

## เอเชีย เอวิเอชั่น

### โอกาสทองในการซื้อสะสมมาถึงแล้ว !!

คาดว่าจะได้รับผลกระทบน้อยมาก จากกรณีที่กรมการบินพลเรือนตกมาตรฐานการบิน โดยเฉพาะปัจจุบันแนวทางการแก้ไขปัญหาเร่งด่วนชัดเจน (เสร็จสิ้น ก.ค. นี้) ราคาหุ้นที่ปรับตัวลงถึง 15% หลังเกิดเหตุดังกล่าว ถือเป็นโอกาสทองให้ซื้อสะสม

#### ■ ไม่กังวลต่อปัญหากรมการบินพลเรือน

จากการประชุมกับ AAV หลักๆเป็นการชี้แจงกรณีกรมการบินพลเรือนไทย (บพ.) ตกลงมาตรฐานการบินของกรมการบินพลเรือนระหว่างประเทศ (ICAO) ซึ่งอาจส่งผลให้นานาประเทศระงับสายการบินสัญชาติไทยเข้าประเทศ โดยแม้มีสิ่งที่จะต้องแก้ไข 560 ข้อ แต่มีเพียง 33 ข้อที่เป็นเรื่องเร่งด่วน (ที่เหลือเป็นประเด็นที่ทยอยแก้ไขได้) โดยทั้งหมดเป็นเรื่องข้อบกพร่องที่มีนัยต่อความปลอดภัย 4 เรื่อง คือ 1) ปรับปรุงคู่มือมาตรฐานการบิน รวมถึง 2) คู่มือการกำกับดูแลสายการบินให้ทันสมัย 3) เพิ่มเจ้าหน้าที่ตรวจสอบสายการบิน พร้อมฝึกอบรมให้ได้มาตรฐาน และ 4) เมื่อแก้ 3 เรื่องแล้ว ให้ทบทุนการให้ใบอนุญาตสายการบินอีกครั้ง ทั้งนี้ สายการบินสัญชาติไทยหลักๆ และรัฐฯ ได้ร่วมมือกันแก้ไขปัญหา คือ นำบุคลากรตนเองที่มีความสามารถ รวมถึงจ้างบุคลากรที่มีความเชี่ยวชาญต่างประเทศเข้ามาช่วย ซึ่ง AAV คาดการแก้ไขจะเสร็จใน ก.ค. นี้ และจะไม่ได้รับผลกระทบ ส่วนกรณีเลวร้าย หากแก้ไขล่าช้าและถึงขั้นถูกสั่งห้ามบินจากนานาประเทศ ยังมีทางเลือกให้ ICAO หรือประเทศที่ไม่แน่ใจในความปลอดภัยตรวจสอบสายการบินโดยตรง ซึ่ง AAV มั่นใจว่ามาตรฐานการบินตนเองผ่านแน่นอน

#### ■ คาดไม่กระทบผลกระทบต่อ AAV

แม้ช่วงก่อนหน้านี้ประเทศญี่ปุ่น เกาหลีใต้ และจีน จะห้ามสายการบินสัญชาติไทยเพิ่มเที่ยวบินเหมาลำและจุดบินใหม่ แต่หลังจากรัฐบาลไทยเจรจา ได้มีการผ่อนปรนให้ถึง พ.ค. 58 อย่างไรก็ตาม การแก้ปัญหาที่จะเสร็จหลังจากครบกำหนด 90 วันที่ ICAO แจ้งเตือน คือ มิ.ย. นี้ และไปอยู่ช่วง ก.ค. 58 อาจทำให้รัฐฯต้องเจรจาอีกครั้ง แต่เชื่อว่าด้วยความกระตือรือร้นในการแก้ไขปัญหา (รายงาน ICAO ทุก 15 วัน) จะมีช่วยให้การเจรจาราบรื่น ขณะที่กรณีเลวร้าย หากเจรจาไม่สำเร็จ สายการบินต่างๆมีทางเลือกให้ ICAO และประเทศต่างๆตรวจสอบมาตรฐานโดยตรง ซึ่งเชื่อว่า AAV จะผ่านแน่นอน แม้ไม่มีมาตรฐานการบินระดับโลก (IOSA) เหมือน BA และ THAI แต่เห็นมาตรฐานการบินปัจจุบันอยู่ในระดับสูง ผ่านการตรวจสอบจากการให้บริการปัจจุบันในจีน ภาพรวม จึงเชื่อว่าผลประกอบการ AAV จะไม่ได้รับผลกระทบใดๆ จากกรณีนี้ ทั้งนี้ ส่วนสายการบินไทยแอร์เอเชีย เอ็กซ์ ที่ให้บริการจุดบินญี่ปุ่น เกาหลีใต้ แม้เป็นบริษัทเกี่ยวข้องกัน (ถือหุ้นโดยผู้บริหาร AAV) แต่ไม่มีการถือหุ้นระหว่างกัน

#### ■ ราคาหุ้นตอบรับเชิงลบมากเกินเหตุ

หลังเกิดประเด็นลบดังกล่าว ราคาหุ้น AAV ปรับตัวลงถึง 15% สวนทางผลประกอบการที่คาดไม่ได้รับผลกระทบ อีกทั้งจะ Turnaround จากจุดตกต่ำปีก่อน (ผู้โดยสารฟื้น และต้นทุนน้ำมันลดลง) ราคาปัจจุบันที่สะท้อนข่าวร้ายมากเกินไป Upside สูง 24% เชื่อว่าเป็นโอกาสทยอยสะสมเพื่อลงทุน

Key Data	FY56A	FY57A	FY58F	FY59F	FY60F
ยอดขาย	23,485	25,356	29,239	32,814	36,268
กำไรสุทธิ	1,043	183	1,445	1,910	2,104
Norm Profit	785	57	1,445	1,910	2,104
EPS (บาท)	0.22	0.04	0.30	0.39	0.43
PER (เท่า)	22.60	128.61	16.31	12.34	11.20
Dividend Yield (%)	0	0	0	0	0
BVS (บาท)	3.99	4.03	4.33	4.72	5.15
PBV (เท่า)	1.2	1.2	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA (เท่า)	8.05	20.23	5.94	4.79	4.24

ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASP

ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ รวบรวมมาจากแหล่งข้อมูลที่น่าเชื่อถือ อย่างไรก็ดี บมจ. หลักทรัพย์ เอเชีย พลัส ไม่สามารถที่จะยืนยันหรือรับรองความถูกต้องของข้อมูลเหล่านี้ได้ ไม่ว่าประการใดๆ บทวิเคราะห์ในเอกสารนี้ จัดทำขึ้นโดยอ้างอิงถึงลักษณะทางวิชาการเกี่ยวกับหลักทฤษฎีการวิเคราะห์ และมีได้เป็นการชี้แนะ หรือเสนอแนะให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์ใดๆ การตัดสินใจซื้อหรือขายหลักทรัพย์ใดๆของผู้ท่าน ไม่ว่าจะเกิดจากการอ่านบทความในเอกสารนี้หรือไม่ก็ตาม ล้วนเป็นผลจากการใช้วิจารณญาณของผู้ท่าน โดยไม่มีส่วนเกี่ยวข้องกับหรือพันธะผูกพันใดๆ กับ บมจ. หลักทรัพย์ เอเชีย พลัส ไม่ทางใดก็ทางหนึ่ง

## AAV

### แนะนำ : ซื้อ



ราคาปัจจุบัน (บาท): 4.86

ราคาเป้าหมาย (บาท): 6.00

Upside : 23.5%

Dividend Yield : 0%

Total Return : 23.5%

มูลค่าตลาด (ล้านบาท): 23,571

CG Score: ▲▲▲▲

### Technical Chart



เปรียบเทียบประมาณการของ ASP กับ IAA consensus			
EPS (บาท)	ASP	Cons	% diff
2558F	0.30	0.34	-12%
2559F	0.39	0.41	-4%

ที่มา : ประมาณการโดยฝ่ายวิจัย ASP, IAA consensus

กวี มานิตสุภวงษ์

เลขทะเบียนนักวิเคราะห์: 003974

Kawee.re@asiaplus.co.th

สุวัฒน์ วัฒนพรพรหม

เลขทะเบียนนักวิเคราะห์: 044015

Suwat.re@asiaplus.co.th

## ผลการดำเนินงานรายไตรมาส

	2Q56	3Q56	4Q56	1Q57	2Q57	3Q57	4Q57	%qoq	%yoy	2557	2556	%yoy
รายได้จากการดำเนินงาน	5,359.8	5,595.1	6,501.2	6,459.9	5,460.9	5,558.6	7,876.1	1.8%	-0.7%	25,355.5	23,485.0	8.0%
ต้นทุนดำเนินงาน	4,632.3	4,914.5	5,640.7	5,865.7	5,583.6	5,621.0	6,637.5	0.7%	14.4%	23,707.7	19,928.4	19.0%
กำไรขั้นต้น	727.5	680.5	860.5	594.2	-122.6	-62.4	1,238.6	-49.1%	-109.2%	1,647.9	3,556.7	-53.7%
ค่าใช้จ่ายขายบริหาร	329.1	422.7	567.9	387.9	484.9	497.1	554.9	2.5%	17.6%	1,924.8	1,755.7	9.6%
ภาษีจ่าย	151.0	99.9	205.6	62.4	-100.7	17.0	20.0	N/A	-83.0%	-1.3	651.2	N/A
กำไรของผู้ถือหุ้นส่วนน้อย	221.2	131.5	183.5	108.0	-145.0	-173.4	358.5	19.5%	-231.9%	148.1	864.9	-82.9%
กำไรสุทธิส่วนของบริษัท	<b>264.6</b>	<b>158.4</b>	<b>222.5</b>	<b>139.0</b>	<b>-176.3</b>	<b>-209.1</b>	<b>429.7</b>	<b>18.6%</b>	<b>-232.0%</b>	183.3	1,042.8	<b>-82.4%</b>
กำไรปกติ	<b>132.7</b>	<b>120.9</b>	<b>134.1</b>	<b>155.6</b>	<b>-216.8</b>	<b>-293.5</b>	<b>412.0</b>	<b>35.3%</b>	<b>-342.7%</b>	57.3	784.6	<b>-92.7%</b>
EPS	0.05	0.03	0.05	0.03	-0.04	-0.04	0.09			0.00	0.21	
Norm EPS	0.03	0.02	0.03	0.03	-0.04	-0.06	0.08			0.00	0.19	
Gross Margin (%)	13.6%	12.2%	13.2%	9.2%	-2.2%	-1.1%	15.7%			6.5%	15.1%	
Net Profit Margin (%)	4.9%	2.8%	3.4%	2.2%	-3.2%	-3.8%	5.5%			0.7%	4.4%	
SG&A / Sales (%)	6.1%	7.6%	8.7%	6.0%	8.9%	8.9%	7.0%			7.6%	7.5%	

ที่มา : งบการเงิน ฝ่ายวิจัย ASP

## แผนขยายฝูงบินใหม่ของ AAV

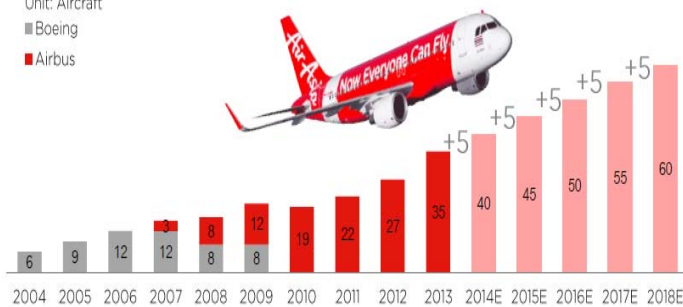
## เส้นทางใหม่ในงวด 2H57

## 5-year fleet plan:

Unit: Aircraft

■ Boeing

■ Airbus



ที่มา : AAV

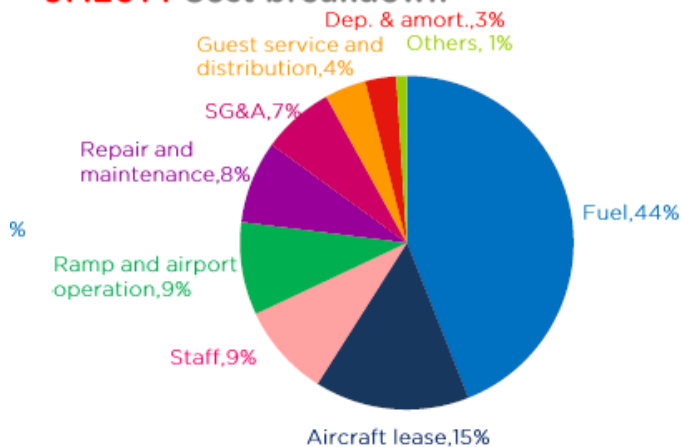
Route movements:	Additional frequencies:	New destinations:
3Q14	<ul style="list-style-type: none"> <li>Chiangmai - Phuket (3<sup>rd</sup>) (Jul)</li> <li>Bangkok-Khon Kaen (4<sup>th</sup>) (Aug)</li> </ul>	
4Q14	<ul style="list-style-type: none"> <li>Chiangmai - Krabi (2<sup>nd</sup>) (Oct)</li> <li>Bangkok - Siem Reap (3<sup>rd</sup>) (Dec)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Bangkok - Sakon Nakhon (1<sup>st</sup>, 2<sup>nd</sup>) (Oct)</li> <li>Chiangmai - Surat Thani (1<sup>st</sup>) (Nov)</li> <li>Krabi-Guangzhou (1<sup>st</sup>) (Nov)</li> </ul>

ที่มา : AAV

## สัดส่วนต้นทุนแต่ละประเภท

## ปัจจัยเสี่ยง

## 9M2014 Cost breakdown



ที่มา : AAV

ที่มา : ASP

- การแข่งขันรุนแรงอาจส่งผลให้จำนวนผู้โดยสารและอัตราค่าโดยสารเฉลี่ยต่ำกว่าสมมติฐานในประมาณการ
- ราคาน้ำมันโลกที่ผันผวน โดย AAV มีต้นทุนน้ำมันเป็นต้นทุนหลักของธุรกิจ (สัดส่วน 44% ของต้นทุนรวม)
- แผนการขยายฝูงบินที่อาจมีการเปลี่ยนแปลง
- ภัยธรรมชาติ การเมืองที่ขาดเสถียรภาพอาจส่งผลกระทบต่อความต้องการเดินทางท่องเที่ยว
- การแก้ไขปัญหาเรื่องมาตรฐานการบินที่ต่ำกว่ามาตรฐานกรมการบินพลเรือนที่อาจล่าช้า (กรณีเลวร้ายสุด อาจถูกกักนานาประเทศห้ามบินไปลง)

## ประมาณการกำไรสุทธิปี 2558-60 ของ AAV

งบกำไรขาดทุน (ล้านบาท)					งบกระแสเงินสด (ล้านบาท)				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2557	2558F	2559F	2560F	สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2557	2558F	2559F	2560F
รายได้จากการดำเนินงาน	25,356	29,239	32,814	36,268	กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน				
ค่าใช้จ่ายจากการดำเนินงาน	23,708	23,829	26,196	28,905	กำไรสุทธิ	323	1,445	1,910	2,104
กำไรจากการดำเนินงาน	1,648	5,411	6,618	7,363	รายการเปลี่ยนแปลงที่ไม่กระทบเงินสด				
กำไรก่อนค่าเสื่อมดอกเบี้ยและภาษี	1,451	5,123	6,366	7,034	ค่าเสื่อมราคาและตัดจำหน่าย	818	1,140	1,292	1,444
ค่าเสื่อมราคาและตัดจำหน่าย	818	1,140	1,292	1,444	กำไร/ขาดทุนจาก Fx ที่ไม่ได้รับรู้	-	-	-	-
ผู้ถือหุ้นส่วนน้อย	(148)	(1,183)	(1,563)	(1,722)	เพิ่ม/ลด จากกิจกรรมการดำเนินงาน	444	(855)	(810)	(619)
กำไรก่อนดอกเบี้ยและภาษี	643	3,983	5,074	5,590	กระแสเงินสดจากการดำเนินงานสุทธิ	1,849	2,912	3,955	4,651
ดอกเบี้ยจ่าย	(313)	(480)	(544)	(608)	กระแสเงินสดจากการลงทุน				
กำไรสุทธิก่อนหักภาษี	330	3,503	4,530	4,982	เพิ่ม/ลด จากการลงทุนระยะสั้น	2,991	(2,000)	(2,000)	(2,000)
ภาษีเงินได้	1	(874)	(1,057)	(1,156)	เพิ่ม/ลด จากการลงทุนอื่น	175	-	-	-
กำไรสุทธิก่อนรายการพิเศษ	57	1,445	1,910	2,104	เพิ่ม/ลด จากสินทรัพย์ถาวร	(1,271)	(4,000)	(4,000)	(4,000)
กำไร/ขาดทุนจาก Fx	126	-	-	-	กระแสเงินสดจากการลงทุนสุทธิ	2,025	(6,000)	(6,000)	(6,000)
รายการพิเศษอื่น ๆ	-	-	-	1	กระแสเงินสดจากการจัดหาเงิน				
กำไรสุทธิ	183	1,445	1,910	2,104	เพิ่ม/ลด กระแสเงินสดจากการจัดหาเงินสุทธิ	(1,031)	2,658	1,830	1,830
					กระแสเงินสดจากการจัดหาเงินสุทธิ	(1,031)	2,658	1,830	1,830
					เพิ่ม/ลด เงินสดสุทธิ	2,844	(431)	(215)	480
การเติบโตของรายได้ดำเนินงาน (%)	12%	25%	12%	11%					
การเติบโตของกำไรสุทธิ (%)	-64%	288%	32%	10%					
อัตราส่วนกำไรดำเนินงาน (%)	6.5%	18.5%	20.2%	20.3%					
อัตราส่วนกำไรสุทธิ (%)	0.7%	4.9%	5.8%	5.8%					
งบกำไรขาดทุนรายไตรมาส (ล้านบาท)*					งบดุล (ล้านบาท)				
	1Q57	2Q57	3Q57	4Q57	สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2557	2558F	2558F	2560F
รายได้จากการดำเนินงาน	6,460	5,461	5,559	7,876	เงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสด	6,298	7,879	9,664	12,144
ค่าใช้จ่ายจากการดำเนินงาน	5,866	5,584	5,621	6,637	ลูกหนี้การค้า	699	743	791	841
กำไรจากการดำเนินงาน	594	(123)	(62)	1,239	สินค้าคงเหลือ	97	79	85	92
ค่าใช้จ่ายขาย บริหาร	(388)	(485)	(497)	(555)	สินทรัพย์หมุนเวียนอื่น	400	432	467	506
กำไรก่อนดอกเบี้ยและภาษี	363	(358)	(278)	915	ที่ดินอาคารและอุปกรณ์สุทธิ	16,033	18,893	21,601	24,157
ดอกเบี้ยจ่าย	(54)	(65)	(87)	(107)	สินทรัพย์ไม่หมุนเวียนอื่น	25,976	25,992	26,009	26,026
กำไรสุทธิก่อนหักภาษี	309	(422)	(365)	808	สินทรัพย์รวม	49,503	54,019	58,617	63,766
ภาษีเงินได้	(62)	101	(17)	(20)					
กำไรสุทธิก่อนรายการพิเศษ	156	(217)	(293)	412	เจ้าหนี้การค้า	840	858	743	662
กำไร/ขาดทุนจาก Fx	(17)	41	84	18	รายได้รับล่วงหน้า	4,629	3,703	2,963	2,370
รายการพิเศษอื่น ๆ	-	-	-	-	ส่วนของหนี้สินที่ครบกำหนดชำระในปี 1 ปี	959	2,017	2,246	2,476
กำไรสุทธิ	139	(176)	(209)	430	เงินกู้ยืมระยะยาว	11,118	12,718	14,318	15,918
					หนี้สินรวม	22,486	24,375	25,500	26,824
					ทุนที่ชำระแล้วและส่วนเกินมูลค่าหุ้น	3,085	3,085	3,085	3,085
การเติบโตของรายได้ดำเนินงาน (YoY)	7%	2%	-1%	21%	กำไรสะสม	16,449	17,894	19,804	21,908
การเติบโตของกำไรสุทธิ (YoY)	-65%	-167%	-232%	93%	ส่วนของผู้ถือหุ้น	27,016	29,644	33,117	36,942
อัตราส่วนกำไรดำเนินงาน (%)	3%	-11%	-10%	9%					
อัตราส่วนกำไรสุทธิ (%)	2%	-3%	-4%	5%	รวมหนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น	49,502	54,019	58,617	63,766
อัตราส่วนทางการเงิน					สมมติฐานหลักในการทำประมาณการ				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2557	2558F	2559F	2560F	สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2557	2558F	2559F	2560F
อัตราส่วนสภาพคล่อง (เท่า)	0.95	1.12	1.43	1.83	รายได้ต่อผู้โดยสาร (บาท/คน-กม)	1.72	1.72	1.73	1.73
อัตราส่วนหมุนเวียนลูกหนี้การค้า(เท่า)	37.44	44.77	46.96	48.50	การขยายตัวของปริมาณขนส่งผู้โดยสาร	12.8%	15.1%	11.8%	10.5%
อัตราส่วนหมุนเวียนเจ้าหนี้การค้า (เท่า)	75.83	52.93	72.32	103.83	อัตราส่วนการขนส่งผู้โดยสาร (%)	79.8%	81.0%	81.0%	81.0%
หนี้ที่มีภาระดอกเบี้ยต่อส่วนผู้ถือหุ้น	0.45	0.50	0.50	0.50	ราคาน้ำมันเครื่องบินเฉลี่ย (เหรียญ/บาร์เรล)	128.5	104.8	100.0	100.0
ผลตอบแทนจากสินทรัพย์เฉลี่ย	0.4%	2.8%	3.4%	3.4%					
ผลตอบแทนจากผู้ถือหุ้นเฉลี่ย	0.9%	7.1%	8.7%	8.8%					

ที่มา : งบการเงิน/ ฝ่ายวิจัย ASP