Thailand

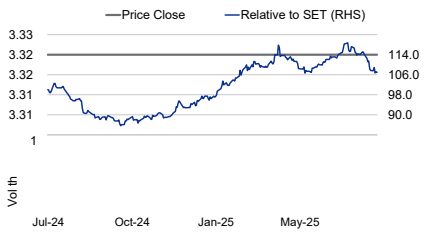
ADD *(previously NOT RATED)*

Consensus ratings*:	Buy 0	Hold 0	Sell 0
Current price:			THB3.32
Target price:			THB10.80
Previous target:			N/A
Up/downside:			225.3%
CGSI/ Consensus:			N/A
Reuters:			THAI.BK
Bloomberg:			THAI TB
Market cap:			US$2,900m
			THB93,967m
Average daily turnover:			US$0.00m
			THB0.00m
Current shares o/s:			28,303m
Free float:			52.1%

**Source: Bloomberg*

Key changes in this note

➤ N/A



Source: Bloomberg

Price performance	1M	3M	12M
Absolute (%)	0.0	0.0	0.0
Relative (%)	-9.9	-5.0	5.8

Major shareholders	% held
Ministry of Finance	38.9
Bangkok Bank PCL	8.5
EGAT Saving and Credit Cooperative	5.4

Analyst(s)



Thanapol JIRATANAKIJ
T (66) 2 761 9224
E thanapol.ji@cgsi.com

Thai Airways International

ฟื้นคืนชีพ

- THAI ประสบความสำเร็จกับการพลิกฟื้นธุรกิจด้วยการปฏิรูปโครงสร้างใหม่ และพันสภาพการเป็นรัฐวิสาหกิจทำให้สามารถดำเนินธุรกิจในเชิงพาณิชย์มากขึ้นและมีประสิทธิภาพสูงขึ้น
- เราคาดว่าปัญหาการขาดแคลนเครื่องบินและราคาน้ำมันอากาศยานที่ลดลงจะช่วยให้ THAI มีความสามารถในการทำกำไรและรายได้จากผู้โดยสารเฉลี่ยต่อหน่วยเพิ่มขึ้นในปี FY25-27

เริ่มต้นวิเคราะห์ด้วยคำแนะนำ "ซื้อ" ที่ราคาเป้าหมาย 10.8 บาท

ศาลล้มละลายกลางได้มีคำสั่งยกเลิกการฟื้นฟูกิจการของบริษัท การบินไทย (THAI) ในเดือนมิ.ย. 2025 และหุ้น THAI เตรียมจะเข้าซื้อขายในตลาดหุ้นอีกครั้งในวันที่ 4 ส.ค. 2025 โดยครั้งนี้บริษัทกลับมาพร้อมกับงบดุลที่สะอาดขึ้น, การดำเนินงานที่มีประสิทธิภาพมากขึ้น และทีมผู้บริหารที่แข็งแกร่งกว่าเดิม เราจึงเริ่มต้นวิเคราะห์หุ้น THAI ด้วยคำแนะนำ "ซื้อ" ที่ราคาเป้าหมาย 10.8 บาท ซึ่งจะเท่ากับ EV/EBITDA 5.5x ในปี FY26 (ระดับเดียวกับสายการบินที่ให้บริการเต็มรูปแบบในภูมิภาค) นอกจากนี้ ด้วยปัจจัยหนุนจากปริมาณที่นั่ง (capacity) ที่มีจำกัดทั่วโลกและราคาน้ำมันอากาศยานที่ลดลง เราจึงเชื่อว่าประสิทธิภาพที่เพิ่มขึ้นและวินัยทางการเงินจะมีบทบาทสำคัญต่อการเพิ่มความสามารถทางการแข่งขันและความสามารถในการทำกำไรของ THAI ในช่วง 3-5 ปีข้างหน้า ส่วนปัจจัยบวกที่จะช่วยให้ราคาหุ้นปรับตัวสูงขึ้นคือการที่บริษัทกลับมาทำกำไรและจ่ายเงินปันผล รวมทั้งความสำเร็จของแผนยกเครื่องฝูงบิน ขณะที่ downside risk จะมาจากราคาน้ำมันอากาศยานที่ผันผวน, รายได้จากผู้โดยสารเฉลี่ยต่อหน่วย (passenger yield) ที่ต่ำกว่าคาดและการส่งมอบเครื่องบินใหม่ล่าช้า

ปัจจุบัน THAI มีการบริหารจัดการอย่างมีประสิทธิภาพหลังแก้ปัญหาเชิงโครงสร้าง

เราเชื่อว่าธุรกิจของ THAI ฟื้นตัวกลับมาอย่างแข็งแกร่งจากการพลิกโฉมองค์กรหลังบริษัทเข้าสู่กระบวนการฟื้นฟูกิจการในเดือนมิ.ย. 2021 โดยเราเชื่อว่า THAI มีความก้าวหน้าในการแก้ไขปัญหาเชิงโครงสร้าง ซึ่งส่วนหนึ่งเป็นผลสืบเนื่องมาจากสถานะเดิมที่เป็นรัฐวิสาหกิจ (SOE) จนกระทั่งในเดือนก.ค. 2025 บริษัทประสบความสำเร็จกับการปรับปรุงโครงสร้างองค์กร, ปรับโครงสร้างหนี้, ลดตำแหน่งพนักงานที่ไม่จำเป็น รวมทั้งการปรับขนาดของกองบิน (fleet) ให้เหมาะสมกับความต้องการในปัจจุบัน นอกจากนี้ การที่ THAI พันสภาพการเป็นรัฐวิสาหกิจทำให้บริษัทหลุดพ้นจากข้อจำกัดจากการเป็นองค์กรของภาครัฐและสามารถใช้แนวทางการบริหารจัดการในเชิงพาณิชย์มากขึ้น ซึ่งเรามองว่าความพยายามเหล่านี้มีบทบาทอย่างมากต่อการพลิกฟื้นธุรกิจจนทำให้ THAI สามารถกลับมาทำกำไรจากการดำเนินงาน 2.26-2.46 หมื่นล้านบาทในปี FY23-24 จากที่มีขาดทุนในปี FY28-22

แรงหนุนจากอุตสาหกรรมการบินจะเป็น upside ต่อการเติบโต

อุตสาหกรรมการบินได้ประโยชน์จากปริมาณที่นั่งที่ยังขาดแคลนทั่วโลกหลังการส่งมอบเครื่องบินลดลงจากสถิติสูงสุดในปี 2018 ถึง 30% จึงทำให้รายได้และอัตราส่วนการขนส่งผู้โดยสาร (load factor) ในปัจจุบันยังคงแข็งแกร่ง ขณะที่เราคาดว่า THAI จะมีรายได้จากผู้โดยสารเฉลี่ยต่อหน่วยลดลงเล็กน้อยจาก 2.98-3.06 บาท/RPK (ปริมาณการขนส่งผู้โดยสารล้านคน-กม.) ในปี FY23-24 เป็น 2.80-2.85 บาท/RPK ในปี FY25-27 แต่ยังถือว่าอยู่ในเกณฑ์ดีและสูงกว่า 2.04-2.35 บาท/RPK ในปี FY16-19 นอกจากนี้ เรายังคาดว่าราคาน้ำมันอากาศยานที่ปรับตัวลง 13% ในปี 2025 (ตามประมาณการของ IATA) จะช่วยเพิ่มความมสามารถในการทำกำไรของ THAI

เราคาดว่า THAI จะมีกำไรเติบโตต่อเนื่อง

เราคาดว่า THAI จะมีกำไรปกติต่อหุ้นเติบโตเฉลี่ย 14% CAGR ในปี FY24-27 ซึ่งจะขับเคลื่อนด้วยรายได้จากผู้โดยสารเฉลี่ยต่อหน่วยที่แข็งแกร่งและราคาน้ำมันอากาศยานที่ลดลง ส่วนรายได้จากการให้บริการน่าจะเติบโตเฉลี่ย 5% CAGR ในปี FY24-27 จากการที่ THAI ขยายฝูงบินจาก 79 ลำในปี FY24 เป็น 100 ลำในปี FY27 นอกจากนี้ เราคาดว่าปริมาณการผลิตด้านผู้โดยสาร (ASK) จะเพิ่มขึ้นจาก 6.57 หมื่นล้านที่นั่ง-กม. ในปี FY24 เป็น 8.23 หมื่นล้านที่นั่ง-กม. ในปี FY27 (8% CAGR) โดยมีอัตราส่วนการขนส่งผู้โดยสารและรายได้จากผู้โดยสารเฉลี่ยต่อหน่วยทรงตัวที่ 78% และ 2.80-2.85 บาท/RPK ตามลำดับ

Financial Summary	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F	Dec-27F
Revenue (THBm)	157,446	187,249	184,450	198,894	216,557
Operating EBITDA (THBm)	46,940	52,329	51,344	54,711	57,732
Net Profit (THBm)	28,096	(26,934)	29,299	31,498	33,463
Core EPS (THB)	0.87	0.80	1.04	1.11	1.18
Core EPS Growth		(7.6%)	28.9%	7.5%	6.2%
FD Core P/E (x)		4.13	3.21	2.98	2.81
DPS (THB)	0.00	0.00	0.21	0.23	0.24
Dividend Yield	0.00%	0.00%	6.31%	6.78%	7.20%
EV/EBITDA (x)	4.06	2.05	1.88	1.81	1.75
P/FCFE (x)	26.19	NA	9.05	10.21	10.27
Net Gearing	(226%)	30%	5%	6%	6%
P/BV (x)	NA	2.06	1.26	0.94	0.74
ROE	(43%)	1980%	49%	36%	29%
% Change In Core EPS Estimates					
EPS/Consensus EPS (x)					

**Core EPS is calculated using fully diluted no. of shares. SOURCES: CGSI RESEARCH ESTIMATES, COMPANY REPORTS*

การเปิดเผยข้อมูลที่สำคัญ รวมถึงส่วนได้เสียที่สำคัญของผู้จัดทำและของบริษัท ได้แนบอยู่ในท้ายรายงานฉบับนี้แล้ว

Powered by the EFA Platform

ฟื้นคืนชีพ

บทสรุปผู้บริหาร

เริ่มต้นวิเคราะห์ THAI ด้วยคำแนะนำ “ซื้อ” ➤

เราเริ่มต้นวิเคราะห์หุ้น THAI ด้วยคำแนะนำ “ซื้อ” ที่ราคาเป้าหมาย 10.8 บาท ซึ่งจะเท่ากับ EV/EBITDA 5.5x ในปี FY26 (เท่ากับ P/E 9.7x ในปี FY26) ซึ่งอยู่ในระดับเดียวกับค่าเฉลี่ยของสายการบินที่ให้บริการเต็มรูปแบบในภูมิภาค โดย THAI ในฐานะสายการบินแห่งชาติมีเครือข่ายที่กว้างขวางทั้งในประเทศและต่างประเทศ เราจึงเชื่อว่าบริษัทสามารถเติบโตไปพร้อมกับอุปสงค์การเดินทางทางอากาศที่เพิ่มขึ้นในประเทศไทยและในภูมิภาคเอเชียแปซิฟิก นอกจากนี้ ประสิทธิภาพการดำเนินงานรวมถึงวินัยทางการเงินที่เพิ่มขึ้นจากความสำเร็จในการปรับโครงสร้างเป็นปัจจัยสำคัญที่จะช่วยเพิ่มความสามารถในการแข่งขันและช่วยธุรกิจของ THAI เติบโตอย่างยั่งยืนช่วง 3-5 ปีข้างหน้า

Figure 1: Key matrices

FYE Dec (THB m)	FY15	FY16	FY17	FY18	FY19	FY20	FY21	FY22	FY23	FY24	FY25F	FY26F	FY27F
Total service revenue	182,727	178,312	189,857	195,965	181,042	47,716	21,572	103,867	157,446	187,249	184,450	198,894	216,557
EBITDA	13,076	22,986	21,519	11,308	3,678	(11,523)	(6,479)	16,883	46,940	52,329	51,344	54,711	57,732
EBIT	(6,057)	4,995	4,498	(7,737)	(13,649)	(39,227)	(19,023)	7,002	35,551	39,302	38,130	40,308	42,109
Net profit	(15,470)	(1,754)	(3,429)	(10,653)	(9,632)	(127,007)	49,473	(2,906)	25,538	(26,266)	29,891	32,135	34,140
Core net profit	(1,304)	4,071	2,856	(9,058)	(12,424)	(48,119)	(29,192)	(4,590)	24,600	22,734	29,299	31,498	33,463
Shares outstanding	2,183	2,183	2,183	2,183	2,183	2,183	2,183	2,183	2,183	4,305	28,303	28,303	28,303
Fully diluted core EPS (THB)	-0.05	0.14	0.10	-0.32	-0.44	-1.70	-1.03	-0.16	0.87	0.80	1.04	1.11	1.18
Key ratios	**FY15**	**FY16**	**FY17**	**FY18**	**FY19**	**FY20**	**FY21**	**FY22**	**FY23**	**FY24**	**FY25F**	**FY26F**	**FY27F**
EBITDAR margin	12.1%	18.4%	17.3%	13.4%	10.0%	-23.7%	-24.2%	21.3%	31.7%	28.5%	28.4%	28.0%	27.2%
EBITDA margin	7.2%	12.9%	11.3%	5.8%	2.0%	-24.1%	-30.0%	16.3%	29.8%	27.9%	27.8%	27.5%	26.7%
EBIT margin	-3.3%	2.8%	2.4%	-3.9%	-7.5%	-82.2%	-88.2%	6.7%	22.6%	21.0%	20.7%	20.3%	19.4%
Core profit margin	-0.7%	2.3%	1.5%	-4.6%	-6.9%	-100.8%	-135.3%	-4.4%	15.6%	12.1%	15.9%	15.8%	15.5%
Key assumptions	**FY15**	**FY16**	**FY17**	**FY18**	**FY19**	**FY20**	**FY21**	**FY22**	**FY23**	**FY24**	**FY25F**	**FY26F**	**FY27F**
Number of aircrafts in operation	95	95	100	103	103	103	87	86	70	79	80	90	100
Aircraft utilisation (hours)	10.90	11.50	12.00	12.00	11.90	6.60	5.40	10.40	12.20	13.20	13.70	13.60	13.60
Passenger Yield (THB/RPK)	2.46	2.35	2.17	2.19	2.04	2.17	2.52	2.82	3.06	2.98	2.85	2.80	2.80
Average jet fuel price (US$/bbl)	72.4	56.7	70.5	91.6	84.0	74.1	82.5	135.2	113.0	104.6	90.0	90.0	90.0
Operating matrix	**FY15**	**FY16**	**FY17**	**FY18**	**FY19**	**FY20**	**FY21**	**FY22**	**FY23**	**FY24**	**FY25F**	**FY26F**	**FY27F**
ASK (million km)	83,479	85,042	90,498	93,131	90,622	23,789	11,224	38,526	54,280	65,696	69,048	75,569	82,287
Cabin factor (%)	73%	73%	79%	78%	79%	65%	19%	68%	80%	79%	78%	78%	78%
RASK (THB)	2.19	2.10	2.10	2.10	2.00	2.01	1.92	2.70	2.90	2.85	2.67	2.63	2.63
CASK (THB)	2.26	2.04	2.05	2.19	2.15	3.65	3.62	2.51	2.25	2.25	2.12	2.10	2.12
Spread (THB)	(0.07)	0.06	0.05	(0.08)	(0.15)	(1.65)	(1.69)	0.18	0.65	0.60	0.55	0.53	0.51

ASK: Available Seat Kilometre, RASK: Revenue per seat kilometre, CASK: Cost per available seat kilometre, Spread = RASK – CASK, RPK: Revenue passenger kilometre
SOURCES: CGSI RESEARCH ESTIMATES, COMPANY REPORTS

Figure 2: Airline sector comparisons

Company	Bloomberg Ticker	Recom.	Price (local curr)	Target Price (local curr)	Market (US$ m)	P/E (x) CY25F	P/E (x) CY26F	P/E (x) CY27F	3-year EPS CAGR	P/BV (x) CY25F	P/BV (x) CY26F	P/BV (x) CY27F	Recurring ROE (%) CY25F	Recurring ROE (%) CY26F	Recurring ROE (%) CY27F	EV/EBITDA (x) CY25F	EV/EBITDA (x) CY26F	EV/EBITDA (x) CY27F	Dividend Yield (%) CY25F	Dividend Yield (%) CY26F	Dividend Yield (%) CY27F
Thai Airways International	THAI TB	Add	3.32	10.80	2,900	3.2	3.0	2.8	17.1%	1.26	0.94	0.74	47.2%	36.0%	29.4%	1.9	1.8	1.7	6.1%	6.8%	7.2%
Cathay Pacific Airways Ltd	293 HK	NR	12.00	NA	9,844	8.6	8.3	7.9	-0.5%	1.34	1.23	1.13	16.2%	15.4%	15.0%	5.0	5.0	5.0	5.6%	5.8%	6.2%
China Eastern Airlines Corp Ltd	670 HK	NR	2.99	NA	11,293	41.2	16.1	10.3		8.05	7.27	6.35	27.9%	47.5%	65.5%	8.7	7.6	7.0		0.1%	
Spring Airlines Co Ltd	601021 CH	NR	54.28	NA	7,397	20.3	16.1	13.9	19.2%	2.81	2.50	2.21	14.5%	16.4%	16.9%	9.6	8.0	7.3	1.6%	2.0%	2.3%
China Airlines Ltd	2610 TT	NR	20.80	NA	4,278	10.5	12.5	15.9	-15.7%	1.35	1.24	1.24	14.1%	10.4%	7.8%	3.2	3.4	3.4	3.8%	2.9%	2.9%
Eva Airways Corp	2618 TT	NR	38.65	NA	7,056	8.1	9.9	10.2	-8.4%	1.53	1.43	1.43	20.7%	14.9%	14.1%	3.3	3.6	3.3	5.4%	4.3%	4.4%
ANA Holdings Inc	9202 JP	NR	2945.00	NA	9,555	10.7	10.2	9.9	-1.3%	1.11	1.02	0.94	10.9%	10.4%	9.9%	4.5	4.3	4.1	2.2%	2.4%	2.6%
Korean Air Lines Co Ltd	003490 KS	NR	24050	NA	6,284	6.5	6.3	5.6	5.4%	0.76	0.69	0.64	12.6%	11.5%	12.0%	4.5	4.2	4.0	3.6%	3.4%	3.6%
Qantas Airways Ltd	QAN AU	NR	10.98	NA	10,838	9.2	8.6	8.7	7.0%	5.19	5.11	3.14	87.6%	59.6%	44.9%	4.1	3.8	3.7	3.9%	3.9%	3.3%
Singapore Airlines	SIA SP	Reduce	7.60	6.80	17,920	13.5	21.8	24.3	-27.2%	1.50	1.45	1.44	10.6%	6.6%	5.9%	6.7	8.0	8.5	5.1%	3.6%	3.2%
Delta Air Lines Inc	DAL US	NR	55.61	NA	36,310	9.8	8.2	7.3	7.1%	1.87	1.53	1.27	21.4%	20.6%	18.9%	6.5	5.8	5.3	1.2%	1.4%	1.5%
American Airlines Group Inc	AAL US	NR	12	NA	7,641	21.1	6.3	4.7	5.7%				-9.5%	-41.9%	-151.8%	9.0	6.7	6.0		0.1%	1.2%
United Airlines Holdings Inc	UAL US	NR	92.43	NA	30,290	9.1	7.4	6.8	8.3%	1.99	1.56	1.20	23.9%	23.5%	20.0%	6.3	5.5	4.9			
Average (all)					**161,606**	**10.3**	**8.9**	**8.1**	**6.1%**	**1.93**	**1.65**	**1.33**	**20.6%**	**20.0%**	**18.7%**	**6.0**	**5.5**	**5.2**	**3.2%**	**2.6%**	**2.9%**

DATA AS AT 28 JUL 2025
SOURCES: CGSI RESEARCH ESTIMATES, COMPANY REPORTS, BLOOMBERG
Note: Estimates for Not Rated (NR) stocks are based on Bloomberg consensus' estimates

จากการฟื้นฟูกิจการสู่การฟื้นตัว ➤

ก่อนเข้าสู่กระบวนการฟื้นฟูกิจการในปี 2020 THAI ประสบปัญหาทางการเงินอย่างหนักจากการมีโครงสร้างองค์กรที่ไร้ประสิทธิภาพมานาน เช่นการมีค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานสูง, การบริหารการเงินที่อ่อนแอ, การแทรกแซงทางการเมืองและการกำกับดูแลที่หละหลวม ส่งผลให้สายการบินมีผลการดำเนินงานขาดทุนมาอย่างต่อเนื่องและมีงบดุลตึงตัว โดยในปี 2010-2019 THAI บริหารฝูงบินแบบกระจัดกระจายและมีค่าใช้จ่ายสูง อีกทั้งยังมีการจ้างงานพนักงานมากเกินไปพร้อมด้วยเสนอสวัสดิการที่ดี ดังนั้นถึงแม้ว่าเส้นทางบินหลักของสายการบินจะมีอุปสงค์แข็งแกร่ง แต่ THAI กลับล้มเหลวในการปรับปรุงบริการและปรับตัวให้ทันกับยุคสมัย จึงทำให้บริษัทมีหนี้สินสะสมสูงถึง 2.44 แสนล้านบาทในปี 2019 จนในที่สุดปัญหาทางการเงินที่สะสมมาหลายปีและการระบาดของโควิด-19 ในปี 2020 ก็เปิดเผยให้เห็นจุดอ่อนเหล่านี้ ทำให้สายการบินต้องยื่นคำร้องขอฟื้นฟูกิจการต่อศาลในปี 2020 และหุ้น THAI ถูกห้ามซื้อขายในตลาดตั้งแต่เดือนพ.ค. 2021 เป็นต้นมา

หลังเข้าสู่กระบวนการฟื้นฟูกิจการในเดือนพ.ค. 2020 THAI เดินหน้าปรับปรุงทั้งด้านการดำเนินงาน, การเงินและการบริหาร โดยมุ่งเป้าฟื้นฟูธุรกิจให้สามารถอยู่รอดได้ในระยะยาว และหลังจากศาลล้มละลายกลางรับคำร้องฟื้นฟูกิจการในเดือนมิ.ย. 2021 นายปิยสวัสดิ์ อัมระนันทน์ อดีตรัฐมนตรีว่าการกระทรวงพลังงาน ได้รับการแต่งตั้งให้เป็นประธานคณะผู้บริหารแผนฟื้นฟูกิจการของ THAI เพื่อเข้ามาดูแลเรื่องการปรับโครงสร้างหนี้, การลดต้นทุน, การขายสินทรัพย์และการปรับโครงสร้างรายได้

โดยการปรับโครงสร้างเงินทุนและปรับปรุงประสิทธิภาพทำให้ THAI กลับมาทำกำไรจากการดำเนินงานรวม 2.27 หมื่นล้านบาทในปี FY24 และส่วนของผู้ถือหุ้นกลับมาเป็นบวกที่ 5.54 หมื่นล้านบาทในเดือนมี.ค. 2025

ศาลล้มละลายกลางได้มีคำสั่งยกเลิกการฟื้นฟูกิจการของบริษัทในเดือนมิ.ย. 2025 และหุ้น THAI จะกลับเข้าซื้อขายในตลาดหุ้นในวันที่ 4 ส.ค. 2025 พร้อมด้วยงบดุลที่สะอาดขึ้น, การดำเนินงานที่มีประสิทธิภาพมากขึ้น (lean) และทีมผู้บริหารที่แข็งแกร่งกว่าเดิม

เราได้สรุปความพยายามในการปรับโครงสร้างของไทยไว้ดังนี้:

1. การปรับโครงสร้างทุน

THAI รายงานขาดทุนสุทธิ 1.2 หมื่นล้านบาทในปี FY19 และปิดปีด้วยส่วนของผู้ถือหุ้น 1.18 หมื่นล้านบาทและ IBD/E ที่ 7.05x (ไม่รวมหนี้สินตามสัญญาเช่า) ขณะที่หลังการระบาดของโควิด-19 THAI มีขาดทุนสุทธิสูงถึง 1.41 แสนล้านบาท (รวมขาดทุนจากการด้อยค่า 8.27 หมื่นล้านบาท) ในปี FY20 ในปี FY20 และปิดปีด้วยส่วนของผู้ถือหุ้นติดลบที่ -1.287 แสนล้านบาท

ดังนั้นเพื่อรักษาเสถียรภาพของงบดุล THAI จึงได้แปลงหนี้สิน 5.35 แสนล้านบาทเป็นหุ้นสามัญประมาณ 2.1 หมื่นล้านหุ้นที่ราคา 2.5452 บาท/หุ้น พร้อมกับเพิ่มทุนอีก 2.3 หมื่นล้านบาทด้วยการออกหุ้นเพิ่มทุนใหม่ 5.31 พันล้านหุ้นที่ราคาเสนอขาย 4.48 บาท/หุ้นในปี FY24 ส่วนหนี้สินที่เหลืออีก 9.5 หมื่นล้านบาท (ณ สิ้น 1Q25 รวมดอกเบี้ย) บริษัทจะทยอยชำระคืนให้กับเจ้าหนี้ตามกำหนดในระหว่างปี 2025-36

ทั้งนี้เราเชื่อว่าผลการดำเนินงานที่ฟื้นตัวแข็งแกร่งและกระแสเงินสดจากการดำเนินงานที่สูงถึงประมาณ 4.6-6.0 หมื่นล้านบาทต่อปีน่าจะช่วยให้ THAI สามารถชำระคืนหนี้ได้ไม่ยาก รวมทั้งมีเงินทุนเพียงพอรองรับแผนการลงทุน โดยไม่ต้องจัดหาเงินทุนจากภายนอก

2. ยกเครื่องการดำเนินงาน

นอกจากการปรับโครงสร้างเงินทุนแล้ว THAI ยังเปลี่ยนแปลงโครงสร้างการดำเนินใหม่ทั้งหมด ประกอบด้วยการลดจำนวนพนักงานลงเกือบครึ่งหนึ่งจากที่มีพนักงานประจำ 20,300 คนเหลือเพียง 12,121 คนใน 1Q25 ส่งผลให้อัตราส่วน ASK/พนักงาน (ASK: Available Seat Kilometre หรือปริมาณการผลิตด้านผู้โดยสารล้านที่นั่ง-กม.) ของ THAI เพิ่มขึ้นจาก 2.54 ในปี FY19 เป็น 2.96 ในปี FY24 และ 3.01 ใน 1Q25 ตามลำดับ

ในช่วงปี 2020-24 THAI ได้ปลดระวางเครื่องบินเก่าและเครื่องบินที่ไม่มีประสิทธิภาพ (อย่างเช่น A380) และลดจำนวนเครื่องบินจาก 12 ลำเหลือ 5 ลำและลดประเภทเครื่องยนต์จาก 9 ประเภทเหลือ 4 ประเภท ซึ่งช่วยลดค่าใช้จ่ายในการดำเนินงาน, ค่าบำรุงรักษาและค่าฝึกอบรมอย่างมีนัยสำคัญ

เราคาดว่า THAI จะมีกำไรจากการดำเนินงานปกติเติบโตเฉลี่ย 14% CAGR ในปี FY24-27 ซึ่งจะขับเคลื่อนด้วยรายได้จากผู้โดยสารเฉลี่ยต่อหน่วยที่แข็งแกร่งและการดำเนินงานที่มีประสิทธิภาพมากขึ้น นอกจากนี้ เราประมาณการว่ากำไรปกติในปี FY25 จะเติบโต 29% yoy เป็น 2.99 หมื่นล้านบาทจากราคาน้ำมันอากาศยานและดอกเบี้ยจ่ายที่ลดลง

คำย่อ

ADTK: Available Dead Load Tonne-Kilometre / ปริมาณการผลิตพัสดุภัณฑ์

ASK: Available Seat Kilometre / ปริมาณการผลิตด้านผู้โดยสาร

CASK: Cost per Available Seat Kilometre / ต้นทุนต่อปริมาณการผลิตด้านผู้โดยสาร

O-D: Origin and Destination / ต้นทางและปลายทาง

PAX: Passenger number / จำนวนผู้โดยสาร

RASK: Revenue per Available Seat Kilometre / รายได้ต่อปริมาณการผลิตด้านผู้โดยสาร

RFTK: Revenue Freight Tonne-Kilometre / ปริมาณการขนส่งพัสดุภัณฑ์

RPK: Revenue Passenger Kilometre / ปริมาณการขนส่งผู้โดยสาร

Figure 3: Glossary

Abbreviation	Term	Units	Definition	Measures
ASK	Available Seat Kilometers	km	Passenger carrying capacity	Passenger capacity
RPK	Revenue Passenger Kilometers	km	Distance flown by paying passengers	Passenger demand
PLF	Cabin Factor (Load Factor)	%	% of occupied seats vs. available seats	Seat utilisation
RASK	Revenue per Available Seat Kilometre	THB/ASK	Airlines total service revenue per seat kilometre	Pricing power / route yield
CASK	Cost per Available Seat Kilometre	THB/ASK	Airlines opex per seat kilometre	Cost efficiency
ADTK	Available Dead Load Ton-Kilometers	tonne km	Maximum freight load capacity	Cargo capacity
RFTK	Revenue Freight Ton-Kilometers	tonne km	Actual cargo transported and distance traveled	Cargo demand
FLF	Freight load factor	%	% of revenue-generating cargo vs. available cargo	Cargo utilisation
	Passenger yield	THB/RPK	Average revenue per passenger per kilometer flown	Pricing power
	Freight yield	THB/RFTK	Revenue earned per ton-kilometer of freight transported	Pricing power
	Aircraft utilisation	hour	How efficient an airline uses each aircraft	Operational efficiency

SOURCES: CGSI RESEARCH, COMPANY REPORTS

ประเด็นสำคัญในการลงทุน

พันสภาพการเป็นรัฐวิสาหกิจ; ทีมผู้บริหารของ THAI ➤

Figure 4: THAI's board of directors as of Jul 25



SOURCES: CGSI RESEARCH, COMPANY REPORTS

Figure 5: Management team as of Jul 25 – THAI is managed by professionals who have extensive experience with the firm



SOURCES: CGSI RESEARCH, COMPANY REPORTS

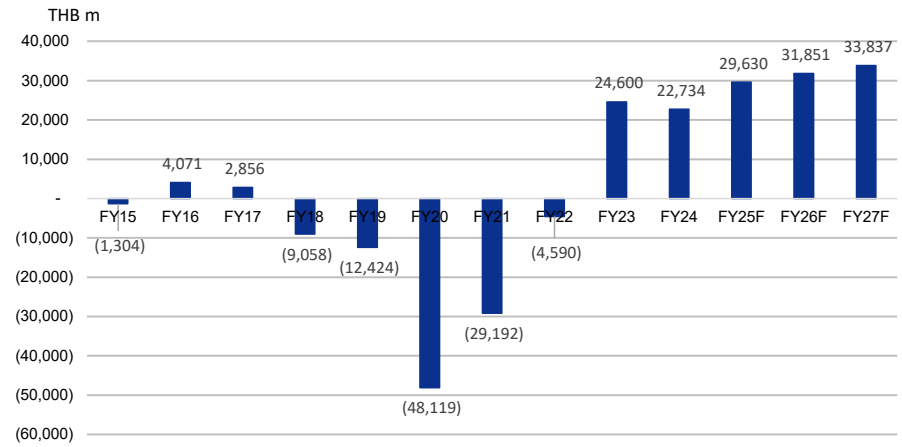
Figure 6: THAI's shareholding structure as of Mar 25 (full list in Fig 74 on page 31)

Current shareholding structure	(%)
Ministry of Finance	38.9%
Bangkok Bank	8.5%
EGAT Saving and Credit Cooperative Limited	5.4%
Krungthai Bank	4.7%
State Owned Enterprises	4.0%
Vayupak Fund 1	0.6%
Other Creditors*	33.1%
Other Shareholders**	4.8%

*Other creditors from the debt-to-equity conversion under the business rehabilitation plan
**Other shareholders of THAI prior to the capital structuring, employees of THAI and investors from private placement
SOURCES: CGSI RESEARCH, COMPANY REPORTS

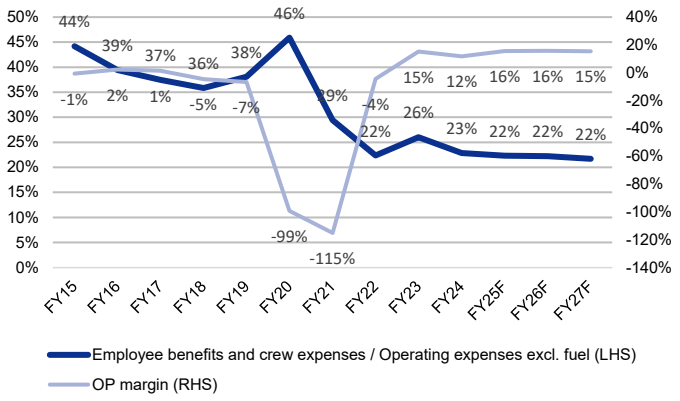
THAI มีการดำเนินงานที่มีประสิทธิภาพและเป้าหมายชัดเจน ➤

Figure 7: THAI's operating profit outlook has turned around



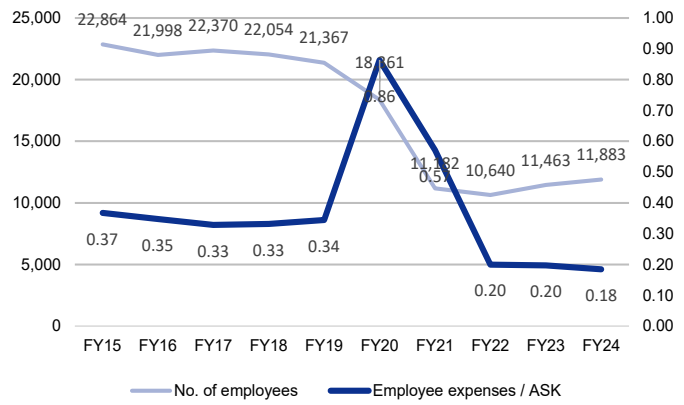
SOURCES: CGSI RESEARCH ESTIMATES, COMPANY REPORTS

Figure 8: THAI's workforce restructuring has contributed to a recovery in operating margins



SOURCES: CGSI RESEARCH, COMPANY REPORTS

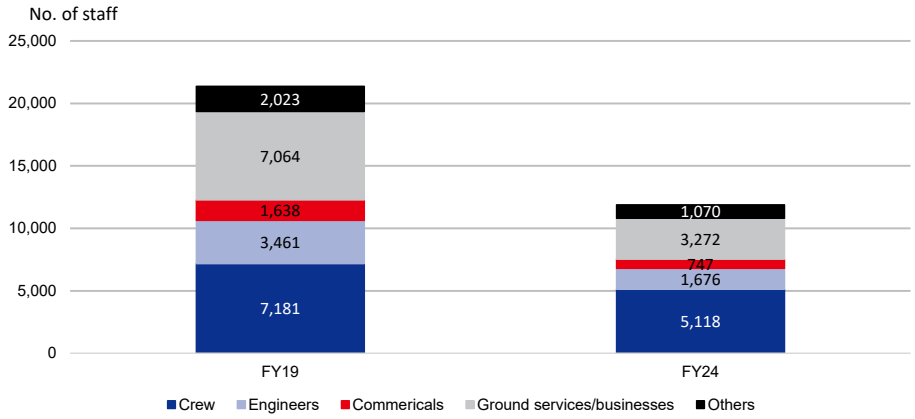
Figure 9: THAI's employee expenses per ASK decreased by 46% in FY24 vs. FY19 level



SOURCES: CGSI RESEARCH, COMPANY REPORTS

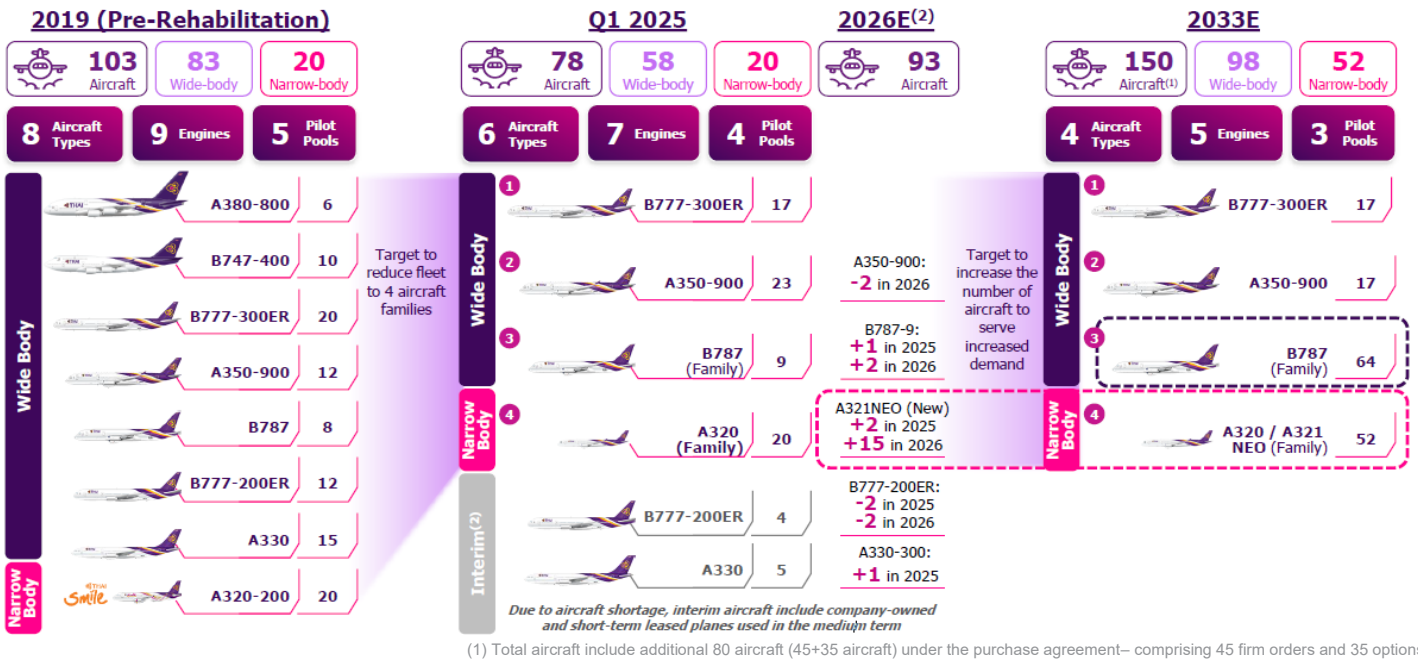
ในปี 2023 THAI ได้ควบรวมกับ Thai Smile (เดิมเป็นสายการบินในภูมิภาคของไทยและเป็นบริษัทลูกที่ THAI ถือหุ้น 100%) มาอยู่ภายใต้แบรนด์ Thai Airways ซึ่งช่วยเพิ่มประสิทธิภาพการบริหารจัดการพนักงาน, การจัดตารางเวลา รวมทั้งการจัดสรรการใช้อากาศยาน

Figure 10: THAI's staff numbers were reduced from 21,367 in FY19 to 11,883 in FY24



SOURCES: CGSI RESEARCH, COMPANY REPORTS

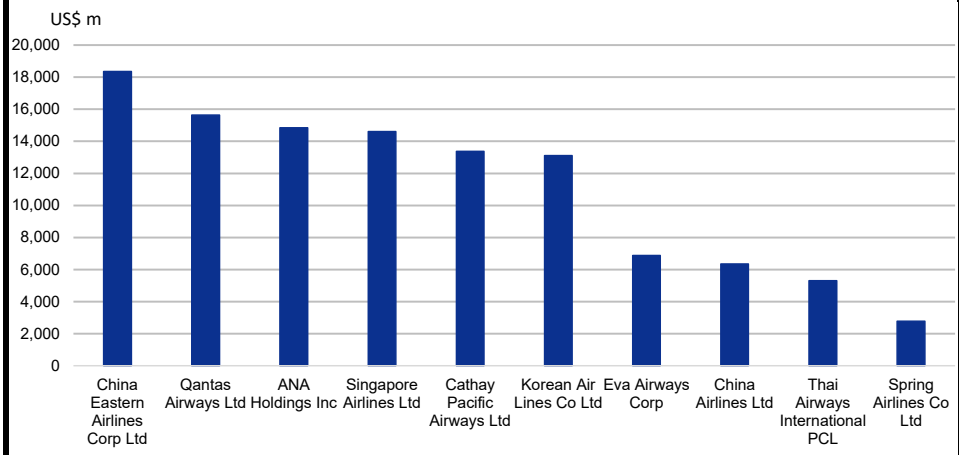
Figure 11: THAI's fleet transformation



(1) Total aircraft include additional 80 aircraft (45+35 aircraft) under the purchase agreement– comprising 45 firm orders and 35 options
(2) According to THAI's current short-term fleet procurement plan

SOURCES: CGSI RESEARCH, COMPANY REPORTS

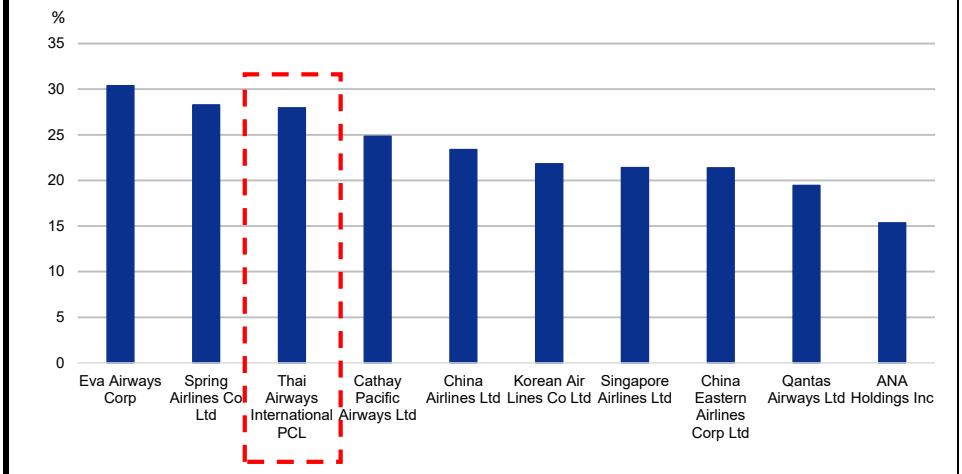
Figure 12: THAI's revenue vs. regional airlines (FY24)



SOURCES: CGSI RESEARCH, BLOOMBERG

อัตราส่วน EBITDA ของ THAI น่าจะอยู่ในช่วงบนของกรอบเมื่อเทียบกับคู่แข่งในภูมิภาค

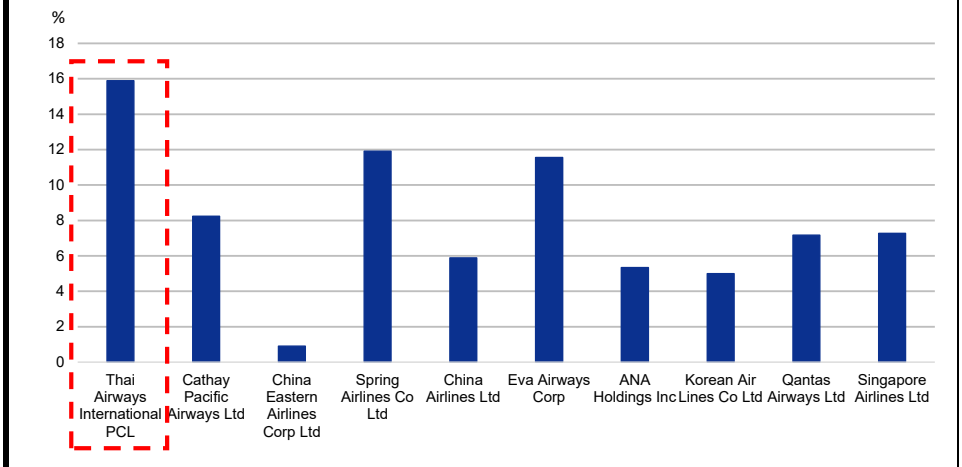
Figure 13: THAI's EBITDA margin vs. regional peers (FY24)



SOURCES: CGSI RESEARCH, BLOOMBERG

เราคาดว่าอัตรากำไรสุทธิของ THAI จะ outperform คู่แข่งในปี FY25 จากอัตราส่วน EBITDA ที่แข็งแกร่ง, ภาระดอกเบี้ยที่ลดลงหลังปรับโครงสร้าง รวมถึงค่าเสื่อมราคาที่ลดลงหลังการด้อยค่าของสินทรัพย์

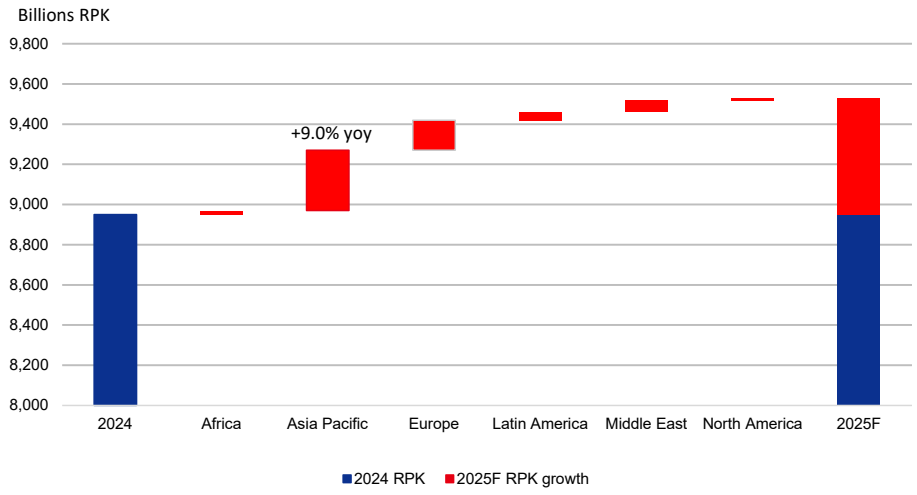
Figure 14: THAI's net profit margin (FY25F)



SOURCES: CGSI RESEARCH ESTIMATES, BLOOMBERG

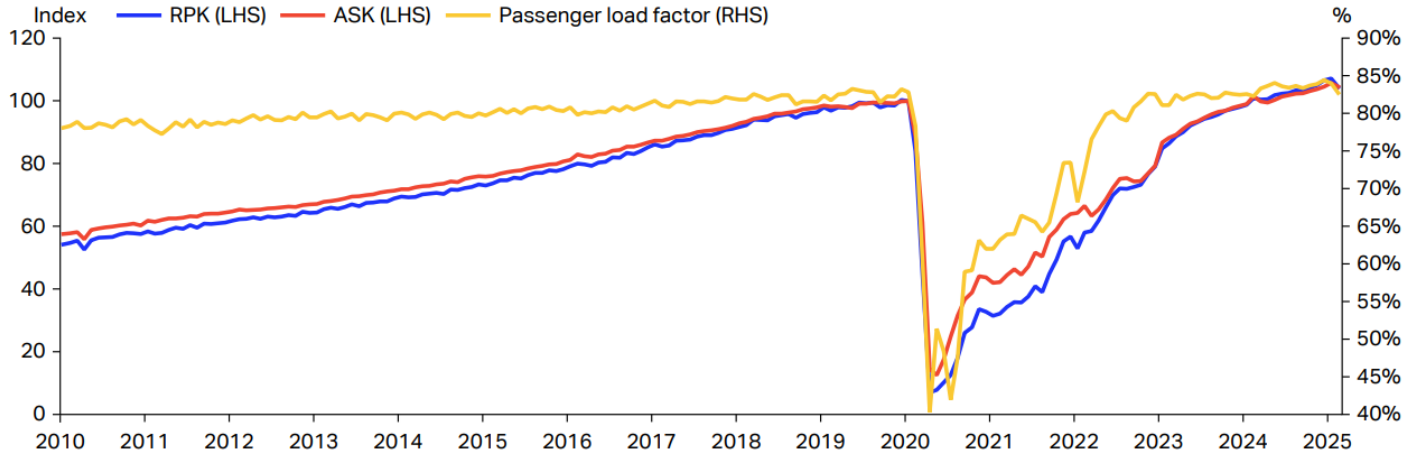
เติบโตพร้อมกับอุตสาหกรรมการบิน ➤

Figure 15: IATA forecasts global air travel demand increasing by 5.8% yoy in 2025F, with growth in Asia-Pacific region expected to outpace other regions, at +9% yoy



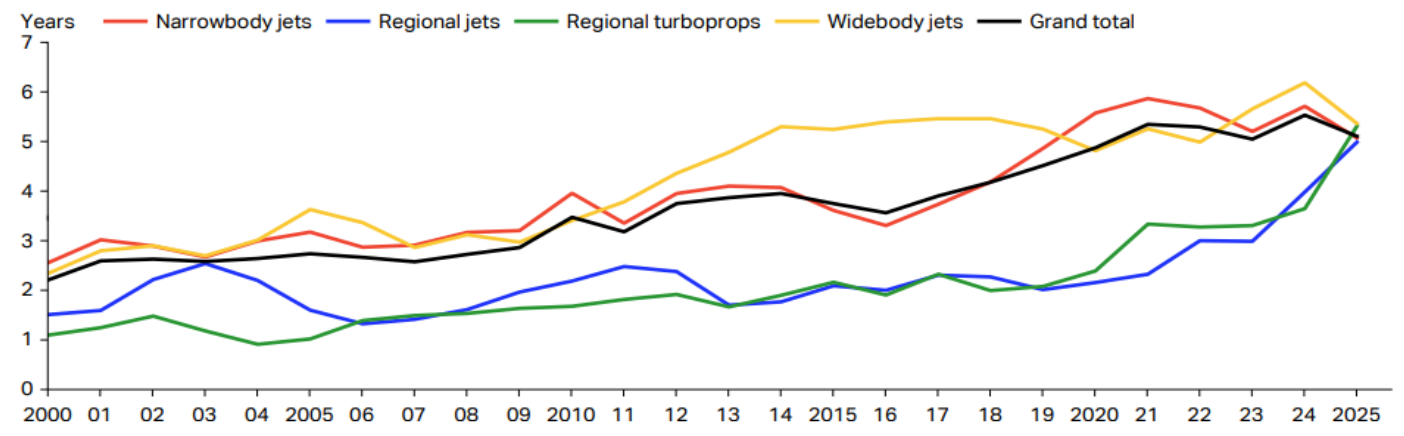
SOURCES: CGSI RESEARCH, IATA

Figure 16: RPK, ASK, and passenger load factors



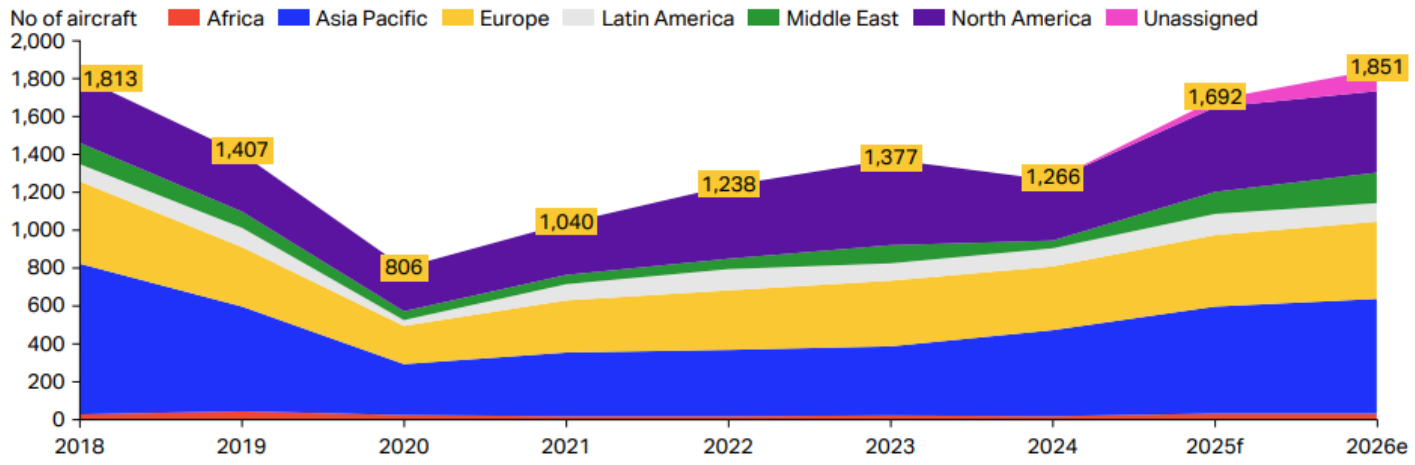
RPK: Revenue Passenger Kilimetres, ASK: Available Seat Kilometres
Indexed January 2020 = 100
SOURCES: CGSI RESEARCH, IATA

Figure 17: Aircraft waiting time (period between order and delivery date), by year of delivery



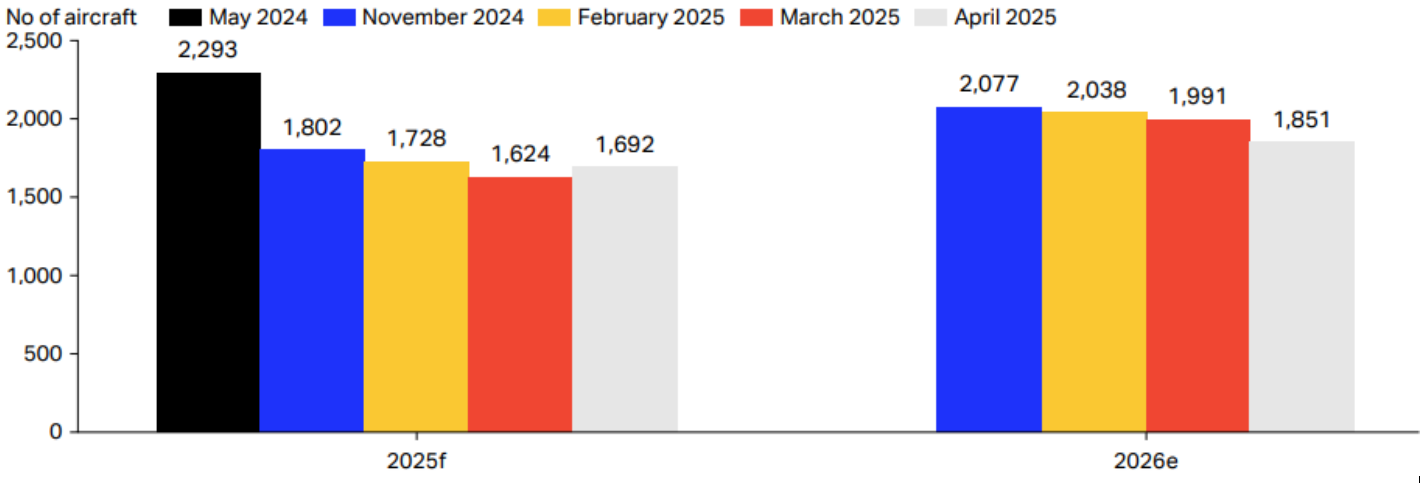
SOURCES: AITA, CURIUM

Figure 18: Aircraft deliveries by region (placed and scheduled)



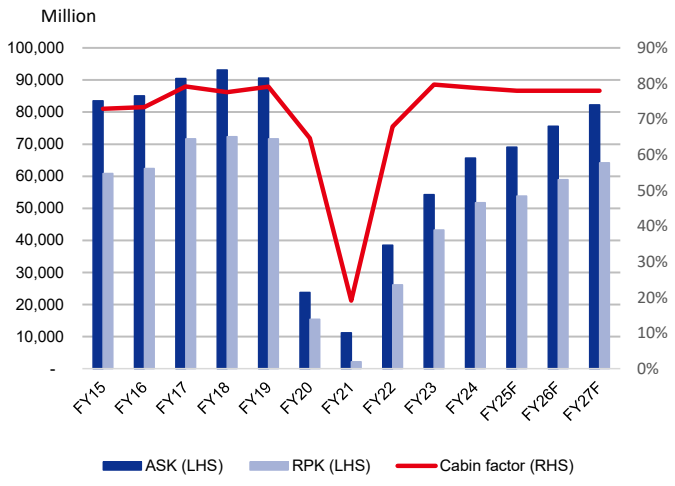
SOURCES: AITA, CURIUM

Figure 19: Revision of scheduled aircraft deliveries



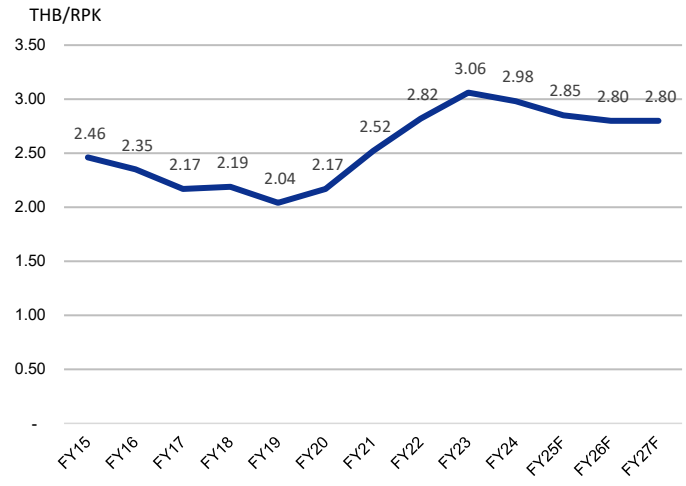
SOURCES: AITA, CURIUM

Figure 20: THAI's ASK, RPK and cabin factors



SOURCES: CGSI RESEARCH ESTIMATES, COMPANY REPORTS

Figure 21: THAI's passenger yields



SOURCES: CGSI RESEARCH ESTIMATES, COMPANY REPORTS

Figure 22: THAI's key operating performance by region

				Asia			Europe			Australia			Domestic		
	2019	2024	Q1 2025	2019	2024	Q1 2025	2019	2024	Q1 2025	2019	2024	Q1 2025	2019	2024	Q1 2025
Passenger revenue and excess baggage (THB mm)	149,044	154,967[1]	43,219	82,827	79,623	21,400	43,368	52,637	15,642	12,310	14,408	3,986	10,539	8,300	2,191
Revenue Contribution (%)				55.6%	51.4%	49.5%	29.1%	34.0%	36.2%	8.3%	9.3%	9.2%	7.1%	5.3%	5.1%
ASK (mm)	90,622	65,696	17,729	44,976	31,866	8,351	31,732	24,110	6,797	8,974	7,393	2,028	4,735	2,327	553
Cabin factor (%)	79.1%	78.8%	83.3%	76.9%	75.1%	78.5%	81.0%	82.6%	90.2%	83.9%	78.3%	77.5%	78.5%	91.0%	93.8%
Passenger yield (incl. excess baggage) (THB/RPK)	2.08	3.00	2.92	2.39	3.33	3.26	1.69	2.64	2.55	1.63	2.49	2.54	2.83	3.92	4.22
Destinations[2] (winter/summer)	82/79	64/61	64/61	54/51	42/40	42/40	13/13	11/10	11/10	05/05	03/03	03/03	10/10	08/08	08/08

SOURCES: CGSI RESEARCH, COMPANY REPORTS

งบดุลสะอาดขึ้นหลังปรับโครงสร้าง ➤

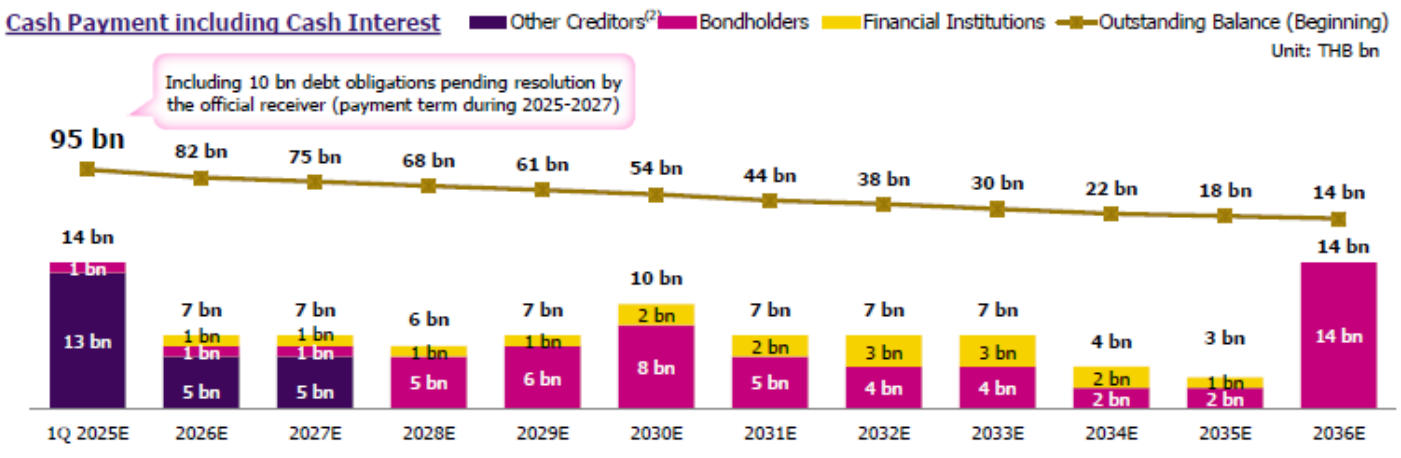
แผนฟื้นฟูกิจการของ THAI ประกอบด้วยการปรับโครงสร้างหนี้, การปรับขนาดฝูงบินให้เหมาะสม, การลดจำนวนพนักงานยและมาตรการลดต้นทุนอื่น ๆ

Figure 23: Key timeline of THAI's rehabilitation process

Timeline	Key event
Pre-2020	Years of ineffieincies led to persistent operating losses
May 20	THAI files for rehabilitation with Central Bankruptcy Court
May-20	THAI ended its SOE status
May 21	Creditors approve rehabilitation plan
May 21	THAI stock was suspended from trading
Jun 21	THAI entered rehabilitation process following the Central Bankruptcy Court's approval
Dec 24	THAI completed its capital restructuring
Jun 25	THAI received court order to exit business rehabilitation process
Aug 25	THAI stock to resuming trading on the SET

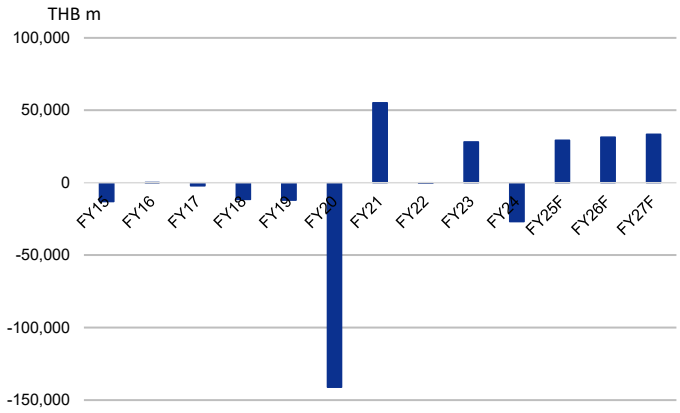
SOURCES: CGSI RESEARCH, COMPANY REPORTS

Figure 24: THAI's creditor repayment schedule as per its rehabilitation plan



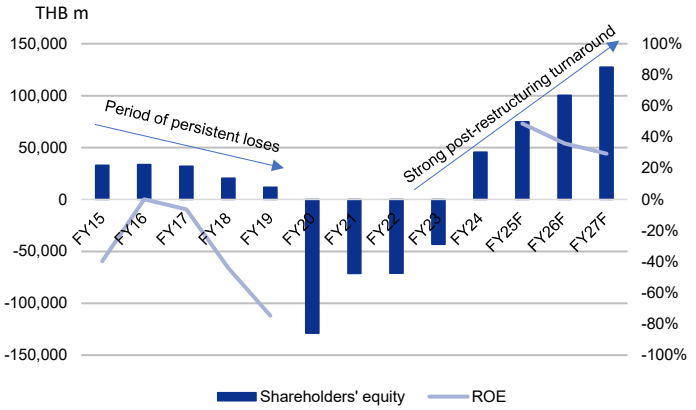
SOURCES: CGSI RESEARCH, COMPANY REPORTS

Figure 25: THAI's reported net profits



SOURCES: CGSI RESEARCH ESTIMATES, COMPANY REPORTS

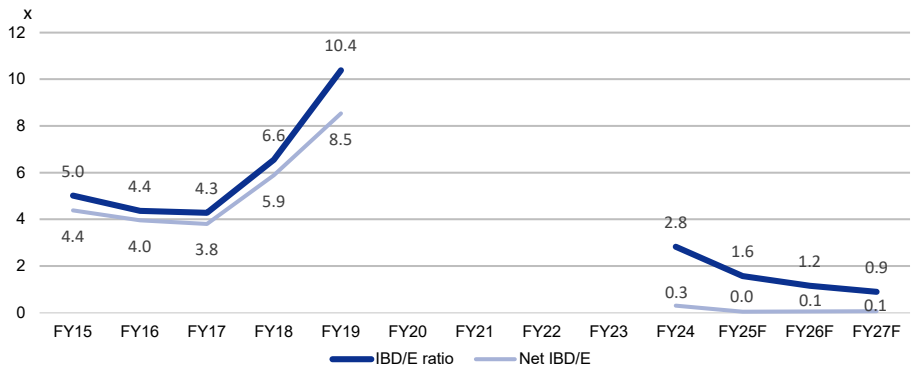
Figure 26: THAI's shareholders' equity and ROE



SOURCES: CGSI RESEARCH ESTIMATES, COMPANY REPORTS

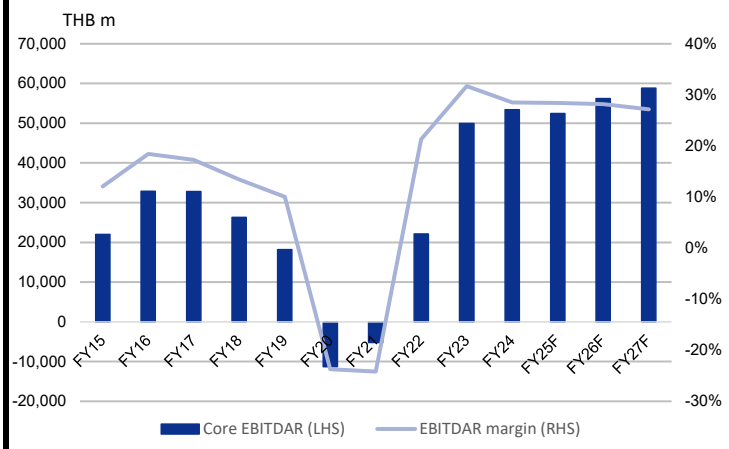
เราไม่ได้รวมอัตราส่วนหนี้สินต่อทุนของ THAI ในปี FY20-23 เนื่องจากส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัทติดลบ

Figure 27: THAI's net gearing ratio set to return to a healthy range of 0.05x-0.30x in FY24-27F after its capital restructuring



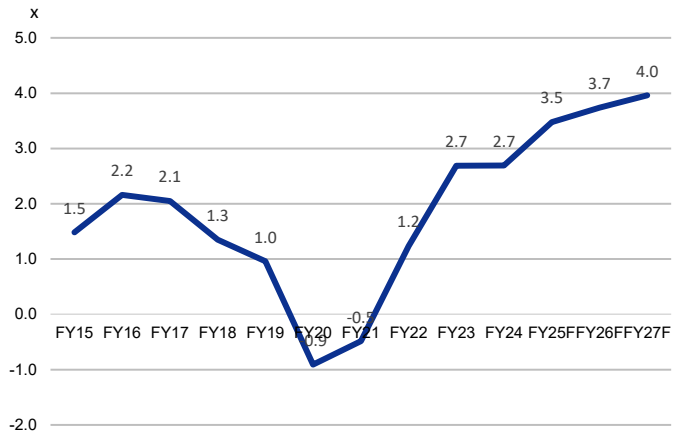
*IBD: Interest bearing debt including lease liabilities
**Net IBD calculation includes non-current financial assets
SOURCES: CGSI RESEARCH ESTIMATES, COMPANY REPORTS

Figure 28: THAI's EBITDAR and EBITDAR margins



SOURCES: CGSI RESEARCH ESTIMATES, COMPANY REPORTS

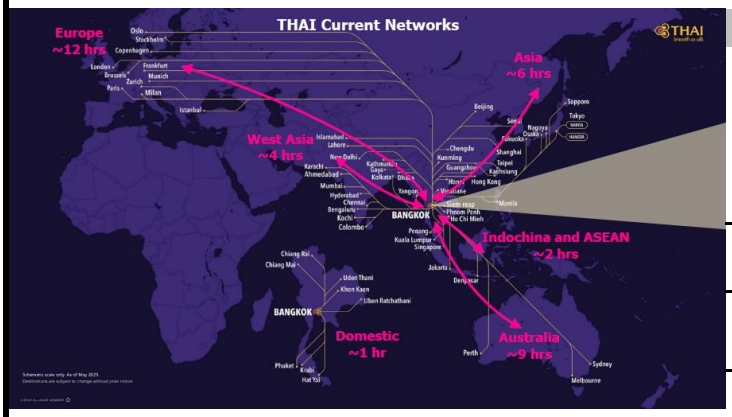
Figure 29: EBITDAR coverage ratios



SOURCES: CGSI RESEARCH ESTIMATES, COMPANY REPORTS

ใช้ประโยชน์จากตำแหน่งที่ตั้งของไทยเพื่อกลายเป็นศูนย์กลางทางการบินในภูมิภาค ➤

Figure 30: THAI route network



SOURCES: CGSI RESEARCH, COMPANY REPORTS

Figure 31: AOT's airport expansion plan

	Description	Expected completion	Additoinal capacity (MAP)	Status
Suvarnabhumi (BKK)	SAT-1 Terminal	Sep-23	15.0	Completed
	East Expansion	2026F		Ongoing
	3rd runway	2026F	30.0	Ongoing
	North Expansion	2028F		Ongoing
	SAT-2 Terminal	na	15.0	Under internal study
	South Terminal	na		Under internal study
	West Expansion	na	45.0	Under internal study
	4th runway	na		Under internal study
Don Muang (DMK)	Terminal 1 & 2 renovation Terminal 3 Junction building & carpark	2029F	20.0	Ongoing
Phuket (HKT)	Phase 2: Terminal expansion and support facilities	2029F	5.5	Approved by cabinet, Commencing construction in 2026F
	2nd airport	na	na	Under internal study

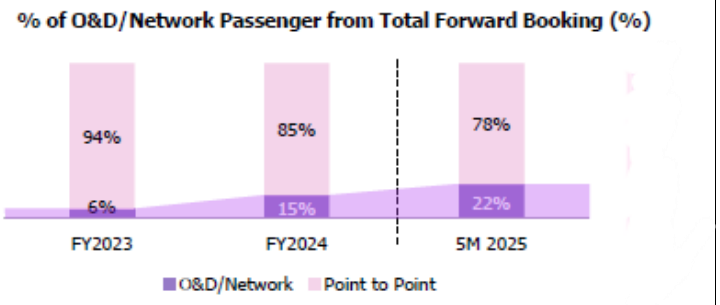
*AOT: Airports of Thailand (AOT TB; Reduce; TP: THB20; CP: THB42)
SOURCES: CGSI RESEARCH, COMPANY REPORTS

Figure 32: THAI aims to improve its connectivity to key destinations through expanding its partnership network



SOURCES: CGSI RESEARCH, COMPANY REPORTS

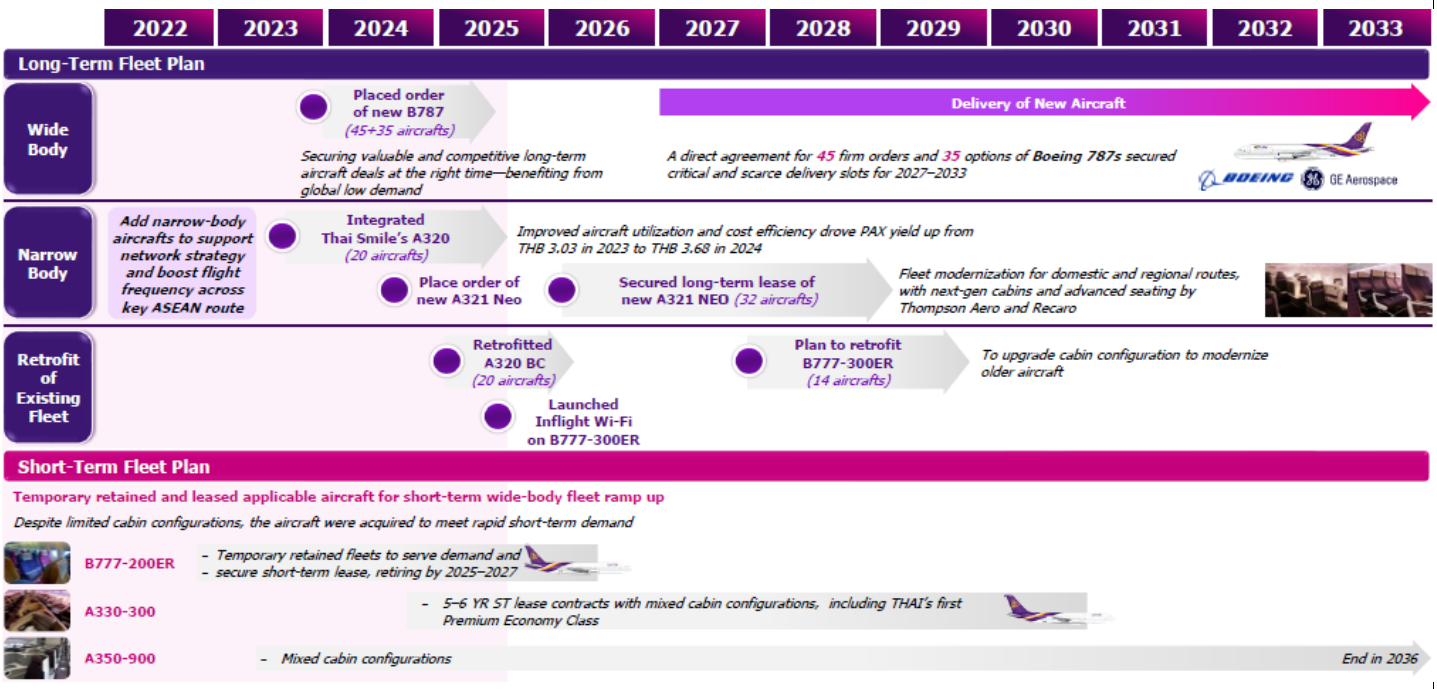
Figure 33: THAI's connecting bookings rose from 6% in FY23 to 22% in 5M25



SOURCES: CGSI RESEARCH, COMPANY REPORTS

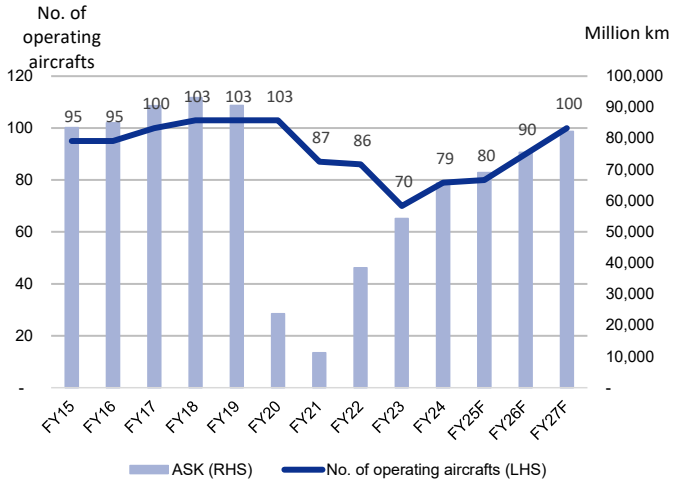
ขับเคลื่อนการเติบโตด้วยการขยายฝูงบินและการยกระดับบริการ ➤

Figure 34: THAI's fleet expansion plan and strategy



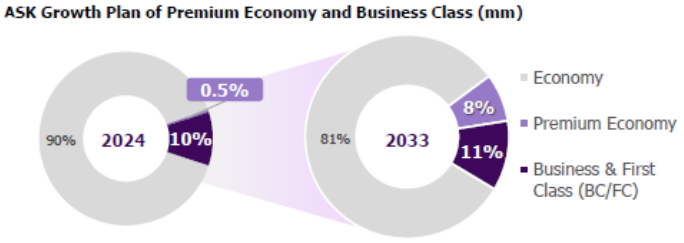
SOURCES: CGSI RESEARCH, COMPANY REPORTS

Figure 35: We expect THAI's ASK to increase in tandem with the number of operating aircraft



SOURCES: CGSI RESEARCH, COMPANY REPORTS

Figure 36: THAI plans to add more premium seating options within its fleet over the next 5-7 years



Example Retrofit Layout for B777-300ER with Fewer Economy Seats, More Premium Cabins

To retrofit 14 aircraft with new layout to use space more efficiently and add more business and premium economy seats, targeted for launch in 2027

	BC	Premium Economy	Economy	Total
Current	42	-	306	348
After Retrofit	44 + 4*	42	260	350

* Business Suite

Premium cabin mix doubled (12% → 26%), boosting total revenue by 18.1%

SOURCES: CGSI RESEARCH, COMPANY REPORTS

Figure 37: Vantage seating arrangement



SOURCES: CGSI RESEARCH, THOMPSON AERO SEATING

Figure 38: THAI will be using this premium seating arrangement for its new A321neo aircraft on regional routes



SOURCES: CGSI RESEARCH, THOMPSON AERO SEATING

Figure 39: THAI's plan to uplift its product offerings and service quality

Cabin Seat Retrofit Upgrade



- **Plan to retrofit 14 B777-300ER aircraft and introduce new aircraft** with consistent Business, Premium Eco, and Eco starting from 2027



- **In Jan 2025, Retrofit Airbus A320-200 cabins** with Royal Silk Class (business class) reclining seats



- **A321Neo fleet** to launch new Business Class seat by end of 2025

Inflight Dining and Amenity Enhancement



- **Inflight dining features:**
  - **From Streets to Sky** – Economy Class meals inspired by iconic Thai street food vendors
  - **Premium Thai dishes crafted** with luxury ingredients



- **Launched exclusive amenity kits** in partnership with world-renowned brands

Inflight Entertainment (IFE)



- **THAI Vision Connect,** a wireless IFE system, launched in June 2025 to enhance the passenger experience on A320 aircraft



- **Upgraded and modernized IFE system** to enhance passenger experience by expanding movie variety, improving the user interface, and adding more games

Inflight Wi-Fi



- **THAI Sky Connect** provides inflight Wi-Fi across four main aircraft types
- Starting 1 May 2025, THAI **offers free Wi-Fi to premium passengers and ROP members** *(Royal First Class, Royal Silk Class, All Royal Orchid Plus member)*

SOURCES: CGSI RESEARCH, COMPANY REPORTS

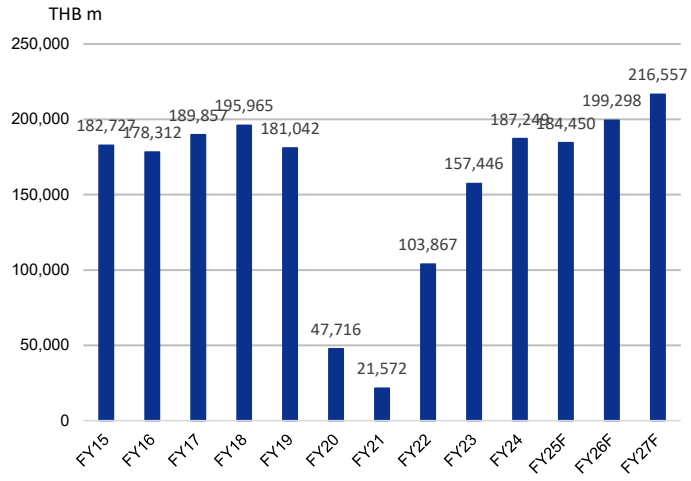
ประมาณการกำไร

Figure 40: Key forecasts and assumptions

FYE Dec (THB m)	FY15	FY16	FY17	FY18	FY19	FY20	FY21	FY22	FY23	FY24	FY25F	FY26F	FY27F
Total service revenue	182,727	178,312	189,857	195,965	181,042	47,716	21,572	103,867	157,446	187,249	184,450	198,894	216,557
Operating costs (excl. D&A)	(169,651)	(155,326)	(168,338)	(184,657)	(177,364)	(59,239)	(28,051)	(86,984)	(110,506)	(134,920)	(133,106)	(144,183)	(158,825)
EBITDA	13,076	22,986	21,519	11,308	3,678	(11,523)	(6,479)	16,883	46,940	52,329	51,344	54,711	57,732
D&A	(19,133)	(17,991)	(17,021)	(19,045)	(17,328)	(27,704)	(12,544)	(9,881)	(11,389)	(13,026)	(13,214)	(14,403)	(15,623)
EBIT	(6,057)	4,995	4,498	(7,737)	(13,649)	(39,227)	(19,023)	7,002	35,551	39,302	38,130	40,308	42,109
Interest expenses	(5,898)	(5,339)	(4,717)	(4,507)	(4,441)	(12,194)	(9,490)	(12,687)	(15,611)	(18,781)	(14,000)	(13,956)	(13,773)
Other income	9,864	3,134	678	4,621	7,912	920	68,409	1,345	8,046	5,573	5,500	5,500	5,500
Other expenses	(12,290)	(3,048)	(3,029)	(2,936)	(411)	(77,598)	12,352	2,888	(1,100)	(52,701)	-	-	-
Pre-tax profits	(14,380)	(259)	(2,571)	(10,560)	(10,588)	(128,099)	52,248	(1,451)	26,886	(26,608)	29,630	31,851	33,837
Tax expenses	(1,069)	(1,464)	(823)	(37)	982	1,083	(2,780)	(1,434)	(1,322)	374	296	319	338
Minority interest	(21)	(32)	(35)	(56)	(26)	9	5	(21)	(27)	(33)	(35)	(35)	(35)
Net profit	(15,470)	(1,754)	(3,429)	(10,653)	(9,632)	(127,007)	49,473	(2,906)	25,538	(26,266)	29,891	32,135	34,140
Less: exceptionals	11,764	4,056	4,963	2,567	(382)	93,052	(84,310)	(4,318)	(3,496)	49,668	-	-	-
Core net profit	(1,304)	4,071	2,856	(9,058)	(12,424)	(48,119)	(29,192)	(4,590)	24,600	22,734	29,299	31,498	33,463
Shares outstanding	2,183	2,183	2,183	2,183	2,183	2,183	2,183	2,183	2,183	4,305	28,303	28,303	28,303
Fully diluted core EPS (THB)	-0.05	0.14	0.10	-0.32	-0.44	-1.70	-1.03	-0.16	0.87	0.80	1.04	1.11	1.18
Key ratios	**FY15**	**FY16**	**FY17**	**FY18**	**FY19**	**FY20**	**FY21**	**FY22**	**FY23**	**FY24**	**FY25F**	**FY26F**	**FY27F**
EBITDAR margin	12.1%	18.4%	17.3%	13.4%	10.0%	-23.7%	-24.2%	21.3%	31.7%	28.5%	28.4%	28.0%	27.2%
EBITDA margin	7.2%	12.9%	11.3%	5.8%	2.0%	-24.1%	-30.0%	16.3%	29.8%	27.9%	27.8%	27.5%	26.7%
EBIT margin	-3.3%	2.8%	2.4%	-3.9%	-7.5%	-82.2%	-88.2%	6.7%	22.6%	21.0%	20.7%	20.3%	19.4%
Tax rate	0.6%	0.8%	0.4%	0.0%	-0.5%	-2.3%	12.9%	1.4%	0.8%	-0.2%	-0.2%	-0.2%	-0.2%
Core profit margin	-0.7%	2.3%	1.5%	-4.6%	-6.9%	-100.8%	-135.3%	-4.4%	15.6%	12.1%	15.9%	15.8%	15.5%
Key assumptions	**FY15**	**FY16**	**FY17**	**FY18**	**FY19**	**FY20**	**FY21**	**FY22**	**FY23**	**FY24**	**FY25F**	**FY26F**	**FY27F**
Number of aircrafts in operation	95	95	100	103	103	103	87	86	70	79	80	90	100
Aircraft utilisation (hours)	10.90	11.50	12.00	12.00	11.90	6.60	5.40	10.40	12.20	13.20	13.70	13.60	13.60
Passenger Yield (THB/RPK)	2.46	2.35	2.17	2.19	2.04	2.17	2.52	2.82	3.06	2.98	2.85	2.80	2.80
Average jet fuel price (US$/bbl)	72.4	56.7	70.5	91.6	84.0	74.1	82.5	135.2	113.0	104.6	90.0	90.0	90.0
Operating matrix	**FY15**	**FY16**	**FY17**	**FY18**	**FY19**	**FY20**	**FY21**	**FY22**	**FY23**	**FY24**	**FY25F**	**FY26F**	**FY27F**
PAX (m)	21.3	22.3	24.6	24.3	24.5	5.9	1.6	9.0	13.8	16.1	16.8	18.4	20.0
ASK (million km)	83,479	85,042	90,498	93,131	90,622	23,789	11,224	38,526	54,280	65,696	69,048	75,569	82,287
RPK (million km)	60,856	62,421	71,674	72,270	71,682	15,391	2,144	26,159	43,261	51,768	53,857	58,944	64,184
Cabin factor (%)	73%	73%	79%	78%	79%	65%	19%	68%	80%	79%	78%	78%	78%
RASK (THB)	2.19	2.10	2.10	2.10	2.00	2.01	1.92	2.70	2.90	2.85	2.67	2.63	2.63
CASK (THB)	2.26	2.04	2.05	2.19	2.15	3.65	3.62	2.51	2.25	2.25	2.12	2.10	2.12
Spread (THB)	(0.07)	0.06	0.05	(0.08)	(0.15)	(1.65)	(1.69)	0.18	0.65	0.60	0.55	0.53	0.51

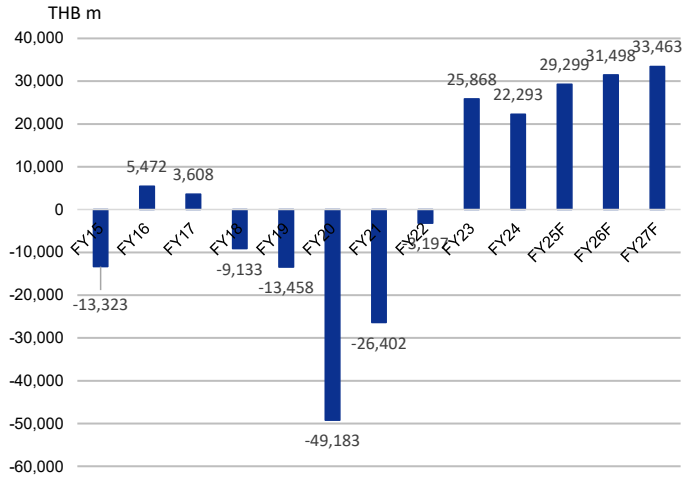
ASK: Available Seat Kilometre, RASK: Revenue per seat kilometre, CASK: Cost per available seat kilometre, Spread = RASK – CASK, RPK: Revenue passenger kilometre, PAX: Passenger number
SOURCES: CGSI RESEARCH ESTIMATES, COMPANY REPORTS

Figure 41: Service revenue forecasts



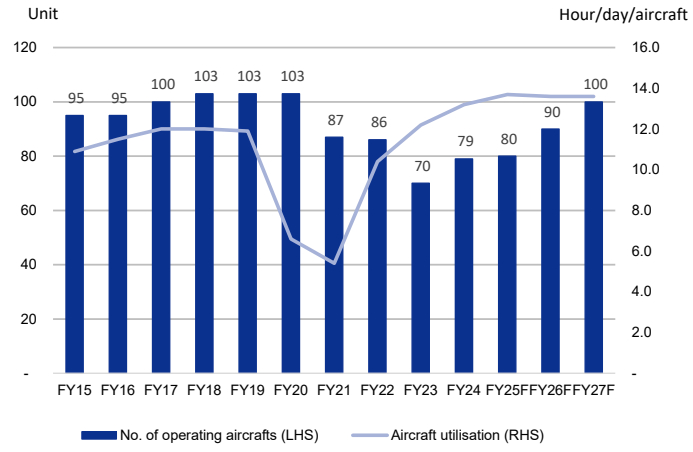
SOURCES: CGSI RESEARCH ESTIMATES, COMPANY REPORTS

Figure 42: Core net profit forecasts



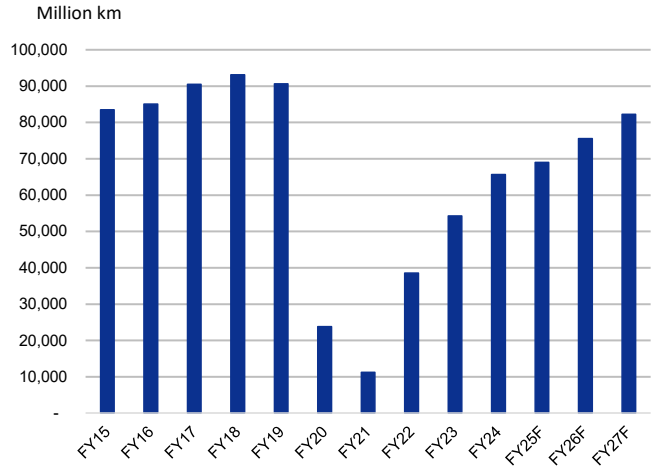
SOURCES: CGSI RESEARCH ESTIMATES, COMPANY REPORTS

Figure 43: Aircraft utilisation forecasts



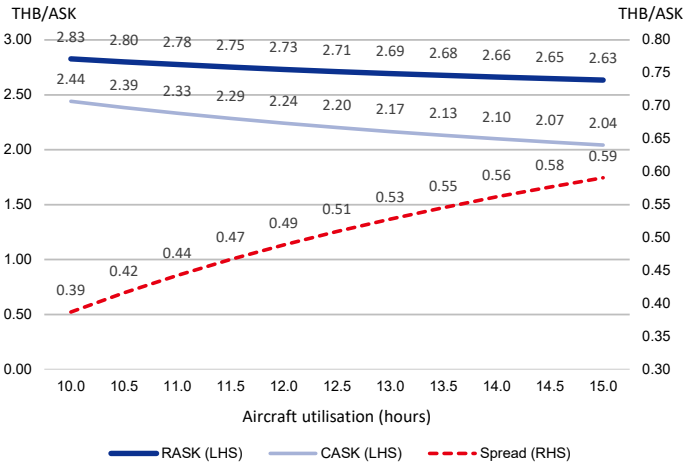
SOURCES: CGSI RESEARCH ESTIMATES, COMPANY REPORTS

Figure 44: ASK forecasts



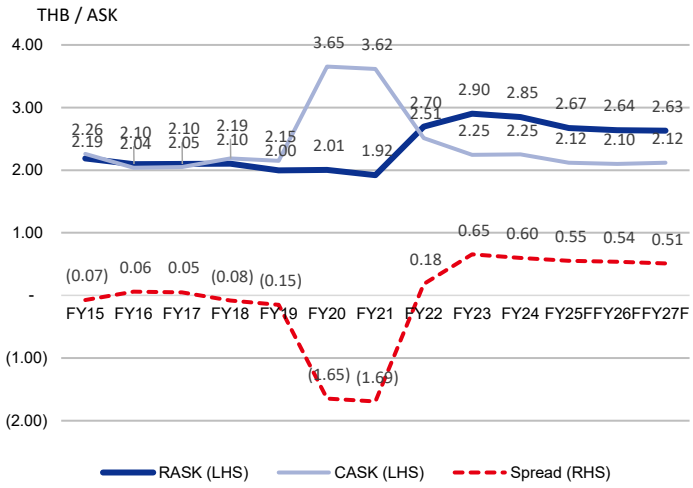
SOURCES: CGSI RESEARCH ESTIMATES, COMPANY REPORTS

Figure 45: FY25F RASK, CASK and spread sensitivity with respect to aircraft utilisation



SOURCES: CGSI RESEARCH ESTIMATES, COMPANY REPORTS

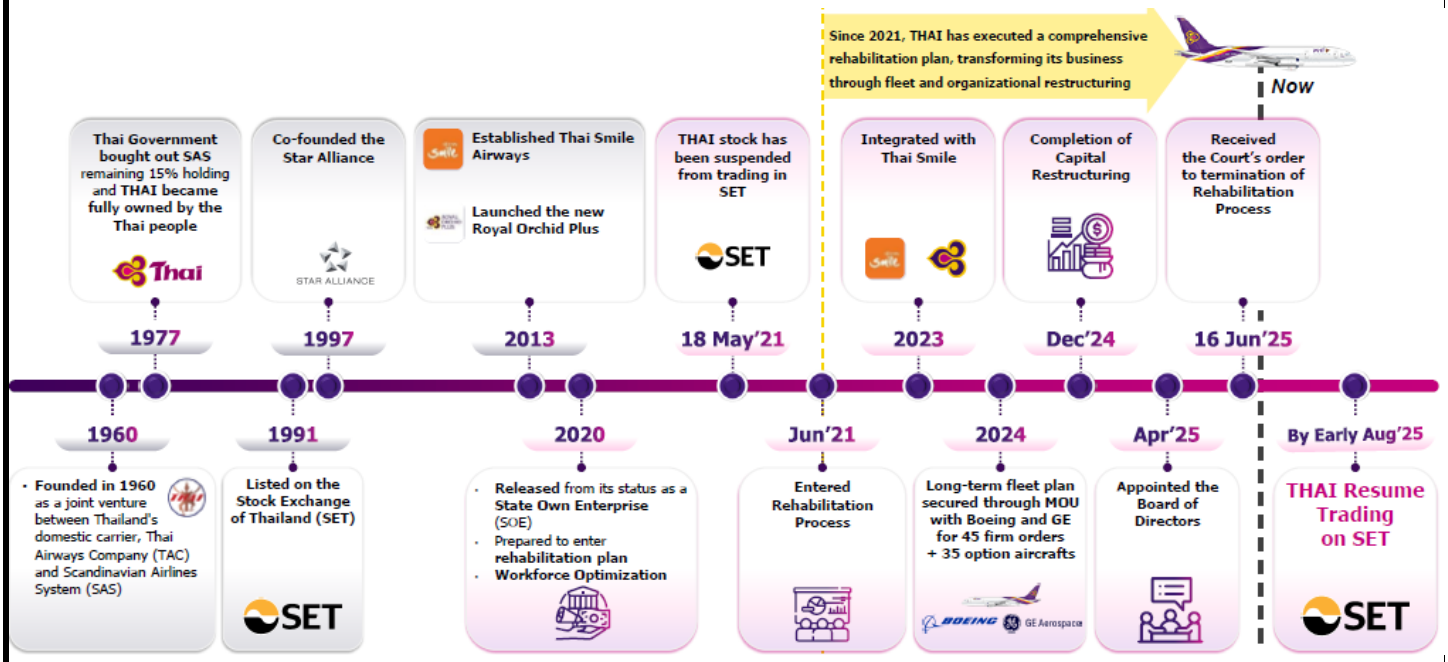
Figure 46: RASK, CASK and spread forecasts



SOURCES: CGSI RESEARCH ESTIMATES, COMPANY REPORTS

ประวัติความเป็นมาของ THAI

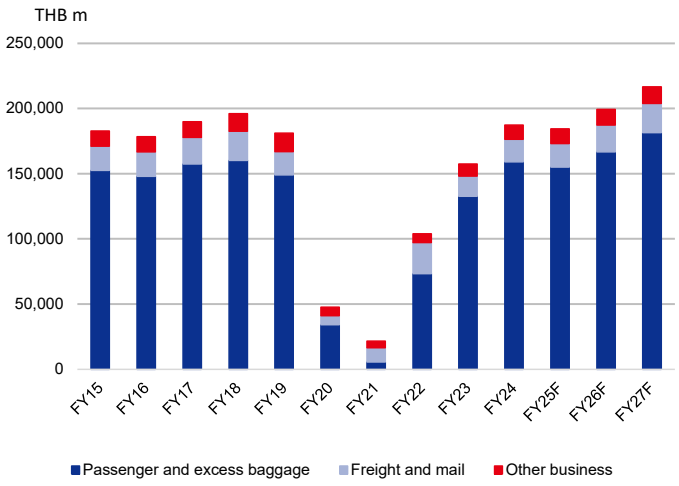
Figure 47: THAI's key milestones



SOURCES: CGSI RESEARCH, COMPANY REPORTS

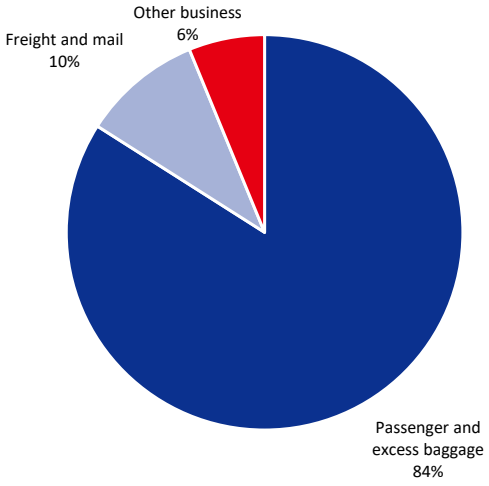
โครงสร้างรายได้

Figure 48: THAI's revenue trend



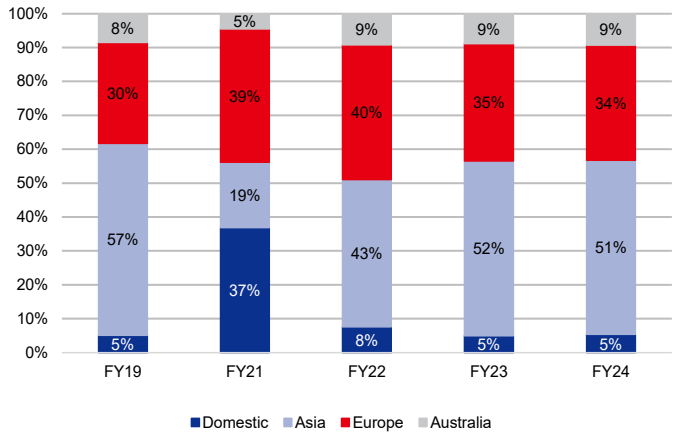
SOURCES: CGSI RESEARCH ESTIMATES, COMPANY REPORTS

Figure 49: THAI's FY25F operating revenue breakdown



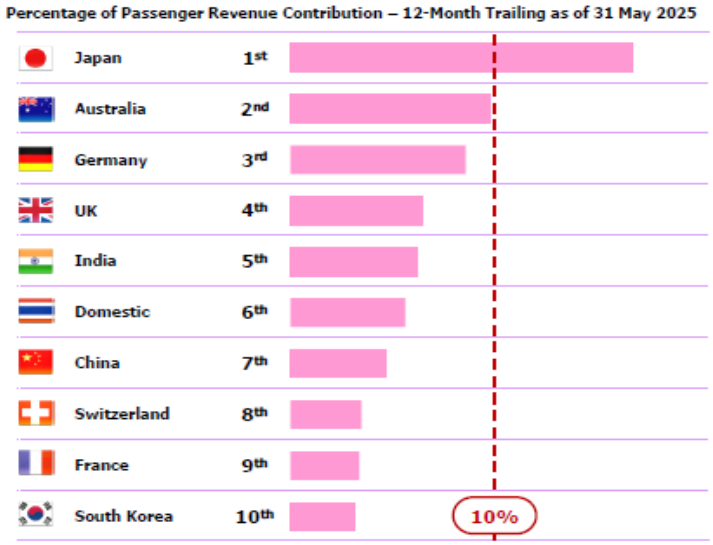
SOURCES: CGSI RESEARCH ESTIMATES, COMPANY REPORTS

Figure 50: THAI's passenger revenue breakdown by region



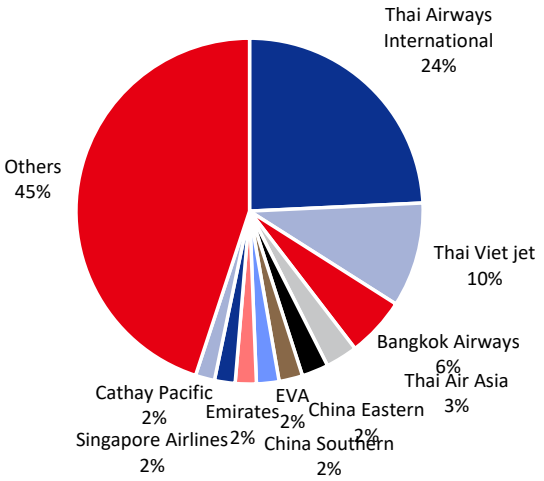
SOURCES: CGSI RESEARCH, COMPANY REPORTS

Figure 51: THAI's top 10 passenger revenue contributors by destination



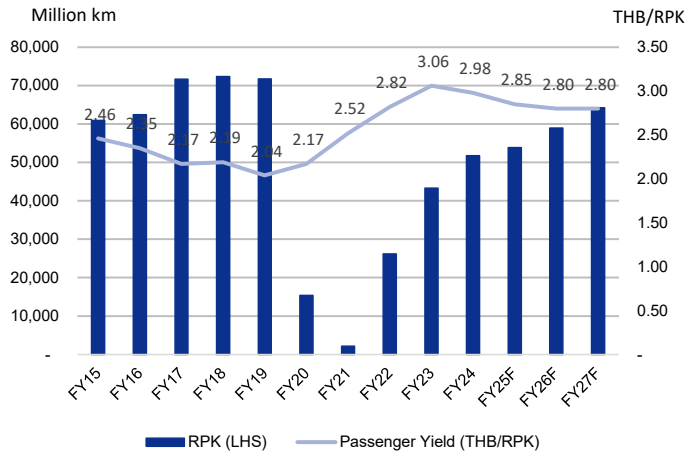
SOURCES: CGSI RESEARCH, COMPANY REPORTS

Figure 52: THAI's market share vs. competitors at Suvarnabhumi (BKK) airport in 2024



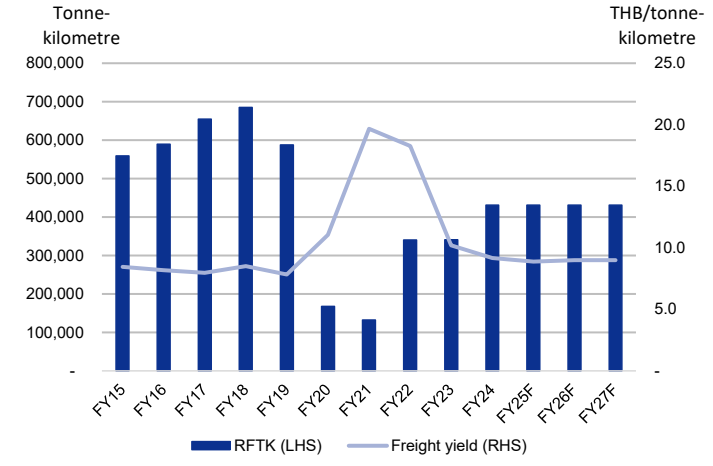
SOURCES: CGSI RESEARCH, AIRPORTS OF THAILAND

Figure 53: RPK and passenger yield forecasts



SOURCES: CGSI RESEARCH ESTIMATES, COMPANY REPORTS

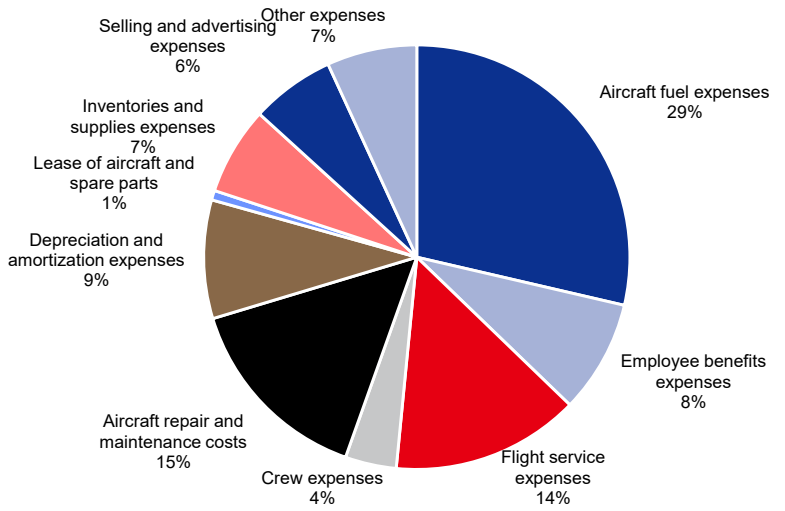
Figure 54: RFTK and freight yield forecasts



SOURCES: CGSI RESEARCH ESTIMATES, COMPANY REPORTS

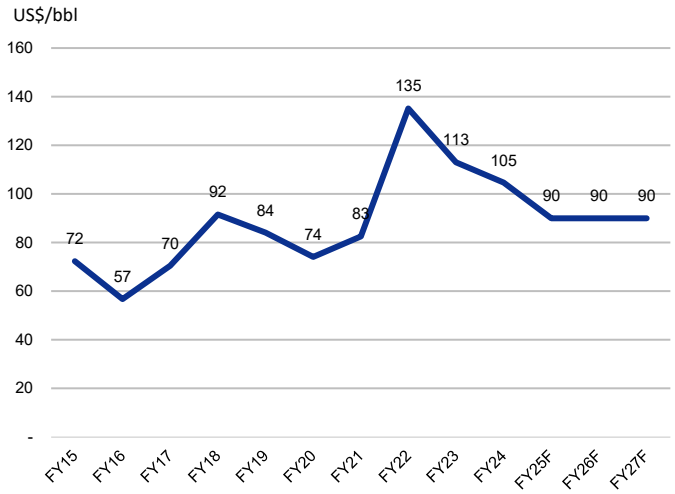
โครงสร้างต้นทุน ➤

Figure 55: THAI's FY25F cost structure



SOURCES: CGSI RESEARCH ESTIMATES, COMPANY REPORTS

Figure 56: Jet fuel prices and assumptions



SOURCES: CGSI RESEARCH ESTIMATES, COMPANY REPORTS

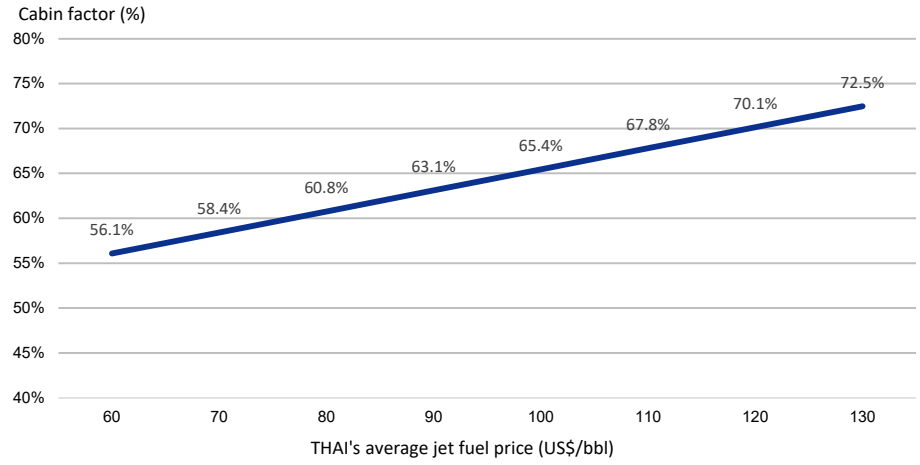
Figure 57: FY25F EPS sensitivity with respect to jet fuel/cabin factor assumptions (without hedging)

		Cabin factor (%)				
Unit: THB		72%	74%	76%	78%	80%
Fuel price (US$/bbl)	75	0.86	1.00	1.14	1.28	1.42
	80	0.78	0.92	1.06	1.20	1.34
	85	0.70	0.84	0.98	1.12	1.26
	90	0.62	0.76	0.90	1.04	1.17
	95	0.54	0.68	0.81	0.95	1.09
	100	0.46	0.59	0.73	0.87	1.01
	105	0.37	0.51	0.65	0.79	0.93
	110	0.29	0.43	0.57	0.71	0.85

		Cabin factor (%)				
Downside/upside vs. our forecast		72%	74%	76%	78%	80%
Fuel price (US$/bbl)	75	-17%	-3%	10%	24%	37%
	80	-25%	-11%	2%	16%	29%
	85	-32%	-19%	-6%	8%	21%
	90	-40%	-27%	-13%	0%	13%
	95	-48%	-35%	-21%	-8%	6%
	100	-56%	-43%	-29%	-16%	-2%
	105	-64%	-50%	-37%	-24%	-10%
	110	-72%	-58%	-45%	-31%	-18%

SOURCES: CGSI RESEARCH ESTIMATES, COMPANY REPORTS

Figure 58: Breakeven cabin factor at each level of jet fuel price (without hedging)



SOURCES: CGSI RESEARCH ESTIMATES

Figure 59: THAI's FY25F EPS sensitivity (with hedging)

		Cabin factor (%)				
	Unit: THB	72%	74%	76%	78%	80%
Fuel price (US$/bbl)	75	0.72	0.85	0.99	1.13	1.27
	80	0.68	0.82	0.96	1.10	1.24
	85	0.65	0.79	0.93	1.07	1.21
	90	0.62	0.76	0.90	1.04	1.17
	95	0.59	0.72	0.86	1.00	1.14
	100	0.55	0.69	0.83	0.97	1.11
	105	0.52	0.66	0.80	0.94	1.08
	110	0.49	0.63	0.77	0.90	1.04

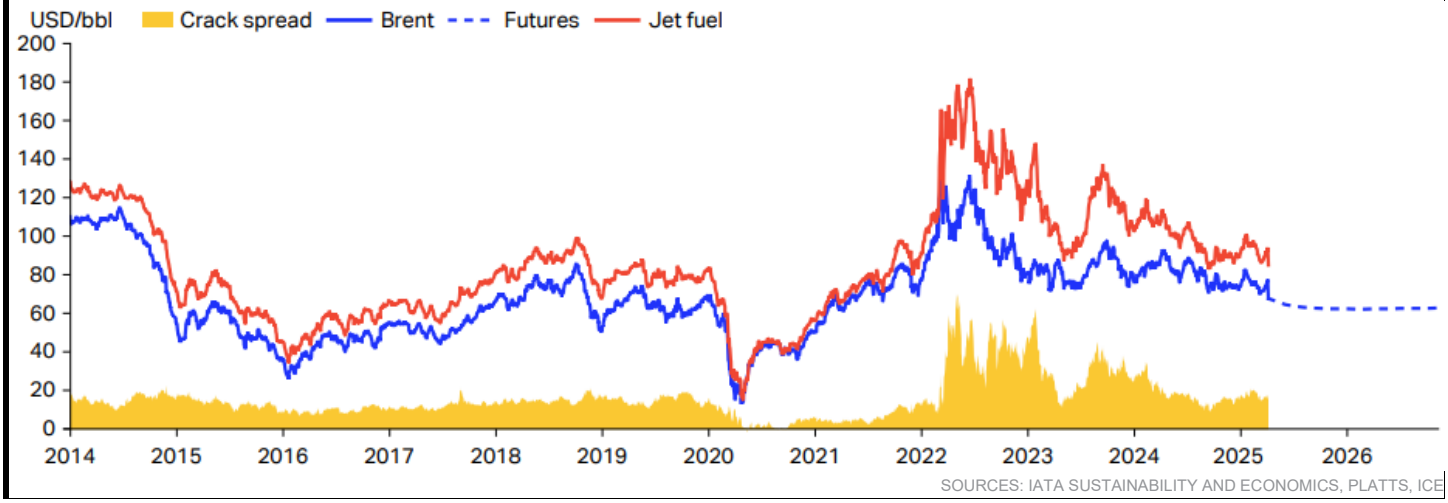
SOURCES: CGSI RESEARCH ESTIMATES

Figure 60: FY25F EPS downside/upside (with hedging)

	Downside/upside vs. our forecast	Cabin factor (%) 72%	74%	76%	78%	80%
Fuel price (US$/bbl)	75	-31%	-17%	-4%	9%	23%
	80	-34%	-21%	-7%	6%	20%
	85	-37%	-24%	-10%	3%	17%
	90	-40%	-27%	-13%	0%	13%
	95	-43%	-30%	-17%	-3%	10%
	100	-47%	-33%	-20%	-6%	7%
	105	-50%	-36%	-23%	-9%	4%
	110	-53%	-39%	-26%	-13%	1%

SOURCES: CGSI RESEARCH ESTIMATES

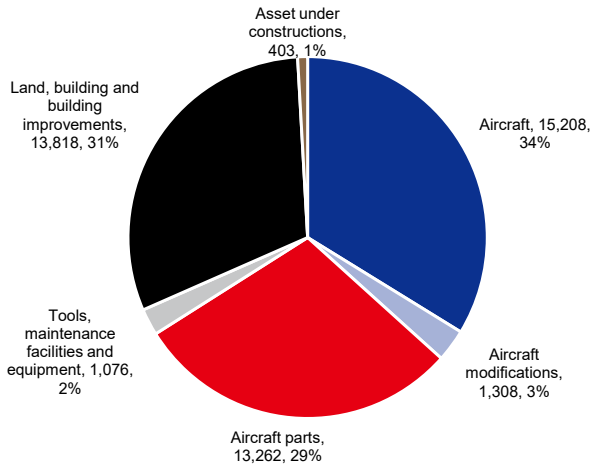
Figure 61: : Brent crude oil price with futures curve, jet fuel price, and jet crack spread



SOURCES: IATA SUSTAINABILITY AND ECONOMICS, PLATTS, ICE

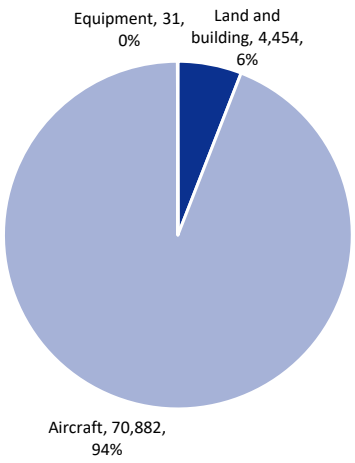
สินทรัพย์ ➤

Figure 62: THAI's operating assets breakdown (THB m)



SOURCES: CGSI RESEARCH, COMPANY REPORTS

Figure 63: Rights-of-use assets breakdown (THB m)



SOURCES: CGSI RESEARCH, COMPANY REPORTS

Figure 64: THAI's aircraft inventory

	No. of aircraft	Owned aircraft	Financial lease	Operating lease
Boeing 777-300	6	6		
Boeing 777-200ER	6	6		
Boeing 777-200	3	3		
Boeing 777-300ER	17		6	11
Boeing 787-8	6			6
Boeing 787-9	3			3
Airbus A380-800	6	6		
Airbus A350-900	23		4	19
Airbus A340-500	1	1		
Airbus A330-300	5	3		2
Airbus A320-200	20			15
Total	**96**	**25**	**10**	**56**

SOURCES: CGSI RESEARCH, COMPANY REPORTS

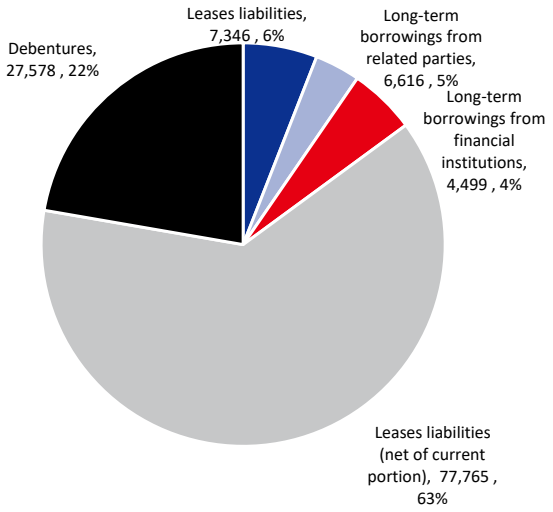
Figure 65: THAI's aircraft inventory and expansion plans in FY25-26F

Fleet 2025 (Unit: Aircraft)		Y2024	Y2025				Y2026
			1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	
A320-200		20					
A321 NEO						+2	[+15]
A330-300 (Interim)		5			+1		
A350-900		23					[-2]
B777-200ER (Interim)		5	-1	-1	-1		[-2]
B777-300ER		17					
B787-8		6					[-2]
B787-9		3				+1	[+4]
Total (Unit: Aircraft)		79	78	77	77	80	[93]

SOURCES: CGSI RESEARCH, COMPANY REPORTS

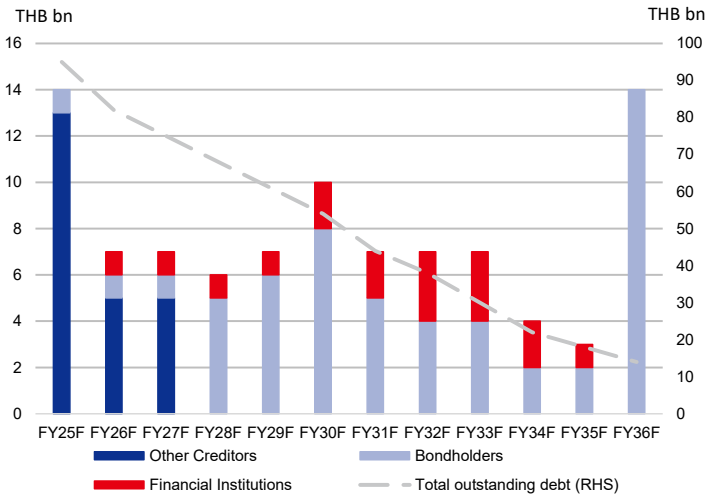
งบดุล ➤

Figure 66: Interest bearing liabilities as of 1Q25 (THB m)



SOURCES: CGSI RESEARCH, COMPANY REPORTS

Figure 67: THAI's outstanding debt repayment schedule as per its rehabilitation plan



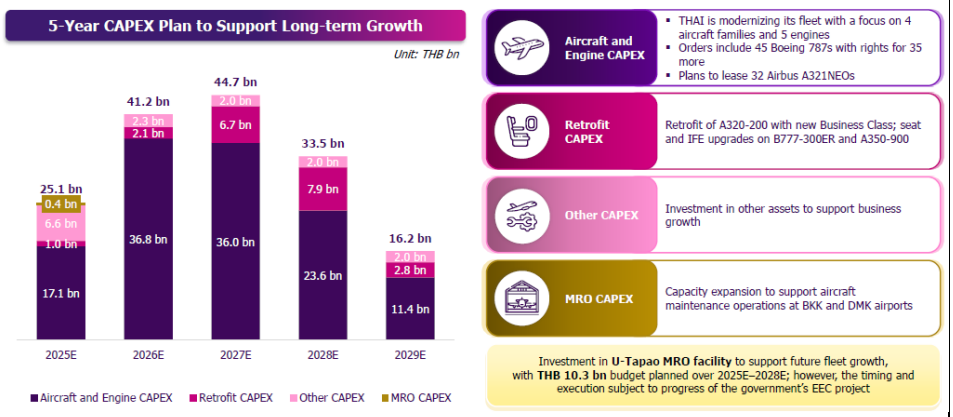
SOURCES: CGSI RESEARCH, COMPANY REPORTS

แผนลงทุน ➤

แผนลงทุนของ THAI เน้นหนักไปที่การซื้อเครื่องบินใหม่ รวมถึงการปรับปรุงฝูงบินและการปรับปรุงห้องโดยสาร

THAI มีกระแสเงินสดจากการดำเนินงานแข็งแกร่งที่ 4.6-6.0 หมื่นล้านบาทต่อปี เราจึงคาดว่าบริษัทจะมีเงินทุนเพียงพอรองรับแผนการลงทุนขั้นต้น โดยไม่ต้องจัดหาแหล่งเงินทุนจากภายนอก

Figure 68: THAI's capex guidance



SOURCES: CGSI RESEARCH, COMPANY REPORTS

เริ่มต้นวิเคราะห์ด้วยคำแนะนำ “ซื้อ” ที่ราคาเป้าหมาย 10.8 บาท

Figure 69: THAI's target price sensitivity with respect to fuel price and passenger yield

		FY26F passenger yield (THB/RPK)				
	Unit: THB	2.6	2.7	2.8	2.9	3.0
FY26F fuel price (US$/bbl)	75	10.5	11.4	12.3	13.2	14.1
	80	10.0	10.9	11.8	12.7	13.6
	85	9.5	10.4	11.3	12.2	13.1
	90	9.1	9.9	10.8	11.7	12.6
	95	8.6	9.5	10.4	11.3	12.1
	100	8.1	9.0	9.9	10.8	11.7
	105	7.6	8.5	9.4	10.3	11.2
	110	7.1	8.0	8.9	9.8	10.7

SOURCES: CGSI RESEARCH ESTIMATES, COMPANY REPORTS

Figure 70: Airline sector comparisons

Company	Bloomberg Ticker	Recom.	Price (local curr)	Target Price (local curr)	Market (US$ m)	P/E (x) CY25F	P/E (x) CY26F	P/E (x) CY27F	3-year EPS CAGR	P/BV (x) CY25F	P/BV (x) CY26F	P/BV (x) CY27F	Recurring ROE (%) CY25F	Recurring ROE (%) CY26F	Recurring ROE (%) CY27F	EV/EBITDA (x) CY25F	EV/EBITDA (x) CY26F	EV/EBITDA (x) CY27F	Dividend Yield (%) CY25F	Dividend Yield (%) CY26F	Dividend Yield (%) CY27F
Thai Airways International	THAI TB	Add	3.32	10.80	2,900	3.2	3.0	2.8	17.1%	1.26	0.94	0.74	47.2%	36.0%	29.4%	1.9	1.8	1.7	6.1%	6.8%	7.2%
Cathay Pacific Airways Ltd	293 HK	NR	12.00	NA	9,844	8.6	8.3	7.9	-0.5%	1.34	1.23	1.13	16.2%	15.4%	15.0%	5.0	5.0	5.0	5.6%	5.8%	6.2%
China Eastern Airlines Corp Ltd	670 HK	NR	2.99	NA	11,293	41.2	16.1	10.3		8.05	7.27	6.35	27.9%	47.5%	65.5%	8.7	7.6	7.0		0.1%	
Spring Airlines Co Ltd	601021 CH	NR	54.28	NA	7,397	20.3	16.1	13.9	19.2%	2.81	2.50	2.21	14.5%	16.4%	16.9%	9.6	8.0	7.3	1.6%	2.0%	2.3%
China Airlines Ltd	2610 TT	NR	20.80	NA	4,278	10.5	12.5	15.9	-15.7%	1.35	1.24	1.24	14.1%	10.4%	7.8%	3.2	3.4	3.4	3.8%	2.9%	2.9%
Eva Airways Corp	2618 TT	NR	38.65	NA	7,056	8.1	9.9	10.2	-8.4%	1.53	1.43	1.43	20.7%	14.9%	14.1%	3.3	3.6	3.3	5.4%	4.3%	4.4%
ANA Holdings Inc	9202 JP	NR	2945.00	NA	9,555	10.7	10.2	9.9	-1.3%	1.11	1.02	0.94	10.9%	10.4%	9.9%	4.5	4.3	4.1	2.2%	2.4%	2.6%
Korean Air Lines Co Ltd	003490 KS	NR	24050	NA	6,284	6.5	6.3	5.6	5.4%	0.76	0.69	0.64	12.6%	11.5%	12.0%	4.5	4.2	4.0	3.6%	3.4%	3.6%
Qantas Airways Ltd	QAN AU	NR	10.98	NA	10,838	9.2	8.6	8.7	7.0%	5.19	5.11	3.14	87.6%	59.6%	44.9%	4.1	3.8	3.7	3.9%	3.9%	3.3%
Singapore Airlines	SIA SP	Reduce	7.60	6.80	17,920	13.5	21.8	24.3	-27.2%	1.50	1.45	1.44	10.6%	6.6%	5.9%	6.7	8.0	8.5	5.1%	3.6%	3.2%
Delta Air Lines Inc	DAL US	NR	55.61	NA	36,310	9.8	8.2	7.3	7.1%	1.87	1.53	1.27	21.4%	20.6%	18.9%	6.5	5.8	5.3	1.2%	1.4%	1.5%
American Airlines Group Inc	AAL US	NR	12	NA	7,641	21.1	6.3	4.7	5.7%				-9.5%	-41.9%	-151.8%	9.0	6.7	6.0		0.1%	1.2%
United Airlines Holdings Inc	UAL US	NR	92.43	NA	30,290	9.1	7.4	6.8	8.3%	1.99	1.56	1.20	23.9%	23.5%	20.0%	6.3	5.5	4.9			
Average (all)					**161,606**	**10.3**	**8.9**	**8.1**	**6.1%**	**1.93**	**1.65**	**1.33**	**20.6%**	**20.0%**	**18.7%**	**6.0**	**5.5**	**5.2**	**3.2%**	**2.6%**	**2.9%**

DATA AS AT 28 JUL 2025
SOURCES: CGSI RESEARCH ESTIMATES, COMPANY REPORTS, BLOOMBERG
Note: Estimates for Not Rated (NR) stocks are based on Bloomberg consensus estimates

อุตสาหกรรมการบิน

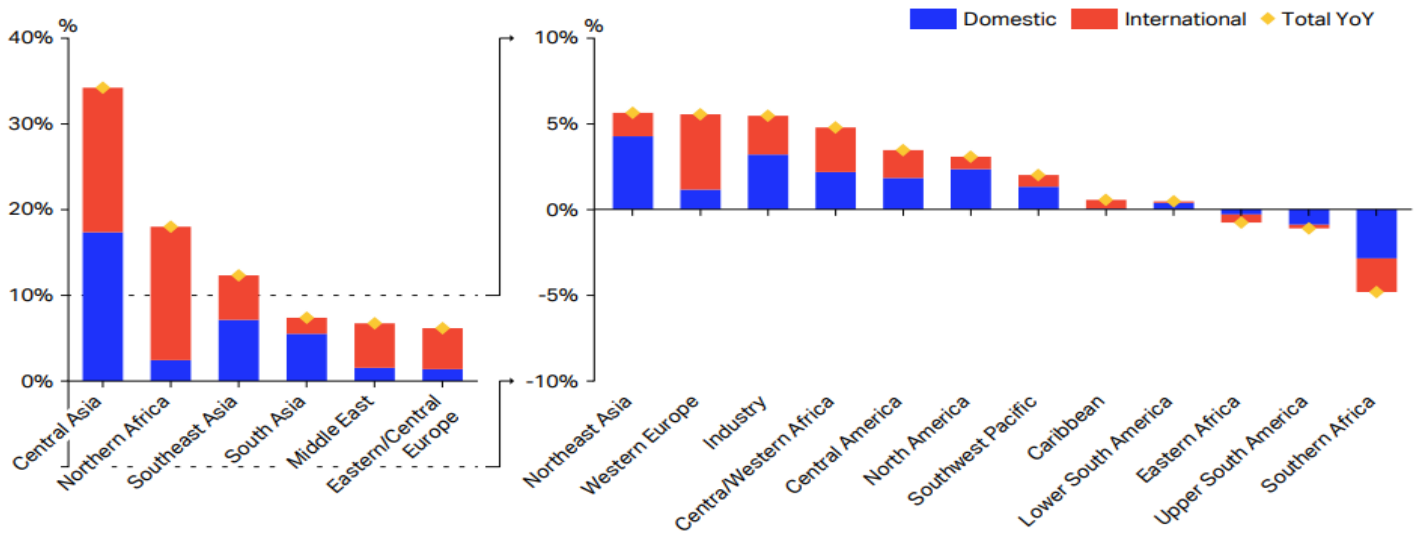
OD: ต้นทางและปลายทาง

Figure 71: Global airline industry forecasts by IATA

Global airline industry	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025F
Segment passenger (m)	4,560	1,779	2,304	23,452	4,426	4,779	4,988
OD passenger	3,974	1,570	2,017	2,962	3,792	4,100	4,291
RPK (bn)	8,688	2,974	3,623	5,973	8,171	9,037	9,565
% yoy	4%	-66%	22%	65%	37%	11%	6%
Aircraft departure (m)	37.5	19.7	24.2	29.5	35.5	37.4	38.3
% yoy	-0.8%	-47.5%	22.8%	21.9%	20.3%	5.4%	2.4%
Passenger load factor (%)	82.6%	65%	67%	7837%	82%	84%	84%

SOURCES: CGSI RESEARCH, IATA

Figure 72: Total passengers by region (1Q25)



Note: the bar segments represent the international and domestic traffic's contribution to the sub-regional total growth
SOURCES: CGSI RESEARCH, IATA

CORSIA และ SAF

Figure 73: Key timelines under CORSIA scheme



SOURCES: AVIATIONBENEFITS.ORG

Appendix

เมื่อวันที่ 14 มี.ค. 2025 THAI มีผู้ถือหุ้นรายย่อย 110,258 ราย (free float 43.1%) และนักลงทุนต่างชาติถือครองหุ้น THAI 2.99%

Figure 74: THAI's shareholders as of 14 Mar 2025

	% Shares (%)	Number of Shares	% Shares (%)
1	Ministry of Finance and its Related Parties	12,152,566,129	42.9%
2	Bangkok Bank Public Company Limited	2,407,879,062	8.5%
3	Electricity Generating Authority of Thailand Saving and Credit Cooperative Limited	1,538,121,854	5.4%
4	Krung Thai Bank Public Company Limited	1,327,322,126	4.7%
5	TMB Thanachart Bank Public Company Limited	579,955,895	2.0%
6	Thammasat University Savings and Credit Cooperatives Limited	475,572,922	1.7%
7	Provincial Electricity Authority's Employees Savings and Credit Cooperative Limited	414,359,908	1.5%
8	PTT Savings and Credit Cooperative Limited	380,408,815	1.3%
9	Kasetsart University Savings and Credit Cooperatives Limited	362,706,468	1.3%
10	Dhipaya Life Assurance Public Company Limited	303,014,266	1.1%
11	Thai Airways Saving and Credit Cooperative Limited	267,849,075	0.9%
12	Industrial and Commercial Bank of China (Thai) Public Company Limited	239,922,951	0.8%
13	Techers' Saving Cooperative of the General Education Department Limited Department Limited	230,848,860	0.8%
14	Chulalongkorn University Savings and Cooperative Limited	229,646,584	0.8%
15	Land and Houses Bank Public Company Limited	223,119,580	0.8%
16	Department of Highway Saving and Credit Cooperative Limited	187,706,263	0.7%
17	The Federation of Savings and Credit Cooperatives of Thailand Limited	183,952,138	0.6%
18	Mahidol University Savings and Credit Cooperatives Limited	176,902,845	0.6%
19	Prudential Life Assurance (Thailand) Public Company Limited	170,860,834	0.6%
20	Vayupak Fund 1	165,163,864	0.6%
21	Ocean Life Insurance Public Company Limited	156,731,572	0.6%
22	Royal Forest Department Savings and Credit Cooperative Limited	152,826,808	0.5%
23	Natixis	149,075,847	0.5%
24	CIMB Thai Bank Public Company Limited	147,368,314	0.5%
25	Other minority shareholders	5,679,408,587	20%
	Total	**28,303,291,567**	**100%**

SOURCES: CGSI RESEARCH, COMPANY REPORTS

ระยะเวลาห้ามขายหุ้นของผู้ถือหุ้นที่มีส่วนร่วมในการบริหารงานและหุ้นแปลงสภาพอื่น ๆ ➤

25% ของหุ้นที่ห้ามขายเหล่านี้อาจถูกขายหกเดือนหลังจากวันที่ 4 ส.ค. 2025

Figure 75: There will be a one-year lock-up period for strategic shareholders and converted shares

Type of share sale restriction	Total restricted shares	% of paid up capital
Restricted Shares from Silent Period (incl. shares from debt conversion)	15,566,810,362	55.0%
Restricted Shares from Debt-to-Equity Conversion	10,836,623,089	38.3%
	26,403,433,451	93.3%

SOURCES: CGSI RESEARCH, COMPANY REPORTS

ESG in a nutshell

LSEG ESG Scores

C+	A+	C+	D	C+	B
ESG Grade	ESG Controversies Grade	ESG Combined Grade	ESG Environment Pillar Grade	ESG Social Pillar Grade	ESG Governance Pillar Grade

The airline industry faces growing pressure to address ESG issues due to significant environmental implications, labour intensity and heightened regulations.

For THAI, environmental priorities include reducing carbon emissions through fleet modernisation and adoption of sustainable aviation fuel (SAF). In Dec 23, THAI has already piloted SAF fueled flights and has continued to fly using SAF on certain routes. The company is also committed to transitioning ground support equipment to electric vehicles (EV) while installing solar panels at operational sites to reduce emission from its ground operations. Its waste reduction initiatives include uniform recycling and plastic recycling campaigns.

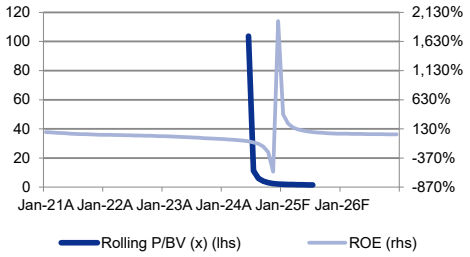
On the social front, THAI has navigated significant workforce restructuring as part of its restructuring plan. In this regard, we believe THAI has managed this transition responsibly through its mutual separation programmes (MPS) with its staff.

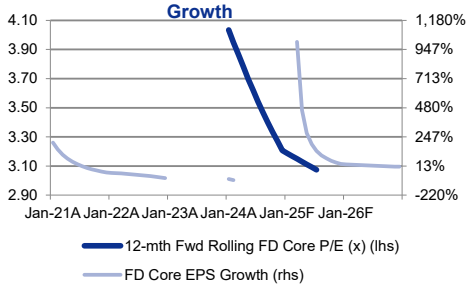
In terms of governance, THAI's exit from SOE status has allowed it to adopt a more commercially driven approach and operating model with greater flexibility. We view the appointment of independent directors and the integration of ESG oversight into its corporate governance framework as important steps in the right direction.

Keep your eye on	Implications
As THAI exits its rehabilitation plan, we believe strong corporate governance remain crucial in order to resist against unwarranted government intervention. While progress has been made, we believe continued transparency will be key.	We believe investors will closely monitor THAI's decision making and disclosures to ensure long term discipline is maintained. Indeed, given THAI's legacy of poor corporate governance, restoring investor confidence will depend on the company's ability to deliver on its commitments over the long term.
ESG highlights	**Implications**
As a member state under ICAO, Thailand is obligated to participate in the Carbon Offsetting and Reduction Scheme for International Aviation (CORSIA) which aims to cap CO2 emission from international flights.	Based on THAI's 2024 annual report, THAI has complied with international and domestic reporting requirements including submitting its CORSIA and European Union Emission Trading Scheme (EU ETS) carbon data for 2023. It has also adopted SAF on certain international routes and continues to collaborate with regulators to track and reduce emissions.
Trends	**Implications**
THAI has yet to release updated and comprehensive sustainability disclosure post 2019. While THAI has made decent progress in ESG, we believe its ESG performance can be improved by setting up and disclosing carbon targets, updating formal sustainability reporting and THAI received a D rating from LSEG for its Environmental ESG performance in 2025.	For THAI to align with global ESG standards and investor expectations, the company must set clear targets, enhance disclosure and transparency as well as benchmark its performance against peers.

SOURCES: CGSI RESEARCH, LSEG

BY THE NUMBERS





Profit & Loss

(THBm)	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F	Dec-27F
Total Net Revenues	**157,446**	**187,249**	**184,450**	**198,894**	**216,557**
Gross Profit	**46,940**	**52,329**	**51,344**	**54,711**	**57,732**
Operating EBITDA	**46,940**	**52,329**	**51,344**	**54,711**	**57,732**
Depreciation And Amortisation	(11,389)	(13,026)	(13,214)	(14,403)	(15,623)
Operating EBIT	**35,551**	**39,302**	**38,130**	**40,308**	**42,109**
Financial Income/(Expense)	(14,215)	(15,852)	(10,500)	(10,456)	(10,273)
Pretax Income/(Loss) from Assoc.	64	63	0	0	0
Non-Operating Income/(Expense)	6,650	2,644	2,000	2,000	2,000
Profit Before Tax (pre-EI)	**28,050**	**26,157**	**29,630**	**31,851**	**33,837**
Exceptional Items	(1,249)	(52,683)	0	0	0
Pre-tax Profit	**26,801**	**(26,526)**	**29,630**	**31,851**	**33,837**
Taxation	1,322	(374)	(296)	(319)	(338)
Exceptional Income - post-tax					
Profit After Tax	**28,123**	**(26,901)**	**29,334**	**31,533**	**33,498**
Minority Interests	(27)	(33)	(35)	(35)	(35)
Preferred Dividends					
FX Gain/(Loss) - post tax					
Other Adjustments - post-tax					
Preference Dividends (Australia)					
Net Profit	**28,096**	**(26,934)**	**29,299**	**31,498**	**33,463**
Recurring Net Profit	24,600	22,734	29,299	31,498	33,463
Fully Diluted Recurring Net Profit		**22,734**	**29,299**	**31,498**	**33,463**
Normalised Net Profit	29,372	25,782	29,334	31,533	33,498
Fully Diluted Normalised Profit		**25,749**	**29,299**	**31,498**	**33,463**

Cash Flow

We expect THAI to resume dividend payments in FY25-27F

(THBm)	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F	Dec-27F
EBITDA	46,940	52,329	51,344	54,711	57,732
Cash Flow from Invt. & Assoc.					
Change In Working Capital	(5,287)	(6,162)	(6,429)	381	743
(Incr)/Decr in Total Provisions					
Other Non-Cash (Income)/Expense					
Other Operating Cashflow	2,447	9,079	1,407	1,363	1,323
Net Interest (Paid)/Received	(15,611)	(18,781)	(14,000)	(13,956)	(13,773)
Tax Paid	(195)	(11)	9	10	11
Cashflow From Operations	**28,294**	**36,453**	**32,332**	**42,509**	**46,036**
Capex	(14,473)	(23,729)	(25,500)	(41,700)	(45,200)
Disposals Of FAs/subsidiaries					
Acq. Of Subsidiaries/investments					
Other Investing Cashflow	(10,233)	(21,158)	3,546	8,393	8,311
Cash Flow From Investing	**(24,706)**	**(44,887)**	**(21,954)**	**(33,307)**	**(36,889)**
Debt Raised/(repaid)					
Proceeds From Issue Of Shares	0	22,987	0	0	0
Shares Repurchased					
Dividends Paid	0	0	0	(5,926)	(6,370)
Preferred Dividends					
Other Financing Cashflow	(506)	(1,269)	(27,000)	(20,956)	(20,773)
Cash Flow From Financing	**(506)**	**21,718**	**(27,000)**	**(26,882)**	**(27,143)**
Total Cash Generated	3,081	13,285	(16,622)	(17,680)	(17,995)
Free Cashflow To Equity	**3,588**	**(8,433)**	**10,378**	**9,202**	**9,147**
Free Cashflow To Firm	**19,198**	**10,348**	**24,378**	**23,158**	**22,920**

SOURCES: CGSI RESEARCH ESTIMATES, COMPANY REPORTS

BY THE NUMBERS… cont'd

Shareholders' equity turned positive in FY24 following its debt restructuring, capital increase and operational turnaround

Balance Sheet

(THBm)	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F	Dec-27F
Total Cash And Equivalents	67,130	114,989	113,910	110,186	105,963
Total Debtors	19,191	13,973	15,889	17,097	18,575
Inventories	5,254	4,000	4,400	4,768	5,245
Total Other Current Assets	2,501	2,047	313	313	313
Total Current Assets	**94,076**	**135,009**	**134,512**	**132,365**	**130,096**
Fixed Assets	72,695	44,672	59,218	81,981	107,609
Total Investments	575	682	742	779	818
Intangible Assets	0	0	0	0	0
Total Other Non-Current Assets	71,645	112,145	114,737	118,831	122,343
Total Non-current Assets	**144,915**	**157,499**	**174,697**	**201,591**	**230,771**
Short-term Debt					
Current Portion of Long-Term Debt	7,187	9,510	8,119	8,090	7,970
Total Creditors	28,547	28,311	23,090	18,969	14,608
Other Current Liabilities	38,462	38,766	38,627	40,431	43,852
Total Current Liabilities	**74,196**	**76,587**	**69,836**	**67,490**	**66,430**
Total Long-term Debt	80,157	38,134	40,000	39,000	38,000
Hybrid Debt - Debt Component					
Total Other Non-Current Liabilities	92,791	90,332	78,577	78,799	78,264
Total Non-current Liabilities	**172,948**	**128,466**	**118,577**	**117,799**	**116,264**
Total Provisions	34,989	41,867	45,967	48,266	50,679
Total Liabilities	**282,133**	**246,920**	**234,380**	**233,555**	**233,373**
Shareholders' Equity	**(43,214)**	**45,510**	**74,829**	**100,401**	**127,494**
Minority Interests	71	79	0	0	0
Total Equity	**(43,142)**	**45,589**	**74,829**	**100,401**	**127,494**

Key Ratios

	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F	Dec-27F
Revenue Growth	51.6%	18.9%	(1.5%)	7.8%	8.9%
Operating EBITDA Growth	178%	11%	(2%)	7%	6%
Operating EBITDA Margin	29.8%	27.9%	27.8%	27.5%	26.7%
Net Cash Per Share (THB)	(3.44)	(0.49)	(0.12)	(0.21)	(0.28)
BVPS (THB)	(1.53)	1.61	2.64	3.55	4.50
Gross Interest Cover	2.28	2.09	2.72	2.89	3.06
Effective Tax Rate	0.00%	0.00%	1.00%	1.00%	1.00%
Net Dividend Payout Ratio	NA	NA	20.2%	20.2%	20.2%
Accounts Receivables Days	41.90	32.41	29.55	30.27	30.06
Inventory Days	16.02	12.55	11.52	11.60	11.51
Accounts Payables Days	88.49	77.12	70.48	53.24	38.58
ROIC (%)	28.0%	30.2%	27.8%	24.3%	20.6%
ROCE (%)	36.7%	27.4%	21.8%	20.7%	19.2%
Return On Average Assets	18.6%	14.5%	12.5%	12.4%	12.0%

Key Drivers

	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F	Dec-27F
PAX (m)	13.8	16.1	16.8	18.4	20.0
ASK (million km)	54,280.0	65,696.0	69,047.6	75,569.3	82,286.6
RPK (million km)	43,261.2	51,768.4	53,857.1	58,944.1	64,183.5
Cabin factor (%)	79.7%	78.8%	78.0%	78.0%	78.0%
RASK (THB)	2.9	2.9	2.7	2.6	2.6
CASK (THB)	2.2	2.3	2.1	2.1	2.1
Spread (THB)	0.7	0.6	0.6	0.5	0.5

SOURCES: CGSI RESEARCH ESTIMATES, COMPANY REPORTS

DISCLAIMER

การเสนอคำแนะนำ ข้อมูลบทวิเคราะห์ และการคาดหมาย รวมทั้งการแสดงความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ จัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมา และพิจารณาเห็นว่าน่าเชื่อถือ แต่ทั้งนี้ทางบริษัทหลักทรัพย์ ซีจีเอส อินเตอร์เนชั่นแนล (ประเทศไทย) จำกัด ไม่อาจรับรองความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลดังกล่าว ความเห็นที่แสดงไว้ในรายงานฉบับนี้ไม่ถือว่าเป็นการเสนอแนะหรือการชี้ชวนให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์ การนำไปใช้ซึ่งข้อมูล บทวิเคราะห์และการคาดหมายทั้งหลายที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้เป็นการนำไปใช้โดยให้ผู้ใช้ยอมรับความเสี่ยงและเป็นดุลยพินิจของผู้ใช้แต่ผู้เดียว

คำนิยามของ RECOMMENDATION (คำแนะนำการลงทุน)

คำแนะนำในหุ้น

ADD: ในกรณีผลตอบแทนของหุ้นที่คาดการณ์มากกว่า 10% ในช่วงเวลา 12 เดือนข้างหน้า

HOLD: ในกรณีผลตอบแทนของหุ้นที่คาดการณ์อยู่ระหว่าง 0% ถึง 10% ในช่วงเวลา 12 เดือนข้างหน้า

REDUCE: ในกรณีผลตอบแทนของหุ้นที่คาดการณ์น้อยกว่า 0% ในช่วงเวลา 12 เดือนข้างหน้า

คำแนะนำในภาคอุตสาหกรรม

OVERWEIGHT: ในกรณีที่บริษัทจำนวนมากในอุตสาหกรรมที่คาดการณ์ว่ามีผลตอบแทนมากกว่า 10% ในช่วงเวลา 12 เดือนข้างหน้า

NEUTRAL: ในกรณีที่บริษัทจำนวนมากในอุตสาหกรรมที่คาดการณ์ว่ามีผลตอบแทนอยู่ระหว่าง 0% ถึง 10% ในช่วงเวลา 12 เดือนข้างหน้า

UNDERWEIGHT: ในกรณีที่บริษัทจำนวนมากในอุตสาหกรรมที่คาดการณ์ว่ามีผลตอบแทนน้อยกว่า 0% ในช่วงเวลา 12 เดือนข้างหน้า

รายงานการประเมินการกำกับดูแลกิจการ (CGR)

การเปิดเผยผลการสำรวจของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) ในเรื่องการกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance) นี้เป็นการดำเนินการตามนโยบายของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ โดยการสำรวจของ IOD เป็นการสำรวจและประเมินจากข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็มเอไอ ที่มีการเปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลที่ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ดังนั้น ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอในมุมมองของบุคคลภายนอก โดยไม่ได้เป็นการประเมินการปฏิบัติ และมิได้มีการใช้ข้อมูลภายในในการประเมิน

อนึ่ง ผลการสำรวจดังกล่าว เป็นผลการสำรวจ ณ วันที่ปรากฏในรายงานการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนไทยเท่านั้น ดังนั้น ผลการสำรวจจึงอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ซีจีเอส อินเตอร์เนชั่นแนล (ประเทศไทย) จำกัด มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความถูกต้องของผลสำรวจดังกล่าวแต่อย่างใด

ช่วงคะแนน	สัญลักษณ์	ความหมาย
90 – 100		ดีเลิศ
80 – 89		ดีมาก
70 - 79		ดี
60 – 69		ดีพอใช้
50 – 59		ผ่าน
ต่ำกว่า 50	No logo given	N/A

จะทำการเผยแพร่รายชื่อเฉพาะบริษัทที่ได้คะแนนอยู่ในระดับ “ดี” ขึ้นไป ซึ่งมี 3 กลุ่มคือ “ดี” “ดีมาก” และ”ดีเลิศ” โดยประกาศรายชื่อบริษัทในแต่ละกลุ่มเรียงตามลำดับตัวอักษรชื่อย่อบริษัทในภาษาอังกฤษ

รายงานการประเมินการกำกับดูแลกิจการ (CGR) โดยสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย 2567



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	ITEL	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
SEAOIL	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	STECON	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					



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



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	SMD	SMIT	SORKON
SPG	SST	STC	STOWER	STP	SVR	SWC	TAKUNI	TC	TFI	TMC	TMI
TNP	TOPP	TRU	UEC	UOBKH	VL	WAVE	WFX	WIIK	XO	XPG	YUASA
ZAA											

ข้อมูล Anti-Corruption Progress Indicator ของบริษัทจดทะเบียน

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	SEAOIL	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	WIIK	WPH	XO	YUASA	ZEN		

ประกาศเจตนารมณ์

ACE	ALT	AMARIN	AMC	ANI	APCO	ASAP	B52	BLAND	BYD	CFARM	CHASE
CHG	DEXON	DITTO	ECL	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	

ไม่เปิดเผยหรือไม่มีนโยบาย

24CS	3K-BAT	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	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	CMR	CNT	COCOCO	COLOR	COMAN	CPANEL
CPH	CPR	CPT	CRANE	CRD	CREDIT	CSP	CSR	CSS	CTW	CWT	D
DCON	DDD	DHOUSE	DOD	DPAINT	DTCENT	DTCI	DV8	EASON	EE	EFORL	EKH
EMC	ESTAR	ETL	EURO	F&D	FANCY	FE	FM	FMT	FN	FORTH	FTI
FVC	GABLE	GENCO	GFC	GIFT	GL	GLAND	GLOCON	GLORY	GRAMMY	GRAND	GTB
GTV	GYT	HFT	HPT	HTECH	HYDRO	I2	IIG	IMH	IND	INGRS	INSET
IRC	IRCP	IROYAL	IT	ITD	ITNS	ITTHI	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	LTS	MAGURO	MANRIN	MASTER
MATI	MCA	M-CHAI	MCS	MDX	MEB	MEDEZE	METCO	MGC	MGI	MGT	MICRO
MIDA	MK	ML	MORE	MPJ	MST	MTW	MUD	MVP	NAM	NAT	NC
NCH	NCL	NCP	NDR	NEO	NETBAY	NEW	NEWS	NFC	NL	NNCL	NOK
NOVA	NPK	NSL	NTV	NUSA	NV	NVD	NWR	NYT	OHTL	OKJ	ONEE
ORN	PACO	PAF	PANEL	PCC	PCE	PEACE	PEER	PERM	PF	PHG	PICO
PIN	PJW	PLT	PMC	PMTA	POLAR	PORT	PPM	PRAKIT	PRAPAT	PRECHA	PRIN
PRO	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	SMD	SMT	SO	SPA	SPCG	SPG	SPREME	SPVI	SQ
SR	SRS	SSC	STANLY	STC	STECH	STECON	STHAI	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	TWP	TWZ	TYCN	UAC	UBA	UBE	UMI	UMS	UNIQ	UP
UPOIC	UTP	UVAN	VARO	VL	VPO	VRANDA	VS	W	WARRIX	WAVE	WFX
WGE	WINDOW	WINMED	WINNER	WORK	WP	YGG	YONG	ZAA	ZIGA		