็นหนึ่งในประเทศที่มีอัตราการเติบโตของมูลค่าการส่งออกในระดับสูง อีกทั้งยังได้รับความสนใจจากต่างชาติในการตั้งเป็นฐานการผลิตของธุรกิจ

มาเลเซีย อีกหนึ่งศูนย์กลางการขนส่งในภูมิภาค ASEAN เป็นหนึ่งในคู่ค้าสำคัญของสหรัฐอเมริกา ประกอบกับการส่งเสริมจากภาครัฐที่สนับสนุนอุตสาหกรรม E-Commerce

กัมพูชา มีแนวโน้มการขนส่งทางอากาศที่เติบโตขึ้นจากการเป็นอีกหนึ่งในฐานการผลิตที่ต่างชาติให้ความสนใจจากความสามารถในการแข่งขันในแง่ต้นทุน

นอกเหนือจาก 6 ประเทศที่กล่าวมาข้างต้น ยังมี จีนและเมียนมา ที่มีความสำคัญไม่แพ้กัน และ ANI ยังดำเนินธุรกิจใน ฟิลิปปินส์ และ อินโดนิเซีย ผ่านรูปแบบการให้ความช่วยเหลือด้านการบริการความสัมพันธ์กับสายการบิน และให้คำแนะนำด้านการประกอบธุรกิจ GSA กับบริษัทพันธมิตรเป็นหลัก

## ANI ครองส่วนแบ่งการตลาดในประเทศที่มีการเติบโตสูง

จากการวิจัยของ Frost & Sullivan บ่งชี้ให้เห็นว่า ในประเทศที่ ANI มีส่วนแบ่งทางตลาดสูง มีอัตราการเติบโตเฉลี่ยของธุรกิจ GSA ในช่วง 2022 – 2027 สูงเช่นกัน ไม่ว่าจะเป็น ไทย(ส่วนแบ่งทางตลาด 40%, อัตราการเติบโต 10.8%) เวียดนาม (ส่วนแบ่งทางตลาด 30%, อัตราการเติบโต 11.4%) และ สิงคโปร์ (ส่วนแบ่งทางตลาด 20%, อัตราการเติบโต 9.8%)

### สัดส่วนทางการตลาดของ ANI

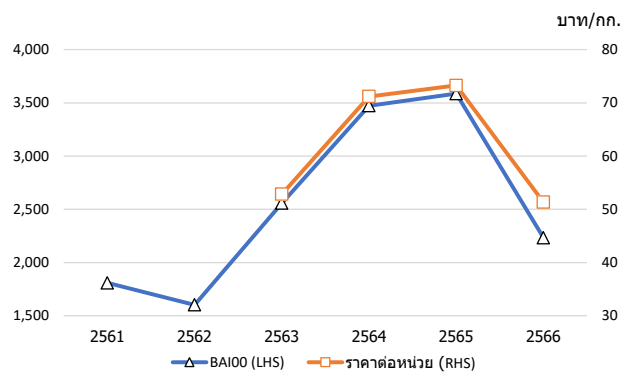
ที่มา: FROST & SULLIVAN, ANI

# Initial Coverage

## กำไรดีมาต่อเนื่อง

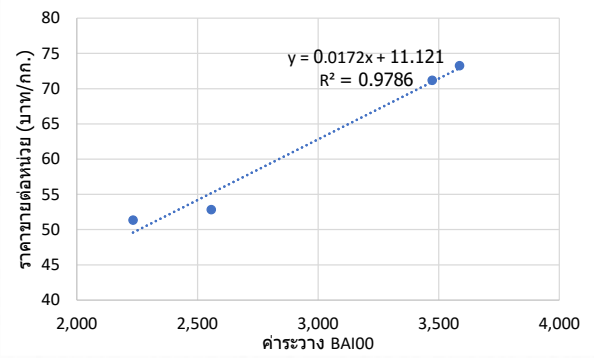
ปี 2563 – 2565 ANI มีรายได้จากการขายอยู่ที่ 4,814 ล้านบาท 7,763 ล้านบาท และ 7,718 ล้านบาท ตามลำดับ โดยมีปริมาณขายอยู่ที่ 91,097 ตัน, 109,050 ตัน และ 105,334 ตัน ตามลำดับ สาเหตุที่ปี 2564 รายได้เพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ เนื่องจากช่วงเวลาดังกล่าวเป็นช่วงที่ covid-19 แพร่ระบาดอย่างหนัก ส่งผลให้ค่าระวางทางอากาศอ้างอิงจากดัชนีค่าระวางทางอากาศ BAI00 (คือดัชนีที่สะท้อนถึงอัตราการทำธุรกรรมการขนส่งตามที่ผู้ขนส่งสินค้า (freight forwarder) กำหนด) ปรับตัวสูงขึ้นสะท้อนมาที่ราคาขนส่งต่อหน่วยที่ ANI คิดกับลูกค้าที่ปรับเพิ่มจาก 53 บาท/ก.ก. ในปี 2563 เป็น 71 บาท/ก.ก. ในปี 2564 ในขณะที่รายได้ปี 2565 ปรับลดลงเล็กน้อยตามปริมาณขายที่ลดลงและราคาขนส่งต่อหน่วยอยู่ที่ 73 บาท/ก.ก. สำหรับปี 2566 ANI มีรายได้จากการขาย 5,905 ล้านบาท (-23%YoY) เป็นผลจากสถานการณ์ covid-19 ที่กลับมาสู่สภาวะปกติ ซึ่งค่าระวางทางอากาศได้ปรับตัวลงมาอยู่ในระดับใกล้เคียงกับช่วงก่อนที่เกิดการแพร่ระบาด covid-19 ราคาขายต่อหน่วยจึงปรับลดลงมาอยู่ที่ 51 บาท/ก.ก. แม้จะมีปริมาณขายเพิ่มขึ้นเป็น 115,000 ตัน ก็ตาม

ค่าระวางทางอากาศกับราคาขนส่งต่อหน่วยของ ANI




ที่มา: TACINDEX, ANI

ความสัมพันธ์ระหว่างค่าระวางทางอากาศกับราคาขนส่งสินค้าต่อหน่วยของ ANI

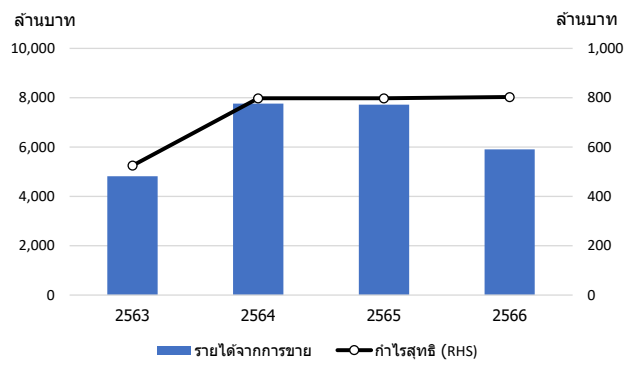



ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเซีย พลัส

# Initial Coverage

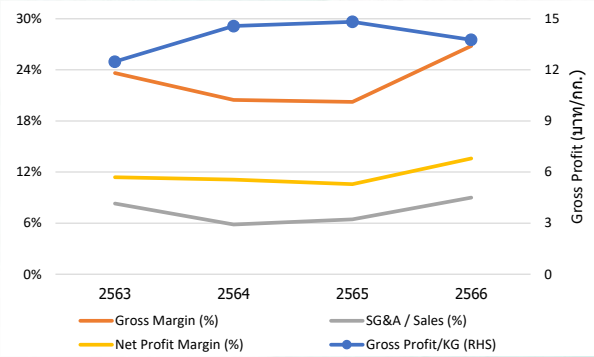
สำหรับธุรกิจ GSA มักจะพิจารณากำไรขั้นต้นโดยใช้กำไรขั้นต้นต่อกิโลกรัม มากกว่าอัตรากำไรขั้นต้น เนื่องจากกำไรขั้นต้นต่อกิโลกรัมมีความผันผวนค่อนข้างน้อยเมื่อเทียบกับอัตรากำไรขั้นต้นโดย ANI มีการติดต่อกับสายการบินทุกๆ สัปดาห์เพื่อปรับราคาตามค่าระวางที่เปลี่ยนแปลง ในปี 2563 – 2566 ANI มีกำไรขั้นต้นต่อกิโลกรัม ที่ 12.5, 14.6, 14.1 และ 13.8 บาท/ก.ก. ตามลำดับ จะเห็นได้ว่ากำไรขั้นต้นต่อกิโลกรัมปี 2564 ปรับเพิ่มเนื่องจากเป็นช่วงที่ covid-19 แพร่ระบาดอย่างหนัก ก่อนที่จะปรับลดลงมาอยู่ในระดับใกล้เคียง 14 บาท/ก.ก. ในปี 2565 - 2566

**รายได้และกำไรปี 2563 – 2566**




ที่มา: งบการเงิน

**ประสิทธิภาพการทำกำไรปี 2563 – 2566**



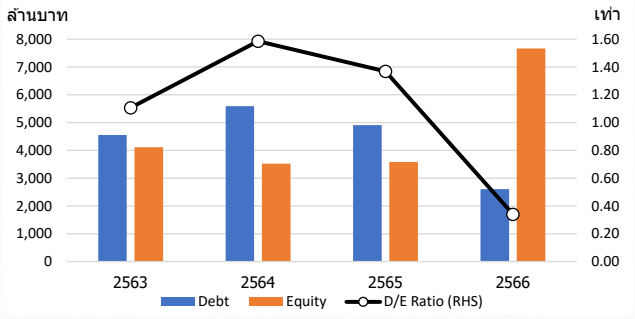

ที่มา: งบการเงิน

# Initial Coverage

## โครงสร้างการเงินแข็งแกร่งขึ้น หลังเข้าระดมทุน IPO

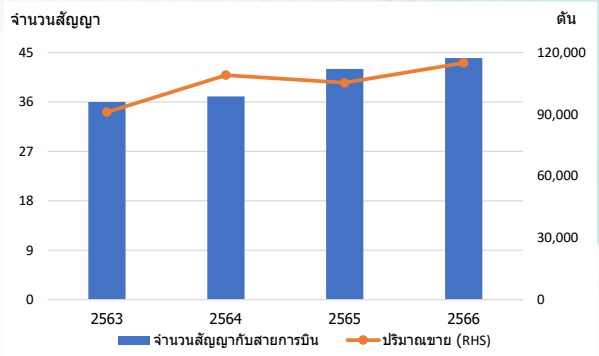
อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน (D/E) ของ ANI ช่วงปี 2563 – 2565 ปรับเพิ่มจาก 1.1 เท่า เป็น 1.4 เท่า เนื่องจากมีเจ้าหนี้การค้าเพิ่ม อย่างไรก็ตาม หลังจากที่ ANI เข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เดือน ธ.ค. 2566 ส่งผลให้ส่วนของทุนเพิ่มขึ้น และ ANI นำเงินที่ได้จากการระดมทุนไปชำระเงินเจ้าหนี้ค่าหุ้นค้างจ่ายจากการซื้อธุรกิจ GSA ในสิงคโปร์และมาเลเซียในช่วงปลายปี 2565 มูลค่า 114.25 ล้านเหรียญดอลลาร์สิงคโปร์ หรือประมาณ 2,970.5 ล้านบาท (อ้างอิงอัตราแลกเปลี่ยน 1 ดอลลาร์สิงคโปร์ เท่ากับ 26 บาท) ส่งผลให้อัตราส่วน D/E ของ ANI ปี 2566 ลดลงมาอยู่ที่ 0.34 เท่า ทำให้ ANI มีความแข็งแกร่งทางการเงินมากขึ้นและมีความพร้อมสำหรับการลงทุนเพื่อขยายกิจการเพิ่มเติม ปัจจัยดังกล่าวจะส่งผลให้ ANI มีความสามารถในการทำกำไรเพิ่มและสามารถจ่ายเงินปันผลได้ตามนโยบายที่กำหนดไว้ไม่ต่ำกว่า 40% ของกำไรสุทธิ ได้อย่างต่อเนื่อง

โครงสร้างการเงินของ ANI




ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเซีย พลัส, งบการเงิน

เทียบจำนวนสัญญากับปริมาณขาย




ที่มา: ANI

สำหรับแผนการขยายกิจการ แบ่งเป็น 2 ช่วง 1) เป้าหมายในระยะสั้น (Short-term Plan) ANI เน้นขยายเครือข่ายในเขตเศรษฐกิจหลักของภูมิภาคเอเชียในกลุ่มประเทศที่มีการเติบโตและความต้องการการขนส่งสินค้าทางอากาศที่เติบโตต่อเนื่อง เช่น ประเทศญี่ปุ่น ประเทศเกาหลีใต้ และประเทศอินเดีย เป็นต้น ในปี 2561 ANI มีจำนวนสัญญากับสายการบิน 25 สัญญา และเพิ่มขึ้นเป็น 44 สัญญาในปี 2566 สำหรับปี 2567 – 2569 ANI มีแผนที่จะเพิ่มสัญญากับสายการบินปีละ 6 – 8 สัญญา โดยฝ่ายวิจัยมองว่าแผนดังกล่าวมีโอกาสสูงที่จะทำได้ เนื่องจาก 8 ประเทศที่ ANI ให้บริการ GSA นั้น มีสายการบินที่ลงจอดสนามบินใน 8 ประเทศดังกล่าวจำนวนมาก ซึ่งมีเส้นทางครอบคลุมเกือบทุกทวีป (ยกเว้นทวีปอเมริกาใต้) โดย 1Q67 ได้เพิ่มมาแล้ว 2 สัญญา 2) เป้าหมายระยะยาว (Long-term Plan) ตั้งแต่ปี 2570 เป็นต้นไป ANI มีแผนที่จะขยายธุรกิจไปยังภูมิภาคอื่น เช่น ทวีปยุโรป และ ทวีปออสเตรเลีย

# Initial Coverage

## ประเมินกำไรสุทธิปี 2567 – 2569 เติบโตเฉลี่ยปีละ 13%

ฝ่ายวิจัยคาดการณ์กำไรสุทธิของ ANI ในช่วงระหว่างปี 2567 – 2569 จะเติบโตเฉลี่ยปีละ 13% จาก 803 ล้านบาท ในปี 2566 เป็น 1,169 ล้านบาท ในปี 2569 บนสมมติฐานหลักดังต่อไปนี้

### 1) รายได้จากการขายและให้บริการ

คาดรายได้จากการขายปี 2567 จะเติบโตขึ้นจากปี 2566 ตามปริมาณขายที่เพิ่มขึ้นตามจำนวนสัญญาจาก 44 สัญญา เป็น 52 สัญญา (+18%YOY) ทั้งนี้ ฝ่ายวิจัยกำหนดสมมุติฐานราคาขายต่อหน่วยปี 2567 ที่ 50 บาท/ก.ก. ใกล้เคียงกับราคาขายต่อหน่วยปี 2566 ที่ 51 บาท/ก.ก. ตามสถานการณ์การขนส่งที่กลับมาอยู่ในสภาวะปกติอีกครั้ง โดยปัจจุบัน (1Q67) ค่าระวาง BAI00 เคลื่อนไหวอยู่ในกรอบค่อนข้างแคบที่ 1,787 – 2,073 จุด ซึ่งเป็นระดับที่ต่ำกว่าช่วง COVID-19 แพร่ระบาดหนัก แต่ยังคงสูงกว่าช่วง PRE-COVID สำหรับปี 2568 - 2569 ฝ่ายวิจัยคาดรายได้จากการขายเติบโต 12%YOY และ 10%YOY ตามแผนงานของ ANI ที่จะเพิ่มจำนวนสัญญาขึ้นปีละ 6 สัญญา และกำหนดสมมุติฐานราคาขายต่อหน่วยปี 2568-69 ที่ 50 บาท/ก.ก. เช่นเดียวกับปี 2567

**ประมาณการรายได้**

| | 2563 | 2564 | 2565 | 2566 | 2567F | 2568F | 2569F |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| จำนวนสัญญา | 36 | 37 | 42 | 44 | 52 | 58 | 64 |
| ปริมาณขายเฉลี่ยต่อสัญญา (ตัน) | 2,530 | 2,947 | 2,508 | 2,614 | 2,654 | 2,665 | 2,657 |
| ปริมาณขาย (ตัน) | 91,097 | 109,050 | 105,334 | 115,000 | 138,000 | 154,560 | 170,016 |
| ราคาต่อหน่วย (บาท/กิโล) | 53 | 71 | 73 | 51 | 50 | 50 | 50 |
| ค่าระวาง BAI00 | 2,557 | 3,473 | 3,586 | 2,232 | 2,100 | 2,100 | 2,100 |
| **รายได้ (ล้านบาท)** | **4,814** | **7,763** | **7,718** | **5,905** | **6,900** | **7,728** | **8,501** |

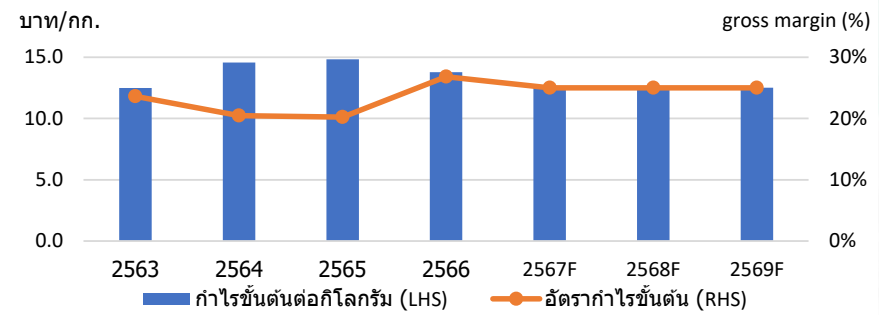
ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเซีย พลัส

### 2) กำไรขั้นต้น

โดยปกติแล้ว ธุรกิจ GSA ประเมินราคาขายโดยบวกส่วนของกำไรเพิ่มจากต้นทุนหรือ cost-plus (ในกรณีที่ค่าระวางไม่ได้อยู่ในระดับที่มีความผันผวนมาก) นอกจากนี้ ทาง ANI มีการติดต่อกับสายการบินเป็นประจำ เพื่อปรับราคาตามค่าระวางที่เปลี่ยนแปลง ประกอบกับบางสัญญามีการระบุราคาและปริมาณการขนส่งขั้นต่ำ (Minimum Guarantee) ปัจจัยดังกล่าว ส่งผลให้กำไรขั้นต้นต่อกิโลกรัมค่อนข้างคงที่ ในปี 2563 – 2566 บริษัทฯ มีกำไรขั้นต้นต่อกิโลกรัม ที่ 12.5, 14.6 14.8 และ 13.8 บาท/ก.ก. ตามลำดับ ฝ่ายวิจัยกำหนดให้กำไรขั้นต้นต่อกิโลกรัมอยู่ที่ 12.5 บาท/ก.ก. บนสมมติฐานอนุรักษ์นิยม ตลอดช่วงประมาณการ

# Initial Coverage

ประมาณการกำไรขั้นต้น

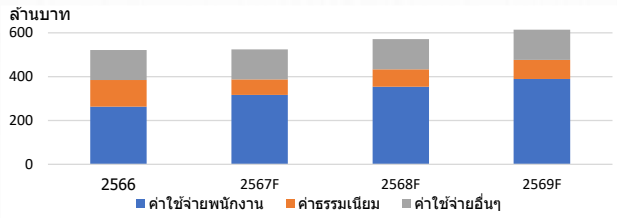



ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเซีย พลัส

### 3) ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร

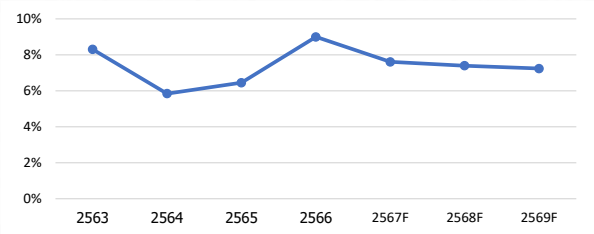
ค่าใช้จ่ายของ ANI ประกอบด้วย 1) ค่าใช้จ่ายพนักงาน 2) ค่าธรรมเนียมวิชาชีพและค่าธรรมเนียมอื่น 3) ค่าใช้จ่ายอื่นๆ ฝ่ายวิจัยกำหนดให้ค่าใช้จ่ายผลประโยชน์พนักงานปี 2567 – 2569 เติบโตตามสมมติฐานการเติบโตของรายได้ ที่ 18%YoY, 12%YoY, และ 10%YoY ตามลำดับ และกำหนดค่าธรรมเนียมปี 2567 ที่ 71 ล้านบาท ลดลง จากปี 2566 จำนวน 50 ล้านบาท เนื่องจาก ปี 2566 ANI มีค่าใช้จ่ายที่เกี่ยวข้องกับการนำบริษัทเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ซึ่งจะไม่เกิดขึ้นในอนาคต ขณะที่กำหนดค่าธรรมเนียมปี 2568 – 2569 ที่ 79 และ 87 ล้านบาท ตามลำดับ เติบโตตามสมมติฐานการเติบโตของรายได้ปี 2568 – 2569 ที่ 12%YoY, และ 10%YoY ตามลำดับ ขณะที่กำหนดค่าใช้จ่ายส่วนอื่นๆ คงที่ที่ 137 ล้านบาทต่อปี

โครงสร้างและประมาณการ SG&A




ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเซีย พลัส, งบการเงิน

SG&A / SALES




ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเซีย พลัส, งบการเงิน

### 4) ต้นทุนทางการเงิน

ในปี 2566 มีดอกเบี้ยจ่าย 57 ล้านบาท หลังจากที่ระดมทุนจากการเข้าจะทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ANI จะนำเงินส่วนหนึ่งไปชำระเงินเจ้าหนี้ค่าหุ้นค้างจ่ายจากการซื้อธุรกิจตัวแทนขายระวางสินค้าสายการบิน (“GSA”) ในประเทศสิงคโปร์และประเทศมาเลเซียในช่วงปลายปี 2565 อย่างไรก็ตาม หนี้ก้อนดังกล่าวเป็นหนี้สินปลอดภาระดอกเบี้ย นอกจากนี้ ANI มีหนี้สินหมุนเวียนที่มีภาระดอกเบี้ยจำนวน 360 ล้านบาท ซึ่งส่วนใหญ่เป็นเป็นหนังสือค้ำประกันธนาคาร (bank guarantee)

# Initial Coverage

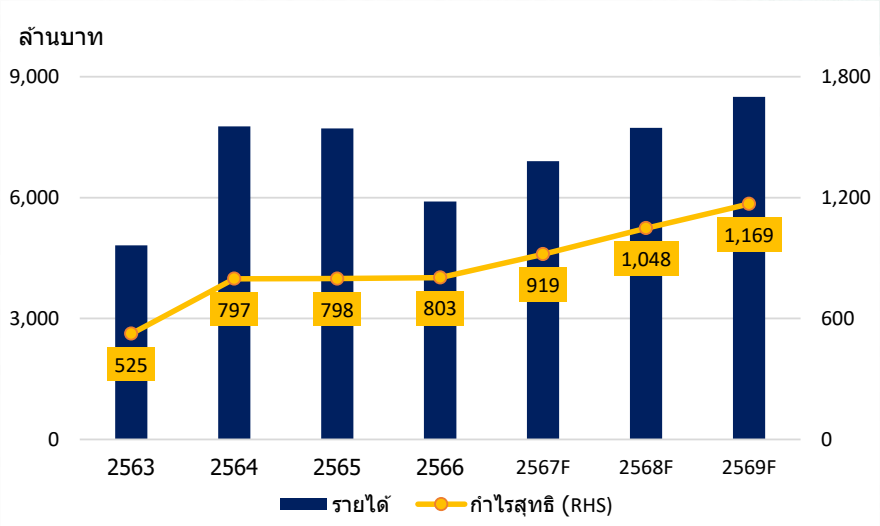
ที่ต้องดำรงไว้เพื่อทำธุรกรรมกับสายการบินต่างๆ ด้วยเหตุดังกล่าว แม้ ANI ยังมีเงินเหลือจากการระดมทุนจากการเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ แต่ฝ่ายวิจัยประเมินว่าหนี้ก้อนดังกล่าวจะลดลงเพียงเล็กน้อย ส่งผลให้ดอกเบี้ยจ่ายปี 2567 – 2569 ลดลงจากปี 2566 ไม่มากนัก ฝ่ายวิจัยจึงกำหนดให้ดอกเบี้ยจ่ายปี 2567 – 2569 อยู่ที่ 54 ล้านบาท, 52 ล้านบาท และ 49 ล้านบาท ตามลำดับ

**5) อัตราภาษีจ่าย**

กำหนดให้เท่ากับอัตราภาษีเงินได้นิติบุคคลปกติที่ 20%

แม้ผลกำไรที่ฝ่ายวิจัยประมาณการในปี 2567 จะเติบโตขึ้น 14%YoY แต่ EPS ปี 2567 อยู่ที่ 0.50 บาท/หุ้น (-18%YoY) เป็นผลจาก dilution effect ที่เกิดจากจำนวนหุ้นที่เพิ่มขึ้นมากในระหว่างปี 2566 หลังเข้าระดมทุน IPO อย่างไรก็ตาม EPS ปี 2568 – 2569 จะกลับมาเติบโตอีกครั้ง โดย EPS ปี 2568 อยู่ที่ 0.57 บาท/หุ้น (+14.1%YoY) และ EPS ปี 2568 อยู่ที่ 0.63 บาท/หุ้น (+11.5%YoY)

**คาดการณ์ผลประกอบการปี 2567 –2569 ของ ANI**




ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเซีย พลัส

# Initial Coverage

## ประเมินมูลค่าหุ้นด้วยวิธี PER ได้ราคาเหมาะสม 5.95 บาท

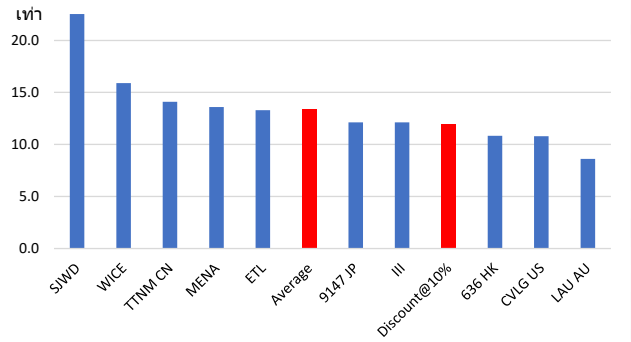
ฝ่ายวิจัยประเมินราคาเหมาะสมของ ANI โดยใช้ PER ของบริษัทที่ทำธุรกิจการขนส่งทางอากาศ แต่เนื่องจากบริษัทที่จดทะเบียนใน SET ที่ประกอบธุรกิจดังกล่าวมีจำนวนน้อย ฝ่ายวิจัยจึงนำบริษัทที่ประกอบธุรกิจขนส่งสินค้าทั้งในประเทศและต่างประเทศมาเปรียบเทียบเพิ่มเติม เมื่อคำนวนค่าเฉลี่ย PER ของบริษัทดังกล่าวจะมีค่าเฉลี่ย PER ที่ 13.4 เท่า อย่างไรก็ตาม ANI มี FREE FLOAT ต่ำเพียง 10.5% ฝ่ายวิจัยจึงกำหนดส่วนลดสำหรับการขาดสภาพคล่อง (DISCOUNT FOR LACK OF MARKETABILITY (DLOM)) ลง 10% จะได้ PER 12 เท่า ฝ่ายวิจัยจึงกำหนด FAIR VALUE ของ ANI อิง PER 12 เท่า ได้ราคาเหมาะสมอยู่ที่ 5.95 บาท มี UPSIDE 29.8% ให้คำแนะนำการลงทุน OUTPERFORM

### บริษัทที่ประกอบธุรกิจขนส่งสินค้า

| Bloomberg Ticker | Name | Country | Market Cap (M. USD) | Sales 24F (M. USD) | Net Profit 24F (M. USD) | PE24F | PBV24F |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 9147 JP | NIPPON EXPRESS HOLDINGS | JAPAN | 4,551 | 16,456 | 363 | 12.1 | 0.82 |
| 636 HK | Kerry Logistics Network Ltd | HONG KONG | 2,041 | 6,831 | 195 | 10.8 | 0.83 |
| SJWD | SCGJWD Logistics PCL | THAILAND | 745 | 716 | 33 | 22.5 | 1.18 |
| CVLG US | Covenant Logistics Group Inc | UNITED STATES | 598 | 1,142 | 57 | 10.8 | 1.47 |
| **ANI** | **Asia Network International** | **THAILAND** | **227** | **188** | **30** | - | - |
| LAU AU | Lindsay Australia Ltd | AUSTRALIA | 216 | 557 | 24 | 8.6 | 2.26 |
| III | Triple i Logistics PCL | THAILAND | 179 | 56 | 15 | 12.1 | 1.79 |
| WICE | WICE Logistics PCL | THAILAND | 99 | 120 | 6 | 15.9 | 2.15 |
| TTNM CN | Titanium Transportation Group | CANADA | 81 | 369 | 7 | 14.1 | 0.97 |
| MENA | Mena Transport PCL | THAILAND | 34 | 26 | 3 | 13.6 | 1.29 |
| ETL | Euroasia Total Logistics PCL | THAILAND | 22 | 40 | 2 | 13.3 | 1.11 |
| | | | | | **Average** | **13.4** | |

ที่มา: BLOOMBERG,สายงานวิจัย บล. เอเซีย พลัส

### PER ของบริษัทที่ประกอบธุรกิจใกล้เคียงกับ ANI




ที่มา: BLOOMBERG,สายงานวิจัย บล. เอเซีย พลัส

### SENSITIVITY ของราคาหุ้นที่ระดับ PER ต่างๆ

| ราคาหุ้นที่ระดับ PER ต่างๆ | 2567F |
|---|---|
| EPS (บาท/หุ้น) | 0.50 |
| PER 10 | 4.95 |
| PER 11 | 5.45 |
| **PER 12** | **5.95** |
| PER 13 | 6.45 |
| PER 14 | 6.95 |

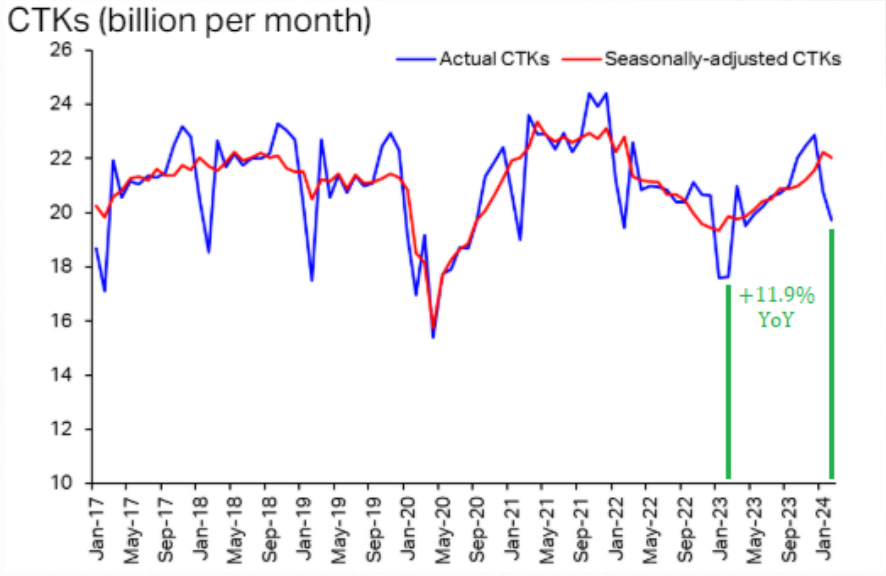
ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเซีย พลัส

# Initial Coverage

## ราคาหุ้นไม่สะท้อนปัจจัยพื้นฐาน เป็นจังหวะดีที่จะเข้าลงทุน

ความต้องการขนส่งสินค้าทางอากาศทั่วโลก (AIR CARGO DEMAND) ยังคงเติบโตต่อเนื่อง หากอ้างอิงจากสมาคมขนส่งทางอากาศระหว่างประเทศ (IATA: INTERNATIONAL AIR TRANSPORT ASSOCIATION) ในเดือน ก.พ. 2567 มีปริมาณขนส่งทางอากาศรวมทั้งสิ้น 19.7 BILLION CTK (CARGO TONNE-KILOMETERS) เติบโตสูงถึง 11.9%YOY โดยภูมิภาค ASIA-PACIFIC ซึ่งเป็นพื้นที่หลักที่ ANI ให้บริการมีอัตราการเติบโต 11.2%YOY ซึ่งได้รับอานิสงส์จากธุรกิจ E-COMMERCE ที่เติบโตต่อเนื่องประกอบกับข้อจำกัดการขนส่งทางทะเล นอกจากนี้ ความต้องการขนส่งสินค้าทางอากาศทั่วโลกมีอัตราการเติบโตระดับ DOUBLE DIGIT มา 3 เดือนติดต่อกัน โดยเดือน ธ.ค. 2566 มีปริมาณขนส่งทางอากาศรวมทั้งสิ้น 22.8 BILLION CTK (+10.8%YOY) และ เดือน ม.ค. 2567 มีปริมาณขนส่งทางอากาศรวมทั้งสิ้น 20.8 BILLION CTK (+18.4%YOY)

ปริมาณการขนส่งสินค้าทางอากาศ



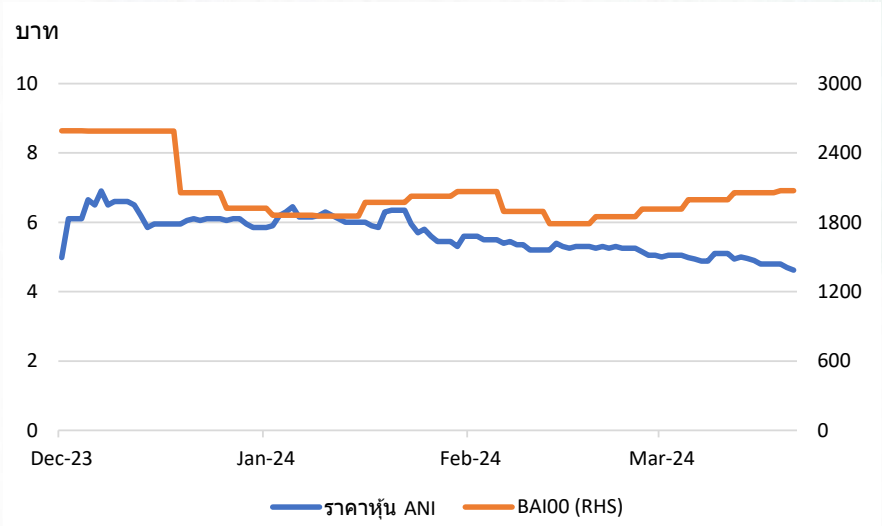

ที่มา: IATA

นอกจากนี้ หากมองด้านกำไรสุทธิ โดยปกติแล้วไตรมาส 1 มักจะเป็น LOW SEASON เนื่องจากหลายประเทศที่ ANI ให้บริการ หยุดในช่วงเทศกาลตรุษจีน อย่างไรก็ตาม ฝ่ายวิจัยประเมินแนวโน้มกำไรสุทธิ 1Q67 จะเติบโตเทียบกับ 4Q66 ที่มีกำไรสุทธิ 131 ล้านบาทอย่างมีนัยสำคัญ เนื่องจากไม่มีค่าใช้จ่ายที่เกี่ยวข้องกับการนำบริษัทเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์จำนวน 50 ล้านบาทอีกต่อไป โดยคาดกำไรสุทธิในงวด 1Q67 น่าจะทำได้ในกรอบ 180 – 210 ล้านบาท

# Initial Coverage

ในช่วง 1 - 2 เดือนที่ผ่านมา ราคาหุ้น ANI ปรับลดลงมาต่อเนื่องสวนทางกับค่าระวางทางอากาศและราคาล่าสุด (4.58 บาท) ต่ำกว่าราคา IPO ที่ 5.25 บาท และต่ำกว่าราคาที่ SJWD เข้าซื้อหุ้น BIG LOT ANI ในช่วงเดือน ม.ค. 2567 ที่ราคา 6.85 บาท ดังนั้น ด้วยปัจจัยต่างๆ ไม่ว่าจะเป็นปริมาณการขนส่งทางอากาศที่เติบโตต่อเนื่อง, กำไรสุทธิ 1Q67 ที่มีแนวโน้มเติบโตจาก 4Q66 อย่างมีนัยสำคัญ, กำไรปี 2567 – 2569 ที่คาดจะเติบโตสูงถึงปีละ 13% จากแผนการเพิ่มสัญญากับสายการบินทุกปี ปีละ 6 – 8 สัญญา รวมถึงคาดเงินปันผลปี 2567 0.20 บาท/หุ้น คิดเป็น DIVIDEND YIELD 4.3% ซึ่งเป็นระดับที่น่าจูงใจ ฝ่ายวิจัยมีมุมมองต่อราคาหุ้นปัจจุบันไม่สมเหตุสมผล จึงมองว่าเป็นช่วงเวลาที่ดีในการเข้าลงทุน

**เทียบราคาหุ้น ANI กับค่าระวางอากาศ BAI00**




ที่มา: SETSMART, TACINDEX

# Initial Coverage

## การดำเนินงานด้าน ESG ของ ANI

**Environment (E):** ANI จัดให้มีบริหารระวางการขนส่งสินค้าเพื่อให้การขนส่งสินค้าทางอากาศมีประสิทธิภาพ และเกิดประโยชน์สูงสุดในการใช้เชื้อเพลิง ประกอบกับควบคุมให้การดำเนินงานของบริษัทฯ ไม่ให้เกิดผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อมเกินกว่าที่มาตรฐานกำหนดไว้ รวมถึงมีแผนการจัดทำบัญชีและรายงานข้อมูลการปล่อย การดูดซับ และการกักเก็บปริมาณก๊าซเรือนกระจก

**Social Contribution (S):** ANI คำนึงถึงทางเลือกในการใช้ประโยชน์จากทรัพยากรธรรมชาติ โดยให้มีผลกระทบต่อความเสียหายของสังคมน้อยที่สุด ประกอบกับมีนโยบายการสำรวจกระบวนการต่างๆ ของบริษัทฯ ว่าก่อให้เกิดความเสี่ยงหรือมีผลกระทบในทางลบต่อสังคม

**Governance (G):** ANI ปฏิบัติต่อบุคลากรของบริษัทฯ ทุกคนตามกฎหมายแรงงานโดยเสมอภาคกัน ไม่เลือกปฏิบัติ ไม่แบ่งแยกถิ่นกำเนิด เชื้อชาติ เพศ อายุ สีผิว ศาสนา สมรรถภาพร่างกาย ฐานะ ชาติตระกูล สถานศึกษา

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

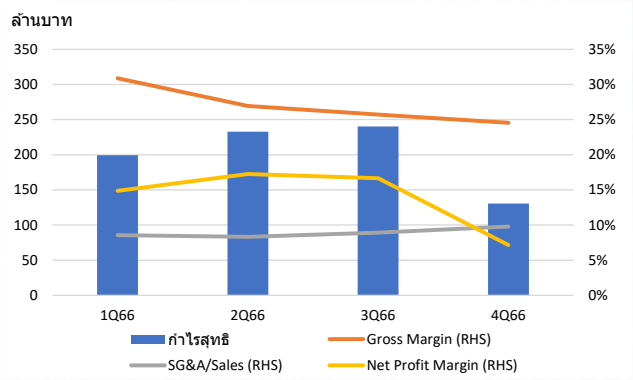
# Initial Coverage

## ผลการดำเนินงานงวด 4Q66

| Key Data (ล้านบาท) | 2Q65 | 3Q65 | 4Q65 | 1Q66 | 2Q66 | 3Q66 | 4Q66 | %QoQ | %YoY | 2566 | 2565 | %YoY |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| ยอดขาย | 1,240 | 1,384 | 1,204 | 1,363 | 1,289 | 1,365 | 1,888 | 38% | 57% | 5,905 | 5,347 | 10% |
| กำไรขั้นต้น | 175 | 140 | 200 | 421 | 347 | 351 | 464 | 32% | 132% | 1,583 | 704 | 125% |
| ค่าใช้จ่ายในการขาย | 74 | 81 | 99 | 117 | 107 | 122 | 185 | 52% | 87% | 531 | 317 | 68% |
| ดอกเบี้ยจ่าย | 0.2 | 0.2 | 0.2 | 12.3 | 14.9 | 14.9 | 15.0 | 0% | 6522% | 57 | 1 | 6941% |
| กำไรจากการดำเนินงาน | 107 | 90 | 88 | 230 | 183 | 168 | 194 | 0 | 1 | 775 | 404 | 92% |
| กำไรสุทธิ | 110 | 101 | 750 | 199 | 233 | 240 | 131 | -46% | -83% | 803 | 1,077 | -25% |
| รายการพิเศษ | 3 | 11 | 662 | (31) | 49 | 73 | (63) | | | 28 | 673 | -96% |
| EPS | 0.11 | 0.10 | 0.75 | 0.16 | 0.18 | 0.19 | 0.09 | -50% | -88% | 0.61 | 1.08 | -43% |
| Gross Margin | 14.1% | 10.1% | 16.6% | 30.9% | 26.9% | 25.7% | 24.6% | | | 26.8% | 13.2% | |
| SG&A/Sale | 6.0% | 5.8% | 8.2% | 8.6% | 8.3% | 8.9% | 9.8% | | | 9.0% | 5.9% | |
| Net Margin | 8.9% | 7.3% | 62.3% | 14.6% | 18.1% | 17.6% | 6.9% | | | 13.6% | 20.1% | |

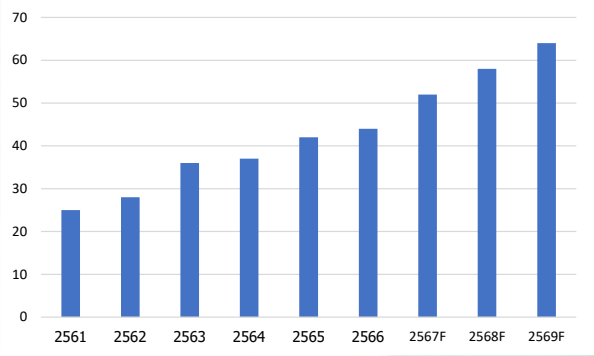
ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเซีย พลัส

## ประสิทธิภาพการทำกำไรรายไตรมาส



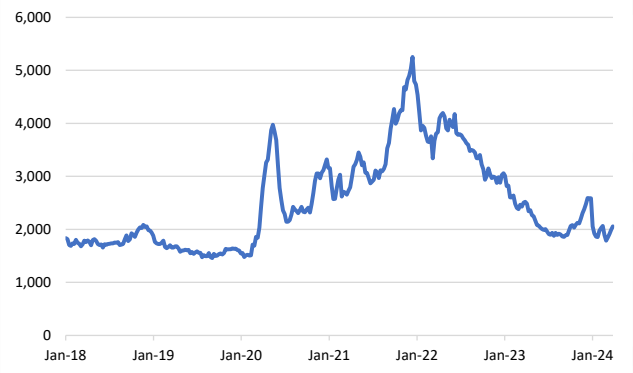

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเซีย พลัส

## จำนวนสัญญากับสายการบิน




ที่มา: ANI

## ค่าระวางทางอากาศ BAI00




ที่มา: TACINDEX

## ประเด็นความเสี่ยง

1. หากค่าระวางผันผวนมาก อาจส่งผลกระทบอย่างต่อผลการดำเนินงานและฐานะทางการเงิน
2. ในสัญญาว่าจ้างมี TERMINATION CLAUSE ที่สายการบินสามารถยกเลิกสัญญาได้ทันทีภายใน 60 – 90 วัน โดยปราศจากเงื่อนไขใดๆ
3. ความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยน

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเซีย พลัส

# Initial Coverage

## ประมาณการผลการดำเนินงานปี 2567-2569 ของ ANI

| งบกำไรขาดทุน *(ล้านบาท)* | | | | |
|---|---|---|---|---|
| *สิ้นสุด 31 ธ.ค.* | 2566 | 2567F | 2568F | 2569F |
| ยอดขาย | 5,905 | 6,900 | 7,728 | 8,501 |
| ต้นทุนขาย | 4,322 | 5,175 | 5,796 | 6,376 |
| **กำไรขั้นต้น** | **1,583** | **1,725** | **1,932** | **2,125** |
| ค่าใช้จ่ายในการขาย | 531 | 525 | 571 | 615 |
| ดอกเบี้ยจ่าย | 57 | 54 | 52 | 49 |
| ค่าใช้จ่ายอื่น | - | - | - | - |
| รายได้อื่น | 53 | 35 | 39 | 43 |
| กำไรสุทธิก่อนหักภาษี | 1,048 | 1,180 | 1,347 | 1,504 |
| ภาษีเงินได้ | 220 | 238 | 271 | 303 |
| ส่วนของผู้ถือหุ้นรายย่อย | 31 | 33 | 38 | 42 |
| ส่วนแบ่งกำไรจากเงินลงทุนในบริษัทร่วม | 5 | 10 | 10 | 10 |
| รายการพิเศษอื่นๆ | | | | |
| กำไรสุทธิ | 803 | 919 | 1,048 | 1,169 |
| กำไรจากการดำเนินงาน | 775 | 919 | 1,048 | 1,169 |
| **Norm EPS** | **0.59** | **0.50** | **0.57** | **0.63** |
| | | | | |
| การเติบโตของยอดขาย | 10.4% | 16.9% | 12.0% | 10.0% |
| การเติบโตของกำไรจากการดำเนินงาน | -28.7% | 18.6% | 14.1% | 11.5% |
| อัตราส่วนกำไรขั้นต้น | 26.8% | 25.0% | 25.0% | 25.0% |
| อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงาน | | | | |

| งบกำไรขาดทุนรายไตรมาส *(ล้านบาท)* | 1Q66 | 2Q66 | 3Q66 | 4Q66 |
|---|---|---|---|---|
| ยอดขาย | 1,363 | 1,289 | 1,365 | 1,888 |
| ต้นทุนขาย | 942 | 942 | 1,014 | 1,425 |
| **กำไรขั้นต้น** | **421** | **347** | **351** | **464** |
| ค่าใช้จ่ายในการขาย | 117 | 107 | 122 | 185 |
| ดอกเบี้ยจ่าย | 12 | 15 | 15 | 15 |
| รายได้อื่น | (23) | 59 | 78 | (60) |
| กำไรสุทธิก่อนหักภาษี | 268 | 284 | 292 | 204 |
| ภาษีเงินได้ | 60 | 48 | 47 | 64 |
| ส่วนของผู้ถือหุ้นรายย่อย | 10 | 4 | 6 | 11 |
| ส่วนแบ่งกำไรจากเงินลงทุนในบริษัทร่วม | 1 | 1 | 1 | 2 |
| รายการพิเศษอื่น ๆ | (31) | 49 | 73 | (63) |
| **กำไรสุทธิ** | 199 | 233 | 240 | 131 |
| **กำไรจากการดำเนินงาน** | 230 | 183 | 168 | 194 |
| **Norm EPS** | 0.18 | 0.14 | 0.13 | 0.10 |
| | | | | |
| | | | | |
| ยอดขาย (QoQ) | 13% | -5% | 6% | 38% |
| กำไรขั้นต้น (QoQ) | 111% | -17% | 1% | 32% |
| กำไรจากการดำเนินงาน (QoQ) | -70% | -20% | -9% | 16% |

| อัตราส่วนทางการเงิน | 2566 | 2567F | 2568F | 2569F |
|---|---|---|---|---|
| อัตราส่วนสภาพคล่อง (เท่า) | 1.13 | 1.24 | 1.28 | 1.32 |
| อัตราส่วนหมุนเวียนลูกหนี้การค้า (เท่า) | 9.94 | 10.00 | 10.00 | 10.00 |
| อัตราส่วนหมุนเวียนสินค้าคงเหลือ (เท่า) | 7.28 | 7.50 | 7.50 | 7.50 |
| อัตราส่วนหมุนเวียนเจ้าหนี้การค้า (เท่า) | 3.62 | 5.00 | 5.00 | 5.00 |
| หนี้สินต่อส่วนผู้ถือหุ้น | 0.34 | 0.31 | 0.32 | 0.33 |
| Net Gearing Ratio | net cash | net cash | net cash | net cash |
| ผลตอบแทนจากสินทรัพย์เฉลี่ย | 7.8% | 9.0% | 10.3% | 11.3% |
| ผลตอบแทนจากผู้ถือหุ้นเฉลี่ย | 13.8% | 12.0% | 13.6% | 15.1% |

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเซีย พลัส

# Initial Coverage

## ประมาณการผลการดำเนินงานปี 2567-2569 ของ ANI

| งบกระแสเงินสด *(ล้านบาท)* | | | | |
|---|---|---|---|---|
| *สิ้นสุด 31 ธ.ค.* | 2566 | 2567F | 2568F | 2569F |
| **กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน** | | | | |
| กำไรก่อนภาษีเงินได้ | 1,053 | 1,190 | 1,357 | 1,514 |
| รายการเปลี่ยนแปลงที่ไม่กระทบเงินสด | (28) | 2 | 1 | 1 |
| ค่าเสื่อมราคาและตัดจำหน่าย | 126 | 131 | 136 | 141 |
| กำไร/ขาดทุนจาก Fx ที่ไม่ได้รับรู้ | (60) | - | - | - |
| อื่นๆ | 14 | (479) | (610) | (681) |
| เพิ่ม/ลด จากกิจกรรมการดำเนินงาน | (290) | (486) | (231) | (265) |
| **กระแสเงินสดจากการดำเนินงานสุทธิ** | **816** | **358** | **653** | **709** |
| **กระแสเงินสดจากการลงทุน** | | | | |
| เพิ่ม/ลด จากการลงทุนระยะสั้น | 229 | - | - | - |
| เพิ่ม/ลด จากการลงทุนที่เกี่ยวข้อง | (4,175) | - | - | - |
| เพิ่ม/ลด จากสินทรัพย์ถาวร | (0) | (98) | (98) | (98) |
| **กระแสเงินสดจากการลงทุนสุทธิ** | **(3,946)** | **(98)** | **(98)** | **(98)** |
| **กระแสเงินสดจากการจัดหาเงิน** | | | | |
| เพิ่ม/ลด เงินกู้ | 481 | (50) | (50) | (50) |
| เพิ่ม/ลด ทุนและส่วนเกินมูลค่าหุ้น | 3,637 | - | - | - |
| เพิ่ม/ลด วอร์แรนท์ | - | - | - | - |
| ลด จ่ายปันผล | (838) | (381) | (434) | (484) |
| **กระแสเงินสดจากการจัดหาเงินสุทธิ** | **3,280** | **(431)** | **(484)** | **(534)** |
| **เพิ่ม/ลด เงินสดสุทธิ** | **150** | **(171)** | **71** | **77** |

| *งบดุล* | 2566 | 2567F | 2568F | 2569F |
|---|---|---|---|---|
| เงินสดและเทียบเท่าเงินสด | 1,425 | 1,254 | 1,324 | 1,401 |
| ลูกหนี้การค้า | 594 | 690 | 773 | 850 |
| สินค้าคงเหลือ | - | - | - | - |
| สินทรัพย์สิทธิการใช้ +สินทรัพย์อื่นๆ | 8,258 | 8,167 | 8,139 | 8,105 |
| ที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์ สุทธิ | 4 | 4 | 4 | 4 |
| **สินทรัพย์รวม** | **10,280** | **10,114** | **10,240** | **10,360** |
| | | | | |
| เจ้าหนี้การค้า+หนี้สินอื่นๆ | 1,519 | 1,370 | 1,508 | 1,636 |
| หนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยจ่ายระยะสั้น | 360 | 310 | 260 | 210 |
| หนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยจ่ายระยะยาว | 730 | 730 | 730 | 730 |
| **หนี้สินรวม** | **2,610** | **2,411** | **2,498** | **2,576** |
| | | | | |
| ทุนที่ชำระแล้ว | 924 | 924 | 924 | 924 |
| ส่วนเกินมูลค่าหุ้น+สำรองตามกฎหมาย | 5,771 | 5,267 | 4,691 | 4,049 |
| กำไรสะสม | 975 | 1,513 | 2,127 | 2,811 |
| **ส่วนของผู้ถือหุ้น** | **7,670** | **7,704** | **7,742** | **7,784** |
| | | | | |
| ส่วนของผู้ถือหุ้นรายย่อย | - | - | - | - |
| **หนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น** | **10,280** | **10,114** | **10,240** | **10,360** |

| สมมติฐานในการทำประมาณการ | 2566 | 2567F | 2568F | 2569F |
|---|---|---|---|---|
| Gross Profit (บาท) / KG | 13.8 | 12.5 | 12.5 | 12.5 |
| %SG&A/Sale | 9.0% | 7.6% | 7.4% | 7.2% |
| Effective tax rate | 20.8% | 20.0% | 20.0% | 20.0% |

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเซีย พลัส