

การบินไทย

บริษัท การบินไทย
จำกัด (มหาชน)

THAI

Bloomberg
ReutersTHAI TB
THAI.BKinnovest^x
บริษัทหลักทรัพย์ในกลุ่ม SCBX

การกลับมาอย่างแข็งแกร่ง

เรากลับมาจัดทำบทวิเคราะห์ THAI อีกครั้งด้วยคำแนะนำเชิงกลยุทธ์ระยะ 3 เดือนที่ OUTPERFORM โดยให้ราคาเป้าหมายสิ้นปี 2568 ที่ 7.8 บาท อิง PE ที่ 9.3 เท่า ซึ่งสอดคล้องกับค่าเฉลี่ยของหุ้นสายการบินในภูมิภาคช่วง 1 ปีที่ผ่านมา ในขณะที่หุ้นสายการบินในภูมิภาคซื้อขายอยู่ใกล้ระดับ -1SD เรามองว่า THAI มีความเหมาะสมที่จะได้รับการประเมินมูลค่าที่สูงกว่า เนื่องจากการฟื้นฟูกิจการที่ประสบความสำเร็จ ได้สร้างฐานกำไรที่แข็งแกร่งและเพิ่มขีดความสามารถในการแข่งขันในระยะยาวอย่างมีนัยสำคัญ เราคาดว่า THAI จะมีอัตราการเติบโตของกำไรปกติเฉลี่ยต่อปี (CAGR) ที่ 10% ในช่วง 3 ปีข้างหน้า ซึ่งสูงกว่าค่ากลางของกลุ่มหุ้นสายการบินในภูมิภาคที่อยู่ที่ 3.1% ทั้งนี้ THAI เตรียมกลับมาซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ฯ อีกครั้งในวันที่ 4 ส.ค. 2568

ความสามารถในการแข่งขันในอนาคตของ THAI ได้รับการสนับสนุนจาก 4 ปัจจัย 1) แผนฟื้นฟูกิจการที่ประสบความสำเร็จพร้อมการปรับโครงสร้างหนี้และทุนช่วยสร้างความมั่นคงทางการเงินสำหรับการขยายธุรกิจ โดยอัตราส่วนหนี้ที่มีภาระดอกเบี้ยต่อส่วนของผู้ถือหุ้นลดลงจากระดับสูงถึง 12.5 เท่าในปี 2562 เหลือ 2.2 เท่าใน 1Q68 และยังมีแนวโน้มลดลงอย่างต่อเนื่อง ซึ่งฐานะทางการเงินของ THAI ที่ดีขึ้นกำลังปิดช่องว่างระหว่างหุ้นสายการบินในภูมิภาคที่ 0.4-3.6 เท่า 2) กลยุทธ์ระยะยาว คือ การขยายฝูงบินจาก 78 ลำในปัจจุบัน เป็น 150 ลำภายในปี 2576 หรือเพิ่มขึ้น 92% หลังจากที่ต้องปรับลดในช่วงฟื้นฟูกิจการ และจะทำการปรับลดประเภทเครื่องบินลงด้วยเพื่อลดความซับซ้อนและลดค่าใช้จ่ายในการดำเนินงาน 3) การปรับปรุงเครือข่ายเส้นทางการบินด้วยการควบรวมกับไทยสมายล์ และการทำข้อตกลงท่าอากาศยานร่วม (codeshare) กับสายการบินพันธมิตร โดยมีเป้าหมายเพื่อเพิ่มสัดส่วนผู้โดยสารต้นทาง-ปลายทาง (O&D network passenger) เป็น 30% (จาก 25% ใน 5M68) และ 4) การบริหารต้นทุนอย่างมีวินัยที่ต่อเนื่องช่วยลดค่าใช้จ่ายพนักงานเมื่อเทียบกับรายได้ลงได้จาก 25% ในปี 2562 มาอยู่ที่ 11% ในปี 2567 โดย THAI ตั้งเป้าหมายระยะยาวอัตราส่วนนี้ไว้ที่ 13% ของรายได้ ซึ่งยังเป็นระดับที่สามารถแข่งขันได้ เมื่อเทียบกับสายการบินในภูมิภาคที่ 11-22%

กำไรปกติเติบโตเฉลี่ย 10% ในปี 2567-70 ประเด็นบวกคือฐานกำไรและความสามารถในการทำกำไรที่แข็งแกร่ง แม้ว่ากำไรสุทธิของ THAI ในช่วงปี 2562-2567 จะมีความผันผวนจากรายการพิเศษหลายรายการที่เกี่ยวข้องกับกระบวนการฟื้นฟูกิจการ แต่กำไรปกติได้แสดงให้เห็นถึงการฟื้นตัวอย่างชัดเจนตั้งแต่ปี 2566 เราคาดว่ากำไรปกติจะเติบโตต่อเนื่องจาก 2.15 หมื่นล้านบาทในปี 2567 เป็น 2.84 หมื่นล้านบาทในปี 2570 หรือคิดเป็น CAGR ที่ 10% เรามองประเด็นบวกคือ THAI มีฐานกำไรที่สูงอยู่ในช่วง 2.39-2.84 หมื่นล้านบาทในปี 2568-70 และมีอัตรากำไรจากการดำเนินงานอยู่ที่ 18.3-19.0% ซึ่งเป็นระดับสูงเมื่อเทียบกับหุ้นสายการบินในภูมิภาค สะท้อนถึงประสิทธิภาพในการดำเนินงานที่แข็งแกร่งและความสามารถในการรับมือกับความผันผวนของอุตสาหกรรมได้ดีขึ้นของ THAI ประเมินการของเราตั้งอยู่บนสมมติฐานการเติบโตของจำนวนผู้โดยสารที่ 6% ต่อปี ซึ่งเป็นระดับที่ระมัดระวังเมื่อเทียบกับเป้าหมายของ THAI ที่ตั้งไว้ที่ 16-17% ต่อปี เพื่อสะท้อนมุมมองที่ระมัดระวังต่อสภาพเศรษฐกิจที่ไม่แน่นอน ซึ่งอาจส่งผลกระทบต่อความต้องการเดินทาง

ความเสี่ยง ได้แก่ 1) ภาวะเศรษฐกิจโลกชะลอตัว 2)ราคาน้ำมันเชื้อเพลิงเครื่องบินที่สูงขึ้น 3) เงินบาทที่อ่อนค่าลง และ 4) การแข่งขันที่รุนแรง เราองว่าความเสี่ยงด้าน ESG คือ ประเด็นด้านสิ่งแวดล้อม (E) และประเด็นด้านสังคม เช่น ความปลอดภัย (S)

Forecasts and valuation

Year to 31 Dec	Unit	2023	2024	2025F	2026F	2027F
Revenue	(Btmn)	157,446	183,113	190,085	201,357	217,606
EBITDA	(Btmn)	51,030	53,659	53,755	59,646	65,295
Core profit	(Btmn)	25,389	21,507	23,885	25,767	28,439
Reported profit	(Btmn)	28,096	(26,934)	23,885	25,767	28,439
Core EPS	(Bt)	11.63	5.00	0.84	0.91	1.00
DPS	(Bt)	0.00	0.00	0.21	0.23	0.25
P/E, core*	(x)	N.M.	N.M.	3.9	3.6	3.3
EPS growth, core	(%)	N.M.	(57.0)	(83.1)	7.9	10.4
P/BV, core*	(x)	N.M.	0.3	1.5	1.1	0.9
ROE	(%)	N.M.	1,758.3	43.8	35.2	30.4
Dividend yield*	(%)	0.0	0.0	6.4	6.9	7.6
EBITDA growth	(x)	180.2	5.2	0.2	11.0	9.5

Source: InnovestX Research

*Based on the last price before the suspension at Bt3.32/share

Tactical: OUTPERFORM
(3-month)

Stock data

Last close (Jul 30) (Bt)	3.32
Target price (Bt)	7.80
Mkt cap (Btbn)	93.97
12-m high / low (Bt)	n.a.
Avg. daily 6m (US\$m)	n.a.
Foreign limit / actual (%)	30 / 3
Free float (%)	43.1
Outstanding Short Position (%)	n.a.

Share price performance

(%)	1M	3M	12M
Absolute	n.a.	n.a.	n.a.
Relative to SET	n.a.	n.a.	n.a.

INVX core earnings vs consensus

Earnings vs consensus	2025F	2026F
Consensus (Bt mn)	n.a.	n.a.
INVX vs Consensus (%)	n.a.	n.a.

Earnings momentum	YoY	QoQ
INVX 2Q25 core earnings	Down	Down

2024 Sustainability/2023 ESG Score

SET ESG Ratings	n.a.
-----------------	------

Bloomberg ESG Score and Rank in the sector		
ESG Score and Rank	n.a.	n.a.
Environmental Score and Rank	n.a.	n.a.
Social Score and Rank	n.a.	n.a.
Governance Score and Rank	n.a.	n.a.

Source: SET, InnovestX Research, Bloomberg Finance L.P.

นักวิเคราะห์

ระวีบุษ ปิยะเจริญไกล

นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน
ด้านหลักทรัพย์
0-2793-9008
raweenuch.p@innovestx.co.th

จุดเด่น

THAI เป็นสายการบินที่ให้บริการเต็มรูปแบบที่ใหญ่ที่สุดที่มีฐานที่ตั้งในประเทศไทย โดยบริษัทก่อตั้งขึ้นในปี 2503 และมีฐานปฏิบัติการหลักที่ทำอากาศยานสุวรรณภูมิ ณ วันที่ 31 มีนาคม 2568 Thai มีจำนวนเครื่องบินที่ใช้ในการปฏิบัติการบินรวม 78 ลำ ประกอบด้วยเครื่องบินลำตัวกว้างจำนวน 58 ลำ และเครื่องบินลำตัวแคบจำนวน 20 ลำ และมีเครือข่ายเส้นทางบินที่ให้บริการครอบคลุมกว่า 63 จุดบิน ใน 27 ประเทศทั่วโลก

แนวโน้มธุรกิจ

เรามองว่าความสามารถในการแข่งขันในอนาคตของ Thai ในอนาคตได้รับการสนับสนุนจาก 4 ปัจจัยหลัก ได้แก่ 1) แผนฟื้นฟูกิจการที่ประสบความสำเร็จพร้อมการปรับโครงสร้างหนี้และทุนช่วยสร้างความมั่นคงทางการเงินสำหรับการขยายธุรกิจ โดยอัตราส่วนหนี้ที่มีภาระดอกเบี้ยต่อส่วนของผู้ถือหุ้นลดลงจากระดับสูงถึง 12.5 เท่าในปี 2562 เหลือ 2.2 เท่าใน 1Q68 และยังมีแนวโน้มลดลงอย่างต่อเนื่อง ซึ่งฐานะทางการเงินของ Thai ที่ดีขึ้นกำลังปิดช่องว่างระหว่างหุ้นสายการบินในภูมิภาคที่ 0.4–3.6 เท่า 2) กลยุทธ์ระยะยาว คือ การขยายฝูงบินจาก 78 ลำในปัจจุบัน เป็น 150 ลำภายในปี 2576 หรือเพิ่มขึ้น 92% หลังจากที่ต้องปรับลดในช่วงฟื้นฟูกิจการ และจะทำการปรับลดประเภทเครื่องบินลงด้วยเพื่อลดความซับซ้อนและลดค่าใช้จ่ายในการดำเนินงาน 3) การปรับปรุงเครือข่ายเส้นทางบินด้วยการควบรวมกับไทยสมายล์และการทำข้อตกลงทำเที่ยวบินร่วม (codeshare) กับสายการบินพันธมิตร โดยมีเป้าหมายเพื่อเพิ่มสัดส่วนผู้โดยสารต้นทาง–ปลายทาง (O&D network passenger) เป็น 30% (จาก 25% ใน 5M68) และ 4) การบริหารต้นทุนอย่างมีประสิทธิภาพที่ต่อเนื่องช่วยลดค่าใช้จ่ายพนักงานเมื่อเทียบกับรายได้ลงได้จาก 25% ในปี 2562 มาอยู่ที่ 11% ในปี 2567 โดย Thai ตั้งเป้าหมายระยะยาวอัตราส่วนนี้ไว้ที่ 13% ของรายได้ ซึ่งยังเป็นระดับที่สามารถแข่งขันได้ เมื่อเทียบกับสายการบินในภูมิภาคที่ 11–22%

แม้ว่ากำไรสุทธิของ Thai ในช่วงปี 2562–2567 จะมีความผันผวนจากรายการพิเศษหลายรายการที่เกี่ยวข้องกับกระบวนการฟื้นฟูกิจการ แต่กำไรปกติได้แสดงให้เห็นถึงการฟื้นตัวอย่างชัดเจนตั้งแต่ปี 2566 เราคาดว่ากำไรปกติจะเติบโตต่อเนื่องจาก 2.15 หมื่นล้านบาทในปี 2567 เป็น 2.84 หมื่นล้านบาทในปี 2570 หรือคิดเป็น CAGR ที่ 10%

เรามองประเด็นบวกคือ Thai มีฐานกำไรที่สูงอยู่ในช่วง 2.39–2.84 หมื่นล้านบาทในปี 2568–70 และมีอัตรากำไรจากการดำเนินงานอยู่ที่ 18.3–19.0% ซึ่งเป็นระดับสูงเมื่อเทียบกับหุ้นสายการบินในภูมิภาค สะท้อนถึงประสิทธิภาพในการดำเนินงานที่แข็งแกร่งและความสามารถในการรับมือกับความผันผวนของอุตสาหกรรมได้ดีขึ้นของ Thai ประมาณการของเราตั้งอยู่บนสมมติฐานการเติบโตของจำนวนผู้โดยสารที่ 6% ต่อปี ซึ่งเป็นระดับที่ระมัดระวังเมื่อเทียบกับเป้าหมายของ Thai ที่ตั้งไว้ที่ 16–17% ต่อปี เพื่อสะท้อนมุมมองที่ระมัดระวังต่อสภาพเศรษฐกิจที่ไม่แน่นอนซึ่งอาจส่งผลกระทบต่อความต้องการเดินทาง

Bullish views	Bearish views
1. Thai มีความสามารถในการแข่งขันมากขึ้นหลังจากออกจากแผนฟื้นฟูกิจการได้สำเร็จ	1. ความกังวลเกี่ยวกับภาวะเศรษฐกิจที่อ่อนแอซึ่งอาจส่งผลกระทบต่อความต้องการเดินทาง โดยเฉพาะการเดินทางเพื่อการพักผ่อนและธุรกิจ ซึ่งจะส่งผลทำให้จำนวนผู้โดยสารและรายได้ลดลง
2. ประสิทธิภาพการดำเนินงานที่แข็งแกร่งและความสามารถในการรับมือกับความผันผวนของอุตสาหกรรมได้ดีขึ้น	2. การแข่งขันที่รุนแรงทั้งจากสายการบินที่ให้บริการเต็มรูปแบบและสายการบินต้นทุนต่ำจะสร้างแรงกดดันต่อค่าโดยสารและอัตราส่วนการบรรทุก (load factor) ทำให้ยากต่อการรักษาระดับผลกำไร

ปัจจัยกระตุ้นที่สำคัญ

ปัจจัย	อีเว้นท์	ผลกระทบ	ความคิดเห็น
แนวโน้มกำไรระยะสั้น	กำไรปกติ 2Q68	-YoY, -QoQ	เราประเมินในเบื้องต้นว่ากำไรปกติ 2Q68 ของ Thai จะลดลง YoY และ QoQ โดยมีสาเหตุมาจากค่าใช้จ่ายพนักงานที่สูงขึ้นและช่วงโลว์ซีซั่นของอุตสาหกรรมท่องเที่ยวไทยที่ชะลอตัวกว่าปกติจากเหตุการณ์แผ่นดินไหว
แนวโน้มกำไรระยะสั้น	กำไรปกติ 2H68	=YoY, +HoH	เราคาดการณ์ถึงการดำเนินงานที่ดีขึ้น HoH ใน 2H68 โดยได้แรงหนุนจากรายได้ที่สูงขึ้นจากช่วงไฮซีซั่นซึ่งน่าจะช่วยชดเชยค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานที่สูงขึ้น

การวิเคราะห์ความอ่อนไหว

ปัจจัย	ผลกระทบต่อกำไร	ผลกระทบต่อราคาเป้าหมาย
จำนวนผู้โดยสารเพิ่มขึ้น 1%	+3.2%	+0.25 บาท/หุ้น (+3.2%)
ค่าโดยสารที่ประเมินไว้เพิ่มขึ้น 1%	+5.4%	+0.42 บาท/หุ้น (+5.4%)
ราคาเชื้อเพลิงเครื่องบินลดลง 1%	+1.5%	+0.12 บาท/หุ้น (+1.5%)
เงินบาทแข็งค่าขึ้น 1%	+2.6%	+0.20 บาท/หุ้น (+2.6%)

มุมมองของเราเกี่ยวกับ ESG

แม้ว่า THAI จะดำเนินงานสอดคล้องกับเป้าหมายของ ICAO ในการปล่อยก๊าซเรือนกระจกสุทธิเป็นศูนย์ภายในปี 2593 แต่บริษัทฯ ควรปรับปรุงการบริหารจัดการด้านสิ่งแวดล้อมให้ดียิ่งขึ้น และกำหนดเป้าหมายการลดก๊าซเรือนกระจกให้ชัดเจนมากขึ้น เรามองว่าความเสี่ยงด้าน ESG คือ ประเด็นด้านสิ่งแวดล้อม (E) และประเด็นด้านสังคม เช่น ความปลอดภัย (S)

ESG Ratings and Indices

Bloomberg ESG Financial Materiality Score	n.a. (2023)	CG Rating	DJSI	SETESG	SET ESG Ratings
Rank in Sector	n.a.	THAI	-	No	No

Source: Thai Institute of Directors and SET

ประเด็นด้านสิ่งแวดล้อม (E)

- THAI ดำเนินงานสอดคล้องกับเป้าหมายของ ICAO ในการปล่อยก๊าซเรือนกระจกสุทธิเป็นศูนย์ภายในปี 2593
- THAI ได้จัดทำแผนบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจก และได้จัดทำรายงานการปล่อยก๊าซคาร์บอนไดออกไซด์ประจำปี 2566 (CORSA Annual Emission Report) เพื่อส่งให้กับสำนักงานการบินพลเรือนแห่งประเทศไทย (CAAT) ตามมาตรการของ CORSA
- THAI ใช้เชื้อเพลิงการบินที่ยั่งยืน (SAF) ในประเทศที่มีการบังคับใช้ เช่น ฝรั่งเศส สวีเดน และนอร์เวย์
- เรามองว่าประเด็นด้านสิ่งแวดล้อมเป็นความเสี่ยงสำคัญ และ THAI ควรเพิ่มความเข้มข้นในการบริหารจัดการด้านนี้ รวมถึงการกำหนดเป้าหมายการจัดการก๊าซเรือนกระจกให้ชัดเจนมากยิ่งขึ้น

ประเด็นด้านสังคม (S)

- THAI ดำเนินการปฏิบัติตามมาตรฐานด้านความปลอดภัยและความมั่นคงขององค์การการบินพลเรือนระหว่างประเทศ (ICAO), สำนักงานความปลอดภัยการบินแห่งสหภาพยุโรป (EASA), สมาคมขนส่งทางอากาศระหว่างประเทศ (IATA) (IATA) และหน่วยงานกำกับดูแลด้านความปลอดภัยและความมั่นคงทางการบินของประเทศต่าง ๆ ทั่วโลก
- THAI มุ่งมั่นสร้างความผูกพันของพนักงาน โดยอัตราการลาออกโดยสมัครใจของพนักงานลดลงจาก 2.74% ในปี 2566 มาอยู่ที่ 1.34% ในปี 2567

ประเด็นด้านธรรมาภิบาล (G)

- เมื่อศาลล้มละลายกลางมีคำสั่งยกเลิกการฟื้นฟูกิจการ อำนาจหน้าที่ของผู้บริหารแผนฟื้นฟูจะสิ้นสุดลง และคณะกรรมการบริษัทจะกลับมาปฏิบัติตามกฎหมายอีกครั้ง คณะกรรมการของ THAI ประกอบด้วยกรรมการจำนวน 11 คน ซึ่งในจำนวนนี้มี 4 คนที่ดำรงตำแหน่งกรรมการและ CEO มาตั้งแต่ช่วงฟื้นฟูกิจการ และมีกรรมการอิสระจำนวน 4 คน (36% ของจำนวนกรรมการทั้งหมด)
- ประธานกรรมการไม่ใช่กรรมการอิสระ
- ผู้ถือหุ้นใหญ่มีจำนวนหุ้นราว 38.9% ของจำนวนทุนจดทะเบียนที่เรียกชำระแล้ว

ESG Financial Materiality Score and Disclosure

	2022	2023
ESG Financial Materiality Score	n.a.	n.a.
Environment Financial Materiality Score	n.a.	n.a.
Social Financial Materiality Score	n.a.	n.a.
Governance Financial Materiality Score	n.a.	n.a.

Source: Bloomberg Finance L.P.

Disclaimer

การให้คะแนน ESG ของ Bloomberg จะประเมินบริษัทตามระดับการจัดการ ESG ที่สำคัญทางการเงินเฉพาะอุตสาหกรรม โดยมีคะแนนที่สำคัญทางการเงิน 4 ด้าน คือ คะแนนรวม ESG คะแนนด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และการกำกับดูแล โดยคำนวณในช่วง 0 ถึง 10 โดย 10 คือดีที่สุด หากต้องการดูวิธีการเพิ่มเติมดูได้ที่หัวข้อ ESG ใน Bloomberg

Financial statement

Profit and Loss Statement

FY December 31	Unit	2020	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
Total revenue	(Btmn)	47,716	21,572	103,867	157,446	183,113	190,085	201,357	217,606
Operating cost	(Btmn)	86,944	40,595	96,865	121,895	147,946	155,329	163,783	176,221
Operating profit	(Btmn)	(39,227)	(19,023)	7,002	35,551	35,166	34,756	37,574	41,385
Other income	(Btmn)	715	3,767	1,329	4,090	5,466	5,322	6,041	6,528
Interest expense	(Btmn)	12,194	9,490	12,687	15,611	18,781	14,046	15,007	14,481
Pre-tax profit	(Btmn)	(50,706)	(24,746)	(4,355)	24,030	21,851	26,032	28,608	33,432
Corporate tax	(Btmn)	(1,083)	2,780	1,434	1,322	(374)	(2,239)	(2,861)	(5,015)
Equity a/c profits	(Btmn)	(512)	(127)	(4)	64	63	57	60	65
Minority interests	(Btmn)	9	5	(21)	(27)	(33)	35	(40)	(44)
Core profit	(Btmn)	(52,291)	(22,088)	(2,946)	25,389	21,507	23,885	25,767	28,439
Extra-ordinary items	(Btmn)	(88,879)	77,207	2,674	2,707	(48,440)	0	0	0
Net Profit	(Btmn)	(141,171)	55,118	(272)	28,096	(26,934)	23,885	25,767	28,439
EBITDA	(Btmn)	(10,808)	(2,712)	18,212	51,030	53,659	53,755	59,646	65,295
Core EPS (Bt)	(Bt)	(23.95)	(10.11)	(1.35)	11.63	5.00	0.84	0.91	1.00
Net EPS (Bt)	(Bt)	(64.65)	25.24	(0.12)	12.87	(6.26)	0.84	0.91	1.00
DPS (Bt)	(Bt)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.21	0.23	0.25

Balance Sheet

FY December 31	Unit	2020	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
Total current assets	(Btmn)	19,745	24,796	59,804	94,076	135,009	129,607	114,060	101,128
Total fixed assets	(Btmn)	42,127	34,493	45,969	44,579	37,025	40,083	39,336	42,435
Total assets	(Btmn)	208,791	161,219	198,178	238,991	292,508	304,563	347,042	375,120
Total loans	(Btmn)	233,807	139,875	161,512	164,418	128,741	120,608	138,306	137,792
Total current liabilities	(Btmn)	301,590	47,348	63,657	74,196	76,587	76,016	81,558	87,021
Total long-term liabilities	(Btmn)	5	139,269	159,532	157,231	119,231	112,409	128,443	128,102
Total liabilities	(Btmn)	337,456	232,470	269,202	282,133	246,920	241,060	264,214	270,963
Paid-up capital	(Btmn)	21,828	21,828	21,828	21,828	283,033	36,794	36,794	36,794
Total equity	(Btmn)	(128,665)	(71,250)	(71,025)	(43,142)	45,589	63,503	82,828	104,157
BVPS (Bt)	(Bt)	(58.95)	(32.66)	(32.55)	(19.79)	10.57	2.24	2.92	3.68

Cash Flow Statement

FY December 31	Unit	2020	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
Core Profit	(Btmn)	(52,291)	(22,088)	(2,946)	25,389	21,507	23,885	25,767	28,439
Depreciation and amortization	(Btmn)	27,704	12,544	9,881	11,389	13,026	13,677	16,031	17,382
Operating cash flow	(Btmn)	(13,762)	(10,089)	29,164	45,085	58,115	37,467	44,224	48,710
Investing cash flow	(Btmn)	(449)	7,416	2,345	(16,940)	(29,093)	(25,658)	(41,200)	(44,700)
Financing cash flow	(Btmn)	1,070	(495)	(1,799)	(9,454)	3,044	(19,581)	(21,601)	(21,315)
Net cash flow	(Btmn)	(13,141)	(3,167)	29,710	18,692	32,066	(7,772)	(18,577)	(17,305)

Key Financial Ratios

FY December 31	Unit	2020	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
Gross margin	(%)	(82.2)	(88.2)	6.7	22.6	19.2	18.3	18.7	19.0
Operating margin	(%)	(82.2)	(88.2)	6.7	22.6	19.2	18.3	18.7	19.0
EBITDA margin	(%)	(22.7)	(12.6)	17.5	32.4	29.3	28.3	29.6	30.0
EBIT margin	(%)	(80.7)	(70.7)	8.0	25.2	22.2	21.1	21.7	22.0
Net profit margin	(%)	(291.5)	217.5	(0.3)	17.4	(14.3)	12.2	12.4	12.7
ROE	(%)	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.	1,758.3	43.8	35.2	30.4
ROA	(%)	(22.5)	(11.9)	(1.6)	11.6	8.1	8.0	7.9	7.9
Net D/E	(x)	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.	0.9	0.7	1.0	0.9
Interest coverage	(x)	(0.9)	(0.3)	1.4	3.3	2.9	3.8	4.0	4.5
Debt service coverage	(x)	(0.0)	(0.3)	1.2	2.2	1.9	2.4	2.4	2.7
Payout Ratio	(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	25.0	25.0	25.0

Main Assumptions

	Unit	2020	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
Cabin factor	(%)	64.7	19.1	67.9	79.7	78.8	80.0	80.0	80.0
No. of passengers	(mn)	5.9	1.6	9.0	13.8	16.1	16.9	18.1	19.4
Average fare	(Bt/pax)	5,820	3,371	8,156	9,647	9,601	9,505	9,410	9,505
No. of aircrafts (ending)	(units)	103	87	86	70	79	81	93	98
ASK growth	(%)	(73.7)	(52.8)	243.2	40.9	21.0	7.0	7.0	7.0
RPK growth	(%)	(78.5)	(86.1)	1,118.6	65.4	19.6	8.7	7.0	7.0
Jet fuel price	(US\$/bbl)	74.1	82.5	135.2	113.0	104.6	89.5	86.0	84.0
FX	(Bt/US\$)	31.3	31.9	35.1	34.8	35.3	33.7	33.7	33.7

Financial statement

Profit and Loss Statement

FY December 31	Unit	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25
Total revenue	(Btmn)	36,900	36,475	42,770	44,881	42,947	44,514	50,770	50,274
Operating cost	(Btmn)	28,973	29,789	34,594	34,925	38,032	40,207	34,782	37,971
Operating profit	(Btmn)	7,927	6,686	8,175	9,956	4,915	4,307	15,988	12,303
Other income	(Btmn)	485	690	2,346	1,075	1,080	1,853	1,458	1,351
Interest expense	(Btmn)	3,967	3,722	4,373	4,608	4,795	4,830	4,549	3,481
Pre-tax profit	(Btmn)	4,445	3,654	6,148	6,423	1,200	1,330	12,898	10,172
Corporate tax	(Btmn)	307	281	683	(7)	(6)	1	(363)	(1)
Equity a/c profits	(Btmn)	5	12	23	36	15	3	9	32
Minority interests	(Btmn)	(11)	(8)	1	(14)	(8)	(4)	(7)	(8)
Core profit	(Btmn)	4,746	3,938	6,856	6,438	1,201	1,331	12,537	10,196
Extra-ordinary items	(Btmn)	(2,485)	(2,400)	4,927	(4,028)	(894)	11,148	(54,666)	(364)
Net Profit	(Btmn)	2,262	1,538	11,783	2,410	306	12,480	(42,129)	9,832
EBITDA	(Btmn)	11,177	10,333	13,651	13,997	9,250	9,490	20,922	16,729
Core EPS (Bt)	(Btmn)	2.17	1.80	3.14	2.95	0.55	0.61	0.44	0.36
Net EPS (Bt)	(Bt)	1.04	0.70	5.40	1.10	0.14	5.72	(1.49)	0.35

Balance Sheet

FY December 31	Unit	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25
Total current assets	(Btmn)	81,267	91,176	94,076	101,798	109,008	106,985	135,009	146,453
Total fixed assets	(Btmn)	44,961	45,396	44,579	39,892	39,412	38,922	37,025	36,458
Total assets	(Btmn)	223,318	234,290	238,991	257,110	270,526	263,743	292,508	297,753
Total loans	(Btmn)	160,702	164,733	164,418	175,726	183,618	170,429	128,741	123,804
Total current liabilities	(Btmn)	71,330	78,871	74,196	76,844	82,698	78,940	76,587	74,616
Total long-term liabilities	(Btmn)	156,676	159,253	157,231	166,657	173,955	161,942	119,231	116,459
Total liabilities	(Btmn)	279,570	288,996	282,133	297,829	310,956	291,684	246,920	242,314
Paid-up capital	(Btmn)	21,828	21,828	21,828	21,828	21,828	21,828	283,033	36,794
Total equity	(Btmn)	(56,253)	(54,706)	(43,142)	(40,719)	(40,430)	(27,941)	45,589	55,439
BVPS (Bt)	(Bt)	(25.80)	(25.09)	(19.79)	(18.69)	(18.55)	(12.83)	1.61	1.96

Cash Flow Statement

FY December 31	Unit	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25
Core Profit	(Btmn)	4,746	3,938	6,856	6,438	1,201	1,331	12,537	10,196
Depreciation and amortization	(Btmn)	2,765	2,957	3,129	2,966	3,255	3,330	3,476	3,076
Operating cash flow	(Btmn)	11,848	12,150	7,958	16,074	16,080	14,851	11,110	17,169
Investing cash flow	(Btmn)	(2,787)	(7,807)	(4,305)	(13,101)	(6,522)	(1,746)	(7,724)	(5,252)
Financing cash flow	(Btmn)	(2,091)	(2,181)	(2,784)	(4,386)	(5,656)	(5,073)	18,159	(4,297)
Net cash flow	(Btmn)	6,970	2,162	869	(1,414)	3,901	8,033	21,546	7,620

Key Financial Ratios

FY December 31	Unit	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25
Gross margin	(%)	21.5	18.3	19.1	22.2	11.4	9.7	31.5	24.5
Operating margin	(%)	21.5	18.3	19.1	22.2	11.4	9.7	31.5	24.5
EBITDA margin	(%)	30.3	28.3	31.9	31.2	21.5	21.3	41.2	33.3
EBIT margin	(%)	22.8	20.2	24.6	24.6	14.0	13.8	34.4	27.2
Net profit margin	(%)	6.1	4.1	26.1	5.2	0.7	26.9	(80.7)	19.0
ROE	(%)	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.	568.3	80.7
ROA	(%)	8.8	6.9	11.6	10.4	1.8	2.0	18.0	13.8
Net D/E	(x)	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.	0.9	0.6
Interest coverage	(x)	2.8	2.8	3.1	3.0	1.9	2.0	4.6	4.8
Debt service coverage	(x)	1.8	1.3	1.4	1.2	0.7	0.7	1.6	1.3

Key statistics

FY December 31	Unit	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25
Cabin factor	(%)	79.2	77.3	78.9	83.5	73.2	76.1	82.4	83.3
No. of passengers	(mn)	3.4	3.3	3.6	3.9	3.8	3.9	4.5	4.3
Average fare	(Bt/pax)	9,291	9,456	9,865	9,927	9,472	9,417	9,592	9,981
No. of aircrafts (ending)	(units)	74	75	70	73	78	78	79	78
ASK growth	(%)	47.2	21.5	14.7	10.1	21.1	26.2	26.2	21.1
RPK growth	(%)	93.1	22.0	9.9	10.1	11.9	24.2	31.9	20.8
Jet fuel price	(US\$/bbl)	92.1	112.6	108.1	102.6	98.5	91.8	88.5	90.2
FX	(Bt/US\$)	34.5	35.2	35.6	35.7	36.7	34.8	34.0	34.0

บทสรุป

- เรากลับมาจัดทำบทวิเคราะห์ THAI อีกครั้งด้วยคำแนะนำเชิงกลยุทธ์ระยะ 3 เดือนที่ OUTPERFORM โดยให้ราคาเป้าหมายสิ้นปี 2568 ที่ 7.8 บาท อิง PE ที่ 9.3 เท่า ซึ่งสอดคล้องกับค่าเฉลี่ยของค่ากลาง (median) หุ่นสายการบินในภูมิภาคช่วง 1 ปีที่ผ่านมา ในขณะที่หุ้นสายการบินในภูมิภาคซื้อขายอยู่ใกล้ระดับ -1SD เรามองว่า THAI มีความเหมาะสมที่จะได้รับการประเมินมูลค่าที่สูงกว่า (re-rate) เนื่องจากการฟื้นฟูกิจการที่ประสบความสำเร็จ ได้สร้างฐานกำไรที่แข็งแกร่งและเพิ่มขีดความสามารถในการแข่งขันในระยะยาวอย่างมีนัยสำคัญ เราคาดว่า THAI จะมีอัตราการเติบโตของกำไรปกติเฉลี่ยต่อปี (CAGR) ที่ 10% ในช่วง 3 ปีข้างหน้า ซึ่งสูงกว่าค่ากลางของกลุ่มหุ้นสายการบินในภูมิภาคที่อยู่ที่ 3.1% สะท้อนมุมมองของเราว่า THAI อยู่ในตำแหน่งที่เหมาะสมสำหรับการ re-rate เหนือกว่าหุ้นสายการบินในภูมิภาค
- THAI เตรียมกลับมาซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ฯ อีกครั้งในวันที่ 4 สิงหาคม 2568 หลังจากถูกห้ามซื้อขายเป็นการชั่วคราวตั้งแต่วันที่ 18 พฤษภาคม 2564 โดยบริษัทสามารถปฏิบัติตามข้อกำหนดของตลาดหลักทรัพย์ฯ ในการแก้ไขเหตุอาจถูกเพิกถอนได้สำเร็จ หลังจากออกจากแผนฟื้นฟูกิจการภายใต้คำสั่งของศาลล้มละลายกลางได้สำเร็จ
- แม้ว่าอุตสาหกรรมกำลังเผชิญกับภาวะเศรษฐกิจที่ไม่แน่นอนซึ่งอาจส่งผลกระทบต่อความต้องการเดินทาง แต่เรามองเห็นปัจจัย 4 ประการที่จะช่วยสนับสนุนให้ความสามารถในการแข่งขันของ THAI ปรับตัวดีขึ้นในอนาคต
 1. ความสำเร็จของแผนฟื้นฟูกิจการช่วยเสริมสภาพคล่องทางการเงินและลดแรงกดดันทางการเงินอย่างมีนัยสำคัญ ฐานทางการเงินที่แข็งแกร่งนี้จะปูทางไปสู่การขยายธุรกิจในอนาคต โดยอัตราส่วนหนี้ที่มีภาระดอกเบี้ยต่อส่วนของผู้ถือหุ้นลดลงจากระดับสูงถึง 12.5 เท่าในปี 2562 เหลือ 2.2 เท่าใน 1Q68 และยังมีแนวโน้มลดลงอย่างต่อเนื่อง ซึ่งฐานะทางการเงินของ THAI ที่ดีขึ้นกำลังปิดช่องว่างระหว่างหุ้นสายการบินในภูมิภาคที่ 0.4-3.6 เท่า
 2. การขยายฝูงบินและเพิ่มประสิทธิภาพ THAI มีแผนระยะยาวที่จะขยายฝูงบินจาก 78 ลำใน 1Q68 ไปสู่ 150 ลำภายในปี 2576 หรือเพิ่มขึ้น 92% หลังจากการปรับลดในช่วงที่อยู่ในแผนฟื้นฟูกิจการ (จาก 103 ลำในปี 2562) หัวใจสำคัญอีกประการคือการลดความหลากหลายของประเภทเครื่องบินลงจาก 8 ประเภทในปี 2562 เหลือเพียง 6 ประเภทใน 1Q68 และจะเหลือ 4 ประเภทในปี 2576 เพื่อลดความซับซ้อนในการดำเนินงานและค่าใช้จ่ายในการซ่อมบำรุง
 3. การเพิ่มประสิทธิภาพของเครือข่ายและกลยุทธ์เส้นทางการบิน THAI ได้เสริมความแข็งแกร่งให้กับกลยุทธ์เครือข่าย โดยสัดส่วนผู้โดยสารต้นทาง-ปลายทาง (O&D/network) เพิ่มขึ้นจาก 6% ในปี 2566 เป็น 22% ในช่วง 5 เดือนแรกของปี 2568 ซึ่งได้รับแรงหนุนจากการควบรวมกับบริษัทไทยสมายล์แอร์เวย์ การควบรวมครั้งนี้ช่วยให้การเชื่อมต่อผ่านกรุงเทพฯ ในฐานะศูนย์กลางการบินระดับภูมิภาคเป็นไปอย่างราบรื่น THAI ตั้งเป้าเพิ่มสัดส่วนผู้โดยสาร O&D/network เป็น 30% ในระยะยาว ปัจจุบัน THAI มีข้อตกลงทำเที่ยวบินร่วม (codeshare) กับสายการบินพันธมิตรถึง 19 ราย รวมถึงข้อตกลงใหม่กับสายการบิน Turkish Airlines (เดือนมิถุนายน 2568) ทำให้สามารถขยายเส้นทางบินไปยังจุดหมายการบินกว่า 100 แห่งในยุโรปและแอฟริกา
 4. ความมีวินัยในการบริหารโครงสร้างต้นทุน THAI ได้ปรับปรุงประสิทธิภาพด้านต้นทุนอย่างมีนัยสำคัญผ่านการปรับโครงสร้างพนักงานภายใต้แผนฟื้นฟูกิจการ โดยสามารถลดอัตราส่วนค่าใช้จ่ายพนักงานต่อรายได้ลงได้จาก 25% ในปี 2562 มาอยู่ที่ 11% ในปี 2567 ซึ่งเป็นระดับที่ต่ำกว่าผู้ประกอบการสายการบินอื่นๆ ในภูมิภาค และลงมาเทียบเท่ากับผู้ประกอบการสายการบินในไทย ในเดือนเมษายน 2568 THAI ได้มีการปรับเพิ่มค่าใช้จ่ายพนักงานหลังจากออกจากแผนฟื้นฟู เพื่อให้สอดคล้องกับอุตสาหกรรมและรักษาความสามารถในการแข่งขัน แม้แนวโน้มค่าใช้จ่ายพนักงานจะเพิ่มขึ้น แต่ THAI จะยังคงมีวินัยในเรื่องค่าใช้จ่าย โดยมีเป้าหมายระยะยาวคือการคงอัตราส่วนค่าใช้จ่ายพนักงานไว้ที่ 13% ของรายได้ ซึ่งยังเป็นระดับที่สามารถแข่งขันได้ เมื่อเทียบกับสายการบินในภูมิภาคที่ 11-22%
- แม้ว่ากำไรสุทธิของ THAI ในช่วงปี 2562-2567 จะมีความผันผวนจากรายการพิเศษหลายรายการที่เกี่ยวข้องกับกระบวนการฟื้นฟูกิจการ แต่กำไรปกติได้แสดงให้เห็นถึงการฟื้นตัวอย่างชัดเจนตั้งแต่ปี 2566 เราคาดว่ากำไรปกติจะเติบโตต่อเนื่องจาก 2.15 หมื่นล้านบาทในปี 2567 เป็น 2.84 หมื่นล้านบาทในปี 2570 หรือคิดเป็น CAGR ที่ 10% เรามองประเด็นบวกคือ THAI มีฐานกำไรที่สูงอยู่ในช่วง 2.39-2.84 หมื่นล้านบาทในปี 2568-70 และมีอัตรากำไรจากการดำเนินงานอยู่ที่ 18.3-19.0% ซึ่งเป็นระดับสูงเมื่อเทียบกับหุ้นสายการบินในภูมิภาค สะท้อนถึงประสิทธิภาพในการดำเนินงานที่แข็งแกร่งและความสามารถในการรับมือกับความผันผวนของอุตสาหกรรมได้ดีขึ้นของ THAI ประเมินการของเราตั้งอยู่บนสมมติฐานการเติบโตของจำนวนผู้โดยสารที่ 6% ต่อปี ซึ่งเป็นระดับที่ระมัดระวังเมื่อเทียบกับเป้าหมายของ THAI ที่ตั้งไว้ที่ 16-17% ต่อปี เพื่อสะท้อนมุมมองที่ระมัดระวังต่อสภาพเศรษฐกิจที่ไม่แน่นอน ซึ่งอาจส่งผลกระทบต่อความต้องการเดินทาง
- ความเสี่ยง ได้แก่ 1) ภาวะเศรษฐกิจโลกชะลอตัว 2) ราคาน้ำมันเชื้อเพลิงเครื่องบินที่สูงขึ้น 3) เงินบาทที่อ่อนค่าลง และ 4) การแข่งขันที่รุนแรง เรามองว่าความเสี่ยงด้าน ESG คือ ประเด็นด้านสิ่งแวดล้อม (E) และประเด็นด้านสังคม เช่น ความปลอดภัย (S)

THAI ออกจากแผนฟื้นฟูกิจการสำเร็จ

เมื่อวันที่ 28 เมษายน 2568 THAI ได้ยื่นคำร้องต่อศาลล้มละลายกลาง โดยรายงานว่าได้ดำเนินการตามแผนฟื้นฟูกิจการสำเร็จล่วงแล้ว และขอให้ศาลล้มละลายกลางมีคำสั่งยกเลิกการฟื้นฟูกิจการ ต่อมาเมื่อวันที่ 16 มิถุนายน 2568 ศาลล้มละลายกลางได้มีคำสั่งยกเลิกการฟื้นฟูกิจการของ THAI หลังจากนั้น ตลาดหลักทรัพย์ฯ (SET) ได้อนุมัติให้ THAI พ้นเหตุอาจถูกเพิกถอน และให้หลักทรัพย์ของบริษัทซื้อขายใน SET ตั้งแต่วันที่ 4 สิงหาคม 2568 เป็นต้นไป

Figure 1: THAI ประสบความสำเร็จในการดำเนินการตามเงื่อนไขของแผนฟื้นฟูกิจการครบทั้ง 4 ข้อ

1. การจดทะเบียนเพิ่มทุนจดทะเบียนของบริษัท เพื่อรองรับการปรับโครงสร้างทุน	เมื่อวันที่ 14 ธันวาคม 2565 THAI ได้จดทะเบียนเพิ่มทุนจดทะเบียนของบริษัทกับกรมพัฒนาธุรกิจการค้า กระทรวงพาณิชย์ เพื่อบริหารการปรับโครงสร้างทุนตามแผนฟื้นฟูกิจการ
2. การดำเนินการตามแผนฟื้นฟูโดยไม่เกิดเหตุผิดนัด	นับตั้งแต่วันที่ศาลอนุมัติแผนฟื้นฟูกิจการจนถึงปัจจุบัน THAI ได้ดำเนินการตามแผนโดยไม่มีการผิดนัดใด ๆ วันที่ 31 มีนาคม 2068 THAI มีหนี้สินรวม (รวมดอกเบี้ยและค่าธรรมเนียมที่ยังไม่สิ้นสุด) จำนวน 9.5 หมื่นล้านบาท โดยมีแผนการชำระหนี้ที่ถูกลดทอนลงอย่างเป็นระบบซึ่งจะดำเนินต่อไปจนถึงปี 2579 จำนวนเงินที่ต้องชำระคืนต่อปีจะแตกต่างกันไป โดยอยู่ระหว่าง 3 พันล้านบาท - 1.4 หมื่นล้านบาท
3. ผลการดำเนินงานทางการเงิน	เงื่อนไขด้าน EBITDA: EBITDA จากการดำเนินงานหลังจากหักเงินที่ต้องชำระตามสัญญาเงินกู้แล้วต้องไม่น้อยกว่า 2.0 หมื่นล้านบาท ในช่วงระยะเวลา 12 เดือนก่อนที่จะยื่นคำร้องต่อศาลเพื่อยกเลิกแผนฟื้นฟูกิจการ การปฏิบัติตามเงื่อนไข: ในปี 2567 THAI รายงาน EBITDA ที่ 5.91 หมื่นล้านบาท เงื่อนไขด้านส่วนของผู้ถือหุ้น: ส่วนของผู้ถือหุ้นตามงบการเงินเฉพาะกิจการของบริษัทต้องเป็นบวก การปฏิบัติตามเงื่อนไข: ส่วนของผู้ถือหุ้นตามงบการเงินที่ตรวจสอบแล้วสำหรับปี 2567 อยู่ที่ 4.55 หมื่นล้านบาท
4. แต่งตั้งคณะกรรมการใหม่ภายหลังการปรับโครงสร้างทุนตามแผนฟื้นฟูกิจการ	เมื่อศาลล้มละลายกลางมีคำสั่งยกเลิกแผนฟื้นฟูกิจการ อำนาจและหน้าที่ของผู้บริหารแผนฟื้นฟูกิจการจะสิ้นสุดลง และคณะกรรมการบริษัทจะกลับมาบริหารกิจการตามปกติอีกครั้ง คณะกรรมการของ THAI ประกอบด้วยกรรมการจำนวน 11 คน ซึ่งในจำนวนนี้มี 4 คนที่ดำรงตำแหน่งกรรมการและ CEO มาตั้งแต่ช่วงฟื้นฟูกิจการ และมีกรรมการอิสระจำนวน 4 คน (36% ของจำนวนกรรมการทั้งหมด)

Source: Company data and InnovestX Research

Figure 2: การเปลี่ยนแปลงและพัฒนาการที่สำคัญ

วันที่	เหตุการณ์
22 พ.ค. 2563	กระทรวงการคลังลดสัดส่วนการถือหุ้นในบริษัทลงต่ำกว่า 50% โดยขายหุ้น 3.2% ให้กองทุนรวมวายุภักษ์หนึ่ง โดยเหลือการถือหุ้น 47.9% และ THAI ได้พ้นจากสถานะรัฐวิสาหกิจตามกฎหมายที่เกี่ยวข้อง
26 พ.ค. 2563	THAI ยื่นคำร้องขอฟื้นฟูกิจการต่อศาลล้มละลายกลาง เนื่องจากผลกระทบจากโควิด-19 ทำให้ต้องลดเที่ยวบินและหยุดให้บริการชั่วคราว ส่งผลให้ขาดสภาพคล่อง
14 ก.ย. 2563	ศาลล้มละลายกลางมีคำสั่งให้ฟื้นฟูกิจการ และแต่งตั้งผู้ทำแผน 7 ราย ได้แก่ พลอากาศเอก ชัยพลกัญ ติยะศรีนิ, นายจักรกฤษณ์ พาราพันธ์กุล, นายพีระพันธุ์ สาลีรัฐวิภาค, นายบุญทักษ์ หวังเจริญ, นายปิยสวัสดิ์ อัมระนันทน์, นายชาญศิลป์ ตรีนุชกร และบริษัท บริษัท อีวาย คอร์ปอเรชั่นแอดไวซอรี่ เซอร์วิส จำกัด
18 พ.ค. 2564	THAI ถูกระงับการซื้อขาย เนื่องจากเป็นบริษัทที่เข้าข่ายอาจถูกเพิกถอน
15 มิ.ย. 2564	ศาลล้มละลายกลางเห็นชอบแผนฟื้นฟูกิจการและคำร้องขอแก้ไขแผน พร้อมแต่งตั้งผู้บริหารแผน 5 ราย
20 ต.ค. 2565	ศาลล้มละลายกลางเห็นชอบการขอแก้ไขแผนฟื้นฟูกิจการ โดยมีผู้บริหารแผนเหลือ 3 ท่านคือ นายปิยสวัสดิ์ อัมระนันทน์, นายพรชัย ชูเวย และนายชาญศิลป์ ตรีนุชกร
14 ธ.ค. 2565	บริษัทได้ดำเนินการตามแผนฟื้นฟูกิจการ กล่าวคือ ดำเนินการจดทะเบียนกับกรมพัฒนาธุรกิจการค้า กระทรวงพาณิชย์ เพื่อเพิ่มทุนจดทะเบียนจากเดิมจำนวน 21,827,719,170 บาท เป็นทุนจดทะเบียนจำนวน 336,824,601,650 บาท โดยการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนจำนวนไม่เกิน 31,499,688,248 หุ้น มูลค่าที่ตราไว้หุ้นละ 10.00 บาท
17 พ.ค. 2566	คณะกรรมการเจ้าหนี้เห็นชอบให้ปรับโครงสร้างธุรกิจ โดยโอนย้ายการปฏิบัติการบินและบริการจากไทยสมายล์ไปยังการบินไทย ตั้งแต่วันที่ 2567
29 พ.ย. 2567	บริษัทจัดสรรหุ้นสามัญเพิ่มทุนจำนวน 20,989.45 ล้านหุ้น ให้แก่เจ้าหนี้ตามแผนฟื้นฟูกิจการ จากการแปลงหนี้เป็นทุน ที่ราคา 2.5452 บาทต่อหุ้น
20 ธ.ค. 2567	บริษัทจัดสรรหุ้นสามัญเพิ่มทุนจำนวน 5,131.07 ล้านหุ้น ให้แก่ผู้ถือหุ้นเดิม พนักงาน และบุคคลในวงจำกัด ที่ราคา 4.48 บาทต่อหุ้น
23 ธ.ค. 2567	บริษัทจดทะเบียนลดทุนจดทะเบียนโดยตัดหุ้นที่ยังไม่ได้จองจำหน่ายจำนวน 5,379.17 ล้านหุ้น ส่งผลให้ทุนจดทะเบียนคงเหลือ 283,032,915,670 ล้านบาท มูลค่าที่ตราไว้หุ้นละ 10.00 บาท
25 ก.พ. 2568	ผู้บริหารแผนอนุมัติเรียกประชุมวิสามัญผู้ถือหุ้น ครั้งที่ 1/2568 เพื่อพิจารณาเรื่องกรรมการบริษัท และการลงนามผูกพันบริษัท กำหนดประชุมวันที่ 18 เม.ย. 2568
5 มี.ค. 2568	บริษัทจดทะเบียนลดมูลค่าหุ้นจาก 10 บาท เหลือ 1.30 บาท เพื่อชดเชยผลขาดทุนสะสม โดยทุนจดทะเบียนใหม่อยู่ที่ 36,794.28 ล้านบาท โดยไม่กระทบจำนวนหุ้นของผู้ถือหุ้นที่ 28,303.29 ล้านหุ้น
18 เม.ย. 2568	แจ้งมติที่ประชุมวิสามัญผู้ถือหุ้น ครั้งที่ 1/2568 ซึ่งจัดขึ้นตามข้อกำหนดของแผนฟื้นฟูกิจการ โดยมีมติที่ประชุมอนุมัติตามที่คณะกรรมการเสนอ
28 เม.ย. 2568	ยื่นคำร้องต่อศาลล้มละลายกลางเพื่อแจ้งผลสำเร็จของการดำเนินการตามแผนฟื้นฟูกิจการและขอให้ศาลล้มละลายกลางมีคำสั่งยกเลิกการฟื้นฟูกิจการ
16 มิ.ย. 2568	ศาลล้มละลายกลางมีคำสั่งยกเลิกการฟื้นฟูกิจการของ THAI
23 ก.ค. 2568	SET อนุมัติให้ THAI พ้นเหตุอาจถูกเพิกถอนและให้หลักทรัพย์ของบริษัทซื้อขายใน SET ตั้งแต่วันที่ 4 สิงหาคม 2568 เป็นต้นไป
4 ส.ค. 2568	THAI จะกลับเข้าซื้อขายวันแรกภายหลังพ้นเหตุเพิกถอนในกลุ่มอุตสาหกรรมบริการ หมวดธุรกิจขนส่งและโลจิสติกส์

Source: Company data and InnovestX Research

พัฒนาการที่สำคัญ

การปรับโครงสร้างหนี้และทุน

ภายใต้แผนฟื้นฟูกิจการ THAI มีหนี้รวมทั้งสิ้น ~4.1 แสนล้านบาท ซึ่งต่อมากำหนดให้ต้องชำระตามแผนฟื้นฟูตามคำสั่งถึงที่สุดลดลงมาอยู่ที่ 1.89 แสนล้านบาท THAI ไม่ได้ปรับลดจำนวนเงินต้นของหนี้ที่ต้องชำระ (haircut) อย่างไรก็ตาม ภาระหนี้ลดลงเหลือ 9.5 หมื่นล้านบาท หลังจากเจ้าหนี้ทางการเงินแปลงหนี้เป็นทุน และมีการลดดอกเบี้ยที่ต้องจ่ายจากหนี้ที่เหลืออยู่

- การแปลงหนี้เป็นทุน: ในเดือนธันวาคม 2567 THAI ได้มีการแปลงหนี้เป็นทุนที่ราคา 2.5452 บาท/หุ้น ส่งผลให้หนี้สินเปลี่ยนเป็นส่วนของผู้ถือหุ้น
- การเสนอขายหุ้นเพิ่มทุน: นอกจากนี้ THAI ยังได้เสนอขายหุ้นสามัญเพิ่มทุนให้แก่ผู้ถือหุ้นเดิมก่อนการปรับโครงสร้างทุนตามแผนฟื้นฟูกิจการ รวมถึงเสนอขายหุ้นสามัญเพิ่มทุนให้แก่พนักงานและ/หรือบุคคลในวงจำกัด (private placement) ด้วย ที่ราคาใช้สิทธิหุ้นละ 4.48 บาท/หุ้น

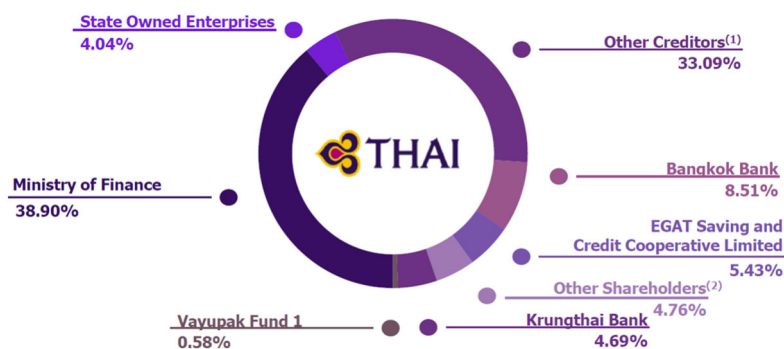
ภายหลังการปรับโครงสร้างหนี้และทุน ส่วนของผู้ถือหุ้นของ THAI เปลี่ยนจากติดลบ 1.287 แสนล้านบาท ในปี 2563 เป็นบวกที่ 4.56 หมื่นล้านบาทในปี 2567 โดยมีจำนวนหุ้นรวมทั้งสิ้น 28,303.29 ล้านหุ้น เมื่ออิงกับโครงสร้างผู้ถือหุ้น ณ วันที่ 14 มีนาคม 2568 ผู้ถือหุ้นส่วนใหญ่ของ THAI คือ เจ้าหนี้จากการแปลงหนี้เป็นทุนตามแผนฟื้นฟูกิจการ กระทรวงการคลังยังคงเป็นผู้ถือหุ้นหลักที่ 38.9% ซึ่งลดลงจาก 51% ก่อนการเข้าสู่แผนฟื้นฟูกิจการ โดยประธานกรรมการของ THAI ได้ให้ความเห็นว่าสัดส่วนของกระทรวงการคลังจะไม่เปลี่ยนแปลงไปจากนี้ เพื่อให้ THAI มีความเป็นบริษัทเอกชน ซึ่งจะเป็นประโยชน์ในเรื่องความคล่องตัวของการดำเนินงาน

Figure 3: การปรับโครงสร้างหนี้และทุน

เจ้าหนี้	ตามแผนฟื้นฟูกิจการ (ปี.ค. 2564)	ตามแผนฟื้นฟูกิจการฉบับแก้ไข (ต.ค. 2565)	ราคาแปลงหนี้เป็นทุน (บาท/หุ้น)
เจ้าหนี้กลุ่มที่ 4: เจ้าหนี้เงินกู้ยืมจากผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่มีใช้สถาบันการเงิน	จะได้รับการชำระหนี้ครบถ้วนในปีที่ 12 ของแผน โดยมีการลดอัตราดอกเบี้ยลง	ได้รับการชำระหนี้ทั้งหมดด้วยการแปลงหนี้เป็นทุน	2.5452
เจ้าหนี้กลุ่มที่ 5: เจ้าหนี้สถาบันการเงินที่มีสิทธิตามสัญญาโอนสิทธิในการได้รับเงินจากการขายเครื่องบิน	จะได้รับการชำระหนี้ครบถ้วนในปีที่ 12-15 ของแผน โดยมีการลดอัตราดอกเบี้ยลง	ได้รับการชำระหนี้ด้วยการแปลงหนี้จำนวน 24.5% ของภาระหนี้คงค้างเป็นทุน ภาระหนี้ส่วนที่เหลือ 75.5% มีการทยอยชำระถึงปี 2579	
เจ้าหนี้กลุ่มที่ 6: เจ้าหนี้สถาบันการเงินที่ไม่มีประกัน			
เจ้าหนี้กลุ่มที่ 18-31: เจ้าหนี้ผู้ถือหุ้นกู้			
ผู้ถือหุ้น			ราคาใช้สิทธิ (บาท/หุ้น)
เสนอขายหุ้นสามัญเพิ่มทุนให้แก่ผู้ถือหุ้นเดิมของบริษัทก่อนการปรับโครงสร้างทุนตามแผนฟื้นฟูกิจการ พนักงาน และ/หรือบุคคลในวงจำกัด (private placement)			4.48

Source: Company data and InnovestX Research

Figure 4: โครงสร้างผู้ถือหุ้นของ THAI ในปัจจุบัน



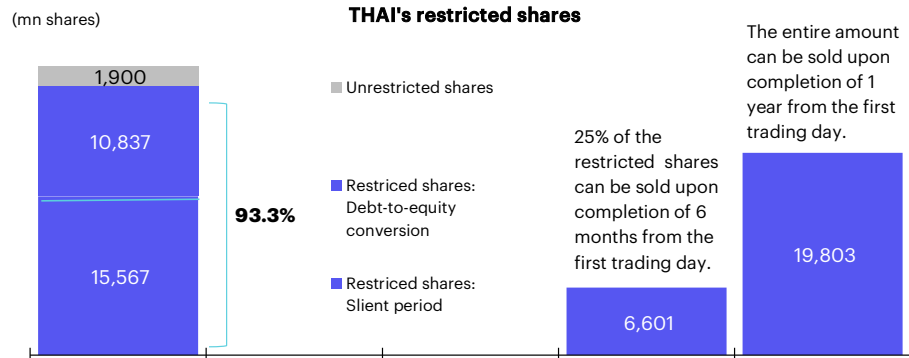
Remark: (1) Other creditors from the debt-to-equity conversion under the business rehabilitation plan
(2) Other shareholders of THAI prior to the capital restructuring, employees of THAI and investors from private placement

Source: Company data and InnovestX Research

ระยะเวลาห้ามขายหุ้น

THAI มีหุ้นที่เข้าข่ายการห้ามขายหุ้นในระยะเวลาที่กำหนด (silent period) และการห้ามขายหุ้นที่เกิดจากการแปลงหนี้เป็นทุนรวม 26,403.4 ล้านหุ้น หรือ 93.3% ของจำนวนหุ้นทั้งหมด โดยหุ้นดังกล่าวจำนวน 25% จะสามารถขายได้เมื่อครบ 6 เดือนนับจากการซื้อขายวันแรก และจะสามารถขายได้ทั้งหมดเมื่อครบ 1 ปีนับจากการซื้อขายวันแรก

Figure 5: จำนวนหุ้นที่ถูกสั่งห้ามขายและระยะเวลาห้ามขายหุ้น THAI



Source: Company data and InnovestX Research

การดำเนินงานและผลประกอบการของ THAI

ภายใต้แผนการฟื้นฟูกิจการ THAI เน้นการปรับโครงสร้างองค์กรและลดต้นทุนที่ไม่จำเป็น เช่น:

- การปรับปรุงโครงสร้างองค์กรและวิธีการทำงาน โดยการปรับปรุงองค์กรให้ลดความซ้ำซ้อนในการทำงาน การปรับจำนวนพนักงาน, สิทธิประโยชน์ และค่าตอบแทนให้เหมาะสม
- การปรับปรุงเครือข่ายเส้นทางการบินและปรับฝูงบิน เช่น การบริหารและยกเลิกเส้นทางการบินที่ไม่กำไร การปรับฝูงบินให้เหมาะสมเพื่อรักษาความสามารถในการแข่งขัน หรือการปรับลดประเภทเครื่องบินเพื่อลดต้นทุนและค่าใช้จ่ายที่เกี่ยวข้อง
- การปรับปรุงการดำเนินงานภายในองค์กรและหน่วยธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับการบิน เพื่อเพิ่มความคล่องตัวในการดำเนินงาน เช่น การควบรวมกับบริษัทไทยสมายล์แอร์เวย์
- การปรับปรุงกลยุทธ์ด้านการพาณิชย์และความสามารถในการหารายได้ รวมถึงการปรับปรุงช่องทางการขาย และการหารายได้จากธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับการบินต่างๆ
- การขายทรัพย์สินที่ไม่เกี่ยวข้องกับการดำเนินงานหลัก เช่น หลักทรัพย์ที่ถืออยู่ในบริษัทจดทะเบียนต่างๆ เครื่องบินและอะไหล่ที่ไม่ได้ใช้งาน ที่ดินและสิ่งปลูกสร้างต่างๆ เพื่อเพื่อสภาพคล่อง

ในปี 2567 THAI รายงานรายได้รวมที่ 1.83 แสนล้านบาท เพิ่มขึ้น 16% YoY และสูงกว่าระดับในปี 2562 (ก่อนเกิดโควิด-19และก่อนเข้าสู่แผนฟื้นฟูกิจการ) ประมาณ 2% ซึ่งสอดคล้องกับการฟื้นตัวของภาคการท่องเที่ยวไทย THAI รายงานผลขาดทุนสุทธิ 2.7 หมื่นล้านบาท ในปี 2567 ซึ่งลดลงอย่างมากจากกำไรสุทธิ 2.8 หมื่นล้านบาทในปี 2566 โดยสาเหตุหลักมาจากรายการพิเศษด้านลบที่เกี่ยวข้องกับการแปลงหนี้เป็นทุน อย่างไรก็ตาม หากไม่รวมรายการพิเศษดังกล่าว กำไรปกติของ THAI อยู่ที่ 2.15 หมื่นล้านบาท ลดลง 15% YoY โดยมีสาเหตุหลักจากค่าใช้จ่ายดอกเบี้ยที่เพิ่มขึ้น อันเป็นผลจากการบังคับใช้มาตรฐานบัญชี TFRS 16 สำหรับสัญญาเช่าเครื่องบิน แม้ว่าการดำเนินงานจะปรับตัวดีขึ้นก็ตาม

Figure 6: ผลประกอบการของ THAI ปรับตัวดีขึ้น

(Bt mn)	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Revenue	188,368	182,727	178,312	189,857	195,965	180,280	47,716	21,572	103,867	157,446	183,113
Core profit/(loss)	(21,892)	(5,008)	3,385	3,094	(10,364)	(17,702)	(52,291)	(22,088)	(2,946)	25,389	21,507
Extra items	6,280	(8,059)	(3,370)	(5,202)	(1,261)	5,660	(88,879)	77,207	2,674	2,707	(48,440)
Net profit/(loss)	(15,612)	(13,068)	15	(2,107)	(11,625)	(12,042)	(141,171)	55,118	(272)	28,096	(26,934)
Total Asset	307,267	302,471	283,124	280,775	268,721	256,665	208,791	161,219	198,178	238,991	292,508
Total liability	265,971	269,545	249,536	248,762	248,265	244,899	337,456	232,470	269,202	282,133	246,920
Total Equity	41,296	32,925	33,588	32,013	20,456	11,766	(128,665)	(71,250)	(71,025)	(43,142)	45,589

Source: InnovestX Research

คณะกรรมการและทีมผู้บริหาร

เมื่อศาลล้มละลายกลางมีคำสั่งยกเลิกการฟื้นฟูกิจการ อำนาจหน้าที่ของผู้บริหารแผนฟื้นฟูกิจการจะสิ้นสุดลง และคณะกรรมการบริษัทจะกลับมาปฏิบัติตามกฎหมายอีกครั้ง คณะกรรมการของ THAI ประกอบด้วยกรรมการจำนวน 11 คน ซึ่งในจำนวนนี้มี 4 คนที่ดำรงตำแหน่งกรรมการและ CEO มาตั้งแต่ช่วงฟื้นฟูกิจการ และมีกรรมการอิสระจำนวน 4 คน (36% ของจำนวนกรรมการทั้งหมด)

Figure 7: คณะกรรมการของ THAI



Source: Company data and InnovestX Research

ทีมผู้บริหารของ THAI มีประสบการณ์อันยาวนาน โดยผู้บริหารแต่ละท่านมีประสบการณ์การทำงานกับ THAI นานถึง 21-40 ปี ที่สำคัญคือ ผู้บริหารเหล่านี้ได้เข้ามาบริหารงานก่อนที่บริษัทจะดำเนินการตามแผนฟื้นฟูกิจการ

Figure 8: ทีมผู้บริหารของ THAI



Source: Company data and InnovestX Research

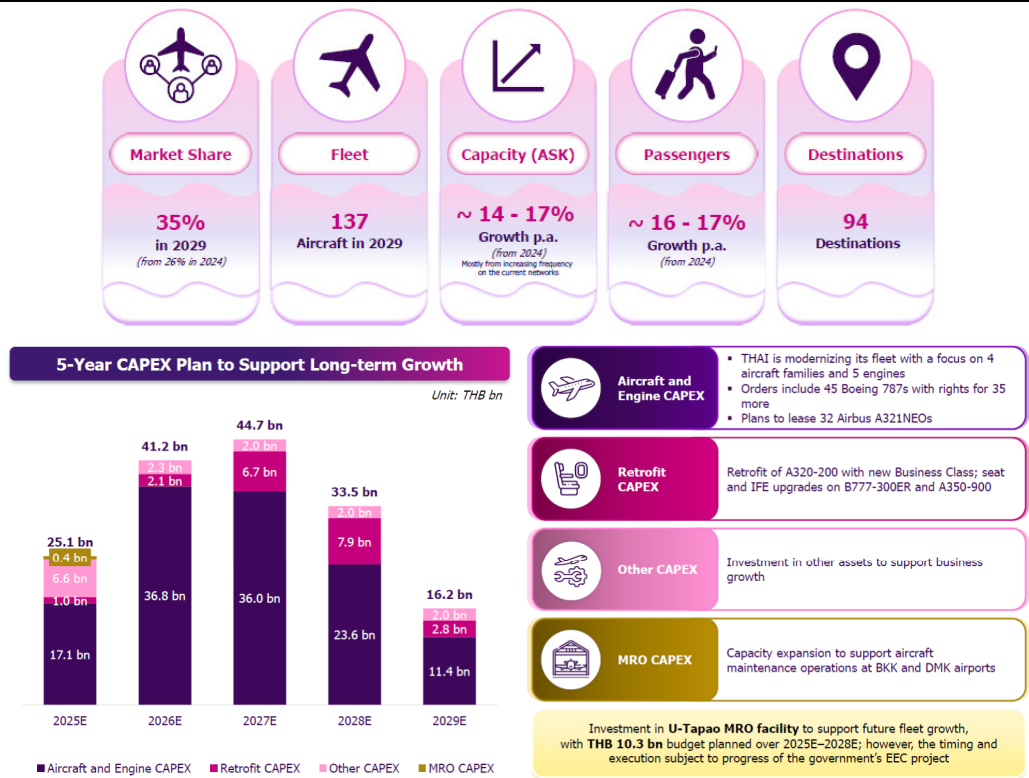
เป้าหมายระยะ 5 ปี (ปี 2568-2572) ของ THAI

THAI ได้เปิดเผยเป้าหมายระยะ 5 ปี ซึ่งสะท้อนว่าบริษัทจะเน้นการเติบโตทางด้านรายได้ ซึ่งหลักๆ จะมาจากการเพิ่ม capacity เป็นหลัก คือ: 1) การเพิ่มส่วนแบ่งตลาดที่สนามบินสุวรรณภูมิจาก 26% ในปี 2567 เป็น 35% ในปี 2572 จาก ซึ่งจะกลับไปเป็นระดับใกล้เคียงกับปี 2562 ที่ 37% 2) การขยายฝูงบินจาก 78 ลำในปัจจุบัน เป็น 137 ลำในปี 2572 และ 150 ลำในปี 2576 3) การเพิ่ม ASK capacity 14-17% ต่อปี 4) การเพิ่มจำนวนผู้โดยสาร 16-17% ต่อปี และ 5) การเพิ่มจุดหมายการบินจาก 63 จุดบินในปัจจุบัน เป็น 94 จุดบินในปี 2572

งบลงทุนรวมทั้งหมดในปี 2568-2572 จะอยู่ที่ ~1.61 แสนล้านบาท โดยส่วนใหญ่จะเกิดขึ้นในช่วงแรก และจะใช้งบลงทุนสูงสุดในปี 2570 การลงทุนส่วนใหญ่ (78% ของงบลงทุนทั้งหมด) จะเน้นไปที่การขยายฝูงบิน ตามด้วยการปรับปรุงเครื่องบินที่มีอยู่ และการลงทุนอื่นๆ THAI ระบุว่าจะมีงบลงทุนเพิ่มเติมอีก 1.03 หมื่นล้านบาท สำหรับการก่อสร้างศูนย์ซ่อมอากาศยานแห่งใหม่ (MRO) ที่สนามบินอู่ตะเภา โดยระยะเวลาและการดำเนินโครงการนี้จะขึ้นอยู่กับความคืบหน้าของโครงการ EEC

THAI วางแผนใช้กระแสเงินสดภายในกิจการในปี 2568-2569 เป็นแหล่งเงินทุนสำหรับการลงทุน เนื่องจากบริษัทมีเงินสดและสินทรัพย์ทางการเงินรวม 1.25 แสนล้านบาท (ณ วันที่ 31 มีนาคม 2568) THAI อาจพิจารณาทางเลือกในการระดมทุนผ่านการกู้ยืมในปี 2570 ซึ่งเป็นปีที่บริษัทมีแผนเริ่มรับมอบเครื่องบินลำตัวกว้าง

Figure 9: เป้าหมายระยะ 5 ปี (ปี 2568-2572) ของ THAI: แผนการเติบโตด้านรายได้



Source: Company data and InnovestX Research

4 ปัจจัยที่สะท้อนถึงความสามารถในการแข่งขันที่เพิ่มขึ้นของ THAI

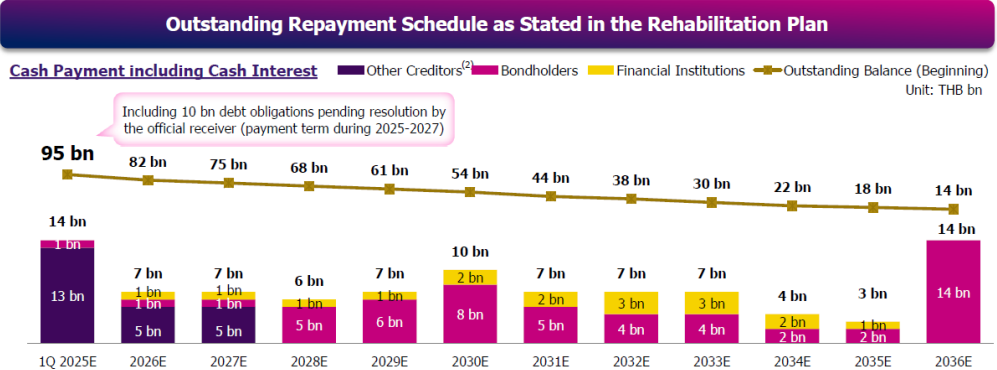
ในระยะสั้นแม้ว่าอุตสาหกรรมกำลังเผชิญกับภาวะเศรษฐกิจที่ไม่แน่นอน ซึ่งอาจส่งผลกระทบต่อความต้องการเดินทาง แต่เรามองเห็น 4 ปัจจัยที่บ่งชี้ถึงความสามารถในการแข่งขันที่เพิ่มขึ้นของ THAI ในอนาคต

- ความสำเร็จของแผนฟื้นฟูทางการเงินช่วยเสริมสภาพคล่องทางการเงินและลดแรงกดดันทางการเงินอย่างมีนัยสำคัญ** เรามองว่าความสำเร็จในการดำเนินการตามแผนฟื้นฟูทางการเงินของ THAI ถือเป็นจุดเปลี่ยนสำคัญที่ช่วยเสริมความแข็งแกร่งให้กับฐานะทางการเงินของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญ และลดแรงกดดันที่บริษัทเผชิญได้อย่างมาก ฐานะทางการเงินที่แข็งแกร่งนี้จะปูทางไปสู่การขยายธุรกิจในอนาคต

ภายใต้แผนฟื้นฟูทางการเงิน THAI มีหนี้รวมทั้งสิ้น ~4.1 แสนล้านบาท ซึ่งต่อมากภาระหนี้ที่ต้องชำระตามแผนฟื้นฟูตามคำสั่งถึงที่สุดลดลงมาอยู่ที่ 1.89 แสนล้านบาท และลดลงเหลือ 9.5 หมื่นล้านบาท หลังการแปลงหนี้เป็นทุนของเจ้าหนี้ทางการเงิน นอกจากนี้จำนวนหนี้ที่ลดลงและทุนที่เพิ่มขึ้นแล้ว กระแสเงินสดของ THAI ยังได้รับผลบวกจากการเจรจาปรับลดอัตราดอกเบี้ยและการขยายเวลาชำระหนี้ต้นออกไปในระยะ 10 ปีข้างหน้า โดย THAI ให้ข้อมูลว่าบริษัทมีการต้องชำระหนี้และดอกเบี้ย 1.4 หมื่นล้านบาทในปี 2568, ราย 3 พันล้านบาท-1 หมื่นล้านบาทต่อปีในปี 2569-2578 และ 1.4 หมื่นล้านบาทในปี 2579 ซึ่งเราประเมินว่า THAI มีความสามารถในการชำระหนี้เนื่องจากเราคาดว่าบริษัทจะมีกระแสเงินสดจากการดำเนินงานราว 3.7-4.9 หมื่นลบ. ในปี 2568-2570 นอกจากนี้บริษัทยังมีเงินสดและสินทรัพย์ทางการเงินรวม 1.25 แสนล้านบาท ณ วันที่ 31 มีนาคม 2568

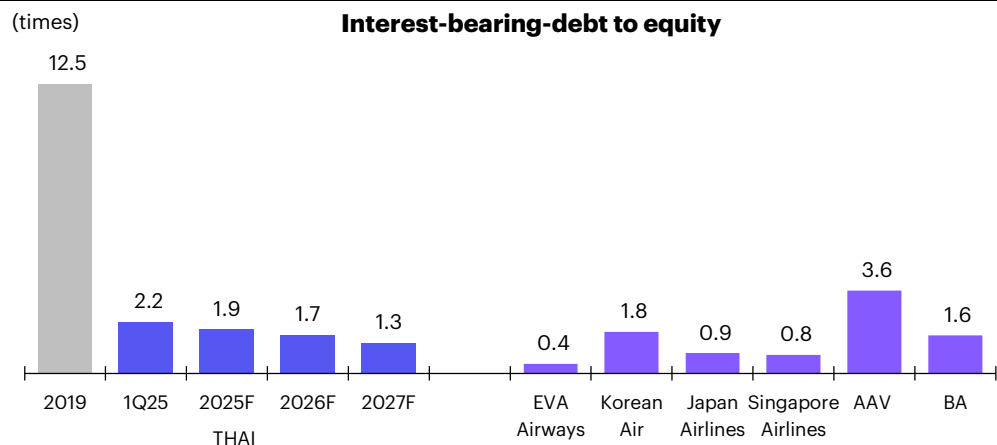
สถานะทางการเงินของ THAI ปรับตัวดีขึ้น ดังเห็นได้จากอัตราส่วนหนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยต่อทุนซึ่งลดลงจากระดับสูงถึง 12.5 เท่าในปี 2562 มาอยู่ที่ 2.2 เท่า ณ วันที่ 31 มีนาคม 2568 เราคาดว่าอัตราส่วนหนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยต่อทุน และยังมีแนวโน้มลดลงอย่างต่อเนื่องมาอยู่ที่ 1.3 เท่าในปี 2570 ซึ่งฐานะทางการเงินของ THAI ที่ดีขึ้นกำลังปิดช่องว่างระหว่างหุ้นสายการบินในภูมิภาคที่ 0.4-3.6 เท่า

Figure 10: กำหนดการชำระหนี้ของ THAI



Source: Company data and InnovestX Research

Figure 11: สถานะทางการเงินของ THAI ที่ดีขึ้นกำลังปิดช่องว่างระหว่างหุ้นสายการบินในภูมิภาค

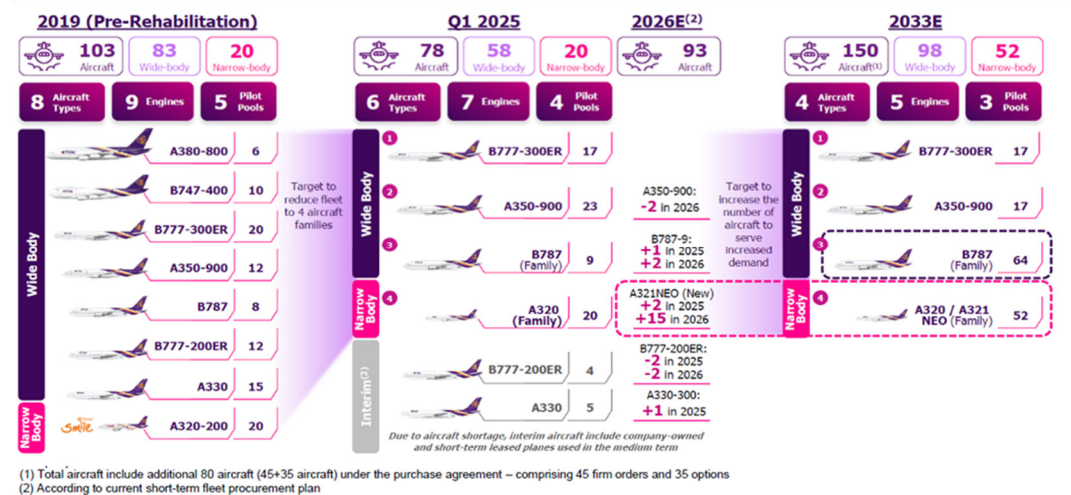


Source: Bloomberg L.P. and InnovestX Research

*Interest-bearing-debt includes lease liabilities. Peer data is as of 1Q25.

- 2. การขยายฝูงบินและเพิ่มประสิทธิภาพ** THAI จะกลับมาขยายฝูงบินอีกครั้งหลังจากปรับลดซึ่งเป็นสิ่งจำเป็นสำหรับการปรับโครงสร้างการดำเนินงานในช่วงแผนฟื้นฟูกิจการ กลยุทธ์การปรับเปลี่ยนฝูงบินของ THAI มุ่งเน้นการสนับสนุนการเติบโตและเพิ่มประสิทธิภาพ THAI มีแผนระยะยาวที่จะขยายฝูงบินจาก 78 ลำใน 1Q68 ไปสู่ 150 ลำภายในปี 2576 หรือเพิ่มขึ้น 92% หลังจากที่ปรับลดฝูงบินจาก 103 ลำในปี 2562 ในช่วงที่มีการฟื้นฟูกิจการ นอกจากนี้บริษัทยังมีแผนลดความหลากหลายของประเภทเครื่องบินลงจาก 8 ประเภทในปี 2562 เหลือเพียง 6 ประเภทใน 1Q68 และจะเหลือ 4 ประเภทภายในปี 2576 เพื่อลดความซับซ้อนในการดำเนินงานและค่าใช้จ่าย

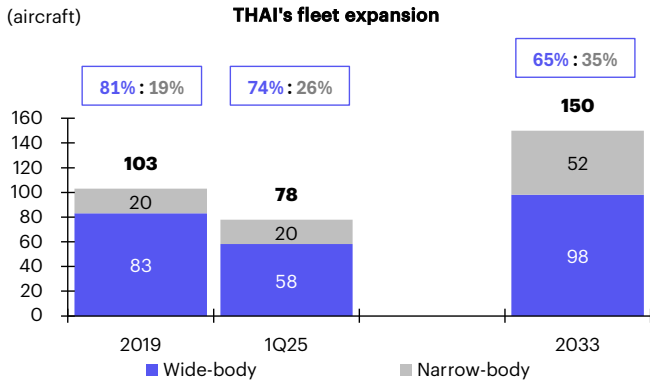
Figure 12: แผนขยายฝูงบินของ THAI



Source: Company data and InnovestX Research

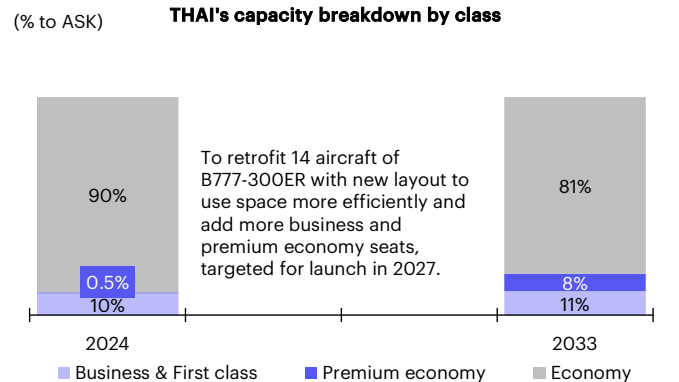
- **เพิ่มเครื่องบินลำตัวกว้างสำหรับตลาดระยะไกล (บินเกิน 6 ชั่วโมง)** THAI ได้สั่งซื้อเครื่องบินโบอิง 787 ลำใหม่เพิ่ม โดยสั่งซื้อเครื่องบิน B787 รุ่นใหม่จำนวน 45 ลำ และมีสิทธิซื้อเพิ่มอีก 35 ลำ กำหนดเริ่มส่งมอบในปี 2570 โดยเครื่องบิน B787 จะกลายเป็นเครื่องบินหลักของฝูงบินลำตัวกว้าง บริษัทจะเพิ่มจำนวนเครื่องบินลำตัวกว้างจาก 58 ลำใน 1Q68 เป็น 98 ลำภายในปี 2576
- **เพิ่มความสะดวกสบายของเครื่องบินลำตัวแคบสำหรับตลาดระยะใกล้ (บินน้อยกว่า 6 ชั่วโมง)** ในปี 2566 THAI ได้มีการควบรวมกับบริษัทไทยสมายล์แอร์เวย์และได้รวมเอาเครื่องบิน A320 จำนวน 20 ลำเพื่อเพิ่มความแข็งแกร่งให้กับเครือข่ายเส้นทางบินระยะใกล้ THAI ได้มีการทำสัญญาเช่าระยะยาวเครื่องบิน A321NEO จำนวน 32 ลำ ซึ่งจะเข้าฝูงบินในปี 2568 เป็นต้นไป จำนวนเครื่องบินลำตัวแคบจะเพิ่มจาก 20 ลำใน 1Q68 สู่ 52 ลำภายในปี 2576 เรามองว่าเป็นปัจจัยบวกที่สัดส่วนของเครื่องบินลำตัวแคบจะเพิ่มขึ้นจาก 26% ใน 1Q68 เป็น 35% ภายในปี 2576 ซึ่งจะช่วยเพิ่มประสิทธิภาพของเครือข่ายเส้นทางบิน และเพิ่มจำนวนผู้โดยสารต้นทาง-ปลายทาง (O&D network passenger) ที่เดินทางเชื่อมต่อระหว่างตลาดระยะใกล้กับตลาดระยะใกล้
- **การเพิ่มประสิทธิภาพการให้บริการ** THAI มุ่งเพิ่มประสิทธิภาพการให้บริการผู้โดยสารผ่านการปรับปรุงฝูงบิน โดยได้ดำเนินการปรับปรุงห้องโดยสารของเครื่องบิน A320 ในโซน business class เปิดให้บริการ Wi-Fi บนเครื่องบิน B777-300ER แล้ว นอกจากนี้ ในปี 2570 บริษัทยังมีแผนจะปรับปรุงห้องโดยสารของ B777-300ER อีก 14 ลำ เพื่อยกระดับความทันสมัยและมอบความสะดวกสบายในการเดินทาง ในระยะยาว บริษัทจะมุ่งเน้นไปที่การเพิ่มความสามารถในการทำกำไร โดยเพิ่มสัดส่วนของที่นั่งชั้นประหยัดพรีเมียม ชั้นธุรกิจ และชั้น first-class ที่ให้อัตรากำไรสูง โดยมีแผนจะเพิ่มสัดส่วนที่นั่งเหล่านี้จาก 10.5% ของ capacity (ASK) รวมทั้งหมดในปี 2567 เป็น 19% ในปี 2576 ขณะเดียวกันก็ลดสัดส่วนที่นั่งชั้นประหยัดลงจาก 90% ในปี 2567 เหลือ 81% ในปี 2576

Figure 13: THAI มีแผนขยายฝูงบินให้มีความหลากหลายของประเภทเครื่องบินมากขึ้น เพื่อให้สามารถรองรับความต้องการของผู้โดยสาร



Source: Company data and InnovestX Research

Figure 14: เพิ่มที่นั่งชั้นประหยัดพรีเมียม ชั้นธุรกิจ และชั้น first-class ที่มีอัตรากำไรสูงขึ้น



Source: Company data and InnovestX Research

เมื่อเทียบกับสายการบินในภูมิภาค เรามองเห็นประเด็นบวกของ THAI คือ การขยายฝูงบินเพื่อการเติบโตในอนาคตและการลดประเภทเครื่องบิน ซึ่งต่ำกว่าคู่แข่งส่วนใหญ่มาก ซึ่งการลดความซับซ้อนนี้จะช่วยลดค่าใช้จ่ายในการดำเนินงาน การซ่อมบำรุง การฝึกอบรมนักบินและลูกเรือ และการจัดการอะไหล่ได้ และจะทำให้ THAI มีความคล่องตัวและมีความได้เปรียบในด้านต้นทุน

Figure 15: ฝูงบินของ THAI เทียบกับสายการบินในภูมิภาค

Feature / Airline	THAI Airways International	EVA Airways	Korean Air	Japan Airlines	Singapore Airlines
กลยุทธ์โดยรวม	หลังการฟื้นฟูกิจการ THAI จะมุ่งเน้นสร้างการเติบโต โดยวางแผนขยายฝูงบินอย่างมีนัยสำคัญ (78 ลำใน 1Q68 เป็น 150 ลำภายในปี 2576) ลดความหลากหลายของประเภทเครื่องบิน (6 ประเภทใน 1Q68 เหลือ 4 ประเภทในปี 2576) ปรับปรุงฝูงบินด้วยเครื่องบินรุ่นใหม่ และยกระดับการให้บริการ	มาตรฐานความปลอดภัย และการบริการสูง การปรับปรุงให้ทันสมัยอย่างต่อเนื่อง และการมุ่งเน้นประสิทธิภาพเส้นทางบินระยะไกลและฐานที่ตั้งในภูมิภาค	เครือข่ายระดับโลกขนาดใหญ่และหลากหลาย การปรับปรุงให้ทันสมัยอย่างต่อเนื่อง การเตรียมพร้อมสำหรับการเติบโต/synergy	ความมั่นคงหลังปรับโครงสร้าง การปรับปรุงฝูงบินให้ทันสมัย ประสิทธิภาพการใช้เชื้อเพลิง เส้นทางบินภายในประเทศและเส้นทางระหว่างประเทศที่แข็งแกร่ง และคุณภาพการให้บริการ	การปรับปรุงให้ทันสมัยอย่างสม่ำเสมอ เช่น ตลาดพรีเมียม ฝูงบินมีอายุเฉลี่ยน้อย การเติบโตเชิงกลยุทธ์ในเส้นทางบินระยะไกลที่สำคัญและเส้นทางบินในภูมิภาค
ขนาดฝูงบินในปัจจุบันโดยประมาณ	78	86	169	232 (รวม Zip Air และ Spring Japan)	198 (รวม Scoot)
อายุเฉลี่ยของฝูงบิน	10.3	9.1	10.9	12.3	8.2
เน้นเครื่องบินลำตัวกว้าง	A350-900, B777-200ER, B777-300ER, B787-8, B787-9	A330-300, B777-300ER, B787-9, B787-10	Mix of B747, B777, B787, A330, A380	A350-1000, A350-900, B777-300ER, B-787-8, B787-9, B767-300ER	A350-900, A350-900ULR, A380-800, B777-300ER, B787-10, B787-8, B787-9
เน้นเครื่องบินลำตัวแคบ	A320-200	A321-200	B737	B737-800, B737-8	B737-800, B737-8 MAX, A320-200, A320NEO, A321NEO
จำนวนประเภทเครื่องบิน	6	6	11	12	13

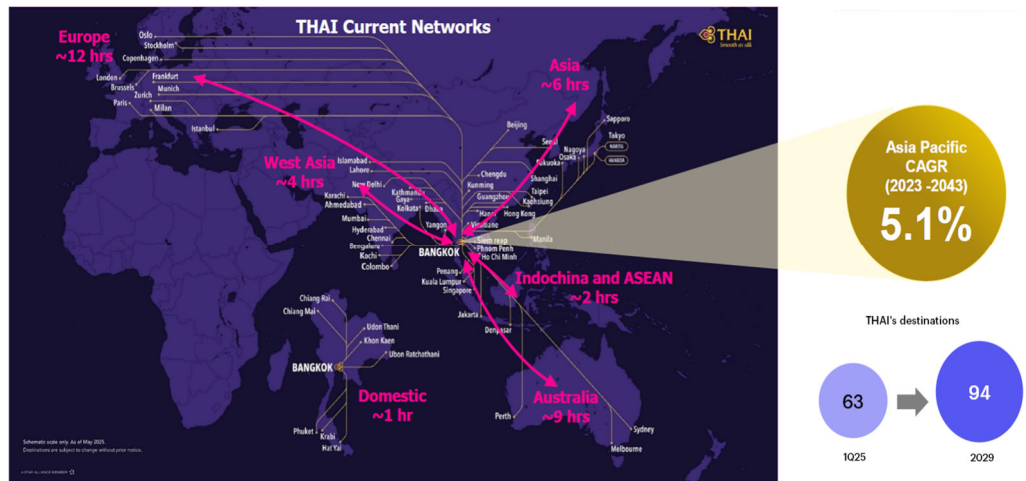
Source: Company data and InnovestX Research

3. การเพิ่มประสิทธิภาพของเครือข่ายและกลยุทธ์เส้นทางการบิน THAI มีสัดส่วนผู้โดยสารต้นทาง-ปลายทาง (O&D: Origin & Destination/Network) เพิ่มขึ้นอย่างมาก โดยเพิ่มขึ้นจาก 6% ในปี 2566 เป็น 15% ในปี 2567 และ 22% ใน 5 เดือนแรกของปี 2568 ผู้โดยสาร O&D/Network หมายถึงผู้โดยสารที่เดินทางจากจุดเริ่มต้น (ต้นทาง) ไปยังจุดหมายปลายทาง (ปลายทาง) โดยอาจมีการต่อเครื่องภายในเครือข่ายของ THAI หรือพันธมิตร เช่นที่สนามบินสุวรรณภูมิ ซึ่งต่างจากผู้โดยสารที่เดินทางจากต้นทางไปยังปลายทางโดยไม่มีการต่อเครื่อง (point-to-point) เรามองว่าการเปลี่ยนแปลงนี้เป็นผลมาจากการควบรวมกิจการกับบริษัทไทยสมายล์แอร์เวย์ เนื่องจากก่อนหน้านี้บริษัทไทยสมายล์แอร์เวย์ดำเนินการในฐานะบริษัทย่อยที่แยกออกมาต่างหาก โดยมีระบบการจองและการดำเนินงานที่แตกต่างกับ THAI หลังจากการควบรวมกิจการและการเลิกใช้แบรนด์ไทยสมายล์ THAI สามารถให้บริการที่ไร้รอยต่อและเพิ่มความสะดวกสบายแก่ผู้โดยสารที่เดินทางต่อเครื่องได้มากขึ้น ช่วยให้ผู้โดยสารสามารถเดินทางได้ไกลขึ้นหรือเลือกเส้นทางที่ซับซ้อนมากขึ้นผ่านเครือข่ายของ THAI โดยเฉพาะจากจุดหมายการบินระยะไกลไปยังจุดหมายการบินระยะใกล้ THAI ตั้งเป้าเพิ่มสัดส่วนผู้โดยสาร O&D/Network เป็น 30% ในระยะยาว ซึ่งสะท้อนถึงกลยุทธ์การสร้างเครือข่ายที่แข็งแกร่ง โดยมีกรุงเทพฯ เป็นศูนย์กลางการบินหลักเพื่อรองรับการเดินทางทางอากาศที่กำลังเติบโตในภูมิภาคเอเชียแปซิฟิก โดยคาดว่าจะเติบโตที่ 5.1% CAGR ระหว่างปี 2566-2586 (ข้อมูลจาก IATA Air Passenger Forecast Global Report ณ เดือนธันวาคม

2567) ซึ่งสอดคล้องกับแผนขยายฝูงบินของ THAI ที่จะเพิ่มสัดส่วนเครื่องบินลำตัวแคบ และเป้าหมายในการเพิ่มจำนวนจุดหมายการบินจาก 63 แห่งในปัจจุบัน เป็น 94 แห่งในปี 2572

เพื่อขับเคลื่อนการเติบโตของธุรกิจ THAI ใช้กลยุทธ์การเป็นพันธมิตรกับสายการบินต่างๆ THAI มีข้อตกลงทำเที่ยวบินร่วม (codeshare) กับสายการบินพันธมิตรถึง 19 ราย ซึ่งครอบคลุมทั้งสายการบินในกลุ่ม Star Alliance และพันธมิตรนอกกลุ่ม ทำให้สามารถเข้าถึงจุดหมายปลายทางได้มากถึง 161 แห่งใน 47 ประเทศทั่วโลก การขยายความร่วมมือเช่นนี้ช่วยเสริมความแข็งแกร่งของเครือข่ายเส้นทางบิน และทำให้ THAI สามารถให้บริการผู้โดยสารได้อย่างครอบคลุมและหลากหลายมากขึ้น โดยล่าสุด เมื่อวันที่ 1 มิถุนายน 2568 THAI ได้บรรลุข้อตกลงธุรกิจกับ Turkish Airlines ซึ่งเป็นความสำเร็จที่สำคัญ ความร่วมมือนี้ส่งผลให้ THAI สามารถ codeshare บนเส้นทางยุโรปได้มากกว่า 60 เส้นทาง ภายใต้รหัสเที่ยวบิน TG เพิ่มเที่ยวบินตรงระหว่างกรุงเทพฯ และอิสตันบูล และยังเพิ่มการเข้าถึงจุดหมายปลายทางใหม่ในยุโรปและแอฟริกาได้มากกว่า 100 แห่ง

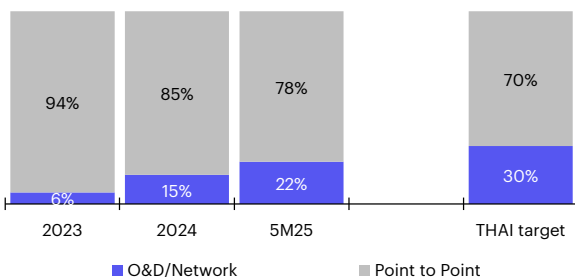
Figure 16: กลยุทธ์ของ THAI คือการสร้างเครือข่ายการบินที่แข็งแกร่ง โดยมีกรุงเทพฯ เป็นศูนย์กลางการบิน เพื่อรองรับการเติบโตของการเดินทางทางอากาศในภูมิภาคเอเชียแปซิฟิก



Source: Company data and InnovestX Research

Figure 17: การเพิ่มประสิทธิภาพของเครือข่ายการบินผ่านการเพิ่มสัดส่วนผู้โดยสารต่อเครื่อง (O&D / network) ในเครือข่าย

(% to total forward booking)



Source: Company data and InnovestX Research

Figure 18: ขยายการเข้าถึงทั่วโลกผ่านพันธมิตรเชิงกลยุทธ์



Source: Company data and InnovestX Research

4. ความมีวินัยในการบริหารโครงสร้างต้นทุน สิ่งที่เราเห็นได้ชัดมากในเรื่องการลดค่าใช้จ่ายของ THAI คือการปรับโครงสร้างพนักงานภายใต้แผนฟื้นฟูกิจการ (โครงการร่วมใจจากองค์กร (Mutual Separation Plan - MSP)) เพื่อให้ความเหมาะสมและเพิ่มประสิทธิภาพการทำงาน โดยจำนวนพนักงานลดลง 38% จาก 35,700 คนในปี 2562 เหลือประมาณ 22,196 คนในปี 2567 และส่งผลให้อัตราส่วนค่าใช้จ่ายพนักงานต่อรายได้ลดลงจากระดับสูงที่ 25% ในปี 2562 ลงมาอยู่ที่ 11% ในปี 2567 ซึ่งเป็นระดับที่ต่ำกว่าผู้ประกอบการสายการบินในภูมิภาค และลงมาเทียบเท่ากับผู้ประกอบการสายการบินในไทย เช่น AAV และ BA THAI เผยว่าในเดือน เม.ย. 2568 ได้มีการปรับเพิ่มค่าใช้จ่ายพนักงานหลังจากออกจากแผนฟื้นฟู เพื่อให้สอดคล้องกับอุตสาหกรรมและรักษาความสามารถในการแข่งขัน แม้แนวโน้มค่าใช้จ่ายพนักงานจะเพิ่มขึ้น แต่ THAI จะยังคงมีวินัยในเรื่องค่าใช้จ่าย โดยมีเป้าหมายระยะยาวคือการคงอัตราส่วนค่าใช้จ่ายพนักงานไว้ที่ 13% ของรายได้ ซึ่งยังคงเป็นระดับที่สามารถแข่งขันได้เมื่อผู้ประกอบการสายการบินในภูมิภาคที่ 11-22%

Figure 19: ความพยายามในการลดต้นทุนของ THAI ที่สำคัญที่สุดคือการปรับโครงสร้างกำลังคนภายใต้แผนฟื้นฟูกิจการ

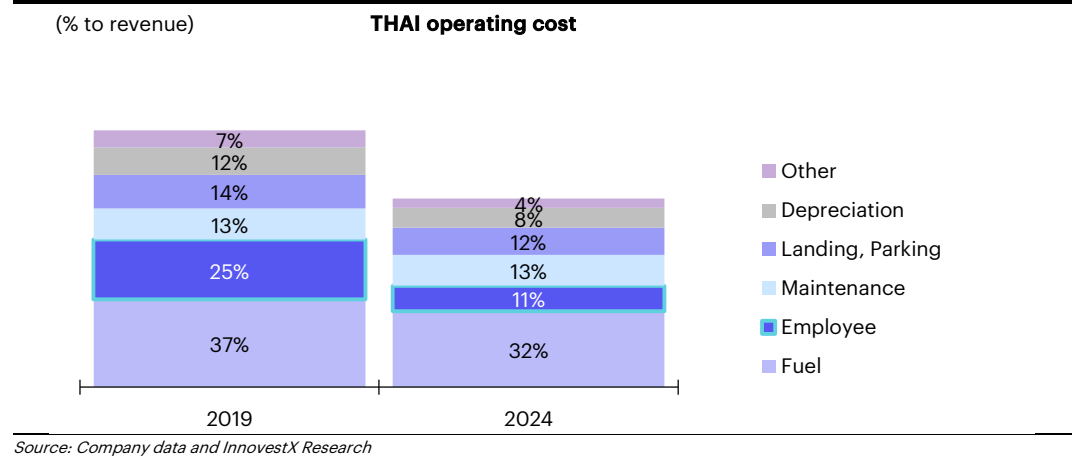
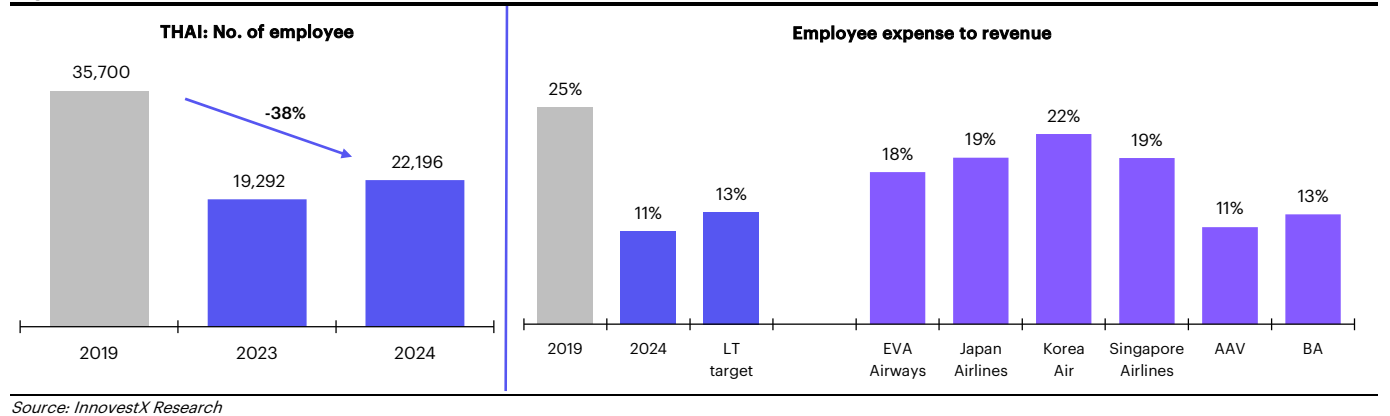


Figure 20: THAI จะยังคงมีวินัยในเรื่องค่าใช้จ่าย โดยมีเป้าหมายระยะยาวคือการคงอัตราส่วนค่าใช้จ่ายพนักงานไว้ที่ 13% ของรายได้

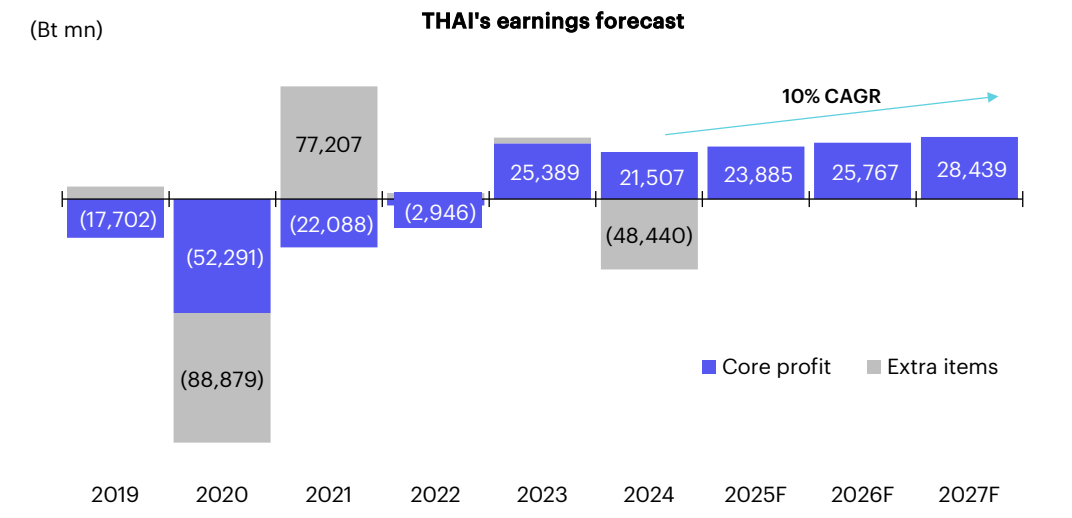


ประมาณการกำไร

กำไรปกติเติบโตเฉลี่ย 10% ในปี 2567-70 ประเด็นบวกคือฐานกำไรและความสามารถในการทำกำไรที่แข็งแกร่ง แม้ว่ากำไรสุทธิของ THAI ในช่วงปี 2562-2567 จะมีความผันผวนจากรายการพิเศษหลายรายการที่เกี่ยวข้องกับกระบวนการฟื้นฟูกิจการ แต่กำไรปกติได้แสดงให้เห็นถึงการฟื้นตัวอย่างชัดเจนตั้งแต่ปี 2566 เราคาดว่ากำไรปกติจะเติบโตต่อเนื่องจาก 2.15 หมื่นล้านบาทในปี 2567 เป็น 2.84 หมื่นล้านบาทในปี 2570 หรือคิดเป็น CAGR ที่ 10%

เรามองประเด็นบวกคือ THAI มีฐานกำไรที่สูงอยู่ในช่วง 2.39-2.84 หมื่นล้านบาทในปี 2568-70 และมีอัตรากำไรจากการดำเนินงานอยู่ที่ 18.3-19.0% ซึ่งเป็นระดับสูงเมื่อเทียบกับหุ้นสายการบินในภูมิภาค สะท้อนถึงประสิทธิภาพในการดำเนินงานที่แข็งแกร่งและความสามารถในการรับมือกับความผันผวนของอุตสาหกรรมได้ดีขึ้นของ THAI

Figure 21: ประมาณการกำไรปกติของ THAI



Source: InnovestX Research

ประมาณการรายได้

- รายได้ค่าโดยสาร (85% ของรายได้รวม):** เราคาดการณ์การเติบโตของรายได้ที่เร่งต่อเนื่องจาก 4% ในปี 2568, 6% ในปี 2569 และ 8% ในปี 2570 โดยมีการเติบโตของปริมาณผู้โดยสารเป็นปัจจัยสำคัญ เนื่องจากเราคาดการณ์การเติบโตของจำนวนผู้โดยสาร CAGR ที่ 6% ในปี 2567-2570 ซึ่งสอดคล้องกับการเพิ่มขึ้นของ ASK capacity อย่างไรก็ดีตาม สมมติฐานของเราชี้ให้เห็นหลักความระมัดระวังมากกว่าเป้าหมายของ THAI ที่ตั้งเป้าการเติบโตของปริมาณผู้โดยสาร CAGR ที่ 16-17% ในปี 2567-72 ซึ่งสะท้อนถึงมุมมองที่ระมัดระวังมากขึ้นของเราเกี่ยวกับภาวะเศรษฐกิจที่ไม่แน่นอนซึ่งอาจส่งผลกระทบต่อความต้องการเดินทาง แม้ว่าการเพิ่ม capacity มักต้องแลกมาด้วยการลดค่าโดยสารเฉลี่ยลง แต่เราคาดการณ์ว่าค่าโดยสารเฉลี่ยของ THAI จะสามารถรักษาระดับคงที่ได้ในปี 2567-70 จากสัดส่วนที่นั่งในชั้นประหยัดพรีเมียมและชั้นธุรกิจและชั้น first-class ที่มีมาร์จิ้นสูงที่เพิ่มขึ้นที่คาดว่าจะเริ่มในปี 2570
- เราคาดว่า THAI จะขยายฝูงบินจาก 79 ลำในปี 2567 เป็น 81 ลำในปี 2568 93 ลำในปี 2569 และ 98 ลำในปี 2570** ซึ่งจะส่งผลให้ ปริมาณที่นั่ง-กิโลเมตร (ASK) เติบโต CAGR ที่ 7% ในปี 2567-2570 โดยเราคาดว่า THAI จะสามารถรักษาอัตราบรรทุกผู้โดยสาร (load factor) ให้อยู่ในระดับสูงที่ 80% ซึ่งจะสนับสนุนให้ปริมาณผู้โดยสาร-กิโลเมตร (RPK) เติบโต CAGR ที่ 7% ในปี 2567-2570
- แม้ว่าปัจจัยด้านราคาจะมีแนวโน้มอ่อนตัวลง** เช่น ค่าโดยสารเฉลี่ยและรายได้ต่อผู้โดยสารต่อกิโลเมตร (passenger yield) แต่เราคาดว่าระดับราคายังคง สูงกว่าระดับในปี 2562 (ก่อนเกิดโควิด-19 และก่อนเข้าสู่แผนฟื้นฟูกิจการ) ขณะเดียวกัน ปัจจัยด้านปริมาณ เช่น จำนวนผู้โดยสาร, ASK และ RPK มีแนวโน้มที่จะฟื้นตัวและกลับมาเกินระดับก่อนวิกฤต ซึ่งช่วยสนับสนุนแนวโน้มการเติบโตในระยะต่อไป
- รายได้อื่น (15% ของรายได้รวม):** เราใช้สมมติฐานว่าสัดส่วนรายได้อื่นต่อรายได้รวมจะทรงตัวอยู่ที่ 9% สำหรับบริการขนส่งสินค้า และ 6% สำหรับกิจกรรมอื่นๆ (เช่น บริการภาคพื้นดินและการจัดเลี้ยง)

Figure 22: ประมาณการรายได้ของ THAI

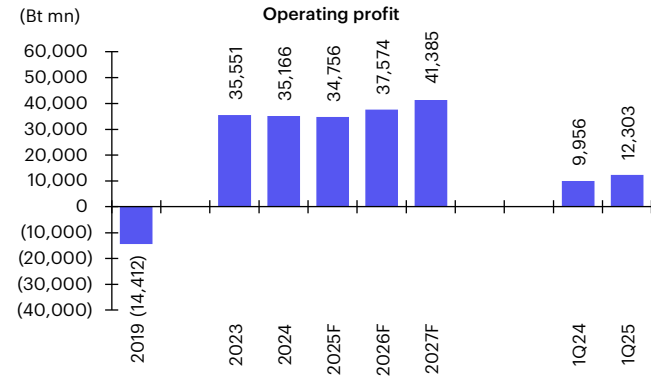
	2019	2023	2024	2025F	2026F	2027F	3-yr CAGR (2024-27)	1Q24	1Q25
Passenger and excess baggage (Bt mn)	149,044	132,736	154,968	161,089	170,641	184,412		38,517	43,219
Freight (Bt mn)	17,243	15,464	17,268	17,720	18,771	20,285		3,762	4,176
Other activities (Bt mn)	13,992	9,245	10,877	11,276	11,945	12,909		2,602	2,879
Total revenue (Bt mn)	180,280	157,446	183,113	190,085	201,357	217,606		44,881	50,274
<u>YoY growth</u>									
Passenger and excess baggage (Bt mn)			17%	4%	6%	8%	6%		12%
Freight (Bt mn)			12%	3%	6%	8%	6%		11%
Other activities (Bt mn)			18%	4%	6%	8%	6%		11%
Total revenue (Bt mn)			16%	4%	6%	8%	6%		12%
<u>% to 2019</u>									
Passenger and excess baggage (Bt mn)		89%	104%	108%	114%	124%			105%
Freight (Bt mn)		90%	100%	103%	109%	118%			90%
Other activities (Bt mn)		66%	78%	81%	85%	92%			78%
Total revenue (Bt mn)		87%	102%	105%	112%	121%			102%
<u>Key assumption</u>									
No. of passengers (mn)	24.5	13.8	16.1	16.9	18.1	19.4		3.9	4.3
ASK (mn seats/km)	90,622	54,280	65,696	70,295	75,215	80,480		14,646	17,729
RPK (mn passengers/km)	71,695	43,268	51,741	56,236	60,172	64,384		12,227	14,776
Load factor	79.1%	79.7%	78.8%	80.0%	80.0%	80.0%		83.5%	83.3%
Estimated fare (Bt/pax)	6,081	9,647	9,601	9,505	9,410	9,505		9,927	9,981
Passenger yield (Bt/RPK)	2.08	3.07	3.00	2.86	2.84	2.86		3.14	2.91
No. of aircraft	103	70	79	81	93	98		73	78
<u>YoY growth</u>									
No. of passengers (mn)			17%	5%	7%	7%	6%		12%
ASK (mn seats/km)			21%	7%	7%	7%	7%		21%
RPK (mn passengers/km)			20%	9%	7%	7%	8%		21%
Load factor			-1%	2%	0%	0%	1%		0%
Estimated fare (Bt/pax)			0%	-1%	-1%	1%	0%		1%
Passenger yield (Bt/RPK)			-2%	-4%	-1%	1%	-1%		-7%
No. of aircraft			13%	3%	15%	5%	7%		7%
<u>% to 2019</u>									
No. of passengers (mn)		56%	66%	69%	74%	79%			69%
ASK (mn seats/km)		60%	72%	78%	83%	89%			78%
RPK (mn passengers/km)		60%	72%	78%	84%	90%			80%
Load factor		101%	100%	101%	101%	101%			104%
Estimated fare (Bt/pax)		159%	158%	156%	155%	156%			153%
Passenger yield (Bt/RPK)		148%	144%	138%	136%	138%			130%
No. of aircraft		68%	77%	79%	90%	95%			75%

Source: Company data and InnovestX Research

ประมาณการอัตรากำไรจากการดำเนินงาน (operating profit margin)

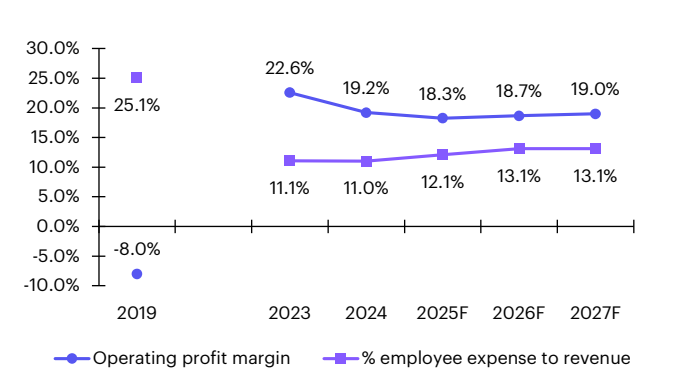
- เราคาดว่า THAI จะมีกำไรจากการดำเนินงานลดลง 1% ในปี 2568 ก่อนจะกลับมาเติบโตที่ 8% ในปี 2569 และ 10% ในปี 2570 ส่งผลให้อัตรากำไรจากการดำเนินงานลดลงจากระดับสูงที่ 19.2% ในปี 2567 เป็น 18.3% ในปี 2568 และปรับเพิ่มขึ้นเป็น 18.7% ในปี 2569 และ 19.0% ในปี 2570
- สาเหตุหลักของการลดลงของอัตรากำไรในปี 2568 มาจากค่าใช้จ่ายพนักงานที่เพิ่มขึ้น โดย THAI รายงานในเดือนเมษายน 2568 ว่าได้รับเพิ่มค่าใช้จ่ายพนักงานหลังออกจากแผนฟื้นฟู เพื่อให้สอดคล้องกับมาตรฐานอุตสาหกรรม นอกจากนี้ ค่าใช้จ่ายในการซ่อมบำรุงเครื่องบินก็มีแนวโน้มเพิ่มขึ้นตามการใช้งานเครื่องบินที่มากขึ้น และส่วนลดที่ลดลงจากที่เคยได้รับในช่วงแผนฟื้นฟู อย่างไรก็ตาม ด้วยแนวโน้มรายได้ที่แข็งแกร่งขึ้นในปี 2569-2570 เราคาดว่าอัตรากำไรจากการดำเนินงานจะกลับมาเพิ่มขึ้น โดยสมมติฐานของเราจะระบุว่าค่าใช้จ่ายพนักงานต่อรายได้จะเพิ่มขึ้นจาก 11% ในปี 2567 เป็น 13.1% ในปี 2570 ซึ่งสอดคล้องกับเป้าหมายของ THAI ที่ตั้งไว้ที่ 13%
- THAI ได้เริ่มดำเนินการป้องกันความเสี่ยงด้านราคาน้ำมันอากาศยาน (jet fuel hedging) แล้ว แต่ยังมีสัดส่วนการป้องกันความเสี่ยงที่จำกัดอยู่ที่ประมาณ 7-8% ของความต้องการใช้น้ำมันทั้งหมด
- ปัจจัยสำคัญคืออัตรากำไรจากการดำเนินงานของ THAI ซึ่งแม้จะลดลงจากระดับสูงผิดปกติที่ 19.2% ในปี 2567 มาอยู่ที่ 18.3-19.0% ในช่วงปี 2568-2570 แต่ยังคงอยู่ในระดับสูงเมื่อเทียบกับสายการบินในภูมิภาคที่มีอัตรากำไรอยู่ในช่วง 9-19% สะท้อนถึงประสิทธิภาพในการดำเนินงานที่แข็งแกร่ง และความสามารถในการรับมือกับความผันผวนของอุตสาหกรรมที่ดีขึ้น

Figure 23: กำไรจากการดำเนินงานของ THAI



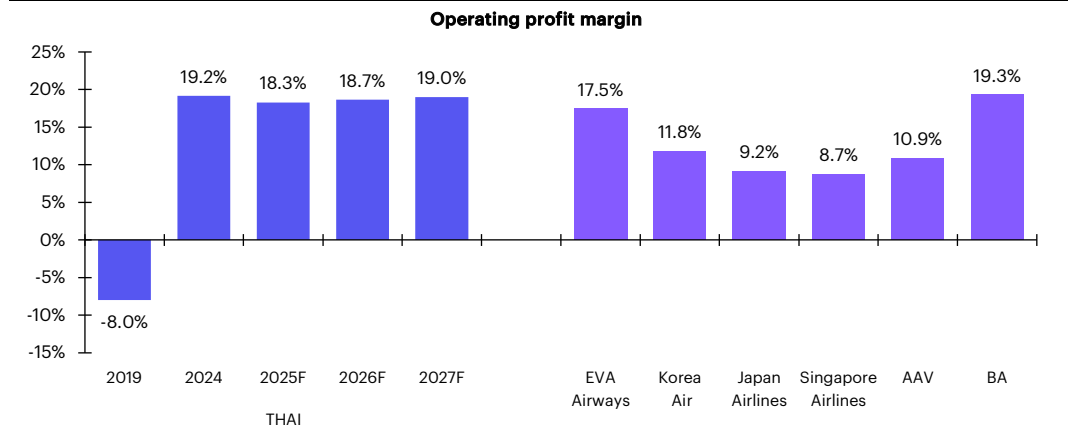
Source: Company data and InnovestX Research

Figure 24: อัตรากำไรจากการดำเนินงานของ THAI



Source: Company data and InnovestX Research

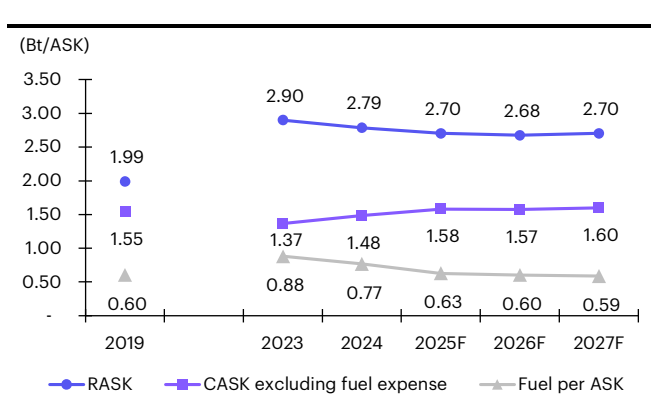
Figure 25: อัตรากำไรจากการดำเนินงานของ THAI สูงกว่าผู้ประกอบการสายการบินอื่นๆ ในภูมิภาค



Source: InnovestX Research

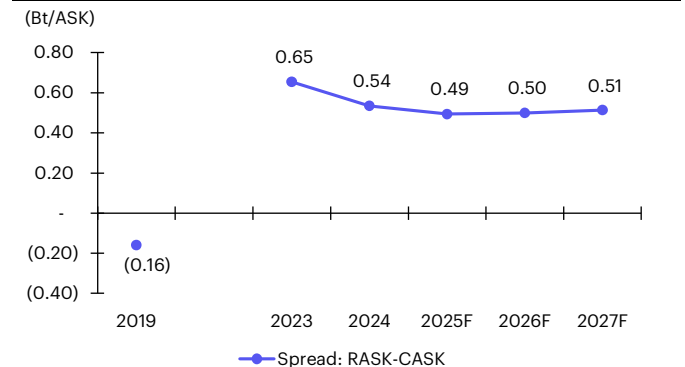
- ในแง่ของรายได้และต้นทุนการดำเนินงานต่อ ASK capacity เราคาดว่า RASK จะมีแนวโน้มลดลงจาก capacity ที่เพิ่มขึ้น ในขณะที่คาดว่า CASK ไม่รวมค่าน้ำมันเชื้อเพลิงจะเพิ่มขึ้น ซึ่งเป็นผลมาจากค่าใช้จ่ายพนักงานที่สูงขึ้นและค่าซ่อมบำรุงเครื่องบินที่เพิ่มขึ้นอันเป็นผลมาจากการใช้งานเครื่องบินมากขึ้นและส่วนลดที่ลดลงจากที่เคยได้รับในช่วงแผนฟื้นฟู อย่างไรก็ตาม เราประเมินว่าค่าน้ำมันเชื้อเพลิงต่อ ASK จะยังคงลดลงต่อเนื่องในปี 2568-2570 โดยกับสมมติฐานราคาน้ำมันเชื้อเพลิงเครื่องบินของเราที่ 89.5 ดอลลาร์สหรัฐ/บาร์เรลในปี 2568, 86 ดอลลาร์สหรัฐ/บาร์เรลในปี 2569 และ 84 ดอลลาร์สหรัฐ/บาร์เรลในปี 2570 ดังนั้นเราคาดว่าส่วนต่างระหว่าง RASK-CASK ของ THAI จะแคบลงจากระดับปี 2567 แต่ยังค่อนข้างทรงตัวในปี 2568-2570 และดีขึ้นอย่างมีนัยสำคัญเมื่อเทียบกับปี 2562

Figure 26: RASK และ CASK ของ THAI



Source: InnovestX Research

Figure 27: RASK-CASK จะปรับตัวดีขึ้นอย่างมีนัยสำคัญเมื่อเทียบกับปี 2562



Source: InnovestX Research

สรุปผลประกอบการ 1Q68 THAI รายงานกำไรสุทธิใน 1Q68 ที่ 9.8 พันล้านบาท เพิ่มขึ้น 308% YoY และพลิกกลับจากผลขาดทุนสุทธิ 4.21 พันล้านบาทใน 4Q67 โดยกำไรสุทธิ/ผลขาดทุนสุทธิ ดังกล่าวเกิดจากรายการพิเศษหลายรายการที่เกี่ยวข้องกับกระบวนการฟื้นฟูกิจการ หากไม่รวมรายการพิเศษ กำไรปกติของ THAI อยู่ที่ 1.02 พันล้านบาท เพิ่มขึ้น 58% YoY แต่ลดลง 19% QoQ โดยปัจจัยหลักที่สนับสนุนผลประกอบการคือ การเติบโตของจำนวนผู้โดยสาร ซึ่งสอดคล้องกับการเพิ่มขึ้นของ ASK และ ต้นทุนดอกเบี้ยที่ลดลงจากการปรับโครงสร้างหนี้ตามแผนฟื้นฟูกิจการ

Figure 28: สรุปผลประกอบการ 1Q68 ของ THAI

(Bt mn)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	% YoY	% QoQ
Revenue	44,881	42,947	44,514	50,770	50,274	12.0	(1.0)
Operating profit	9,956	4,915	4,307	15,988	12,303	23.6	(23.1)
EBITDA	13,997	9,250	9,490	20,922	16,729	19.5	(20.0)
Core profit	6,438	1,201	1,331	12,537	10,196	58.4	(18.7)
Extra items	(4,028)	(894)	11,148	(54,666)	(364)	N.M.	N.M.
Net profit	2,410	306	12,480	(42,129)	9,832	308.0	N.M.
Balance Sheet							
Total Assets	257,110	270,526	263,743	292,508	297,753	15.8	1.8
Total Liabilities	297,829	310,956	291,684	246,920	242,314	(18.6)	(1.9)
Total Equity	(40,719)	(40,430)	(27,941)	45,589	55,439	N.M.	21.6
Financial Ratio							
Operating Margin (%)	22.2	11.4	9.7	31.5	24.5		
EBITDA margin (%)	31.2	21.5	21.3	41.2	33.3		
Net Profit Margin (%)	5.4	0.7	28.0	(83.0)	19.6		
ROA (%)	10.4	1.8	2.0	18.0	13.8		
ROE (%)	N.M.	N.M.	N.M.	568.3	80.7		
D/E (X)	N.M.	N.M.	N.M.	2.8	2.2		
Statistics							
Passenger carried (mn)	3.9	3.8	3.9	4.5	4.3	11.6	(4.0)
Cabin factor (%)	83.5	73.2	76.1	82.4	83.3	(0.2)	1.1
ASK (mn seat-km)	14,646	15,993	17,139	17,918	17,729	21.1	(1.1)
RPK (mn seat-km)	12,227	11,700	13,046	14,768	14,776	20.8	0.1
Estimate average fare (Bt)	9,927	9,472	9,417	9,592	9,981	0.5	4.1
Passenger yield (Bt/RPK)	3.14	3.07	2.83	2.93	2.91	(7.3)	(0.7)
No. of aircrafts	73	78	78	79	78	6.8	(1.3)
Revenues per ASK (RASK, Bt)	3.06	2.69	2.60	2.83	2.84	(7.5)	0.1
Cost ex fuel cost per ASK (Bt)	2.38	2.38	2.35	1.94	2.14	(10.2)	10.3
Fuel cost per ASK (Bt)	0.88	0.86	0.79	0.57	0.72	(18.8)	25.2
RASK-CASK (Bt)	0.68	0.31	0.25	0.89	0.69	2.1	(22.2)

Source: InnovestX Research

แนวโน้ม 2Q68 และ 2H68 เราประเมินในเบื้องต้นว่ากำไรปกติจะลดลง YoY และ QoQ ใน 2Q68 อันเป็นผลมาจากค่าใช้จ่ายพนักงานที่เพิ่มขึ้นและช่วงโลว์ซีซั่นที่อ่อนแอกว่าปกติของอุตสาหกรรมท่องเที่ยวไทย เราคาดว่าผลการดำเนินงานจะดีขึ้น HoH ใน 2H68 โดยได้แรงหนุนจากรายได้ที่เพิ่มขึ้นจากช่วงไฮซีซั่นซึ่งน่าจะช่วยชดเชยค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานที่เพิ่มขึ้น

Figure 29: โมเมนตัมกำไรใน 2Q68 และ 2H68 ของ THAI

(Bt mn)	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25F		2H25F	
					YoY	QoQ	YoY	HoH
Core profit	1,201	1,331	12,537	10,196	Down	Down	Flat	Up
Extra items	(894)	11,148	(54,666)	(364)	-	-	-	-
Net profit	306	12,480	(42,129)	9,832	Up	Down	Up	Up

Source: InnovestX Research

ความอ่อนไหวของกำไร

- เราได้จัดทำการวิเคราะห์ความอ่อนไหวเพื่อแสดงให้เห็นว่าการเปลี่ยนแปลงของตัวแปรด้านการดำเนินงานที่สำคัญ ได้แก่ ปริมาณผู้โดยสาร ค่าโดยสารเฉลี่ยที่ประเมินได้ ราคาน้ำมันเชื้อเพลิงเครื่องบิน และอัตราแลกเปลี่ยน จะส่งผลกระทบต่อประมาณการกำไรปี 2568 ของเราอย่างไร การวิเคราะห์ความอ่อนไหวแสดงให้เห็นว่าจำนวนผู้โดยสารหรือค่าโดยสารที่เพิ่มขึ้น 1% จากสมมติฐานของเราจะทำให้กำไรเพิ่มขึ้น 3.2% และ 5.4% ตามลำดับ ขณะที่ราคาน้ำมันเชื้อเพลิงเครื่องบินที่ลดลง 1% จะทำให้กำไรเพิ่มขึ้น 1.5% ในขณะเดียวกันค่าเงินบาทที่แข็งค่าขึ้น 1% เมื่อเทียบกับดอลลาร์สหรัฐ จะทำให้กำไรจากการดำเนินงานเพิ่มขึ้น 2.6% นอกจากนี้ เงินบาทที่แข็งค่าขึ้นจะส่งผลทำให้กำไรจากอัตราแลกเปลี่ยนที่ยังไม่รับรู้จากหนี้สินตามสัญญาเช่าเครื่องบินในสกุลเงินดอลลาร์สหรัฐ เพิ่มขึ้นด้วย
- ประมาณการกำไรของเราอิงสมมติฐานการเติบโตของจำนวนผู้โดยสาร CAGR ที่ 6% ซึ่งยึดหลักความระมัดระวังมากกว่าเป้าหมายของ THAI ที่ตั้งเป้าการเติบโตของปริมาณผู้โดยสาร CAGR ที่ 16-17% สะท้อนถึงมุมมองที่ระมัดระวังมากขึ้นของเราเกี่ยวกับภาวะเศรษฐกิจที่ไม่แน่นอนซึ่งอาจส่งผลกระทบต่อความต้องการเดินทาง

Figure 30: ความอ่อนไหวของกำไรของ THAI ต่อตัวแปรด้านการดำเนินงานที่สำคัญ

	เพิ่ม 1% จากสมมติฐาน	เพิ่ม 1% จากสมมติฐาน	ลด 1% จากสมมติฐาน	เบี่ยงค่า 1% จากสมมติฐาน
	จำนวนผู้โดยสาร 16.9 ล้านคน	ค่าโดยสารที่ประเมินได้ 9,505 บาท/คน	น้ำมันเครื่องบิน US\$89.5/bbl	บาท/ดอลลาร์สหรัฐ 33.7 บาท/US\$
ผลกระทบต่อกำไรปี 2568	3.2%	5.4%	1.5%	2.6%

Source: InnovestX Research

ประมาณการเงินปันผล

เมื่อวันที่ 5 มีนาคม 2568 THAI ได้จดทะเบียนลดมูลค่าที่ตราไว้จาก 10.00/หุ้น เป็น 1.30 บาท/หุ้น เพื่อชดเชยขาดทุนสะสม ส่งผลทำให้มีทุนจดทะเบียนใหม่ 36,794.28 ลบ. โดยไม่กระทบจำนวนหุ้นของผู้ถือหุ้น การปรับโครงสร้างครั้งนี้ทำให้ THAI สามารถกลับมาจ่ายเงินปันผลได้อีกครั้ง เมื่อใช้สมมติฐานอัตราการจ่ายเงินปันผล 25% เราประเมินเงินปันผลต่อหุ้น (DPS) ได้ที่ 0.21 บาทในปี 2568

กลับมาจัดทำบทวิเคราะห์ THAI แนะนำ OUTPERFORM ราคาเป้าหมายที่ 7.8 บาท

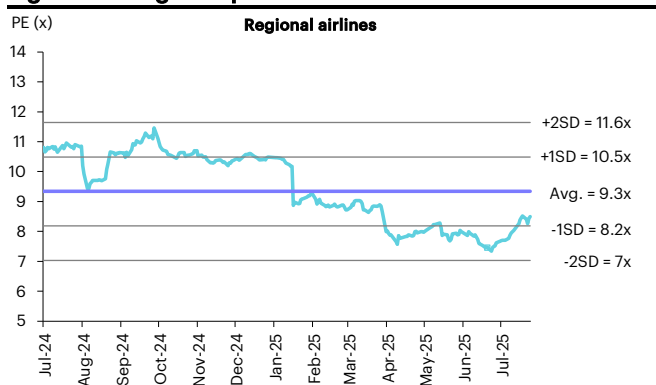
เรากลับมาจัดทำบทวิเคราะห์ THAI อีกครั้งด้วยคำแนะนำเชิงกลยุทธ์ระยะ 3 เดือนที่ OUTPERFORM โดยให้ราคาเป้าหมายสิ้นปี 2568 ที่ 7.8 บาท อิง PE ที่ 9.3 เท่า ซึ่งสอดคล้องกับค่าเฉลี่ยของค่ากลาง (median) หุ่นสายการบินในภูมิภาคช่วง 1 ปีที่ผ่านมา ในขณะที่หุ้นสายการบินในภูมิภาคซื้อขายอยู่ใกล้ระดับ -1SD เรามองว่า THAI มีความเหมาะสมที่จะได้รับการประเมินมูลค่าที่สูงกว่า (re-rate) เนื่องจากการฟื้นฟูกิจการที่ประสบความสำเร็จ ได้สร้างฐานกำไรที่แข็งแกร่งและเพิ่มขีดความสามารถในการแข่งขันในระยะยาวอย่างมีนัยสำคัญ เราคาดว่า THAI จะมีอัตราการเติบโตของกำไรปกติเฉลี่ยต่อปี (CAGR) ที่ 10% ในช่วง 3 ปีข้างหน้า ซึ่งสูงกว่าค่ากลางของกลุ่มหุ้นสายการบินในภูมิภาคที่อยู่ที่ 3.1% สะท้อนมุมมองของเราว่า THAI อยู่ในตำแหน่งที่เหมาะสมสำหรับการ re-rate เหนือกว่าหุ้นสายการบินในภูมิภาค

Figure 31: การเปรียบเทียบผู้ประกอบการสายการบินในภูมิภาค

Company name	Country	Mkt. Cap (US\$m)	PE (x)			EPS Growth (%)			CAGR (%) 24A - 27F	PBV (x)			Div. Yield (%)			ROE (%)			EV/EBITDA (x)		
			25F	26F	27F	25F	26F	27F		25F	26F	27F	25F	26F	27F	25F	26F	27F	25F	26F	27F
Cathay Pacific Airways Ltd	Hong Kong	9,844	8.5	7.9	7.0	(5.2)	7.9	11.7	4.6	1.3	1.2	1.1	5.6	5.8	6.2	15.4	15.3	14.3	5.2	5.3	5.2
ANA Holdings Inc	Japan	9,501	10.5	9.9	9.3	(14.8)	5.8	6.6	-1.3	1.1	1.0	0.9	2.2	2.4	2.6	11.2	10.6	10.5	4.2	4.0	3.8
Japan Airlines Co Ltd	Japan	8,605	10.0	9.5	9.0	19.5	5.5	5.3	9.9	1.2	1.1	1.0	3.4	3.6	3.9	11.6	10.2	11.5	3.9	3.7	3.5
CAPITAL A BHD	Malaysia	861	4.6	3.7	3.5	256.4	23.0	5.3	n.m.	-0.5	-0.6	-0.6	n.a	n.a	n.a	-0.9	-4.0	n.a.	n.a.	9.9	n.a.
Cebu Air Inc	Philippines	393	5.8	4.7	3.9	(16.0)	23.6	20.9	7.9	1.3	0.9	0.5	n.a	1.8	5.4	51.0	45.2	42.7	5.8	5.2	4.8
Singapore Airlines Ltd	Singapore	16,544	18.6	17.6	18.1	(57.7)	5.6	(2.3)	-24.1	1.4	1.3	1.3	3.4	3.3	3.2	7.5	7.5	6.9	6.4	6.1	6.1
Korean Air Lines Co Ltd	South Korea	6,318	6.6	6.4	5.5	1.4	2.7	17.2	6.9	0.8	0.7	0.6	3.6	3.4	3.6	12.3	11.6	12.0	4.8	4.6	4.3
Eva Airways Corp	Taiwan	6,947	8.1	9.8	10.2	(12.0)	(17.8)	(3.4)	-11.3	1.5	1.4	n.a	5.4	4.4	4.5	17.9	15.7	13.7	3.2	3.4	3.1
Vietjet Aviation JSC	Vietnam	2,444	24.8	22.7	19.5	83.9	9.2	16.4	32.7	3.2	2.8	2.4	n.a	n.a	n.a	12.0	12.8	13.1	16.8	15.8	15.4
Bangkok Airways PCL	Thailand	973	8.5	8.1	7.9	(2.5)	5.4	2.0	1.6	1.6	1.4	1.3	6.2	6.3	6.4	21.0	19.2	18.8	8.4	8.4	7.4
Asia Aviation PCL	Thailand	500	7.3	6.9	7.2	(36.5)	5.8	(3.8)	-13.5	1.1	1.0	1.0	n.a	n.a	3.2	17.2	15.0	13.5	6.3	6.3	5.7
Regional median			8.5	8.1	7.9	-5.2	5.8	5.3	3.1	1.3	1.1	1.0	3.6	3.5	3.9	12.3	12.8	13.3	5.5	5.3	5.0

Source: Bloomberg Finance L.P.

Figure 32: Regional peer PE band



Source: Bloomberg Finance L.P. and InnovestX Research

Figure 33: ความอ่อนไหวของราคาเป้าหมายของ THAI

EPS/PE		-2SD 7.0x	-1SD 8.2x	Avg 9.3x	+1SD 10.5x	+2SD 11.6x
-20%	0.68	4.7	5.5	6.3	7.1	7.8
-10%	0.76	5.3	6.2	7.1	8.0	8.8
Base case: 2025 EPS	0.84	5.9	6.9	7.8	8.9	9.8
+10%	0.93	6.5	7.6	8.6	9.7	10.8
+20%	1.01	7.1	8.3	9.4	10.6	11.7

Source: InnovestX Research

ความเสี่ยงและความกังวล

- เศรษฐกิจโลกชะลอตัว: ภาวะเศรษฐกิจที่อ่อนแอจะส่งผลกระทบต่อความต้องการเดินทาง โดยเฉพาะการเดินทางเพื่อการพักผ่อนและธุรกิจ ซึ่งจะส่งผลทำให้จำนวนผู้โดยสารและรายได้ลดลง
- ราคาน้ำมันเชื้อเพลิงเครื่องบินที่เพิ่มขึ้น: เนื่องจากน้ำมันเชื้อเพลิงคิดเป็นสัดส่วนค่อนข้างสูงในต้นทุนการดำเนินงาน การเพิ่มขึ้นของราคาน้ำมันเชื้อเพลิงเครื่องบินจะทำให้อัตรากำไรลดลง โดยเฉพาะอย่างยิ่งหากมีการปรับค่าโดยสารช้ากว่าอัตราเงินเฟ้อ
- เงินบาทอ่อนค่า: สำหรับผู้ประกอบการสายการบินในไทย การอ่อนค่าของเงินบาทจะทำให้ค่าใช้จ่ายในสกุลดอลลาร์สหรัฐ เช่น ค่าน้ำมันเชื้อเพลิง ค่าเช่าเครื่องบิน และค่าซ่อมบำรุง ปรับตัวเพิ่มขึ้น และอาจส่งผลทำให้มีขาดทุนจากอัตราแลกเปลี่ยนได้หากไม่ได้ป้องกันความเสี่ยง
- การแข่งขันที่รุนแรง: การแข่งขันที่สูงทั้งจากสายการบินที่ให้บริการเต็มรูปแบบและสายการบินต้นทุนต่ำจะสร้างแรงกดดันต่อค่าโดยสารและอัตราส่วนการบรรทุก (load factor) ทำให้ยากต่อการรักษาระดับผลกำไร
- โครงการชดเชยและการลดปริมาณการปล่อยก๊าซคาร์บอนไดออกไซด์ภาคการบินระหว่างประเทศ (CORSIA) เป็นกรอบความร่วมมือระดับโลกที่กำหนดให้สายการบินต้องตรวจสอบ รายงาน และชดเชยการปล่อยก๊าซคาร์บอนไดออกไซด์จากเที่ยวบินระหว่างประเทศที่เกินค่าพื้นฐานที่กำหนด โดยมีเป้าหมายเพื่อจำกัดการเติบโตของการปล่อยก๊าซเรือนกระจกจากภาคการบิน โครงการนี้จะมีผลบังคับใช้อย่างเต็มรูปแบบในปี 2570 สำหรับประเทศสมาชิก ICAO รวมถึงประเทศไทย ซึ่งจะทำให้สายการบินต้องเผชิญกับแรงกดดันมากขึ้นในการเพิ่มประสิทธิภาพการใช้น้ำมันเชื้อเพลิง ปรับปรุงการดำเนินงานการบิน และนำเครื่องบินรุ่นใหม่ที่เป็นมิตรต่อสิ่งแวดล้อมมาใช้ เพื่อลดการปล่อยก๊าซคาร์บอนไดออกไซด์และลดต้นทุนในการชดเชย

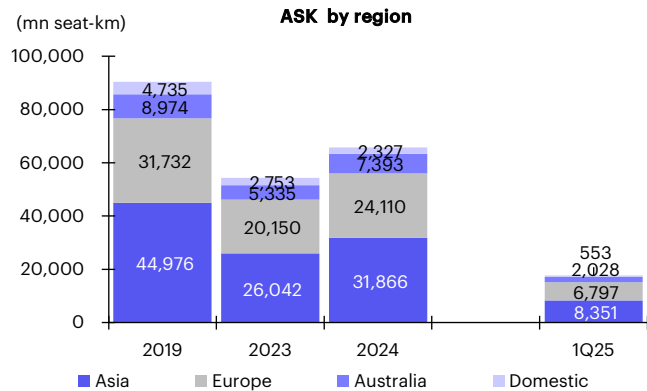
Figure 34: Valuation summary (price as of Jul 30, 2025)

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					24A	25F	26F	24A	25F	26F	24A	25F	26F	24A	25F	26F	24A	25F	26F	24A	25F	26F
AAV	Neutral	1.30	1.70	30.8	5.7	6.3	6.7	n.m.	(10)	(5)	1.5	1.2	1.0	30	21	16	0.0	0.0	0.0	5.8	5.7	5.6
AOT	Underperform	42.25	26.00	(36.8)	30.9	36.1	42.6	111	(14)	(15)	4.9	4.7	4.5	16	13	11	1.9	1.6	1.4	16.4	17.1	18.8
THAI	Outperform	3.32	7.80	141.3	n.m.	3.9	3.6	(57.0)	(83.1)	7.9	0.3	1.5	1.1	1,758.3	43.8	35.2	0.0	6.4	6.9	1.1	2.5	2.9
Average					18.3	15.5	17.7	27.0	(35.9)	(4.1)	2.2	2.4	2.2	601.4	25.8	20.7	0.6	2.7	2.7	7.8	8.5	9.1

Source: InnovestX Research

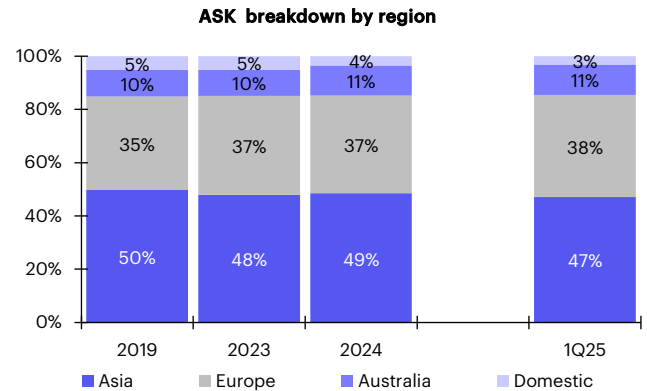
Appendix

Figure 35: ASK by region



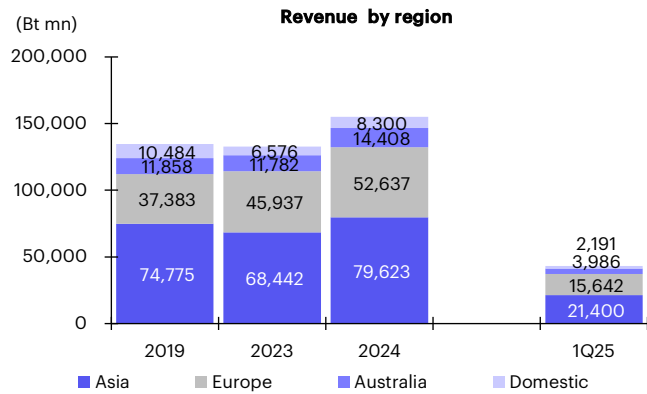
Source: Company data and InnovestX Research

Figure 36: ASK breakdown



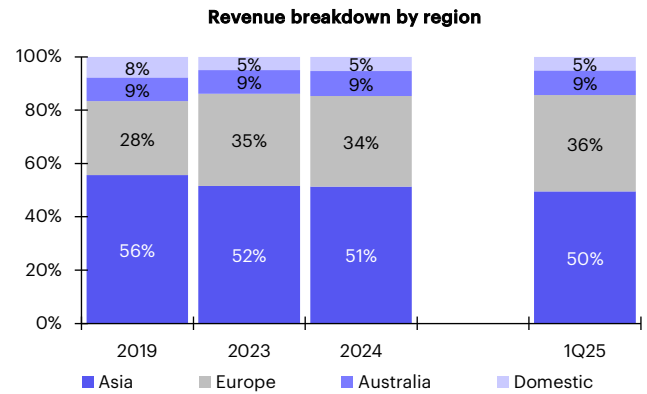
Source: Company data and InnovestX Research

Figure 37: Revenue by region



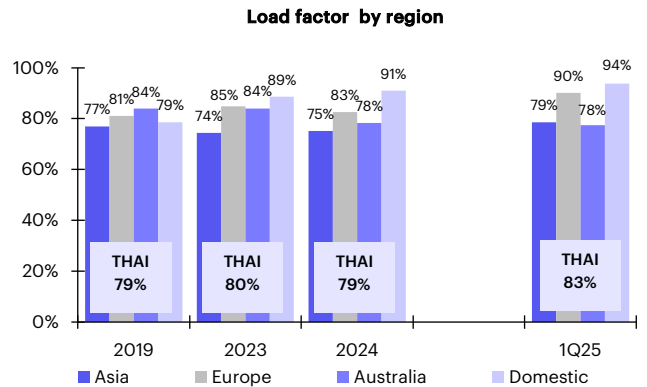
Source: Company data and InnovestX Research

Figure 38: Revenue breakdown



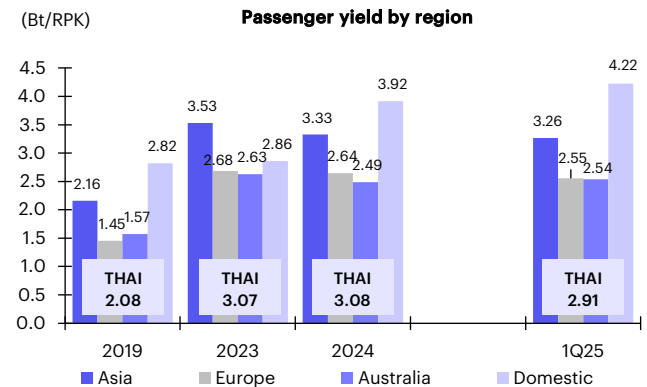
Source: Company data and InnovestX Research

Figure 39: Load factor



Source: Company data and InnovestX Research

Figure 40: Passenger yield



Source: Company data and InnovestX Research

Figure 41: Key destinations: Thai tourism vs. THAI

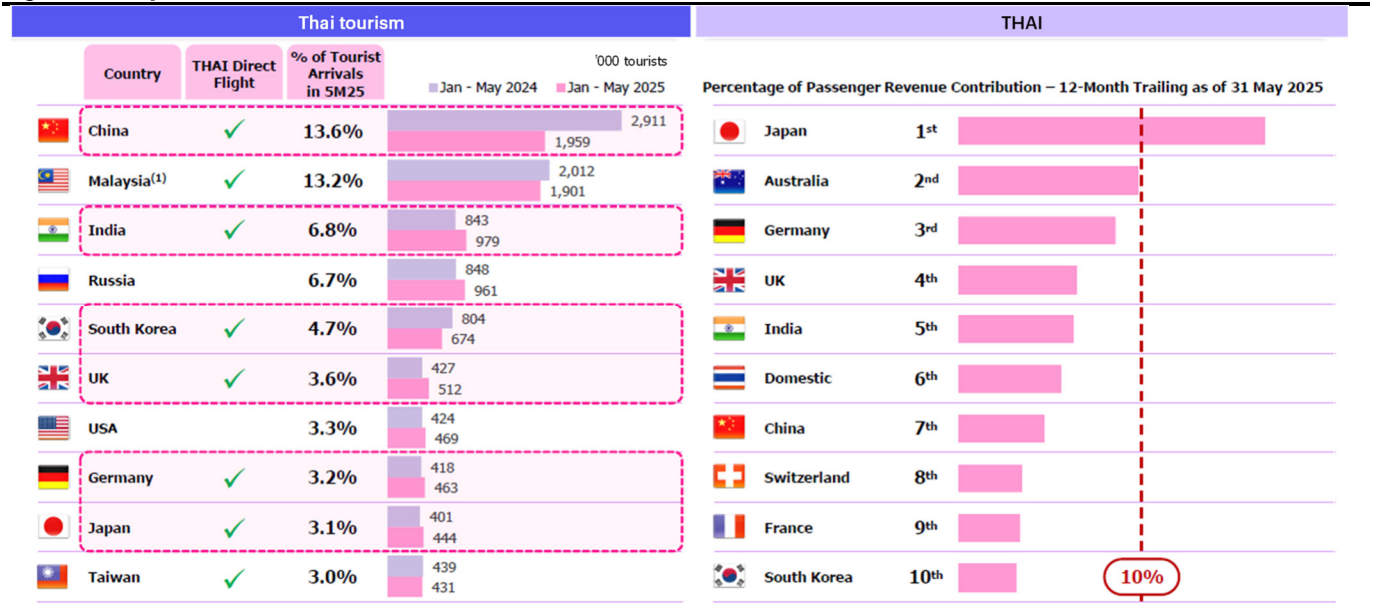


Figure 42: Jet fuel price trend

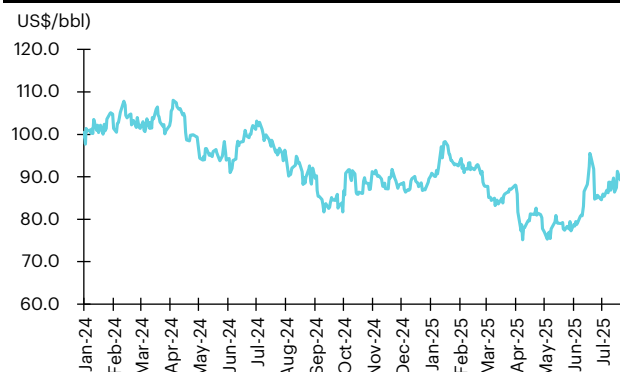


Figure 43: Baht/US\$ trend

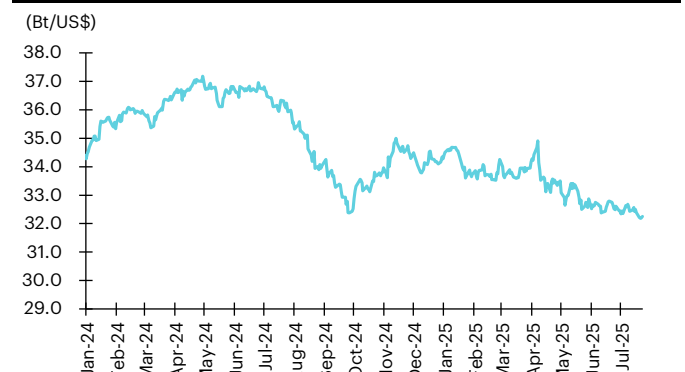
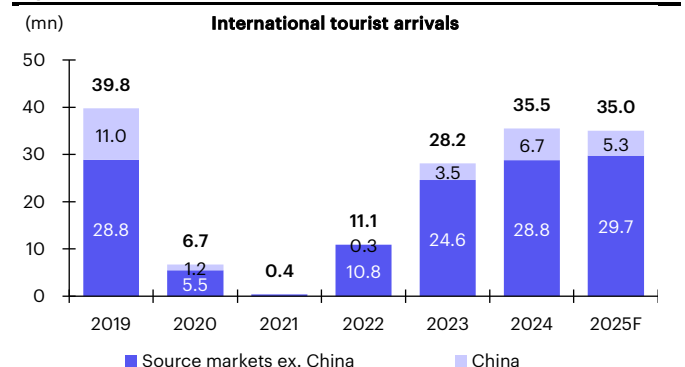


Figure 44: Thai tourism trend



Figure 45: Thai tourism forecast



ข้อสงวนสิทธิ์:

ข้อมูลในรายงานนี้เป็นข้อมูลที่มีการเปิดเผยต่อสาธารณะ ซึ่งนักลงทุนสามารถเข้าถึงได้โดยทั่วไป และเป็นข้อมูลที่เชื่อว่าน่าเชื่อถือได้ แต่ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ อินโนเวสต์ เอกซ์ จำกัด (“บริษัท”) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความถูกต้อง หรือสมบูรณ์ของข้อมูลดังกล่าวแต่อย่างใด ความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานนี้เป็นเพียงการนำเสนอในมุมมองของบริษัท และเป็นความคิดเห็น ณ วันที่ที่ปรากฏในรายงานเท่านั้น ซึ่งอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว โดยบริษัทไม่จำเป็นต้องแจ้งให้สาธารณชน หรือนักลงทุนทราบ รายงานนี้จัดทำขึ้นเพื่อเผยแพร่ข้อมูลให้แก่ นักลงทุนเท่านั้น บริษัทไม่รับผิดชอบต่อการนำข้อมูลหรือความคิดเห็นใดๆ ไปใช้ในทุกระณ ดั้งนั้นนักลงทุนจึงควรใช้ดุลพินิจในการพิจารณาตัดสินใจก่อนการลงทุน นอกจากนี้ บริษัท และ/หรือ บริษัทในเครือของบริษัทอาจมีส่วนเกี่ยวข้องหรือผลประโยชน์ใดๆ กับบริษัทใดๆ ที่ถูกกล่าวถึงในรายงานนี้ก็ได้

บริษัทหลักทรัพย์ อินโนเวสต์ เอกซ์ จำกัด (“INVX”) เป็นบริษัทย่อยที่บริษัท เอสซีบี เอกซ์ จำกัด (มหาชน) (“เอสซีบี เอกซ์”) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่แต่เพียงผู้เดียว และธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) (“ธนาคาร”) เป็นบริษัทย่อยที่เอสซีบี เอกซ์ เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ ข้อมูลใด ๆ ที่เกี่ยวข้องกับธนาคารฯ มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ในการเปรียบเทียบเท่านั้น

เอกสารฉบับนี้จัดทำโดย บริษัทหลักทรัพย์ อินโนเวสต์ เอกซ์ จำกัด (“INVX”) ซึ่งมี บริษัท เอสซีบี เอกซ์ จำกัด (มหาชน) (“เอสซีบี เอกซ์”) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ โดยธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) (“ธนาคาร”) ซึ่งเป็นบริษัทย่อยที่เอสซีบี เอกซ์ เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ เป็นที่ปรึกษาทางการเงินสำหรับธุรกรรมใด ๆ ของ กรัสด์เพื่อการลงทุนในสิทธิการเข้าอสังหาริมทรัพย์ แอล เอช โฮเทล ความเห็น ข่าวกวีจัย บกวีเคราะห์ ราคา ข้อความ การคาดการณ์ การประเมิน และ/หรือ ข้อมูลอื่นที่ระบุในเอกสารฉบับนี้ (“ข้อมูล”) มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้เป็นข้อมูลทั่วไปเท่านั้น และไม่อาจตีความได้ว่าเป็นการให้คำแนะนำแก่บุคคลใดๆ หรือเป็นการเสนอซื้อ หรือเสนอขาย หรือชักชวนให้เสนอซื้อหรือเสนอขายหลักทรัพย์ โดย INVX และ/หรือกรรมการ พนักงาน และลูกจ้างของ INVX ย่อมไม่ต้องการรับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ทั้งความเสียหายทางตรง ความเสียหายทางอ้อม ความเสียหายจากการผิดสัญญา หรือความเสียหายอันสืบเนื่อง อันเป็นผลมาจากการใช้หรือการเชื่อถือต่อการใช้อข้อมูล ทั้งนี้ รวมถึงแต่ไม่จำกัดเพียงการสูญเสียผลกำไร นักลงทุนพึงใช้ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ประกอบข้อมูลและความเห็นอื่นๆ รวมถึงพิจารณาถึงความเสี่ยงของการตัดสินใจลงทุน ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นจากแหล่งข้อมูลที่ INVX เห็นว่าน่าเชื่อถือ โดย INVX ไม่รับรองถึงความถูกต้อง สมบูรณ์ และ/หรือ ครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว

INVX สงวนสิทธิในการใช้ดุลพินิจของตนเองแต่เพียงผู้เดียวในการแก้ไขเพิ่มเติมข้อมูลเป็นครั้งคราวโดยไม่ต้องบอกกล่าว เอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นเพื่อให้เฉพาะบุคคลที่กำหนดเท่านั้น และห้ามมิให้มีการทำซ้ำ ดัดแปลง เผยแพร่ ขาย จำหน่าย พิมพ์ซ้ำ ส่งต่อ หรือแสวงหาประโยชน์ในเชิงพาณิชย์ไม่ว่าในลักษณะใดๆ เว้นแต่จะได้รับความยินยอมเป็นลายลักษณ์อักษรจาก INVX ก่อน

การซื้อขายฟิวเจอร์สและออปชั่น (Futures and Options) มีความเสี่ยงสูงที่อาจก่อให้เกิดผลขาดทุนอย่างมีนัยสำคัญ จึงไม่เหมาะสมกับบุคคลทุกคน ทั้งนี้ ก่อนการตัดสินใจซื้อขายฟิวเจอร์สและออปชั่น ท่านควรพิจารณาถึงฐานะทางการเงิน วัตถุประสงค์ในการลงทุน ประสบการณ์ในการลงทุนของท่าน ตลอดจนความเสี่ยงที่ท่านสามารถยอมรับได้อย่างรอบคอบ เนื่องจากมีความเป็นไปได้ที่ท่านอาจสูญเสียเงินลงทุนมากกว่าเงินลงทุนเริ่มแรก ท่านควรพิจารณาถึงความเสี่ยงทั้งหมดที่อาจเกิดขึ้นจากการซื้อขายฟิวเจอร์สและออปชั่น และท่านควรตัดสินใจลงทุนด้วยตนเอง และ/หรือ ในกรณีที่มีข้อสงสัย ท่านควรขอคำแนะนำจากที่ปรึกษาทางการลงทุน

เอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นเพื่อให้เฉพาะบุคคลที่กำหนด (intended recipient) เท่านั้น และห้ามมิให้ผู้ใดนำข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ไปทำซ้ำ ส่งต่อ เผยแพร่ ขาย จำหน่าย คัดลอก นำออกแสดงหรือนำไปแสวงหาประโยชน์ในเชิงพาณิชย์ ไม่ว่าด้วยวิธีการใด ๆ โดยมิได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจาก INVX เป็นการล่วงหน้า

© สงวนลิขสิทธิ์ 2568 บริษัทหลักทรัพย์ อินโนเวสต์ เอกซ์ จำกัด

CG Rating 2024 Companies with CG Rating

Companies with Excellent CG Scoring

AAV, ABM, ACE, ACG, ADVANC, AE, AF, AGE, AH, AIT, AJ, AKP, AKR, ALLA, ALT, AMA, AMARIN, AMATA, AMATAV, ANAN, AOT, AP, ASIMAR, ASK, ASP, ASW, AURA, AWC, B, BAFS, BAM, BANPU, BAY, BBGI, BBL, BCH, BCP, BCPG, BDMS, BEC, BEM, BEYOND, BGC, BGRIM, BJC, BKIH, BLA, BPP, BR, BRI, BRR, BSRC, BTG, BTS, BTW, BWG, CBG, CENTEL, CFRESH, CHASE, CHEWA, CHOW, CIMBT, CIVIL, CK, CKP, CNT, COLOR, COM7, CPALL, CPAXT, CPF, CPL, CPN, CPW, CRC, CRD, CREDIT, CSC, CV, DCC, DDD, DELTA, DEMCO, DITTO, DMT, DOHOME, DRT, DUSIT, EASTW, ECF, ECL, EGCO, EPG, ERW, ETC, ETE, FLOYD, FN, FPI, FPT, FVC, GABLE, GC, GCAP, GFC, GFPT, GGC, GLAND, GLOBAL, GPSC, GRAMMY, GULF, GUNKUL, HANA, HARN, HENG, HMPRO, HPT, HTC, ICC, ICHI, III, ILINK, ILM, IND, INET, INSET, INTUCH, IP, IRC, IRPC, IT, ITC, ITCL, ITTHI, IVL, JAS, JTS, K, KBANK, KCC, KCE, KCG, KEX, KKP, KSL, KTB, KTC, KTMS, KUMWEL, LALIN, LANNA, LH, LHFG, LIT, LOXLEY, LPN, LRH, LST, M, MAJOR, MALEE, MBK, MC, M-CHAI, MCOT, MFC, MFEC, MINT, MODERN, MONO, MOONG, MOSHI, MSC, MST, MTC, MTI, MVP, NCH, NER, NKI, NOBLE, NRF, NSL, NTSC, NVD, NWR, NYT, OCC, OR, ORI, OSP, PAP, PB, PCC, PCSGH, PDJ, PEER, PG, PHOL, PIMO, PLANB, PLAT, PLUS, PM, PORT, PPP, PPS, PR9, PRG, PRIME, PRM, PRTR, PSH, PSL, PTT, PTTEP, PTTGC, Q-CON, QH, QTC, RATCH, RBF, RPC, RPH, RS, RT, RWI, S, S&J, SA, SAAM, SABINA, SAK, SAMART, SAMTEL, SAT, SAV, SAWAD, SC, SCAP, SCB, SCC, SCCC, SCG, SCGD, SCGP, SCM, SCN, SDC, SEAFCO, SEAOL, SELIC, SENA, SENX, SGC, SGF, SGP, SHR, SICT, SIRI, SIS, SITHAI, SJWD, SKE, SKR, SM, SMPC, SNC, SNNP, SNP, SO, SONIC, SPALI, SPC, SPI, SPRC, SR, SSC, SSF, SSP, SSSC, STA, STEC, STGT, STI, SUC, SUN, SUTHA, SVI, SYMC, SYNEX, SYNTEC, TASCO, TBN, TCAP, TCMC, TEAMG, TEGH, TFG, TFMAMA, TGE, TGH, THANA, THANI, THCOM, THG*, THIP, THRE, THREL, TIPH, TISCO, TK, TKS, TKT, TLI, TM, TMILL, TMT, TNDT, TNITY, TNL, TOA, TOG, TOP, TPAC, TPBI, TPIPL, TPIPP, TPS, TQM, TQR, TRP, TRUBB, TRUE, TRV, TSC, TSTE, TSTH, TTA, TTB, TTCL, TTW, TU, TVDH, TVO, TVT, TWPC, UAC, UBE, UBIS, UKEM, UPF, UPOIC, UV, VARO, VGI, VIH, WACOAL, WGE, WHA, WHAUP, WICE, WINMED, WINNER, ZEN

Companies with Very Good CG Scoring

2S, AAI, ADB, AEONTS, AHC, AIRA, APCO, APCS, APURE, ARIP, ARROW, ASIAN, ATP30, AUCT, AYUD, BA, BBIK, BC, BE8, BH, BIZ, BOL, BSBM, BTC, CH, CI, CIG, CM, COCOCO, COMAN, CPI, CSS, DTCENT, EVER, FE, FORTH, FSMART, FSX, FTI, GEL, GIFT, GPI, HUMAN, IFS, INSURE, JCK, JDF, JMART, KGI, KJL, KTIS, KUN, L&E, LHK, MATCH, MBAX, MEGA, METCO, MICRO, NC, NCAP, NCL, NDR, ONEE, PATO, PDG, PJW, POLY, PQS, PREB, PROUD, PSG, PSP, PSTC, PT, PTECH, PYLON, QLT, RABBIT, RCL, SAPPE, SECURE, SFLEX, SFT, SINO, SMT, SPCG, SPVI, STANLY, STPI, SUPER, SUSCO, SVOA, SVT, TACC, TAE, TCC, TEKA, TFM, TITLE, TKN, TMD, TNR, TPA, TPCH, TPCS, TPLAS, TPOLY, TRT, TURTLE, TVH, UBA, UP, UREKA, VCOM, VIBHA, VRANDA, WARRIX, WIN, WP

Companies with Good CG Scoring

A5, ADD, AIE, ALUCON, AMC, AMR, ARIN, ASEFA, ASIA, ASN, BIG, BIOTEC, BIS, BJCHI, BLC, BVG, CEN, CGH, CHARAN, CHAYO, CHIC, CHOTI, CITY, CMC, CPANEL, CSP, DEXON, DOD, DPAINT, DV8, EASON, EE, EFORL, EKH, ESTAR, ETL, FNS, GBX, GENCO, GTB, GYT, ICN, IIG, IMH, IRCP, J, JCKH, JMT, JPARK, JR, JSP, JUBILE, KBS, KCAR, KIAT, KISS, KK, KWC, LDC, LEO, MCA, META, MGC, MITSIB, MK, NAM, NOVA, NTV, NV, OGC, PACO, PANEL, PHG, PIN, PRAPAT, PRI, PRIN, PROEN, PROS, PTC, READY, ROCTEC, SABUY, SALEE, SAMCO, SANKO, SCI, SE, SE-ED, SINGER, SISB, SKN, SKY, SMD100, SMIT, SORKON, SPG, SST, STC, STOWER, STP, SVR, SWC, TAKUNI, TC, TFI, TMC, TMI, TNP, TOPP, TRU, UEC, UOBKH, VL, WAVE, WFX, WIILK, XO, XPG, YUASA, ZAA

Corporate Governance Report

The material contained in this publication is for general information only and is not intended as advice on any of the matters discussed herein. Readers and others should perform their own independent analysis as to the accuracy or completeness or legality of such information. The Thai Institute of Directors, its officers, the authors and editor make no representation or warranty as to the accuracy, completeness or legality of any of the information contained herein. By accepting this document, each recipient agrees that the Thai Institute of Directors Association, its officers, the authors and editor shall not have any liability for any information contained in, or for any omission from, this publication. The survey result is as of the date appearing in the Corporate Governance Report of Thai Listed Companies. As a result, the survey result may be changed after that date. InnovestX Securities Company Limited does not conform nor certify the accuracy of such survey result. To recognize well performers, the list of companies attaining “Good”, “Very Good” and “Excellent” levels of recognition (Not including listed companies qualified in the "no announcement of the results" clause from 1 January 2023 to 28 October 2024) is publicized. *บริษัทหรือกรรมการหรือผู้บริหารของบริษัทที่มีส่วนในการทำกิตติคุณกิจการ เช่น การระดมทุนเกี่ยวกับหลักทรัพย์ การอุทิศ ทรัพย์สิน เป็นต้น ซึ่งการใช้ข้อมูล CGR ควรระมัดภัยถึงข้อผิดพลาดประกอบด้วย

Anti-corruption Progress Indicator
Certified (ได้รับการรับรอง)

2S, AAI, ADB, ADVANC, AE, AF, AH, AI, AIE, AIRA, AJ, AKP, AMA, AMANAH, AMATA, AMATAV, AP, APCS, AS, ASIAN, ASK, ASP, ASW, AWC, AYUD, B, BAFS, BAM, BANPU, BAY, BBGI, BBL, BCH, BCP, BCPG, BE8, BEC, BEYOND, BGC, BGRIM, BLA, BPP, BRI, BRR, BSBM, BTG, BTS, BWG, CAZ, CBG, CEN, CENTEL, CFRESH, CGH, CHEWA, CHOTI, CHOW, CI, CIG, CIMBT, CM, CMC, COM7, CPALL, CPAXT, CPF, CPI, CPL, CPN, CPW, CRC, CSC, CV, DCC, DELTA, DEMCO, DIMET, DMT, DOHOME, DRT, DUSIT, EA, EASTW, ECF, EGCO, EP, EPG, ERW, ETC, ETE, FNS, FPI, FPT, FSMART, FSX, FTE, GBX, GC, GCAP, GEL, GFPT, GGC, GJS, GLOBAL, GPI, GPSC, GSTEEL, GULF, GUNKUL, HANA, HARN, HEALTH, HENG, HMPRO, HTC, ICC, ICHI, IFS, III, ILINK, ILM, INET, INOX, INSURE, INTUCH, IRPC, ITEL, IVL, JAS, JR, JTS, KASET, KBANK, KCAR, KCC, KCE, KGEN, KGI, KKP, KSL, KTB, KTC, L&E, LANNA, LH, LHFG, LHK, LPN, LRH, M, MAJOR, MALEE, MATCH, MBAX, MBK, MC, MCOT, MEGA, MENA, META, MFC, MFEC, MILL, MINT, MODERN, MONO, MOONG, MSC, MTC, MTI, NATION, NCAP, NEP, NER, NKI, NOBLE, NRF, OCC, OGC, OR, ORI, OSP, PAP, PATO, PB, PCSGH, PDG, PDJ, PG, PHOL, PIMO, PK, PL, PLANB, PLANET, PLAT, PM, PPP, PPPM, PPS, PR9, PREB, PRG, PRINC, PRM, PROS, PRTR, PSH, PSL, PSTC, PT, PTECH, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, PYLON, Q-CON, QH, QLT, QTC, RABBIT, RATCH, RBF, RML, RS, RWI, S&J, SA, SAAM, SABINA, SAK, SAPPE, SAT, SC, SCB, SCC, SCCC, SCG, SCGP, SCM, SCN, SEAOL, SE-ED, SELIC, SENA, SENX, SFLEX, SGC, SGP, SIRI, SIS, SITHAI, SKR, SM, SMIT, SMPC, SNC, SNP, SORKON, SPACK, SPALI, SPC, SPI, SPRC, SRICHA, SSF, SSP, SSSC, SST, STA, STGT, STOWER, SUSCO, SVI, SVOA, SVT, SYMC, SYNTEC, TAE, TAKUNI, TASCO, TCAP, TEGH, TFG, TFI, TFMAMA, TGE, TGH, THANI, THCOM, THIP, THRE, THREL, TIDLOR, TIPCO, TIPH, TISCO, TKN, TKS, TKT, TMD, TMILL, TMT, TNITY, TNL, TNP, TNR, TOG, TOP, TOPP, TPA, TPCS, TPLAS, TRT, TRU, TRUE, TSC, TSI, TSTE, TSTH, TTB, TTCL, TU, TURTLE, TVDH, TVO, TWPC, UBIS, UEC, UKEM, UPF, UV, VCOM, VGI, VIBHA, VIH, WACOAL, WHA, WHAUP, WICE, WIILK, WPH, XO, YUASA, ZEN

Declared (ประกาศเจตนารมณ์)

ACE, ALT, AMARIN, AMC, ANI, APCO, ASAP, B52, BLAND, BYD, CFARM, CHASE, CHG, DEXON, DITTO, EAST, EVER, FLOYD, GREEN, HL, HUMAN, ICN, IHL, IP, ITC, JDF, JMART, K, KJL, LDC, LIT, MITSIB, MJD, MOSHI, NEX, NTSC, PLE, PLUS, POLY, PQS, PRI, PRIME, PROEN, PROUD, PTC, RT, S, SAWAD, SCAP, SCGD, SFT, SHR, SINGER, SINO, SJWD, SKE, SNNP, SOLAR, SONIC, SUPER, TBN, TMI, TPAC, TPP, TQM, UOBKH, UREKA, VNG, WELL, WIN, XPG

N/A

24CS, A, A5, AAV, ABM, ACAP, ACC, ACG, ADD, ADVICE, AEONTS, AFC, AGE, AHC, AIT, AJA, AKR, AKS, ALLA, ALPHAX, ALUCON, AMARC, AMR, ANAN, AOT, APO, APP, APURE, AQUA, ARIN, ARIP, ARROW, ASEFA, ASIA, ASIMAR, ASN, ATP30, AU, AUCT, AURA, BA, BBIK, BC, BCT, BDMS, BEAUTY, BEM, BGT, BH, BIG, BIOTEC, BIS, BIZ, BJC, BJCHI, BKA, BKD, BKGI, BKIH, BLC, BLESS, BLISS, BM, BOL, BPS, BR, BROCK, BSM, BSRC, BTC, BTNC, BTW, BUI, BVG, CCET, CCP, CEYE, CGD, CH, CHAO, CHARAN, CHAYO, CHIC, CHO, CITY, CIVIL, CK, CKP, CMAN, CMO, CME, CNT, COKOCO, COLOR, COMAN, F&D, CPH, CPR, CPT, CRANE, CRD, CREDIT, CSP, CSR, CSS, CTW, CWT, D, DCON, DDD, DHOUSE, DOD, DPAIN, DTCENT, DTG, DV8, EASON, EE, EFORL, EKH, EMO, ESTAR, ETL, EURO, F&D, FANCY, FE, FM, FMT, FN, FORTH, FTI, FVC, GABLE, GENCO, GFC, GL, GLAND, GLOCON, GLORY, GRAMMY, GRAND, GTBI, GTV, GYT, HFT, HPT, HTECH, HYDRO, I2, IIG, IMH, IND, INGRS, INSET, IRC, IRCP, IROYAL, IT, ITD, ITNS, ITTHI, IVF, J, JAK, JCK, JCKH, JCT, JKN, JMT, JPARK, JSP, JUBILE, KAMART, KBS, KC, KCG, KCM, KDH, KEX, KIAT, KISS, KK, KKC, KLINIQ, KOOL, KTIS, KTMS, KUMWEL, KUN, KWC, KWI, KWM, KYE, LALIN, LEE, LEO, LOXLEY, LPH, LST, LTMH, LTS, MAGURO, MANRIN, MASTER, MATI, MCA, M-CHAI, MCS, MDX, MEB, MEDEZE, METCO, MGC, MGI, MGT, MICRO, MIDA, MK, ML, MORE, MOTHER, MPJ, MST, MTW, MUD, MVP, NAM, NAT, NC, NCH, NCL, NCP, NDR, NEO, NETBAY, NEW, NEWS, NFC, NKT, NL, NNCL, NOVA, NPK, NSL, NTV, NUT, NV, NVD, NWR, NYT, OHTL, OKJ, ONEE, ORN, PACO, PAF, PANEL, PCC, PCE, PEACE, PEER, PERM, PF, PHG, PICO, PIN, PIS, PJW, PLT, PMC, PMTA, PORT, PPM, PRAKIT, PRAPAT, PRECHA, PRIN, PSG, PSP, PTL, QTCG, RAM, RCL, READY, RICHY, RJH, ROCK, ROCTEC, ROH, ROJNA, RP, RPC, RPH, RSP, S11, SABUY, SAF, SAFARI, SAFE, SALEE, SAM, SAMART, SAMCO, SAMTEL, SANKO, SAUCE, SAV, SAWANG, SCI, SCL, SCP, SDC, SE, SEAFCO, SECURE, SEI, SGF, SHANG, SIAM, SICT, SIMAT, SISB, SK, SKN, SKY, SLP, SMART, SMD100, SMT, SNPS, SO, SPA, SPCG, SPG, SPREME, SPVI, SQ, SR, SRS, STANLY, STC, STECH, STECON, STELLA, STI, STP, STPI, STX, SUC, SUN, SUTHA, SVR, SWC, SYNEX, TACC, TAN, TAPAC, TATG, TC, TCC, TCJ, TCMC, TCOAT, TEAM, TEAMG, TEKA, TERA, TFM, TGPRO, TH, THAI, THANA, THE, THG, THMUI, TIGER, TITLE, TK, TKC, TLI, TM, TMAN, TMC, TMW, TNDT, TNH, TNPC, TOA, TPBI, TPCH, TPIPL, TPIPP, TPL, TPOLY, TPS, TQR, TR, TRC, TRITN, TRP, TRUBB, TRV, TSE, TSR, TTA, TTI, TTT, TTW, TVH, TVT, TWZ, TWZ, TYCN, UAC, UBA, UBE, UMI, UMS, UNIQ, UP, UPOIC, UTP, UVAN, VARO, VL, VPO, VRANDA, VS, WARRIX, WAVE, WFX, WGE, WINDOW, WINMED, WINNER, WORK, WP, XBIO, XYZ, YGG, YONG, ZAA, ZIGA

Explanations

Companies participating in Thailand's Private Sector Collective Action Coalition Against Corruption programme (Thai CAC) under Thai Institute of Directors (as of January 15, 2025) are categorised into: companies that have declared their intention to join CAC, and companies certified by CAC.