

2Q55 ขาดทุนเล็กน้อยตามผลนอกฤดูกาล ก่อนพลิกมีกำไรใน 2H55

วันอังคารที่ 12 มิถุนายน พ.ศ. 2555

▶ **คาด 2Q55 ขาดทุนเพียง 1 พันล้านบาท จากผลบวกปรับกลยุทธ์ & อัตราแลกเปลี่ยน**
การปรับกลยุทธ์โดยลดจำนวนเที่ยวบินให้เหมาะสมกับความต้องการที่ลดลงตามช่วงนอกฤดูกาลใน 2Q55 แม้จะหนุนให้อัตราส่วนบรรทุกผู้โดยสาร (Cabin Factor) ลดลงเพียง 4.0%qoq มาอยู่ที่ 75.2% แต่คาดรายได้เฉลี่ยต่อคนต่อ กม. (Passenger Yield) ลดลงตามไปด้วยราว 4.4%qoq เพราะผลกระทบตัวโปรโมชันและอัตราแลกเปลี่ยนบาทต่อยูโรที่แข็งค่า 3.3%qoq (THAI มีรายได้ยูโรเป็นสัดส่วน 30%) รายได้รวมในงวด 2Q55 จึงมีแนวโน้มอ่อนตัว 12%qoq มาอยู่ที่ 4.7 หมื่นล้านบาท ขณะที่ในด้านต้นทุนดำเนินงานรวม คาดว่าจะลดลงในอัตราที่น้อยกว่ารายได้ คือราว 2.3%qoq เนื่องจากต้นทุนน้ำมันลดลง ตามกำลังการให้บริการที่ลดลง 5.0%qoq ขณะที่รายจ่ายอื่นๆ ยังทรงตัว จึงคาดว่าขาดทุนปกติงวด 2Q55 จะอยู่ที่ 2.3 พันล้านบาท อย่างไรก็ตามด้วยประโยชน์ที่ THAI จะมีกำไรอัตราแลกเปลี่ยนพิเศษเข้าชดเชย 1.4 พันล้านบาท เพราะอัตราแลกเปลี่ยนบาทต่อยูโรที่แข็งค่า ช่วยให้หนี้สินสกุลยูโรของ THAI ลดลง จึงหนุนให้คาดว่าขาดทุนสุทธิจะเล็กน้อยเพียง 925 ล้านบาทเท่านั้น ดีกว่าช่วงเดียวกันของปีก่อนที่ขาดทุนสูงถึง 7.8 พันล้านบาท

▶ **นักท่องเที่ยวยุโรปเริ่มกลับมา คาดหนุน THAI กลับมาทำกำไรต่อเนื่องในงวด 2H55**
ภายหลังผ่านพ้นช่วงนอกฤดูกาลในงวด 2Q55 และการเริ่มกลับมาทำกำไรของชาวต่างชาติ โดยเฉพาะชาวยุโรป สะท้อนจากยอดจองที่นั่งงวด 3Q55 ของ THAI ในเดือน ก.ค. และ ส.ค. ที่กลับมาคิดเป็น Cabin Factor สูงถึงราว 79% และ 70% ตามลำดับ คาดจะส่งผลให้ Cabin factor ขยับขึ้นจากงวด 2Q55 มาอยู่ที่ราว 77% เมื่อบวกกับรายได้เฉลี่ยต่อ คน ต่อ กม. ที่คาดจะดีขึ้นจากสัดส่วนโปรโมชันที่จะลดลงกว่า 50%qoq จึงเชื่อว่ารายได้งวด 3Q55 ของ THAI จะฟื้นตัวจาก 2Q55 ขณะที่ต้นทุนดำเนินงานคาดว่าจะลดลงอย่างมีนัยฯ เช่นกัน จากปัจจัยบวกราคาน้ำมันเฉลี่ยที่ปรับฐานลงมาอยู่ที่ระดับเฉลี่ย 115 ดอลลาร์ต่อบาร์เรลในระยะ 1 เดือนล่าสุด ซึ่งต่ำกว่างวด 1H55 ถึง 9.0% ทำให้ฝ่ายวิจัยมั่นใจว่า THAI จะสามารถกลับมาทำกำไรปกติใน 3Q55 ก่อนคาดจะเดินหน้าสร้างกำไรได้ต่อเนื่องเมื่อเข้าสู่ฤดูกาลท่องเที่ยวอย่างเต็มที่ใน 4Q55 จึงหนุนให้เชื่อว่ากำไรสุทธิปี 2555 ของ THAI มีโอกาสสูงกว่าประมาณการปัจจุบันทั้งปีของฝ่ายวิจัยซึ่งอยู่ที่ 3.8 พันล้านบาท ฝ่ายวิจัยจึงมีโอกาสดปรับเพิ่มประมาณการ ภายหลังจากประกาศงบ 2Q55 นี้

▶ **ผ่านพ้นจุดต่ำสุด ยืนยัน “ซื้อ” และเลือกเป็น Top Pick กลุ่ม**

เชื่อว่าราคาหุ้น THAI ที่ปรับฐานจากจุดสูงสุด 32% ได้สะท้อนผลกระทบจากช่วงนอกฤดูกาลแล้ว และหากเทียบราคาหุ้นสายการบินทั่วโลกโดย PBV และ ROE ภายใต้อัตรา ROE สิ้นปี 2555 ที่คาด 5.9% จะพบว่าหุ้น THAI ควรซื้อ - ขายกันที่ PBV ราว 0.9 เท่า (มูลค่าพื้นฐานอิง PBV 0.85 เท่า) ภายใต้อัตรา Upside 23.8% จึงคงคำแนะนำ “ซื้อ” และเลือกเป็น Top Pick ของกลุ่ม

Key Data (ล้านบาท)

FY: ปีที่ 31 ธ.ค.

| | FY52A | FY53A | FY54A | FY55F | FY56F |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| รายได้ (ลบ) | 161,603 | 180,589 | 190,997 | 205,640 | 212,497 |
| ต้นทุนดำเนินงาน | 152,659 | 172,920 | 193,888 | 198,456 | 203,161 |
| กำไรสุทธิ | 7,343 | 14,744 | -10,197 | 3,830 | 4,951 |
| EPS | 4.32 | 6.75 | -4.67 | 1.75 | 2.27 |
| Norm กำไรสุทธิ | 3,735 | 3,069 | -5,575 | 3,830 | 4,951 |
| Norm EPS (บาท) | 2.20 | 1.41 | -2.55 | 1.75 | 2.27 |
| BV (บาท) | 31.17 | 34.86 | 28.94 | 30.69 | 32.27 |
| Norm PER (x) | 9.6 | 15.0 | -8.26 | 12.03 | 9.30 |
| P/BV (x) | 0.68 | 0.61 | 0.73 | 0.69 | 0.65 |
| Dividend Yields | 1.2% | 5.9% | 0.0% | 3.3% | 4.3% |

ที่มา: ฝ่ายวิจัย ASP

ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ รวบรวมมาจากแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ อย่างไรก็ดี บมจ. หลักทรัพย์ เอเชีย พลัส ไม่สามารถที่จะยืนยันหรือรับรองความถูกต้องของข้อมูลเหล่านี้ได้ ไม่ว่าประการใด ๆ บทวิเคราะห์ในเอกสารฉบับนี้ จัดทำขึ้นโดยอิงหลักเกณฑ์ทางวิชาการเกี่ยวกับหลักการวิเคราะห์ และมีได้เป็นการชี้แนะ หรือเสนอแนะให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์ใด ๆ การตัดสินใจซื้อหรือขายหลักทรัพย์ใด ๆ ของผู้อ่าน ไม่ว่าจะเกิดจากการอ่านบทความในเอกสารนี้หรือไม่ก็ตาม ล้วนเป็นผลจากการใช้วิจารณญาณของผู้อ่าน โดยไม่มีส่วนเกี่ยวข้องกับหรือผู้ให้บริการนี้ใด ๆ กับ บมจ. หลักทรัพย์ เอเชีย พลัส ไม่ว่ากรณีใด

คำแนะนำการลงทุน

ซื้อ

ราคาปัจจุบัน : 21.00 บาท

Fair Value : 26.00 บาท

มูลค่าตลาด : 45,619 ล้านบาท

การจัดอันดับบริษัทปี 2554



เปรียบเทียบประมาณการของ ASP กับ SAA consensus

| EPS (บาท) | ASP | Cons | % diff |
|-----------|------|------|--------|
| 2555F | 1.75 | 2.59 | -32% |
| 2556F | 2.27 | 2.43 | -7% |

ที่มา : ประมาณการโดยฝ่ายวิจัย ASP, SAA consensus

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

กวี มานิตสุวงษ์

เลขทะเบียนนักวิเคราะห์: 003974

✉ kawe@asiaplus.co.th

สุวัฒน์ วัฒนพรพรหม

เลขทะเบียนนักวิเคราะห์: 044015

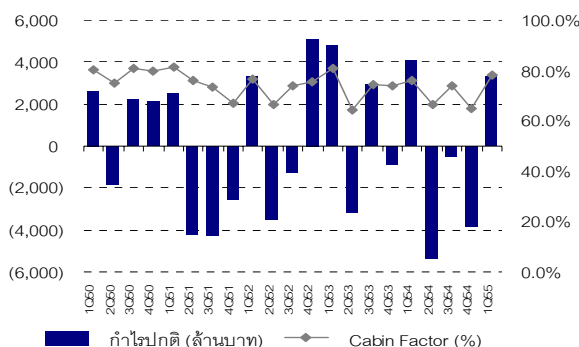
✉ suwat@asiaplus.co.th

คาดการณ์ผลประกอบการงวด 2Q55

| Key Data (ล้านบาท) | 4Q53 | 1Q54 | 2Q54 | 3Q54 | 4Q54 | 1Q55 | 2Q55F | YoY% | QoQ% | 2555F | 2554 | YoY% |
|---------------------|--------|--------|---------|--------|---------|--------|---------|--------|--------|---------|----------|-------|
| รายได้ดำเนินงาน | 48,483 | 51,025 | 44,840 | 49,204 | 45,929 | 53,999 | 47,179 | 5.2% | -12.6% | 205,640 | 190,997 | 7.7% |
| ค่าใช้จ่ายดำเนินงาน | 47,699 | 46,111 | 49,946 | 48,740 | 49,091 | 49,507 | 48,335 | -3.2% | -2.4% | 198,456 | 193,888 | 2.4% |
| กำไรจากการดำเนินงาน | 784 | 4,914 | (5,106) | 463 | (3,162) | 4,492 | (1,156) | -77.4% | N/A | 7,184 | (2,891) | N/A |
| EBIT | 1,361 | 5,520 | (4,283) | 1,115 | (2,605) | 5,021 | (726) | -83.1% | N/A | 9,822 | (252) | N/A |
| EBITDA | 6,271 | 10,316 | 724 | 6,228 | 2,468 | 10,168 | 4,449 | 514.2% | -56.2% | 30,681 | 19,737 | 55.5% |
| กำไรปกติ | (914) | 4,076 | (5,352) | (498) | (3,802) | 3,318 | (2,251) | -57.9% | N/A | 3,830 | (5,575) | N/A |
| กำไรสุทธิ | 2,937 | 618 | (7,874) | 2,447 | (5,507) | 3,645 | (926) | -88.2% | N/A | 3,830 | (10,316) | N/A |
| EBIT Margin | 2.8% | 10.8% | -9.6% | 2.3% | -5.7% | 9.3% | -1.5% | | | 4.8% | -0.1% | |
| Norm profit margin | -1.9% | 8.0% | -11.9% | -1.0% | -8.3% | 6.1% | -4.8% | | | 1.9% | -2.9% | |
| Net profit margin | 6.1% | 1.2% | -17.6% | 5.0% | -12.0% | 6.7% | -2.0% | | | 1.9% | -5.4% | |

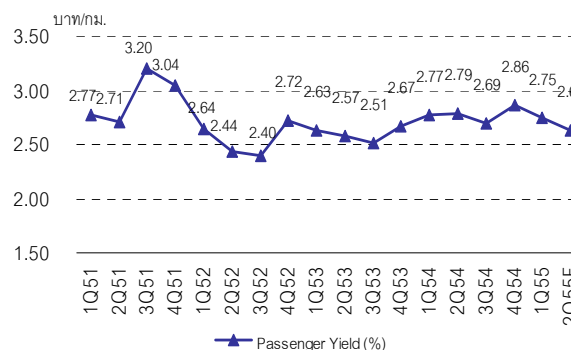
ที่มา : งบการเงิน/ ฝ่ายวิจัย ASP

ปริมาณผู้โดยสารของ THAI



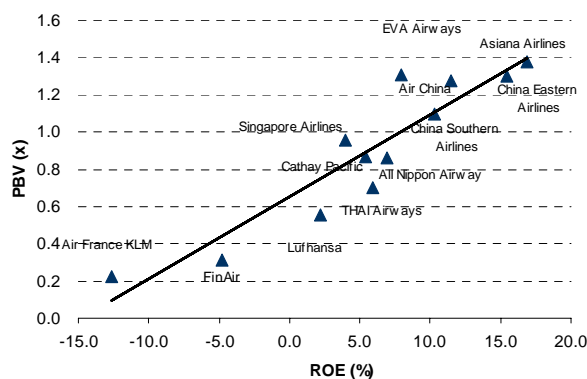
ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASP

Passenger Yield



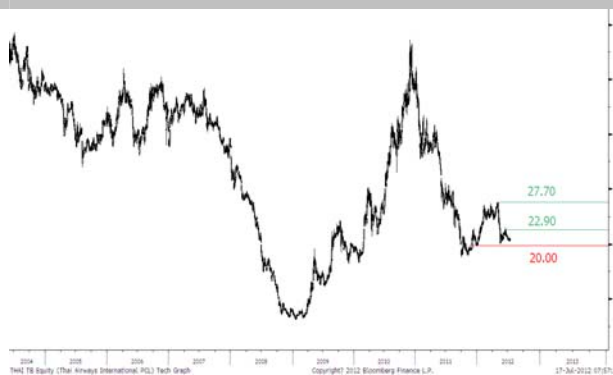
ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASP

เปรียบเทียบ PBV และ ROE กับสายการบินทั่วโลก



ที่มา : Bloomberg และ ฝ่ายวิจัย ASP

กราฟ Technical ของ THAI



ที่มา : Bloomberg และฝ่ายวิจัย ASP

ประมาณการกำไรสุทธิปี 2555-56 ของ THAI

| งบกำไรขาดทุน (ล้านบาท) | | | | | งบกระแสเงินสด (ล้านบาท) | | | | |
|---|-----------|-----------|-----------|-----------|-------------------------------------|---------|----------|----------|----------|
| สิ้นสุด 31 ธ.ค. | 2553 | 2554 | 2555F | 2555F | สิ้นสุด 31 ธ.ค. | 2553 | 2554 | 2555F | 2556F |
| รายได้จากการดำเนินงาน | 180,589 | 190,997 | 203,607 | 211,174 | กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน | | | | |
| ค่าใช้จ่ายจากการดำเนินงาน | (172,920) | (193,888) | (196,153) | (201,562) | กำไรสุทธิ | 14,744 | (10,197) | 3,830 | 4,951 |
| กำไรจากการดำเนินงาน | 7,669 | (2,891) | 7,454 | 9,612 | รายการเปลี่ยนแปลงที่ไม่กระทบเงิน | (1,421) | 11,210 | - | - |
| กำไรก่อนค่าเสื่อมดอกเบี้ยและภาษี | 30,384 | 19,942 | 30,692 | 34,490 | ค่าเสื่อมราคาและตัดจำหน่าย | 20,236 | 19,989 | 20,859 | 23,048 |
| ค่าเสื่อมราคาและตัดจำหน่าย | (20,236) | (19,989) | (20,859) | (23,048) | กำไร/ขาดทุนจาก Fx ที่ไม่ได้รับรู้ | | | | |
| กำไรก่อนดอกเบี้ยและภาษี | 10,148 | (47) | 9,834 | 11,442 | เพิ่ม/ลด จากกิจกรรมการดำเนินงาน | (5,292) | (11,375) | 5,612 | 1,018 |
| ดอกเบี้ยจ่าย | (5,166) | (5,656) | (5,961) | (6,435) | กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน | 28,268 | 9,167 | 30,301 | 29,017 |
| กำไรสุทธิก่อนหักภาษี | 4,982 | (5,702) | 3,872 | 5,007 | กระแสเงินสดจากการลงทุน | | | | |
| ภาษีเงินได้ | (1,865) | 162 | - | - | เพิ่ม/ลด จากการลงทุนระยะสั้น | | | | |
| กำไรสุทธิก่อนรายการพิเศษ | 3,069 | (5,575) | 3,830 | 4,951 | 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 | (8,872) | (11,030) | (50,008) | (40,009) |
| กำไรสุทธิ | 14,744 | (10,197) | 3,830 | 4,951 | กระแสเงินสดจากการจัดหาเงิน | | | | |
| EPS | 6.75 | (4.67) | 1.75 | 2.27 | เพิ่ม/ลด เงินกู้ | (3,595) | (10,664) | 13,467 | 5,217 |
| | | | | | เพิ่ม/ลด ทุนและส่วนเกินมูลค่าหุ้น | 14,750 | 0 | - | - |
| การเติบโตของรายได้ดำเนินงาน (%) | 12% | 6% | 7% | 4% | เพิ่ม/ลด รายการพิเศษ | (6,695) | 4,226 | - | - |
| การเติบโตของกำไรสุทธิ (%) | n.m. | n.m. | n.m. | n.m. | ลด จ่ายปันผล | (423) | (2,743) | - | (1,513) |
| อัตราส่วนกำไรดำเนินงาน (%) | 4.2% | -1.5% | 3.7% | 4.6% | กระแสเงินสดจากการจัดหาเงิน | 3,979 | (19,238) | 13,425 | 3,648 |
| อัตราส่วนกำไรสุทธิ (%) | 8.2% | -5.3% | 1.9% | 2.3% | เพิ่ม/ลด เงินสดสุทธิ | 23,375 | (21,101) | (6,282) | (7,343) |
| งบกำไรขาดทุนรายไตรมาส (ล้านบาท) | | | | | งบดุล (ล้านบาท) | | | | |
| | 2Q54 | 3Q54 | 4Q54 | 1Q55 | สิ้นสุด 31 ธ.ค. | 2553 | 2554 | 2555F | 2556F |
| รายได้จากการดำเนินงาน | 44,840 | 49,204 | 45,929 | 53,999 | เงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสด | 37,680 | 16,666 | 10,384 | 3,040 |
| ค่าใช้จ่ายจากการดำเนินงาน | (49,946) | (48,740) | (49,091) | (49,507) | ลูกหนี้การค้า | 17,027 | 16,649 | 17,748 | 18,407 |
| กำไรจากการดำเนินงาน | (5,106) | 463 | (3,162) | 4,492 | สินค้าคงเหลือ | 6,968 | 7,710 | 7,537 | 7,745 |
| กำไรก่อนค่าเสื่อมดอกเบี้ยและภาษี | 724 | 6,228 | 2,210 | 10,168 | สินทรัพย์หมุนเวียนอื่น | 16,903 | 18,269 | 14,707 | 14,430 |
| ค่าเสื่อมราคาและตัดจำหน่าย | (5,007) | (5,113) | (5,073) | (5,147) | ที่ดินอาคารและอุปกรณ์สุทธิ | 206,118 | 204,995 | 234,136 | 251,088 |
| กำไรก่อนดอกเบี้ยและภาษี | (4,283) | 1,115 | (2,864) | 5,021 | สินทรัพย์รวม | 296,558 | 274,445 | 293,815 | 303,247 |
| ดอกเบี้ยจ่าย | (101) | (104) | (205) | (119) | | | | | |
| กำไรสุทธิก่อนหักภาษี | (5,701) | (352) | (3,860) | 3,541 | เจ้าหนี้การค้า | 6,439 | 7,363 | 7,087 | 7,283 |
| ภาษีเงินได้ | (360) | 140 | (63) | 200 | ส่วนของหนี้สินที่ครบกำหนดชำระใ | 23,155 | 18,872 | 15,859 | 17,181 |
| กำไรสุทธิก่อนรายการพิเศษ | (5,352) | (498) | (3,802) | 3,318 | เงินกู้ยืมระยะยาว | 123,125 | 123,427 | 139,908 | 143,803 |
| กำไร/ขาดทุนจาก Fx | (2,265) | 2,299 | 897 | 527 | หนี้สินรวม | 220,176 | 211,009 | 226,592 | 232,642 |
| รายการพิเศษอื่น ๆ | (258) | 646 | (2,602) | (200) | ทุนที่ชำระแล้ว | 21,828 | 21,828 | 21,828 | 21,828 |
| กำไรสุทธิ | (7,874) | 2,447 | (5,507) | 3,645 | ส่วนเกินมูลค่าหุ้น | 25,548 | 25,548 | 25,548 | 25,548 |
| EPS | (4.64) | 1.44 | (3.24) | 2.15 | กำไรสะสม | 28,718 | 15,793 | 19,623 | 23,061 |
| | | | | | ส่วนของผู้ถือหุ้น | 76,094 | 63,169 | 66,999 | 70,437 |
| การเติบโตของรายได้ดำเนินงาน (YoY) | -8% | -4% | 2% | 10% | รวมหนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น | 296,558 | 274,445 | 293,815 | 303,247 |
| การเติบโตของกำไรสุทธิ (YoY%) | n.m. | n.m. | n.m. | n.m. | | | | | |
| อัตราส่วนกำไรดำเนินงาน (%) | -11.4% | 0.9% | -6.9% | 8.3% | | | | | |
| อัตราส่วนกำไรสุทธิ (%) | -17.6% | 5.0% | -12.0% | 6.7% | | | | | |
| 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 | 2.75 | 2.77 |
| อัตราส่วนหมุนเวียนลูกหนี้การค้า(เท่า) | 10.61 | 11.47 | 11.47 | 11.47 | การขยายตัวของปริมาณขนส่งผู้โดยสาร | 10.3% | -1.5% | 10.0% | 3.0% |
| อัตราส่วนหมุนเวียนเจ้าหนี้การค้า (เท่า) | 27.73 | 27.68 | 27.68 | 27.68 | อัตราส่วนการขนส่งผู้โดยสาร (%) | 74.25% | 70.40% | 75.16% | 75.16% |
| หนี้ที่มีภาระดอกเบี้ยต่อส่วนผู้ถือหุ้น | 2.27 | 2.04 | 2.39 | 2.34 | ราคาน้ำมันเครื่องบินเฉลี่ย (เหรียญ) | 90.0 | 131.0 | 135.0 | 140.0 |
| ผลตอบแทนจากสินทรัพย์เฉลี่ย | 5.2% | -3.6% | 1.3% | 1.7% | | | | | |
| ผลตอบแทนจากผู้ถือหุ้นเฉลี่ย | 22.9% | -14.6% | 5.9% | 7.2% | | | | | |

ที่มา : งบการเงิน/ ฝ่ายวิจัย ASP