



BAFS

(Bangkok Aviation Fuel Services PCL.)
Sector: Energy

เบญจพล สุทธิวิวัฒน์ research@kks.co.th



Source: Reuters

Business Description

บริหารการจัดเก็บน้ำมันเชื้อเพลิงอากาศยาน และให้บริการเติมน้ำมันเชื้อเพลิงแก่อากาศยาน โดยให้บริการที่ท่าอากาศยานสุวรรณภูมิ และท่าอากาศยานดอนเมือง และท่าอากาศยานภูมิภาค 2 แห่ง ได้แก่ ท่าอากาศยานสุโขทัย จังหวัดสุโขทัย และท่าอากาศยานสมุย อำเภอเกาะสมุย จังหวัดสุราษฎร์ธานี

Stock Information

ทุนจดทะเบียน (ล้านบาท)	509.99
ทุนจดทะเบียนชำระแล้ว (ล้านบาท)	509.99
มูลค่าที่ตราไว้ (บาท)	1.00
นโยบายจ่ายเงินปันผล	ไม่ต่ำกว่าร้อยละ 50 ของกำไร
PE (X)	12.70
P/BV (X)	1.86
Book Value (บาท)	8.41
Market Cap. (ล้านบาท)	7,139.96
Free Float (%)	48.03
SAA Consensus (บาท)	n.a.

Sector Information

P/E (X)	13.02
P/BV (X)	1.73

www.kks.co.th

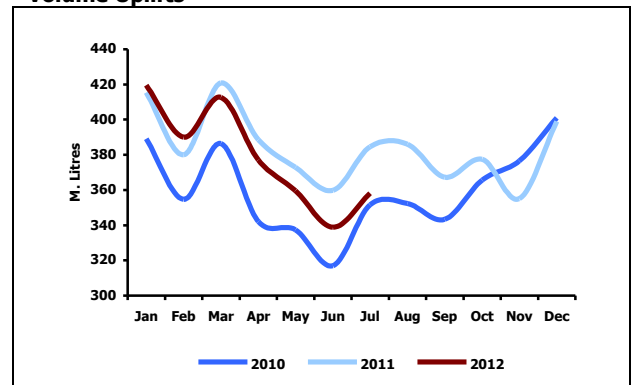
คำแนะนำ	ถือ
Fair Value (Bt)	14.80
Closed Price (Bt)	14.00
Upside Gain	5.71%
Dividend Yield 55F	4.69%
CGR 2011	

เราปรับวิธีการประเมินมูลค่าของ BFAS จาก DCF มาเป็น Theoretical PER ที่ 10.6 เท่า ได้ราคาเหมาะสม 14.8 บาท แม้ Upside Gain จะจำกัด แต่ผลตอบแทนรวมยังสูงถึง 10.4% ทำให้เรายังคงแนะนำ "ถือ" BAFS มีจุดเด่น 2 อย่างคือ (1) เงินปันผลที่ให้ผลตอบแทนสูงถึง 4.7% ต่อปี และ (2) แนวโน้มกำไรสุทธิ 3Q55 พุ่งตัวหลังปริมาณน้ำมันทยอยปรับขึ้นจาก Low Season ใน 2Q55 รวมทั้งรายได้พิเศษจากเงินประกันน้ำมัน เรายังคงมุมมองเชิงบวกต่อนโยบาย Duo Airport ซึ่งจะเอื้อประโยชน์ให้ BAFS โดยตรง ทั้งจากการเติบโตของกลุ่มสายการบินต้นทุนต่ำและศักยภาพในการขยายจำนวนเที่ยวบินเพิ่มของสนามบินสุวรรณภูมิ

คาด 3Q55 กำไรสุทธิพุ่งตัว จากปริมาณน้ำมันที่ทยอยฟื้นตัว และรายได้พิเศษจากเงินประกันแนวโน้มกำไรสุทธิ 3 Q55 พุ่งตัว ทั้งจากผลประกอบการที่เกิดจากการดำเนินงานปกติ และการรับรู้เงินชดเชยค่าสินไหมทดแทนประกันภัย จากเหตุน้ำมันพลายปี 2554 ที่ผ่านมา จำนวน 40 ล้านบาท เป็นส่วนสนับสนุนการเติบโตของผลประกอบการ

ด้านปริมาณน้ำมันที่บริษัทให้บริการในเดือน ก.ค. 55 ปรับตัวเพิ่มขึ้น 5.7% mom รวมทั้งในเดือน ส.ค. 55 ที่มีแนวโน้มฟื้นตัวต่อเนื่อง หลังผ่านช่วง Low Season ของธุรกิจการบินใน 2Q55 ที่ผ่านมา แม้ธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับการบินยังมีความเสี่ยงจากเศรษฐกิจโลกที่ชะลอตัว ทำให้ที่ผ่านมาสายการบินหลัก มีการลดจำนวนเที่ยวบินระยะยาวไกล (long-Haul Flight) โดยเฉพาะสายการบินจากกลุ่มประเทศยุโรป ทำให้ปริมาณเติมน้ำมันรวมใน 7M55 อยู่ที่ 2,656 ล้านลิตร ลดลง 2.4%yoy

Volume Uplifts



Source: BAFS

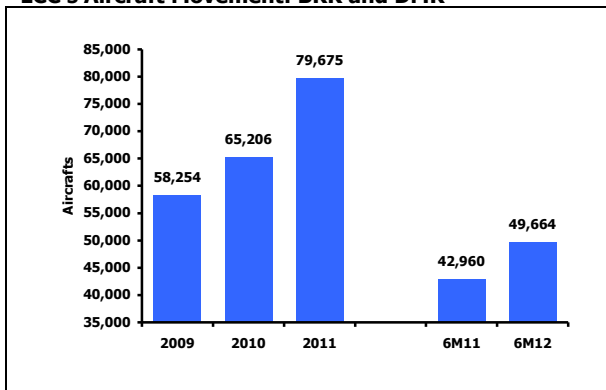


การเปิดใช้สนามบินดอนเมือง รองรับ LCC จะเพิ่มโอกาสในการเติบโตให้กับ BAFS

นโยบาย Duo Airport จะสนับสนุนการเติบโตของ BAFS ในระยะยาว เนื่องจาก

- (1) ปัจจุบันสายการบินต้นทุนต่ำ (LCC) มีอัตราการขยายตัวสูง โดยในปี 2553 – 2554 ที่ผ่านมามีจำนวนเที่ยวบินของกลุ่ม LCC เพิ่มขึ้น 12% yoy และ 22% yoy ตามลำดับ ขณะที่ในช่วง 6M55 มีอัตราการขยายตัวมากถึง 16% yoy
- (2) อัตราค่าบริการเติมน้ำมันสนามบินดอนเมือง มีอัตราที่สูงกว่าที่สนามบินสุวรรณภูมิ 19%
- (3) BAFS ผูกขาดการให้บริการเติมน้ำมันที่สนามบินดอนเมือง ไม่มีคู่แข่งเหมือนการให้บริการเติมน้ำมันที่สนามบินสุวรรณภูมิ และ
- (4) การย้ายฐานการดำเนินงานสายการบิน LCC จะเพิ่มโอกาสในการเติบโตของจำนวนเที่ยวบินที่สนามบินสุวรรณภูมิ เนื่องจากจำนวนผู้โดยสารสายการบิน LCC ในปี 2554 (ม.ค. – ธ.ค. 54) ที่ผ่านมามีอยู่ 7.06 ล้านคน เพิ่มขึ้น 23% yoy ขณะที่สนามบินสุวรรณภูมิมีจำนวนผู้โดยสารรวม 47.9 ล้านคน ขณะที่สนามบินมีศักยภาพในการรองรับจำนวนผู้โดยสารได้เพียง 45 ล้านคนต่อปี เท่านั้น

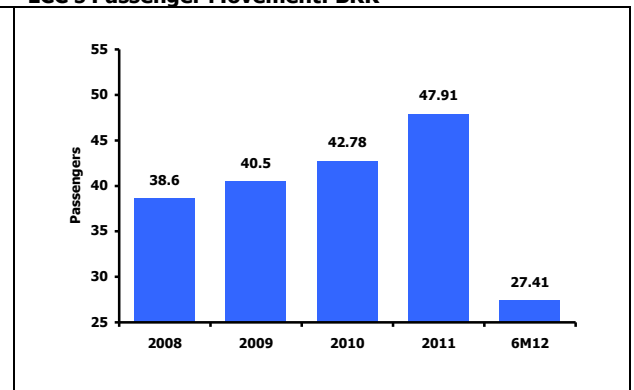
LCC's Aircraft Movement: BKK and DMK



Source: AOT

LCC: Low Cost Carrier (Low Cost Airline)
BKK: Suvarnabhumi Airport
DMK: Don Muang Airport

LCC's Passenger Movement: BKK



Source: AOT

คงคำแนะนำ "ถือ" ด้วยราคาเป้าหมายที่ 14.8 บาท

จุดเด่นของ BAFS อยู่ที่ (1) โอกาสในการเติบโตของผลประกอบการ จากนโยบาย Duo Airport (2) มูลค่าที่จะเพิ่มขึ้นจากการเข้าซื้อกิจการ FPT (ปัจจุบันอยู่ระหว่างการรอศาลฯ พิจารณาแผนฟื้นฟูกิจการ) และ (3) อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผล (Dividend Yield) เราคาดว่าปี 2555 บริษัทจะจ่ายเงินปันผลรวม 0.66 บาท ให้ Yield 4.7% ขณะที่เงินปันผลระหว่างกาลบริษัทจะจ่ายในวันที่ 4 ก.ย. 55 ในอัตรา 0.27 บาท ให้ Yield 1.9% (ขึ้นเครื่องหมาย XD ไปเมื่อ 21 ส.ค. 55 ที่ผ่านมา) ทำให้เราคาดว่าเฉลี่ยเงินปันผลสำหรับ 2H55 อีก 0.39 บาท ให้ Yield 2.8%

เราปรับวิธีการประเมินมูลค่าที่เหมาะสมของ BAFS จาก DCF เป็น Theoretical PER ให้ ROE เฉลี่ยของ BAFS ในระยะยาวไว้ที่ 14% ได้ Theoretical PER ที่ 10.6 เท่า ให้ราคาเหมาะสมไว้ที่ 14.8 บาท แม้จะมี Upside Gain เพียง 5.7% แต่ผลตอบแทนรวมยังสูงถึง 10.4% ทำให้เรายังคงแนะนำ "ถือ" เช่นเดิม โดยเรามีโอกาสปรับประมาณการเพิ่มจากมูลค่าของกิจการ FPT ซึ่งเราไม่ได้รวมอยู่ในประมาณการ



ตารางเปรียบเทียบผลประกอบการรายปี

Profit & Loss				
FY Ended December	2010	2011	2012F	2013F
Sales	2,172	2,338	2,386	2,458
Costs of Sales	930	911	1,097	1,155
Gross profit	1,242	1,427	1,289	1,303
SG&A	396	385	406	418
EBIT	846	1,042	884	885
Depre. & amort'n	357	305	423	402
EBITDA	1,203	1,347	1,306	1,287
Interest expense	86	98	34	17
Other income	48	43	48	49
Pre-tax profit (loss)	808	987	897	917
Corporate Tax	237	277	270	210
After-tax profit	571	710	627	707
Extraordinary Items	-20	-148	120	0
Minority interest	29	35	35	35
Net profit	522	528	712	672
Norm. net profit	542	676	592	672

Balance Sheet				
FY Ended December	2010	2011	2012F	2013F
Cash & ST Investments	936	880	1,660	1,653
Current Assets	217	222	232	239
Fixed Assets	5,463	6,183	6,858	6,572
Total Assets	6,685	7,355	8,811	8,523
S/T loan	0	0	0	0
Current Portion of Debt	480	448	646	647
Current Liabilities	808	741	886	885
LT Debt	2,021	2,281	3,135	2,488
Total Liabilities	3,123	3,535	4,519	3,860
Paid-up Capital	510	510	510	510
Retained Earnings	1,524	1,680	2,116	2,454
Total Equity	3,562	3,820	4,291	4,663

Cash Flow Statement				
FY Ended December	2010	2011	2012F	2013F
Net Profit	522	528	712	672
Depre./Amortization	357	305	423	402
Change in work's cap	79	-149	-52	-9
Other non-cash items	181	250	35	35
Operating Cash Flow	1,139	934	1,118	1,100
CAPEX	-50	-91	-1,150	-151
Free cash flows	1,089	844	-32	949
New shares issued	0	0	0	0
Net financing cash flows	-952	-205	777	-981
Net cash flows	167	-120	780	-7

Financial Ratio				
FY Ended December	2010	2011	2012F	2013F
Profitability Ratio (%)				
Gross Margin	57.17	61.05	54.03	53.00
EBITDA Margin	55.39	57.62	54.74	52.37
EBIT Margin	38.96	44.56	37.03	36.00
ROE	14.64	13.81	16.59	14.41
ROA	7.80	7.17	8.08	7.88
ROCE	9.34	8.65	9.59	9.40

Cash Cycle (Days)				
Collection Days	36.01	34.23	35.00	35.00
Inventory Days	4.95	7.69	3.50	3.50
Payment Days	23.84	11.76	10.00	10.00
Net Cash Cycle Days	17.12	30.16	28.50	28.50

Liquidity Ratio (x)				
Current Ratio	0.27	0.30	0.26	0.27
Quick Ratio	1.50	1.56	2.19	2.19

Leverage Ratios (x)				
Liability/ Equity	0.88	0.93	1.05	0.83
Int.-bearing Debt/Equity	0.70	0.71	0.88	0.67
Interest Coverage	9.82	10.67	25.83	51.74
Debt Service Coverage	2.13	2.47	1.92	1.94

Percentage Growth (%)				
Sales Growth	8.78	7.63	2.06	3.00
EBITDA Growth	5.19	11.95	-3.03	-1.46
Normalized Profit Growth	16.97	24.73	-12.37	13.51
Net Profit Growth	12.67	1.12	34.96	-5.62
EPS Growth	12.67	1.12	34.96	-5.62

Per/Share Data (Bt)				
EPS	1.02	1.03	1.40	1.32
DPS	0.54	0.54	0.66	0.62
BV	6.98	7.49	8.41	9.14
EV	20.12	20.93	22.86	21.57

Multiplier (x)				
PE	13.69	13.53	10.03	10.63
P/BV	2.00	1.87	1.66	1.53
EV/EBITDA	8.53	7.92	8.93	8.55
Dividend yield (%)	3.86	3.86	4.69	4.42





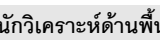
ที่มา : ข้อมูลบริษัท / KKS ประมาณการ

สำนักงานใหญ่ 500 อาคารอัมรินทร์ทาวเวอร์ ชั้น 7 ถนนเพลินจิต แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน กรุงเทพฯ 10330 โทรศัพท์ 0-2680-2222 โทรสาร 0-2680-2233 Email: customerservices@kks.co.th	สาขาระยอง 125/1 ถนนจันทอุดม (ระยอง - บ้านค่าย) ตำบลเชิงเนิน อำเภอเมือง ระยอง 21000 โทรศัพท์ (038) 617-477-85 โทรสาร (038) 617-490 Email: rayong@kks.co.th	สาขาพิษณุโลก 169/ 2-3-4 ถนนบรมไตรโลกนาถ ตำบลในเมือง อำเภอเมือง พิษณุโลก 65000 โทรศัพท์ (055) 243-060 โทรสาร (055) 259-455 Email: pitsanulok@kks.co.th
สาขาอโคก 209 อาคารเค ทาวเวอร์ ถนนสุขุมวิท 21 (อโคก) แขวงคลองเตยเหนือ เขตวัฒนา กรุงเทพฯ 10110 โทรศัพท์ 0-2680-2900 โทรสาร 0-2680-2995 Email: asoke@kks.co.th	สาขานนทบุรี (สาขางามวงศ์วานเดิม) ชั้น 4 อาคารเลขที่ 68/30 - 32 หมู่ที่ 8 ตำบลบางกระสอบ อำเภอเมือง นนทบุรี 11000 โทรศัพท์ 0-2527-8744 โทรสาร 0-2965-4634 Email: ngamwongwan@kks.co.th	สาขาบางนา 1093/56 ชั้น 11 อาคารเซ็นทรัลซีทีบางนา บางนา-ตราด กม.3 แขวงบางนา เขตพระโขนง กรุงเทพฯ 10260 โทรศัพท์ 0-2745-6458-66, โทรสาร 0-2745-6467 Email: bangna@kks.co.th
สาขาเชียงใหม่ 33 อาคารเกียรตินาคิน แยกช่วงสิงห์ ถนนเชียงใหม่-ลำปาง ตำบลช้างเผือก อำเภอเมือง เชียงใหม่ 50300 โทรศัพท์ (053) 220-751-54, (053) 220-760 โทรสาร (053) 220-763, (053) 220-765 Email: chiangmai@kks.co.th	สาขาสมุทรสาคร 1400 / 98-101 ถนนเอกชัย ตำบลมหาชัย อำเภอเมือง สมุทรสาคร 74000 โทรศัพท์ (034) 837-246-64, (034) 427-123-5 โทรสาร (034) 423-565, (034) 837-255 Email: smutsakom@kks.co.th	สาขาหาดใหญ่ 200 อาคารจุลดิศหาดใหญ่พลาซ่า ชั้น 4 ห้อง 414-424 ถนนนิพัทธ์อุทิศ 3 ตำบลหาดใหญ่ อำเภอ หาดใหญ่ สงขลา 90110 โทรศัพท์ (074) 354-747-51 โทรสาร (074) 239-515 Email: haadyai@kks.co.th
สาขาขอนแก่น 9/2 ถนนประชาสโมสร ตำบลในเมือง อำเภอเมือง ขอนแก่น 40000 โทรศัพท์ (043) 337-700-10 โทรสาร (043) 337-721 Email: khonkaen@kks.co.th	สาขาชลบุรี 7/18 หมู่ที่ 4 ถนนสุขุมวิท ตำบลห้วยกะปิ อำเภอเมือง ชลบุรี 20130 โทรศัพท์ (038) 384-931-43 โทรสาร (038) 384-794 Email: chonburi@kks.co.th	สาขาหาดใหญ่ 2 (Mini Branch) 20/1 ถนนราษฎร์ยี่สิบ ตำบลหาดใหญ่ อำเภอหาดใหญ่ สงขลา 90110 โทรศัพท์ (074) 209-837-40 โทรสาร (074) 209-841 Email: haadyai@kks.co.th

คำแนะนำการลงทุนบทวิเคราะห์ทางปัจจัยพื้นฐาน		การเปิดเผยส่วนได้เสียของบล.เกียรตินาคิน กับ หลักทรัพย์ในบทวิเคราะห์		
คำอธิบาย และ หลักเกณฑ์		รายละเอียด	มี	ไม่มี
ซื้อ	มูลค่าเหมาะสม สูงกว่า ราคาตลาดตั้งแต่ 10% ขึ้นไป	1) การเป็นผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์		✓
ถือ	มูลค่าเหมาะสม สูงกว่า ราคาตลาดไม่ถึง 10% หรือ ต่ำกว่า ราคาตลาดไม่เกิน 5%	2) การทำหน้าที่เป็นที่ปรึกษาทางการเงิน		✓
ขาย	มูลค่าเหมาะสม ต่ำกว่า ราคาตลาดตั้งแต่ 5% ขึ้นไป	3) การรับค่าตอบแทนอื่นๆ		✓
ซื้อเก็งกำไร	มูลค่าเหมาะสม เท่ากับ / ต่ำกว่า / สูงกว่า ราคาตลาด แต่นักวิเคราะห์ประเมินว่า หลักทรัพย์จะมีประเด็นบวกที่อาจจะสนับสนุนราคาหุ้นระยะสั้น			

คำชี้แจง : คำแนะนำการลงทุนของบทวิเคราะห์ทางปัจจัยพื้นฐาน พิจารณาจากส่วนต่าง (Upside) ของราคาหุ้นในตลาดและมูลค่าที่เหมาะสมที่นักวิเคราะห์หลักทรัพย์ประเมินได้ เป็นหลัก ทั้งนี้ คำแนะนำการลงทุนของบทวิเคราะห์ทางปัจจัยพื้นฐานอาจจะ "เหมือน" หรือ "แตกต่าง" กับคำแนะนำการลงทุนในบทวิเคราะห์ทางเทคนิคคร่าวๆ นักลงทุนต้องพิจารณาคำแนะนำการลงทุนของบทวิเคราะห์อย่างรอบคอบเพื่อให้สอดคล้องกับลักษณะการลงทุนของท่าน ก่อนการตัดสินใจลงทุน

Disclaimer (Fundamental Report)
 รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดย ฝ่ายวิเคราะห์หลักทรัพย์และที่ปรึกษาการลงทุน บริษัทหลักทรัพย์ เกียรตินาคิน จำกัด บนพื้นฐานข้อมูลซึ่งพิจารณาแล้วมีความน่าเชื่อถือและ/หรือถูกต้อง อย่างไรก็ตาม ฝ่ายวิเคราะห์หลักทรัพย์และที่ปรึกษาการลงทุนมิอาจยืนยันและรับรองความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลดังกล่าวได้ แม้ว่าข้อมูลดังกล่าวจะปรากฏข้อความที่อาจเป็นหรืออาจตีความว่าเป็นเช่นนั้นได้ บริษัทฯจึงไม่รับรองต่อการนำเอาข้อมูล บทความ ความเห็น และ/หรือ บทสรุปที่ปรากฏในเอกสารฉบับนี้ไปใช้ไม่ว่ากรณีใดๆ ซึ่งบทความดังกล่าวเป็นเพียงแนวคิดของผู้จัดทำเพื่อใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจในการลงทุน ดังนั้น นักลงทุนควรใช้ดุลพินิจอย่างรอบคอบในการพิจารณาลงทุน ทั้งนี้ บริษัทฯ ขอสงวนสิทธิ์ในการนำข้อมูลปรากฏในเอกสารนี้ไม่ว่าจะทั้งหมด หรือบางส่วน ไปทำซ้ำ หรือ ดัดแปลง แก้ไข หรือ นำเอกสารเผยแพร่ต่อสาธารณชนจะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทฯ ก่อน

Corporate Governance			
ตราสัญลักษณ์	ช่วงคะแนน	ความหมาย	การเปิดเผยผลการสำรวจของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย IOD ในเรื่องการกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance) เป็นการดำเนินการตามนโยบายของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ โดยการสำรวจของ IOD เป็นการสำรวจและประเมินจากข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็มเอไอ ที่มีการเปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลที่ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ดังนั้น ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอในมุมมองของบุคคลภายนอก โดยไม่ได้เป็นการประเมินการปฏิบัติ และมีได้มีการใช้ข้อมูลภายใน ในการประเมิน ทั้งนี้ IOD ทำการเผยแพร่รายชื่อเฉพาะบริษัทที่ได้คะแนนอยู่ในระดับ "ดี" ขึ้นไป ซึ่งมี 3 กลุ่มคือ "ดี" "ดีมาก" และ "ดีเลิศ" อนึ่ง ผลการสำรวจดังกล่าวเป็นผลการสำรวจ ณ วันที่ปรากฏในรายงานการกำกับดูแลกิจการ บริษัทจดทะเบียนไทยเท่านั้น ดังนั้น ผลการสำรวจจึงอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังจากวันดังกล่าวทั้งนี้บริษัทหลักทรัพย์เกียรตินาคินจำกัดมีได้ยืนยันหรือรับรองถึงความถูกต้องของผลการสำรวจ
	90 - 100	ดีเลิศ	
	80 - 89	ดีมาก	
	70 - 79	ดี	
	60 - 69	ดีพอใช้	
	50 - 59	ผ่าน	
ไม่มีตราสัญลักษณ์	ต่ำกว่า 50	N/A	

นักวิเคราะห์ด้านพื้นฐาน		นักวิเคราะห์ด้านกลยุทธ์และเทคนิค	
ธริศา ชัยสุนทรโยธิน	tarisa.cha@kks.co.th	อภิสิทธิ์ ลิ้มปรีชาสกุล	Apisit_l@kks.co.th
วิชชุตา ปลั่งมณี	wichuda_p@kks.co.th	ณาศิส ประเสริฐสกุล	Nasis.p@kks.co.th
มินตรา รัตยาภาส	mintra@kks.co.th	ส่วนสนับสนุนข้อมูล	
เบญจพล สุทธิวนิช	benjapho_l@kks.co.th	สมจิต วิรุฬห์ธานี	Research@kks.co.th
อดิสรณ์ มุ่งพาลชล	adisorn_m@kks.co.th	อังศุมาลิน คุ่มวงศ์	Angsumalin_k@kks.co.th
ดิษรณพ วัฒนเวคิน	dithanop_v@kks.co.th	ปรียานุช ฉายานุเคราะห์	preeyanuch@kks.co.th
		RESEARCH CALL CENTER	02 680 2111