

## ราคาหุ้นบวกปรับข่าวกำไร 1Q55 แล้ว 2Q55 ยังอาจขาดทุน แน่ๆ “ถือ”

วันจันทร์ที่ 27 กุมภาพันธ์ พ.ศ. 2555

คำแนะนำการลงทุน

ถือ

ราคาปัจจุบัน : 25.50 บาท

Fair Value : 26.00 บาท

มูลค่าตลาด : 55,660 ล้านบาท

การจัดอันดับบริษัทกบิลปี 2553



เปรียบเทียบประมาณการของ ASP กับ SAA consensus

EPS (บาท)	ASP	Cons	% diff
2555F	1.76	1.16	52%
2556F	na.	2.21	na.

ที่มา : ประมาณการโดยฝ่ายวิจัย ASP, SAA consensus

สัญลักษณ์	ระดับคะแนน	ความหมาย
▲▲▲▲▲	90-100	ดีเลิศ
▲▲▲▲	80-89	ดีมาก
▲▲▲	70-79	ดี
na.	<70	ไม่มีสัญลักษณ์

### ▶ นำท่วมและปรับปรุงรายการภาษีกดดัน THAI ขาดทุนหนักใน 4Q54

วิกฤตินำท่วมใน 4Q54 ได้ส่งผลกระทบต่อรายได้รวม THAI ลดลงถึง 6.7% qoq จากที่ THAI ยังคงกำลังการให้บริการที่ใกล้เคียงกับไตรมาสก่อน แต่ปริมาณผู้โดยสารที่ลดลงกดดันให้อัตรากำไรสุทธิของผู้โดยสาร (Cabin Factor) หดตัวเหลือ 65% จาก 74% ใน 3Q54 ขณะที่ต้นทุนหลักในการดำเนินงานยังคงทรงตัวแทบทั้งสิ้น THAI จึงต้องเผชิญขาดทุนปกติใน 4Q54 ถึง 3.8 พันล้านบาท อย่างไรก็ตาม จากรายการขาดทุนสุทธิพิเศษในงวดนี้ราว 1.7 พันล้านบาท ซึ่งมาจาก 1) กำไรจากอัตราแลกเปลี่ยน 896 ล้านบาท 2) ขาดทุนด้อยค่าเครื่องบิน 181 ล้านบาท และ 3) รายจ่ายพิเศษ 2.4 พันล้านบาทจากปรับรายการสินทรัพย์ภาษีเงินได้รอบตัดบัญชีตามนโยบายฐานภาษีใหม่ที่ 23% ส่งผลให้ขาดทุนสุทธิของ THAI ใน 4Q54 สูงถึง 5.5 พันล้านบาท และหากรวมกับผลขาดทุนสุทธิ 9M54 THAI จะเผชิญขาดทุนสุทธิปี 2554 ที่ 1.0 หมื่นล้านบาท มากกว่าที่ฝ่ายวิจัยคาด

### ▶ คาดผู้โดยสารฟื้นเด่นหนุน THAI มีกำไรใน 1Q55 แต่ Low – season ยังเสี่ยงขาดทุน

ปริมาณผู้โดยสารในงวด 1Q55 ของ THAI ได้กลับมาอยู่ในระดับสูงอีกครั้ง โดยมี Cabin Factor ในเดือน ม.ค. ถึง 77.3% โดยมียอดจองในเดือน ก.พ. และ มี.ค. สูงถึง 78% และ 65% ของกำลังการให้บริการ ทำให้ฝ่ายวิจัยเชื่อว่า Cabin Factor ของ THAI ในงวด 1Q55 จะเกินกว่าระดับคุ้มทุนที่ราว 72% โดยมากกว่าระดับ 75% จึงคาดว่า THAI จะสามารถกลับมาสร้างผลกำไรปกติในงวด 1Q55 ได้ที่ราว 2.0 พันล้านบาท แต่ทั้งนี้ยังต่ำกว่าไตรมาสแรกของปี 2554 ถึงราว 50% และเมื่อบวกกับหลังจากเริ่มเข้าสู่ช่วง Low-season ใน 2Q55 – 3Q55 จากปริมาณผู้โดยสารที่มีแนวโน้มลดลง บวกกับปัจจุบันยังมีความเสี่ยงที่ต้นทุนราคาน้ำมันปรับตัวเพิ่มต่อเนื่อง จึงยังมีความเสี่ยงที่ THAI จะกลับมาขาดทุนอีกครั้ง โดยทั้งนี้แม้คาดว่า THAI จะพลิกกลับมามีกำไรจากผลของฤดูกาลอีกครั้งในงวด 4Q55 แต่ฝ่ายวิจัยยังคงประมาณการกำไรสุทธิของ THAI ในปี 2555 ที่ 3.8 พันล้านบาท เพราะเชื่อว่าหากไม่มีเหตุการณ์ผิดปกติ ผลกำไรในงวด 4Q55 จะช่วยให้ THAI สร้างกำไรตามเป้าหมายของฝ่ายวิจัยได้

### ▶ ราคาหุ้นบวกสะท้อนทิศทาง 1Q55 แล้ว คงคำแนะนำ “ถือ”

จากผลขาดทุนหนักและการปรับปรุงมาตรฐานบัญชีใหม่ภาระผูกพันผลประโยชน์พนักงานต่อกำไรสะสม ส่งผลให้มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นในปี 2554 เหลือ 28.9 บาท เมื่อรวมกับผลประกอบการในปี 2555 คาดจะได้มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นที่ 30.7 บาท ฝ่ายวิจัยประเมินมูลค่าหุ้นอิง PBV และ ROE สายการบินภูมิภาคที่ 0.85 เท่า ได้มูลค่าพื้นฐานที่ 26 บาทต่อหุ้น และด้วยราคาหุ้นที่ขึ้นมาสะท้อนแนวโน้มที่ดีใน 1Q55 แล้ว ขณะที่ยังมีความเสี่ยงใน 2Q55 – 3Q55 จึงคงคำแนะนำเพียง “ถือ”

Key Data (ล้านบาท)	FY51A	FY52A	FY54A	FY55F	FY56F
FY: ปีที่ 31 ธ.ค.					
รายได้ (ลบ)	161,603	180,589	190,997	205,640	212,497
ต้นทุนดำเนินงาน	152,659	171,323	193,062	198,446	203,379
กำไรสุทธิ	7,343	14,744	- 10,197	3,830	4,726
EPS	4.32	6.75	- 4.67	1.75	2.17
Norm กำไรสุทธิ	3,735	4,666	- 4,749	3,830	4,726
Norm EPS (บาท)	2.20	2.14	- 2.18	1.75	2.17
BV (บาท)	31.17	34.86	28.94	30.69	32.17
Norm PER (x)	18.1	18.6	-18.3	22.7	18.4
P/BV (x)	0.80	0.71	0.86	0.81	0.77
Dividend Yields	1.0%	5.0%	0.0%	2.8%	12.1%

ที่มา: ฝ่ายวิจัย ASP

กวี มานิตสุขวงษ์

เลขทะเบียนนักวิเคราะห์: 003974

✉ kawe@asiaplus.co.th

สุวัฒน์ วัฒนพรพรหม

เลขทะเบียนนักวิเคราะห์: 044015

✉ suwat@asiaplus.co.th

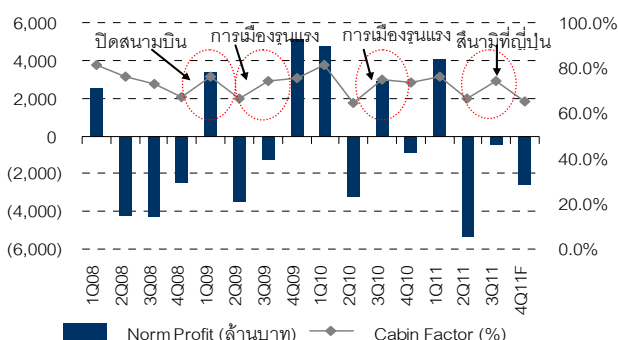
ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ รวบรวมมาจากแหล่งข้อมูลที่น่าเชื่อถือ อย่างไรก็ตาม บมจ. หลักทรัพย์ เอเชีย พลัส ไม่สามารถที่จะยืนยันหรือรับรองความถูกต้องของข้อมูลเหล่านี้ได้ ไม่ว่าประการใด ๆ บทวิเคราะห์ในเอกสารฉบับนี้ จัดทำขึ้นโดยอิงหลักเกณฑ์ทางวิชาการเกี่ยวกับหลักวิเคราะห์ และมีได้เป็นการชี้แนะ หรือเสนอแนะให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์ใด ๆ การตัดสินใจซื้อหรือขายหลักทรัพย์ใด ๆ ของผู้อ่าน ไม่ว่าจะเกิดจากการอ่านบทความในเอกสารนี้หรือไม่ก็ตาม ล้วนเป็นผลจากการใช้วิจารณญาณของผู้อ่าน โดยไม่มีส่วนเกี่ยวข้องกับหรือพันธะผูกพันใด ๆ กับ บมจ. หลักทรัพย์ เอเชีย พลัส ไม่ว่ากรณีใด

คาดการณ์ผลการดำเนินงาน 4Q54

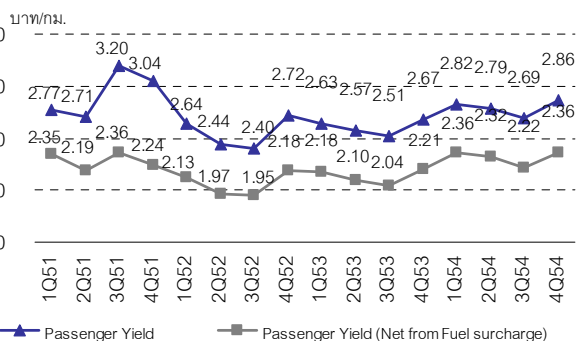
Key Data (ล้านบาท)	2Q53	3Q53	4Q53	1Q54	2Q54	3Q54	4Q54	YoY%	QoQ%	2554	2553	YoY%
รายได้ดำเนินงาน	38,759	44,433	48,483	51,025	44,840	49,204	45,929	-5.3%	-6.7%	190,997	180,589	5.8%
ค่าใช้จ่ายดำเนินงาน	40,796	40,802	47,699	46,111	49,946	48,740	49,091	2.9%	0.7%	193,888	172,053	12.7%
กำไรจากการดำเนินงาน	(2,037)	3,631	784	4,914	(5,106)	463	(3,162)	N/A	N/A	(2,891)	8,535	N/A
EBIT	(1,354)	4,224	1,361	5,520	(4,283)	1,115	(2,605)	N/A	N/A	(252)	10,920	-102.3%
EBITDA	3,764	9,217	6,271	10,316	724	6,228	2,468	-60.6%	-60.4%	19,737	31,157	-36.7%
กำไรปกติ	(3,177)	2,911	(914)	4,076	(5,352)	(498)	(3,802)	316.1%	663.6%	(5,575)	3,581	N/A
กำไรสุทธิ	1,552	136	2,937	618	(7,874)	2,447	(5,507)	N/A	N/A	(10,316)	15,350	N/A
EBIT Margin	-3.5%	9.5%	2.8%	10.8%	-9.6%	2.3%	-5.7%			-0.1%	6.0%	
Norm profit margin	-8.2%	6.6%	-1.9%	8.0%	-11.9%	-1.0%	-8.3%			-2.9%	2.0%	
Net profit margin	4.0%	0.3%	6.1%	1.2%	-17.6%	5.0%	-12.0%			-5.4%	8.5%	

ที่มา : งบการเงิน/ ฝ่ายวิจัย ASP

ปริมาณผู้โดยสารของ THAI



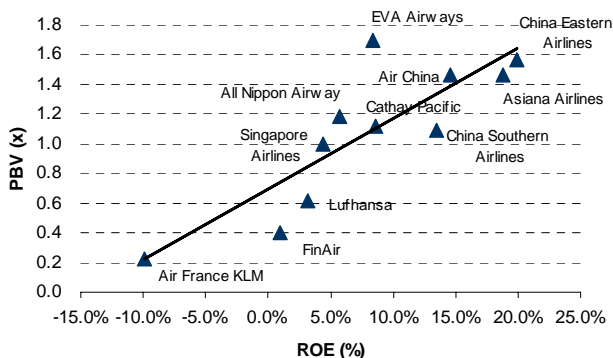
Passenger Yield



ที่มา : ประมาณการโดยฝ่ายวิจัย ASP

ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASP

เปรียบเทียบ PBV และ ROE กับสายการบินทั่วโลก



ที่มา : Bloomberg และ ฝ่ายวิจัย ASP

โครงสร้างการแข่งขันภายในธุรกิจสายการบิน



ที่มา : รวบรวมโดยฝ่ายวิจัย ASP (www.manager.co.th)

## ประมาณการกำไรสุทธิปี 2555-56 ของ THAI

งบกำไรขาดทุน (ล้านบาท)					งบกระแสเงินสด (ล้านบาท)				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2553	2554	2555F	2556F	สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2553	2554	2555F	2556F
รายได้จากการดำเนินงาน	180,589	190,997	205,640	212,497	กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน				
ค่าใช้จ่ายจากการดำเนินงาน	(171,323)	(193,062)	(198,446)	(203,379)	กำไรสุทธิ	14,744	(10,197)	3,830	4,726
กำไรจากการดำเนินงาน	9,266	(2,064)	7,194	9,118	รายการเปลี่ยนแปลงที่ไม่กระทบเงิน	(1,421)	11,210	-	-
กำไรก่อนค่าเสื่อมดอกเบี้ยและภาษี	31,981	20,769	30,681	34,140	ค่าเสื่อมราคาและตัดจำหน่าย	20,236	19,989	20,859	23,048
ค่าเสื่อมราคาและตัดจำหน่าย	20,236	19,989	20,859	23,048	กำไร/ขาดทุนจาก Fx ที่ไม่ได้รับรู้				
กำไรก่อนดอกเบี้ยและภาษี	52,218	40,758	51,540	57,189	เพิ่ม/ลด จากกิจกรรมการดำเนินงาน	(5,292)	(11,375)	5,429	1,081
ดอกเบี้ยจ่าย	(5,166)	(5,656)	(5,961)	(6,335)	กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน	<b>28,268</b>	<b>9,167</b>	<b>30,118</b>	<b>28,856</b>
กำไรสุทธิก่อนหักภาษี	47,052	35,102	45,578	50,853	กระแสเงินสดจากการลงทุน				
ภาษีเงินได้	(1,865)	162	-	-	เพิ่ม/ลด จากการลงทุนระยะสั้น				
กำไรสุทธิก่อนรายการพิเศษ	4,666	(4,749)	3,830	4,726	เพิ่ม/ลด จากการลงทุนอื่น	812	1,206	(8)	(9)
กำไร/ขาดทุนจาก Fx	9,106	(2,428)	-	-	เพิ่ม/ลด จากสินทรัพย์ถาวร	(9,684)	(12,236)	(50,000)	(40,000)
รายการพิเศษอื่น ๆ	-	-	-	-	กระแสเงินสดจากการลงทุนสุทธิ	<b>(8,872)</b>	<b>(11,030)</b>	<b>(50,008)</b>	<b>(40,009)</b>
กำไรสุทธิ	14,744	(10,197)	3,830	4,726	กระแสเงินสดจากการจัดหาเงิน				
EPS	6.75	(4.67)	1.75	2.17	เพิ่ม/ลด เงินกู้	(3,595)	(10,664)	13,467	5,217
					เพิ่ม/ลด ทุนและส่วนเกินมูลค่าหุ้น	14,750	0	-	-
การเติบโตของรายได้ดำเนินงาน (%)	12%	6%	8%	3%	เพิ่ม/ลด รายการพิเศษ	(6,695)	4,226	-	-
การเติบโตของกำไรสุทธิ (%)	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	ลด จ่ายปันผล	(423)	(2,743)	-	(1,513)
อัตราส่วนกำไรดำเนินงาน (%)	5.1%	-1.1%	3.5%	4.3%	กระแสเงินสดจากการจัดหาเงินรวม	<b>3,979</b>	<b>(19,238)</b>	<b>13,436</b>	<b>3,673</b>
อัตราส่วนกำไรสุทธิ (%)	8.2%	-5.3%	1.9%	2.2%	เพิ่ม/ลด เงินสดสุทธิ	<b>23,375</b>	<b>(21,101)</b>	<b>(6,454)</b>	<b>(7,480)</b>
งบกำไรขาดทุนรายไตรมาส (ล้านบาท)					งบดุล (ล้านบาท)				
	1Q54	2Q54	3Q54	4Q54	สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2553	2554	2555F	2556F
รายได้จากการดำเนินงาน	51,025	44,840	49,204	45,929	เงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสด	37,680	16,666	10,212	2,732
ค่าใช้จ่ายจากการดำเนินงาน	(46,111)	(49,946)	(48,740)	(48,264)	ลูกหนี้การค้า	17,027	16,649	17,925	18,523
กำไรจากการดำเนินงาน	<b>4,914</b>	<b>(5,106)</b>	<b>463</b>	<b>(2,336)</b>	สินค้าคงเหลือ	6,968	7,710	7,625	7,815
กำไรก่อนค่าเสื่อมดอกเบี้ยและภาษี	10,316	724	6,228	3,285	สินทรัพย์หมุนเวียนอื่น	<b>16,903</b>	<b>18,269</b>	<b>14,707</b>	<b>14,430</b>
ค่าเสื่อมราคาและตัดจำหน่าย	(4,796)	(5,007)	(5,113)	(5,073)	ที่ดินอาคารและอุปกรณ์สุทธิ	206,118	204,995	234,136	251,088
กำไรก่อนดอกเบี้ยและภาษี	5,520	(4,283)	1,115	(1,789)	สินทรัพย์รวม	<b>296,558</b>	<b>274,445</b>	<b>293,909</b>	<b>303,124</b>
ดอกเบี้ยจ่าย	(120)	(101)	(104)	(350)					
กำไรสุทธิก่อนหักภาษี	4,212	(5,701)	(352)	(3,034)	เจ้าหนี้การค้า	6,439	7,363	7,170	7,348
ภาษีเงินได้	121	(360)	140	(63)	ส่วนของหนี้สินที่ครบกำหนดชำระใ	23,155	18,872	15,859	17,181
กำไรสุทธิก่อนรายการพิเศษ	4,076	(5,352)	(498)	(2,976)	เงินกู้ยืมระยะยาว	123,125	123,427	139,908	143,803
กำไร/ขาดทุนจาก Fx	(3,358)	(2,265)	2,299	897	หนี้สินรวม	<b>220,176</b>	<b>211,009</b>	<b>226,675</b>	<b>232,707</b>
รายการพิเศษอื่น ๆ	(99)	(258)	646	(3,428)	ทุนที่ชำระแล้ว	21,828	21,828	21,828	21,828
กำไรสุทธิ	618	(7,874)	2,447	(5,507)	ส่วนเกินมูลค่าหุ้น	25,548	25,548	25,548	25,548
EPS	<b>0.36</b>	<b>(4.64)</b>	<b>1.44</b>	<b>(3.24)</b>	กำไรสะสม	28,718	15,793	19,623	22,836
					ส่วนของผู้ถือหุ้น	<b>76,094</b>	<b>63,169</b>	<b>66,999</b>	<b>70,212</b>
การเติบโตของรายได้ดำเนินงาน (YoY%)	15%	-8%	-4%	2%	รวมหนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น	<b>296,558</b>	<b>274,445</b>	<b>293,909</b>	<b>303,124</b>
การเติบโตของกำไรสุทธิ (YoY%)	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.					
อัตราส่วนกำไรดำเนินงาน (%)	9.6%	-11.4%	0.9%	-5.1%					
อัตราส่วนกำไรสุทธิ (%)	1.2%	-17.6%	5.0%	-12.0%					
อัตราส่วนทางการเงิน					สมมติฐานในการทำประมาณการ				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2553F	2554	2555F	2556F	สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2553	2554	2555F	2556F
อัตราส่วนสภาพคล่อง (เท่า)	0.97	0.84	0.72	0.61	รายได้ต่อผู้โดยสาร (บาท/คน-กม)	2.69	2.76	2.87	2.90
อัตราส่วนหมุนเวียนลูกหนี้การค้า(เท่า)	10.61	11.47	11.47	11.47	การขยายตัวของปริมาณขนส่งผู้โดยสาร	10.3%	-1.5%	5.0%	2.5%
อัตราส่วนหมุนเวียนเจ้าหนี้การค้า (เท่า)	27.73	27.68	27.68	27.68	อัตราส่วนการขนส่งผู้โดยสาร (%)	74.25%	70.40%	71.74%	71.39%
หนี้ที่มีภาระดอกเบี้ยต่อส่วนผู้ถือหุ้น	2.27	2.04	2.39	-	ราคาน้ำมันเครื่องบินเฉลี่ย (เหรียญ*	90.0	131.0	138.0	143.0
ผลตอบแทนจากสินทรัพย์เฉลี่ย	5.2%	-3.6%	1.3%	1.6%					
ผลตอบแทนจากผู้ถือหุ้นเฉลี่ย	22.9%	-14.6%	5.9%	6.9%					

ที่มา : งบการเงิน/ ฝ่ายวิจัย ASP