



BAFS: Bangkok Aviation Fuel Services PCL.

Recommendation	BUY	Stock Symbol	BAFS
Fair Price (THB)	50.00	Closing Price (THB)	46.25
Previous Fair Price (THB)	50.00	Upside (%)	36.1%

Company Report

คำแนะนำ : เก็งกำไร

เบญจพล สุทธิวิหิข (Registration no.018575)

Tel. 02 508 1567 ext3250

E-mail. benjaphol@aslsecurities.com

แนวโน้มกำไรอ่อนตัวตามฤดูกาล

“ราคาหุ้นปรับเพิ่ม 19% ในรอบ 1 เดือน ทำให้ Upside ของราคาหุ้นเริ่มจำกัด ระยะสั้นมีปัจจัยลบจากแนวโน้มผลประกอบการที่อ่อนตัว เนื่องจากธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับการบินเข้าสู่ Low season อย่างไรก็ตามระยะยาวเรามองมองเป็นบวกต่อ BAFS ในฐานะหุ้นที่มีการเติบโตต่อเนื่อง เราประเมินว่าบริษัทจะมีกำไรสุทธิเติบโตเฉลี่ย 7% ต่อปี (ปี 2560 – 2564) และให้ผลตอบแทนจากเงินปันผลเฉลี่ย 3% - 3.5% ต่อปี”

คาดผลประกอบการอ่อนตัวตามฤดูกาล

เราคาดว่าบริษัทจะมีกำไรสุทธิ 2Q60 อยู่ที่ 258 ล้านบาท ลดลง 16%QoQ แต่เพิ่มขึ้น 9%YoY การปรับลดลงของ QoQ เป็นผลกระทบจาก Seasonal Effect และผลกระทบจากการปรับเพิ่มภาษีน้ำมันเครื่องบิน โดยเราคาดว่าปริมาณน้ำมันที่บริษัทให้บริการในช่วง 2Q60 จะอยู่ที่ 1.3 ล้านลิตร ลดลง 9.3%YoY แต่ทรงตัว YoY หากกำไรสุทธิ 2Q60 เป็นไปตามคาด จะทำให้กำไรสุทธิ 6M60 คิดเป็น 51% ของประมาณการผลประกอบการปี 60 ที่เราประเมินไว้ที่ 1.1 พันล้านบาท เพิ่มขึ้น 8.8%YoY

ยังมี Upside จากโครงการใหม่ในอนาคต

จากการพูดคุยกับทางบริษัทล่าสุด โครงการเดินหน้าตามแผน และยังคงเชื่อว่าสามารถดำเนินการผลิตเชิงพาณิชย์ได้ในปี 2562 ซึ่งทำให้โครงสร้างรายได้จากธุรกิจท่อส่งน้ำมันเพิ่มขึ้นจากปัจจุบันที่ 20% เป็น 40% ภายในปี 2563 (เมื่อรับรู้รายได้จากโครงการเต็มปี) (2) โครงการท่อส่งน้ำมัน ท่า สุวรรณภูมิ ระยะที่ 2 ของ TARCO (BAFS ถือหุ้น 90%) ยังคงเดินหน้าตามแผน และจะสามารถดำเนินการผลิตเชิงพาณิชย์ภายใน ก.พ. 2562 และ (3) โครงการท่อส่งน้ำมัน ท่า ดอนเมือง ระยะที่ 3 คาดว่าจะได้ข้อสรุปเกี่ยวกับแผนการลงทุน และรูปแบบโครงการภายใน 2H60

Upside เริ่มจำกัด แนะนำเพียง เก็งกำไร

เราให้คำแนะนำเชิงพื้นฐาน “เก็งกำไร” โดยประเมินมูลค่าเหมาะสมไว้ที่ 50 บาท (ยังไม่รวมโครงการท่อส่งน้ำมันทั้งที่ ท่า ดอนเมือง และท่า สุวรรณภูมิ) โดยราคาหุ้นปรับเพิ่มกว่า 19% ในรอบ 1 เดือนที่ผ่านมา ทำให้ปัจจุบันมี Upside เพียง 10% (รวมผลตอบแทนจากเงินปันผล) อย่างไรก็ตาม BAFS ยังเป็นหุ้นที่เรายังมีโอกาสปรับมูลค่าเหมาะสมเพิ่ม จากโครงการที่อยู่ระหว่างการพัฒนาและโครงการที่อยู่ระหว่างการก่อสร้าง

BAFS – Financial Summary (Ended Dec.)

(THB Mil.)	2015	2016	2017F	2018F
Total Revenue	3,328	3,565	3,724	3,899
Gross Profit	1,879	2,018	2,143	2,281
EBITDA	1,812	1,978	2,111	2,447
EBITDA (%Chg)	9.2%	6.7%	16.0%	12.6%
Net Profit	958	1,097	1,114	1,195
EPS	1.5	1.7	1.7	1.9
EPS (%Chg)	1.1%	14.6%	1.5%	7.3%
DPS	1.4	1.5	1.5	1.6
Dividend Yield (%)	2.9%	3.2%	3.3%	3.5%
P/E (x)	31.0	27.0	26.6	24.8
P/BV (x)	5.5	4.9	4.8	4.6

Source: ASL Research and Company Data

Company Overview

ให้บริการจัดเก็บ และระบบเติมน้ำมันเชื้อเพลิงอากาศยาน

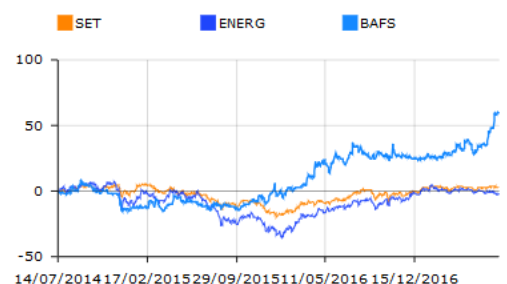
Source: Company Data

Key Statistic

Sector	Energy & Utilities
BETA (Previous 12 Months)	0.37
CG Report	5
Anti-Corruption	N/A
Market Cap (THB Mil.)	29,644
No. Listed Shares (Mil.)	637.5
Free Float (%)	55.35
Par Value (THB)	1.00
52weeks High/Low (THB)	47.50 / 34.50

Source: SETTRADE

Price Performance



Source: SETSMART



BAFS: Bangkok Aviation Fuel Services PCL.

BAFS – Key Income Statement (Ended Dec.)

(THB Mil.)	2015	2016	2017F	2018F
Revenue	3,328	3,565	3,724	3,899
Gross Profit	1,879	2,018	2,143	2,281
EBITDA	1,812	1,978	2,111	2,447
Interest Expenses	83	131	155	169
Normalized Income	958	1,023	1,114	1,195
Extra Items	0	74	0	0
Net Income	958	1,097	1,114	1,195

Key Ratios (Ended Dec.)

(THB Mil.)	2015	2016	2017F	2018F
Gross Profit Margin (%)	56.5%	56.6%	57.5%	58.5%
Return On Equity (%)	16.9%	14.9%	14.6%	15.1%
Return On Asset (%)	11.2%	9.0%	9.5%	8.1%
PE (X)	31.0	27.0	26.6	24.8
PBV (X)	5.5	4.9	4.8	4.6
Dividend Yield (%)	2.9%	3.2%	3.3%	3.5%
Net Debt to Equity (X)	0.3	0.5	0.4	0.7

Key Balance Sheet Data

(THB Mil.)	2015	2016	2017F	2018F
Cash & S-T Investment	1,501	4,364	1,303	1,490
Current Assets	341	358	362	379
Fixed Assets	6,603	7,321	9,951	12,737
Total Assets	8,541	12,158	11,715	14,704
Short Term Debt	0	0	0	3,000
Current Portions	382	492	304	300
Current Liabilities	701	855	491	3,487
Long Term Debt	1,105	2,944	2,640	2,340
Total Liabilities	2,876	4,787	4,111	6,801
Paid Up Capital	637	637	637	637
Retained Earnings	2,780	2,846	3,003	3,227
Total Equity	5,664	7,371	7,604	7,903

Key Cash Flow Statement Data

(THB Mil.)	2015	2016	2017F	2018F
Net Income	958	1,097	1,114	1,195
Depreciation & Amortization	498	538	572	799
Change In Working Capital	-111	-104	-163	-17
Other Adjustments – Net	73	73	75	75
Cash Flow From Operation	1,418	1,604	1,598	2,052
Capital Expenditure	-482	-911	-3,225	-3,600
Cash Flow From Investing	935	694	-1,627	-1,548
Share Issue	0	0	0	0
Cash Flow From Financing	-801	2,469	-1,448	1,725
Net Free Cash Flow	141	2,859	-3,061	187

Source: ASL Research and Company Data



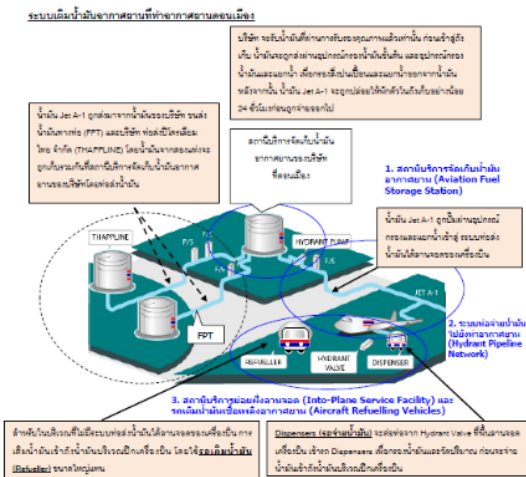
BAFS: Bangkok Aviation Fuel Services PCL.

ภาพรวมการประกอบธุรกิจ

BAFS ประกอบธุรกิจ การให้บริการระบบจัดเก็บ และเติมน้ำมันอากาศยานในท่าอากาศยาน 5 แห่ง ได้แก่ ท่าสุวรรณภูมิ ท่าดอนเมือง ท่าสมุย ท่าสุโขทัย และท่าตราด โดยมีขอบเขตการให้บริการประกอบด้วย 3 ส่วน ได้แก่ (1) การจัดเก็บน้ำมันอากาศยานที่สถานีบริการจัดเก็บน้ำมันอากาศยาน (Aviation Fuel Depot) (2) การส่งน้ำมันอากาศยานผ่านระบบโครงข่ายท่อแรงดันสูง (Hydrant Pipeline Network) (3) การให้บริการเติมน้ำมันอากาศยาน (Into - Plane Services)

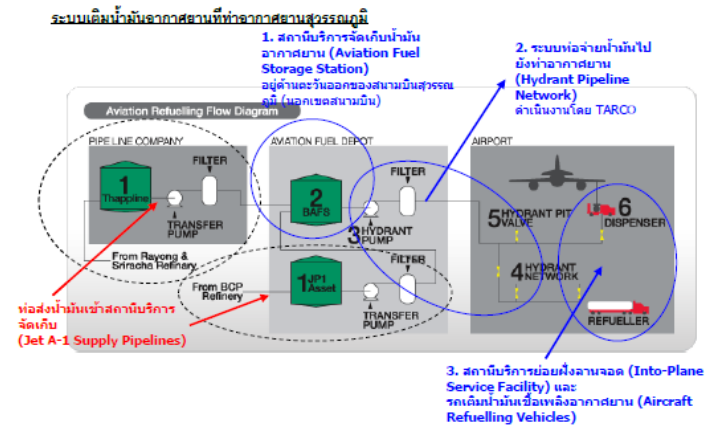
นอกจากนี้บริษัทมีการประกอบธุรกิจเกี่ยวกับการให้บริการพลังงานผ่านบริษัทย่อย 3 บริษัท ได้แก่ (1) บริษัท ไทยเชื้อเพลิงการบิน จำกัด (TARCO) ให้บริการขนส่งน้ำมันเชื้อเพลิงอากาศยานผ่านท่อใต้ดิน ณ ท่าอากาศยานสุวรรณภูมิ (2) บริษัท ขนส่งน้ำมันทางท่อ จำกัด (FPT) ให้บริการเก็บรักษาและขนส่งน้ำมันเชื้อเพลิงแบบ Multi Product ผ่านท่อใต้ดินจากโรงกลั่นน้ำมันและคลังน้ำมันชองนทรีไปยังสถานีบริการน้ำมันอากาศยานสุวรรณภูมิ สถานีบริการน้ำมันอากาศยานดอนเมืองและสิ้นสุดที่คลังน้ำมันภาคพื้นดินบางปะอิน และ (3) บริษัท บริการน้ำมันอากาศยาน จำกัด (IPS) ให้บริการรับเหมาแรงงานเติมน้ำมันอากาศยานที่ท่าอากาศยาน สมุยสุโขทัยและตราด

ระบบการเติมน้ำมันอากาศยานที่ ท่าดอนเมือง



Source: ASL Research and Company Data

ระบบการเติมน้ำมันอากาศยานที่ ท่าสุวรรณภูมิ



Source: ASL Research and Company Data



BAFS: Bangkok Aviation Fuel Services PCL.

แนวโน้มอุตสาหกรรมในปี 2560

เราคาดว่า การให้บริการเติมน้ำมันในปี 2560 จะยังเติบโตต่อเนื่อง ตามการขยายตัวของภาคการท่องเที่ยว โดยการท่องเที่ยวแห่งประเทศไทย คาดว่าจำนวนนักท่องเที่ยวในปี 2560 จะไม่น้อยกว่า 34.39 ล้านคน เพิ่มขึ้น 5.5%YoY โดยในช่วง 5M60 มีจำนวนนักท่องเที่ยวเดินทางเข้ามาท่องเที่ยวในประเทศไทยรวม 14.6 ล้านคน เพิ่มขึ้น 3.2%YoY คิดเป็น 42% ของเป้าหมายจำนวนนักท่องเที่ยวที่การท่องเที่ยวแห่งประเทศไทยตั้งเป้าหมายไว้

เรามองว่าภาคการท่องเที่ยวได้รับปัจจัยบวกจาก (1) การอ่อนค่าของค่าเงินบาท ทำให้ค่าใช้จ่ายในการท่องเที่ยวถูกลงกว่าเมื่อเทียบกับแหล่งท่องเที่ยวอื่นในภูมิภาค (2) ประเทศไทยเป็นประเทศที่นักท่องเที่ยวจีนเลือกเป็นอันดับ 1 ในปี 2560 ในการเดินทางมาท่องเที่ยว แม้ในปี 2559 ที่ผ่านมาจะเคยประสบปัญหาทัวร์ศูนย์เหรียญ แต่เป็นเพียงผลกระทบระยะสั้น (3) การฟื้นตัวของเศรษฐกิจในกลุ่มประเทศอุตสาหกรรมหลัก และประเทศสำคัญในภูมิภาคเอเชีย และ (4) ได้ประโยชน์โดยตรงจากการขยายตัวของธุรกิจสายการบิน ด้วยการเพิ่มความถี่ในการบินและจำนวนเครื่องบิน รวมไปถึงนโยบายการแข่งขันทางด้านราคาของธุรกิจสายการบินที่มีความรุนแรง

ทั้งนี้จากข้อมูลแผนตารางบินล่าสุดของสายการบิน ทั้งทำอากาศยานสุวรรณภูมิและทำอากาศยานดอนเมือง ทำให้คาดว่าในปี 2560 ที่สถานการณ์ปกติจะมีการเติมน้ำมันเฉลี่ยที่ 16.3 ล้านลิตรต่อวัน มีปริมาณน้ำมันรวม 5,960 ล้านลิตร เพิ่มขึ้นจากปีก่อน 303 ล้านลิตร ขยายตัวในอัตราร้อยละ 5.4 และมีปริมาณน้ำมันที่เติมเพิ่มขึ้น 0.8 ล้านลิตรต่อวัน (ข้อมูลจาก 56-1)

จำนวนนักท่องเที่ยว 5 เดือนแรกของปี 2560 เทียบปี 2559

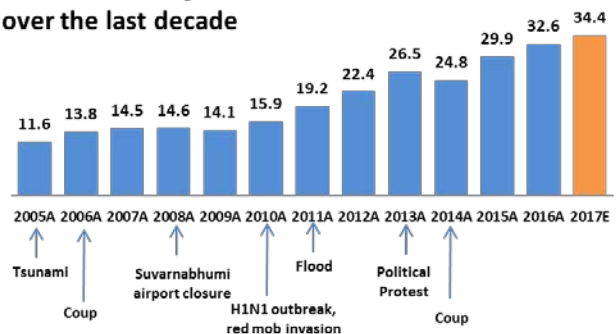
Nationality	2017		2016		%Δ 2016/2015
	Number	%Share	Number	%Share	
East Asia	9,459,493	64.74	9,412,855	66.48	0.50
China	3,949,349	27.03	4,184,071	29.55	-5.61
Hong Kong	300,626	2.06	282,546	2.00	6.40
Japan	628,052	4.30	588,146	4.15	6.79
Korea	691,919	4.74	617,993	4.36	11.96
Taiwan	228,745	1.57	220,718	1.56	3.64
Others	24,980	0.17	27,921	0.20	-10.53
Europe	3,042,478	20.82	2,835,791	20.03	7.29
The Americas	690,095	4.72	606,488	4.28	13.79
Oceania	365,603	2.50	349,875	2.47	4.50
Middle East	293,481	2.01	275,283	1.94	6.61
Africa	68,962	0.47	64,421	0.45	7.05
Grand Total	14,612,150	100.00	14,158,649	100.00	3.20

Source of Data : Immigration Bureau, Royal Thai Police.

Source: ASL Research and Company Data

จำนวนนักท่องเที่ยว และเป้าหมายจำนวนนักท่องเที่ยวในปี 2560

Continual strong tourists arrivals over the last decade



Source: ASL Research and Company Data



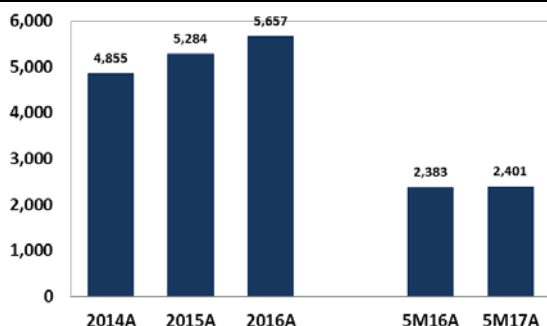
BAFS: Bangkok Aviation Fuel Services PCL.

BAFS – Financial Summary

(THB Mil.)	2Q17F	2Q16	YoY	1Q17	QoQ	6M17F	6M16	YoY
Total Revenue	905	859	5.3%	931	-2.8%	1,836	1,777	3.3%
Gross Profit	511	476	7.5%	566	-9.7%	1,078	1,047	2.9%
Operating Expenses	140	137	2.1%	136	3.3%	276	269	2.5%
Operating Profit	371	338	9.7%	431	-13.8%	802	778	3.0%
EBITDA	508	474	7.2%	567	-10.3%	1,075	1,041	3.2%
Net Interest	39	42	-7.0%	39	0.3%	78	62	25.9%
Other Income	20	22	-10.1%	19	6.4%	39	22	74.4%
Income Tax	72	64	12.0%	83	-13.3%	155	185	-15.8%
Extra Items	0	0	n.a.	0	n.a.	0	74	n.a.
Net Income	258	238	8.5%	306	-15.7%	563	584	-3.6%
EPS (THB)	0.51	0.37	35.6%	0.48	5.4%	0.98	0.92	7.4%
Gross Profit Margin (%)	56.5%	55.4%		60.9%		58.7%	58.9%	
EBITDA Margin (%)	56.2%	55.2%		60.9%		58.6%	58.6%	
Net Profit Margin (%)	28.5%	27.6%		32.8%		30.7%	32.9%	

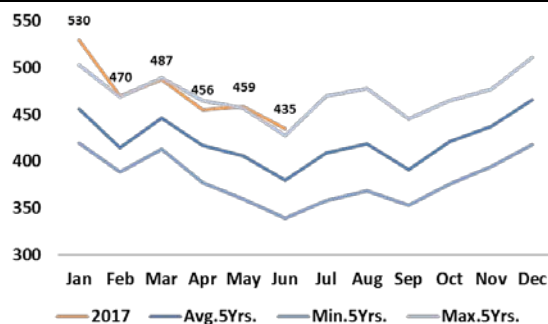
Source: ASL Research and Company Data

ปริมาณน้ำมันที่บริษัทให้บริการ (ล้านลิตร)



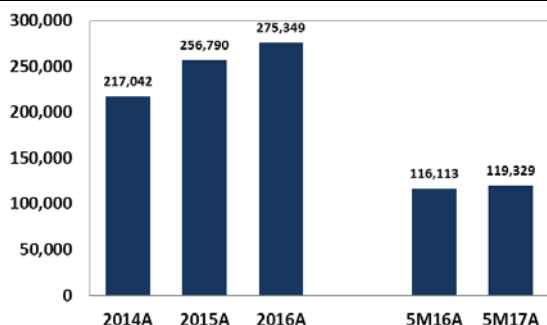
Source: ASL Research and Company Data

ปริมาณน้ำมันที่บริษัทให้บริการ (ล้านลิตร)



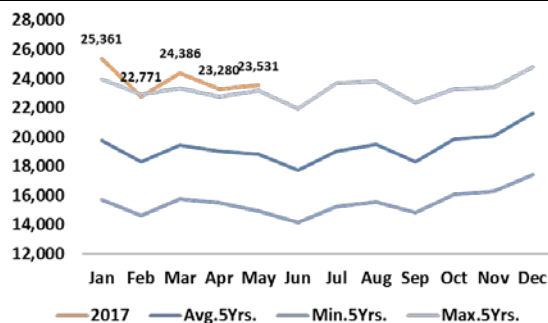
Source: ASL Research and Company Data

จำนวนเที่ยวบินที่บริษัทให้บริการ (เที่ยวบิน)



Source: ASL Research and Company Data

จำนวนเที่ยวบินที่บริษัทให้บริการ (เที่ยวบิน)



Source: ASL Research and Company Data



BAFS: Bangkok Aviation Fuel Services PCL.

CORPORATE GOVERNANCE OF THAI LISTED COMPANIES 2015



ADVANC BAFS BCP BIGC BTS CK CPN DRT DTAC DTC EASTW EGCO GRAMMY HANA HMPRO INTUCH IRPC IVL KBANK KCE KKP KTB LHBANK LPN MCOT MINT MONO NKI PHOL PPS PS PSL PTT PTTEP PTTGC QTC RATCH ROBINS SAMART SAMTEL SAT SC SCB SCC SE-ED SIM SNC SPALI THCOM TISCO TKT TMB TOP VGI WACOAL



AAV ACAP AGE AHC AKP AMATA ANAN AOT APCS ARIP ASIMAR ASK ASP BANPU BAY BBL BDMS BKI BLA BOL BROOK BWG CENTEL CFRESH CHO CIMBT CM CNT COL CPF CPI CSL DCC DELTA DEMCO ECF EE ERW GBX GC GFPT GLOBAL GUNKUL HEMRAJ HOTPOT HYDRO ICC ICHI INET IRC KSL KTC LANNA LH LOXLEY LRH MACO MBK MC MEGA MFEC NBC NCH NINE NSI NTV OCC OGC OISHI OTO PAP PDI PE PG PJW PM PPP PR PRANDA PREB PT PTG Q-CON QH RS S & J SABINA SAMCO SCG SEAFCO SFP SIAM SINGER SIS SITHAI SMK SMPC SMT SNP SPI SSF SSI SSSC SST STA STEC SVI SWC SYMC SYNTEC TESCO TBSP TCAP TF TGCI THAI THANA THANI THIP THREE THREL TICON TIP TIPCO TK TKS TMI TMILL TMT TNDT TNITY TNL TOG TPC TPCORP TRC TRU TRUE TSC TSTE TSTH TTA TTCL TTW TU TVD TVO UAC UT UV VNT WAVE WINNER YUASA ZMICO

SCORE RANGE	SCORE RANGE	DESCRIPTION
90-100		EXCELLENT
80-89		VERY GOOD
70-79		GOOD
60-69		SATISFACTORY
50-59		PASS
Below 50	No logo given	N/A

Level 5: Extended	Extension of the anti-corruption policy to business partners in the supply chain, and disclosure of any current investigations, prosecutions or closed cases
Level 4: Certified	Audit engagement by audit committee or auditors approved by the office of SEC, and receiving certification or assurance by independent external assurance providers (CAC etc.)
Level 3: Established	Carrying out preventive measures, risk assessment, communication and training for all employees, including consistent monitoring and review processes
Level 2: Declared	Public declaration statement to participate in Thailand's private sector Collective Action Coalition Against Corruption (CAC) or equivalent initiatives
Level 1: Committed	Organization's statement or board's resolution to work against corruption and to be in compliance with all relevant laws



BAFS: Bangkok Aviation Fuel Services PCL.

ที่ตั้งสำนักงานและสำนักงานสาขา

สาขากรุงเทพ (สำนักงานใหญ่)

ที่อยู่. 343-343/1, 343/4-5 ถนนคลองลำเจียก แขวงนวลจันทร์ เขตบึงกุ่ม จังหวัดกรุงเทพมหานคร 10230

โทรศัพท์. 02-508-1567 (Call Center)

Email. callcenter@aslsecurities.com

สาขากาญจนบุรี (สำนักงานสาขา)

ที่อยู่. 277/106 ถนนแสงชูโต ตำบลบ้านเหนือ อำเภอเมืองกาญจนบุรี จังหวัดกาญจนบุรี 71000

โทรศัพท์. 034-918-781 ถึง 2 , 034-910-100

สาขาอุดรธานี (สำนักงานสาขา)

ที่อยู่. 106/36 ถนนบริเวณตลาดชนารักษ์ ตำบลหมากแข้ง อำเภอเมืองอุดรธานี จังหวัดอุดรธานี 41000

โทรศัพท์. 042-119-990 ถึง 3

สาขาขอนแก่น (สำนักงานสาขา)

ที่อยู่. 182/104 หมู่ที่ 4 ถนนศรีจันทร์ ตำบลในเมือง อำเภอเมืองขอนแก่น จังหวัดขอนแก่น 40000

โทรศัพท์. 043-053-557 ถึง 8 , 043-224-103 ถึง 4

สาขาเชียงใหม่ - ห้วยแก้ว (สำนักงานสาขา)

ที่อยู่. 50/4 ถนนห้วยแก้ว ตำบลช้างเผือก อำเภอเมืองเชียงใหม่ จังหวัดเชียงใหม่ 50300

โทรศัพท์. 053-217-346 , 053-217-347

สาขาเชียงใหม่ - ภูคำ (ออนไลน์)

ที่อยู่. 15/12 ถนนชลประทาน ตำบลสุเทพ อำเภอเมืองเชียงใหม่ จังหวัดเชียงใหม่ 50200

โทรศัพท์. 052-000-476