

TRANS

แนะนำ : น้อยกว่าตลาด

ดัชนีกลุ่มขนส่ง: 415.23
ดัชนีตลาด: 1662.93

กลุ่มขนส่งทางอากาศ

2H62 พันตัว แต่มีเพียง AOT ที่มั่นใจได้ในความมั่นคง

ภาพรวมประกอบการกลุ่มพันตัวใน 2H62 ตามท่วงท่าย และด้วยอานิสงส์อีกส่วนจากการทำ Hedging นั้นมันส่องหน้าของบางสายการบิน แต่ความต่อเนื่องการพันตัวทุกสายการบินยังมีความเสี่ยงทั้งนั้นมันที่พันพวกกลับมาแพงและการแข่งขัน ในทางพื้นฐานจึงเห็นชอบหุ้นมั่นคง AOT มากสุด

ท่วงท่าย 2H62 ที่พันตัว หุนกลุ่มการบิน

นักท่องเที่ยวต่างชาติเดือน ก.ค.เพิ่มขึ้น 3.1% และต่อเนื่องอีก 5.6% ใน ส.ค. 62 กอปรกับ ฐานต่ำในช่วงที่เหลือของปีเชื่อว่าคาดการณ์พันตัวต่อเนื่อง ถือเป็นบวกต่อกลุ่มการบิน โดยสายการบินน่าจะเห็นระดับการพันตัวสูงกว่า AOT ด้วยรายได้ที่จะเพิ่มขึ้นอีกทางจากค่าโดยสารซึ่งมีโอกาสพันตัวจากฐานต่ำกว่าปกติตลอด 1 ปีที่ผ่านมา (2H61-1H62) ขณะที่ต้นทุนหลักเชื้อเพลิง 2H62 แม้อาจจะลดลงตามอานิสงส์ราคาน้ำมันบางสายการบินตามที่ได้ทำสัญญาล่วงหน้า AAV และ THAI ทำให้ถูกลง yoy แต่ราคาน้ำมันที่ปรับขึ้นเร็ว หลังเกิดเหตุโจมตีที่ซาอุดีอาระเบีย ยังสร้างความเสี่ยงต้องใช้ราคาแพงขึ้นในส่วนที่ยังไม่ทำสัญญาล่วงหน้า ซึ่ง THAI เสี่ยงมากที่สุด เพราะยังไม่ทำสัญญาใน 2H62 ที่ 42% และปี 2563 ที่ 74% รองมาคือ BA ซึ่งใน 2H62 อยู่ที่ 27.5% และ 71.8% ในปี 2563 ส่วน AAV เหลือส่วนที่ยังไม่ทำสัญญาล่วงหน้าใน 2H62 และปี 2563 รว 22.5% และ 27.5%

สายการบินแค่พันตัวใน 2H62 จากย้ายในช้วงเดียวกับปีก่อน

ทั้งนี้ ภาพการพันตัวของกำไรกลุ่มสายการบินใน 2H62 น่าจะมีลักษณะเพียงแค่นี้ขึ้นจากฐานต่ำกว่าปกติในช่วงก่อนหน้า เนื่องจากแรงกดดันค่าโดยสารสายการบินครบวงจรที่ลงไปต่ำกว่าระดับคัมพูนมาก และยังไม่แน่ว่าพันตัวได้ถึงระดับกำไรได้ทัน ยกเว้น AAV ที่ต่ำกว่าจุดคัมพูนไม่มาก จึงมีโอกาสพันตัวเร็วกว่าสายการบินครบวงจร อย่างไรก็ตาม ความต่อเนื่องในระยะกลาง-ยาวของทุกสายการบินยังมีความเสี่ยงจากแรงกดดันการขยายกำลังให้บริการทั้งอุตสาหกรรมที่ประเมินสูงเกินปีละ 5% ซึ่งใกล้เคียงกับความต้องการเดินทาง ทำให้คาดการณ์การแข่งขันยังสูงต่อเนื่อง และราคาน้ำมันที่มีความผันผวน ทำให้ภาพการเติบโตระยะยาวไม่มั่นคงเท่ากับ AOT

AOT พันตัวไม่เด่นเท่าสายการบิน แต่ชัดเจนและมั่นคงกว่า

ด้าน AOT แม้คาดการณ์การพันตัวผลประกอบการระยะสั้นช้ากว่าสายการบิน เนื่องจากผู้ใช้บริการที่พันตัวใน 3Q62 (งวดบัญชี 4Q62) แต่จะหักล้างจากที่ต้องบันทึกค่าใช้จ่ายพนักงาน (ตามกฎหมายใหม่) แต่หลังจากนั้นคาดว่าจะกลับมาเติบโตมั่นคงและชัดเจน จากจุดเด่นผูกขาดบริการสนามบินหลัก และยิ่งแข็งแกร่งนับจากปีบัญชี 2564 จะมาจากธุรกิจเชิงพาณิชย์ คือ เริ่มรับรู้รายได้จากสัญญาดิวิตตี้ฟรี (สุวรรณภูมิ+3 สนามบินภูมิภาค) ใหม่ที่เพิ่มขึ้นกว่า 3 เท่าตัว ซึ่งคาดการณ์กำไรปีบัญชี 2562-64 เติบโตเฉลี่ยปีละ 14% ทั้งนี้ ยังไม่รวมโครงการพาณิชย์อื่นๆ อาทิ Pick Up Counter สุวรรณภูมิ และดิวิตตี้ ฟรี+พื้นที่พาณิชย์+ Pick Up Counter ดอนเมือง ที่จะประมูลอีกในปี 2562 และต้นปี 2563

น้อยกว่าตลาด เหลือเพียง AOT เป็นตัวเลือกลงทุน

แม้กำไรกลุ่มปี 2562 ประเมินเติบโต 3.1% ใกล้เคียงตลาด แต่ให้ลงทุน น้อยกว่าตลาด เนื่องจากเหลือตัวเลือกลงทุนเพียง AOT(FV@B83) ที่เห็นความมั่นคง และคาดการณ์พันตัวชัดเจนกว่าสายการบิน

FY: ปีที่ 31 ธ.ค.	FY58A	FY59A	FY60F	FY61F	FY62F
กำไรสุทธิ	20,521	13,863	16,411	22,171	29,773
กำไรปกติ	25,552	14,190	14,634	22,170	29,772
EPS	0.9	0.6	0.7	0.9	1.4
PER (x)	53.7	70.9	67.4	49.9	36.9
PBV (x)	5.2	4.6	4.9	4.7	4.4
ROE%	9.6	6.4	7.3	9.4	11.8
ROA%	3.9	2.7	3.2	4.2	5.4

ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASPS

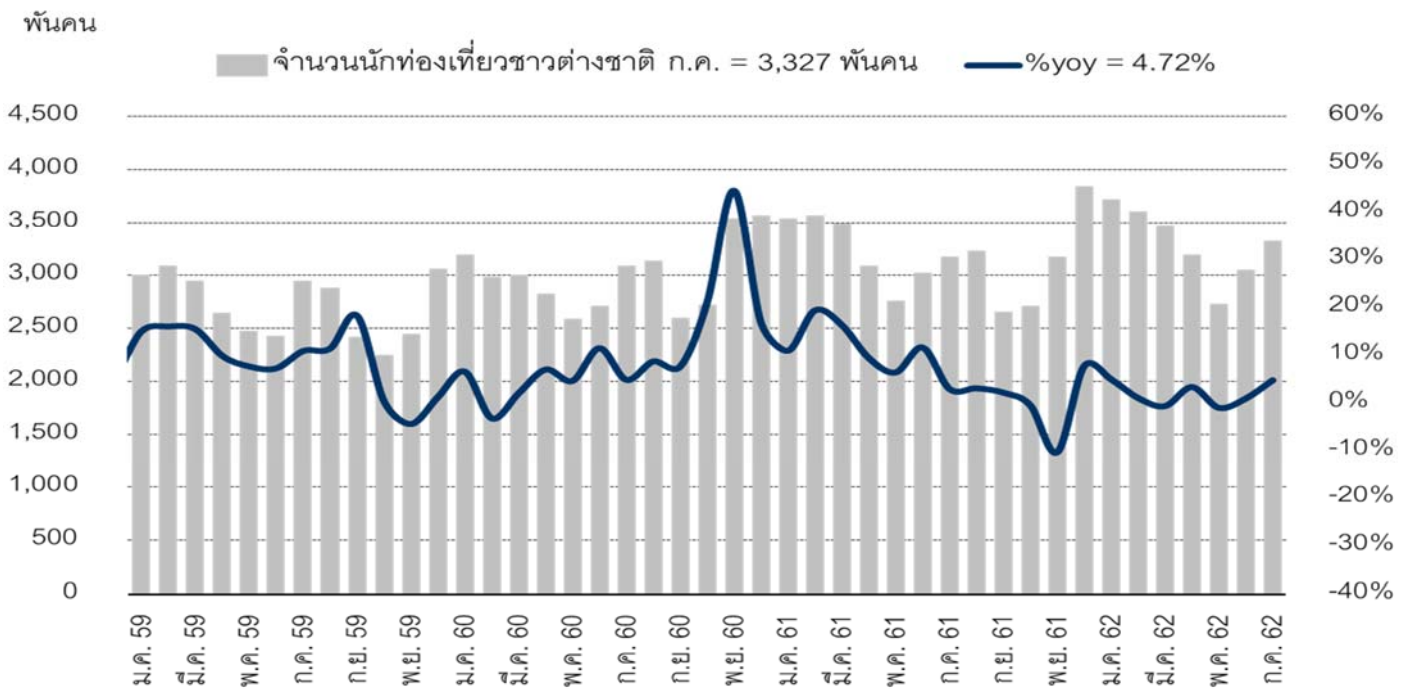
ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ รวบรวมมาจากแหล่งข้อมูลที่น่าเชื่อถือ อย่างไรก็ดี บริษัทหลักทรัพย์ เอเชีย พลัส จำกัด ไม่สามารถที่จะยืนยันหรือรับรองความถูกต้องของข้อมูลเหล่านี้ได้ ไม่ว่าประการใดๆ บทวิเคราะห์ในเอกสารนี้ จัดทำขึ้นโดยอ้างอิงหลักเกณฑ์ทางวิชาการเกี่ยวกับหลักการวิเคราะห์ และมีได้เป็นการชี้แนะ หรือเสนอแนะให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์ใดๆ การตัดสินใจซื้อหรือขายหลักทรัพย์ใดๆ ของผู้อ่าน ไม่ว่าจะเกิดจากการอ่านบทความในเอกสารนี้หรือไม่ก็ตาม ล้วนเป็นผลจากการใช้วิจารณญาณของผู้อ่าน โดยไม่มีส่วนเกี่ยวข้องกับหรือพันธะผูกพันใดๆ กับ บริษัทหลักทรัพย์ เอเชีย พลัส จำกัด ไม่ว่ากรณีใด

ท่องเที่ยว 2H62 พ้นจากฐานต่ำปีก่อน บวกต่อกลุ่มการบิน

ความสามารถการสร้างรายได้กลุ่มขนส่งทางอากาศงวด 2H62 เทียบกับช่วงเดียวกันปีก่อน เชื่อว่า คาดหวังได้มากขึ้นกว่าในงวด 1H62 ที่ผ่านมา คาดว่าจะหนุนจากความต้องการเดินทางทางอากาศ ที่มีแนวโน้มฟื้นตัวตามการท่องเที่ยวไทย จากสถานการณ์นักท่องเที่ยวต่างชาติเดือน ก.ค. 62 และ ส.ค. 62 เริ่มเห็นการกลับมาเติบโตได้ราว 3.1% และ 5.6% ตามลำดับ ดีขึ้นจากช่วง 6M62 ที่เติบโตต่ำเพียง 1.5% หนุนนักท่องเที่ยว 8M62 เติบโตราว 2.4% ทั้งนี้ การฟื้นตัวในเดือน ก.ค. 62 มีประเด็นน่าสนใจ อยู่ที่ การฟื้นตัว yoy ของนักท่องเที่ยวจีน (29.5% ของนักท่องเที่ยวรวม) ครั้งแรกในรอบ 6 เดือนที่ 5.8% และฟื้นตัวติดต่อกัน 2 เดือนใน ส.ค. 62 แม้จะเป็นช่วงเวลาที่จีนเผชิญผลกระทบสงครามการค้า ซึ่งเป็นปัจจัยช่วยเสริมการเติบโตนักท่องเที่ยวเอเชียใต้ (โดยเฉพาะอินเดีย) อาเซียน

ส่วนแนวโน้ม 4 เดือนที่เหลือของปี แม้จะมีปัจจัยแวดล้อมที่ยังเป็นความเสี่ยงต่อการฟื้นตัวของ นักท่องเที่ยวอยู่พอสมควร ไม่ว่าจะเป็นผลกระทบกำลังซื้อชาวจีน จากปัญหาสงครามการค้า และเงินบาทที่แข็งค่ามาก แต่เนื่องจากฐานนักท่องเที่ยวช่วงเดียวกันปีก่อนที่ต่ำกว่าปกติ เนื่องจากผลกระทบ เหตุเรือล่ม จ.ภูเก็ต จึงยังเชื่อว่าจะสามารถคาดหวังระดับการเติบโตนักท่องเที่ยวที่ราว 7%-8%yoy ได้ ฝ่ายวิจัยจึงยังคงเป้าหมายนักท่องเที่ยวที่ฝ่ายวิจัยกำหนดนักท่องเที่ยวทั้งปีเติบโต 4.5% มาอยู่ที่ 40 ล้านคน ขณะที่คาดว่าจะเติบโตอีกราว 5%-6% ในปี 2563

จำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติ



ที่มา : กระทรวงการท่องเที่ยวและกีฬา

รายได้สายการบินดีขึ้นชั่วคราวใน 2H62 แต่ช่วงถัดไปเสี่ยง

ด้วยสภาวะการฟื้นตัวของนักท่องเที่ยวที่ดีขึ้นชัดใน 2H62 เชื่อว่าจะช่วยผ่อนคลายนสถานการณ์ในส่วนสายการบินที่เผชิญผลกระทบการแข่งขันสูงใน 1H62 ได้ระยะสั้น ประกอบกับ ช่วงเดียวกันปีก่อน สถานรายได้ค่าโดยสาร (Passenger Yield) ก็อยู่ในระดับที่ต่ำกว่าปกติ จึงเชื่อว่ารายได้ค่าบริการสายการบินจะปรับตัวดีขึ้น yoy ในงวด 2H62 แต่ในระยะยาวฝ่ายวิจัยยังคงมุมมองเรื่องการปรับเพิ่มค่าโดยสารสายการบินส่วนใหญ่ที่ทำจำกัด ซึ่งได้สะท้อนอยู่ในประมาณการแล้ว

จากการรวบรวมข้อมูลฝ่ายวิจัย พบว่า ในช่วง 1-2 ปีนี้สายการบินส่วนใหญ่ยังคงแผนขยายกำลังให้บริการต่อเนื่อง และประเมินอยู่ในระดับการเพิ่มขึ้นใกล้เคียงการฟื้นตัวของนักท่องเที่ยวเฉลี่ยปีละ 4%-5% แต่เนื่องจากข้อจำกัดหลุมจอดเครื่องบินขนาดเล็ก (180-220 ที่นั่ง) ไม่เพียงพอในสนามบินหลักดอนเมือง ซึ่งเป็นฐานการบินของสายการบินต้นทุนต่ำ จึงปรากฏวิธีการขยายแตกต่างกันออกไปจาก 3-4 ปีที่ผ่านมา สรุปดังนี้

1. กลุ่มที่ใช้เครื่องบินขนาดเล็ก 180-220 ที่นั่ง คือ สายการบินไทย แอร์เอเชีย (AAV ถือหุ้น 55%) และสายการบินไทย ไล้ออนแอร์ เปลี่ยนไปขยายกำลังให้บริการ โดยคงจำนวนเครื่องบิน แต่ใช้วิธีเพิ่มชั่วโมงบินของฝูงบินที่มี คือ เห็นการใช้วิธีเพิ่มอัตราใช้งานต่อลำรวมถึงการปรับกลยุทธ์มาขยายกำลังให้บริการมาเป็นการปลดเครื่องบินเก่าที่มีที่นั่งน้อยกว่าออก
2. กลุ่มที่ขยายกำลังให้บริการ โดยเพิ่มฝูงบินใหม่ จะประกอบด้วย
 - 2.1 กลุ่มที่ใช้เครื่องบินขนาดกลาง (300 +/- ที่นั่ง) ซึ่งยังมีหลุมจอดที่ดอนเมือง ได้แก่ สายการบินไทย เอเชีย เอ็กซ์ (ถือหุ้นโดย Air Asia Berhad และผู้บริหาร AAV), สายการบินนกสกีต (ถือหุ้นโดย NOK 49%) และสายการบินไทย ไล้ออนแอร์ที่ล้วนมีการนำเครื่องบินขนาดใหญ่เข้ามาเพิ่มรายละเอียด 2-3 ลำต่อปี
 - 2.2 กลุ่มที่ใช้เครื่องบินขนาดเล็ก (180-220 ที่นั่ง) ยังมีสายการบินไทยเวียตเจ็ทแอร์ ที่เพิ่มเครื่องบินใหม่ 3-4 ลำต่อปี เนื่องจากมีฐานการบินที่สุวรรณภูมิ ซึ่งยังไม่มีการขจัดหลุมจอด

แผนขยายฝูงบินของสายการบินหลักๆ ประเทศไทย

	2561	2562 (ก.ย.)	2562F	2563F
ไทยเวียดเจ็ทแอร์	7	9	10	13
ไทย แอร์เอเชีย เอ็กซ์	9	12	14	16
ไทย ไล้ออนแอร์*	33	33	35	38
นกสกีต	5	7	11	13
ไทย แอร์เอเชีย (AAV ถือหุ้น 55%)**	62	62	63	62
BA	40	38	38	38
THAI	103	103	103	106
รวม	259	264	274	286

* ใ้สวน Boeing 737-9 Max จำนวน 3 ลำ ก็ต้องจอดไว้ เนื่องจากปัญหาเทคนิค

** ขยายกำลังให้บริการด้วยวิธีเพิ่มชั่วโมงบินและสลับเครื่องบินที่ใหม่กว่าเครื่องบินเดิม

ที่มา : www.planespotters.com และรวบรวมและประมาณการโดยฝ่ายวิจัย ASPS

การแข่งขันเส้นทางไปนักขึ้นในเส้นทางต่างประเทศ

หากพิจารณาการแข่งขันเป็นรายเส้นทาง จะเห็นแนวโน้มค่อนข้างชัดของการขยายไปต่างประเทศ เพื่อเพิ่มชั่วโมงการใช้ฝูงบิน จึงทำให้การขยายตัวเส้นทางบินในประเทศชะลอตัวลง สะท้อนได้จาก NOK ที่ยกเลิกบางเที่ยวบินในประเทศ และเปลี่ยนเส้นทางในประเทศดังกล่าวไปให้บริการเช่าเหมาลำเส้นทางจีน เช่นเดียวกับ สายการบินที่เหลืออื่นๆ ที่ให้นำหนักกับเส้นทางต่างประเทศมากขึ้น ได้แก่ ไทยแอร์เอเชียขยายสู่อินเดีย, จีน, เวียดนาม และกัมพูชา ไทยเวียตแอร์ เน้นในส่วนเวียดนาม ส่วนไทย ไล้ออน

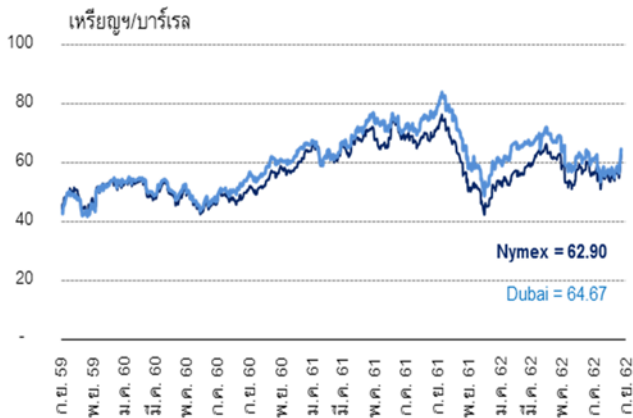
แอร์ เน้นขยายสู่จีน, ฟิลิปปินส์และกัมพูชา ทั้งนี้ ในส่วนของไทย แอร์เอเชียจะมีความแตกต่างจากรายอื่นที่พยายามสร้างเครือข่ายเชื่อมต่อที่แปลกใหม่ เช่น เชียงใหม่ – ดานัง (เวียดนาม), เชียงราย – เซ็นเจิ้น (จีน), หาดใหญ่ – พนมเปญ (กัมพูชา) เพื่อลดผลกระทบการแข่งขันที่สายการบินส่วนใหญ่มีเที่ยวบินออกจากดอนเมืองเป็นหลัก

ขณะที่เส้นทางระยะกลาง นำหนักการแข่งขันปัจจุบันอยู่ที่เส้นทางญี่ปุ่น, เกาหลีใต้, จีนตอนกลางบน – เหนือ ถือเป็นประเด็นลบบต่อ THAI ซึ่งเดิมเป็นสายการบินหลักจากประเทศไทยแห่งเดียวที่ให้บริการอยู่ที่น่าจะมีความจำเป็นต้องลดราคาเพื่อแข่งขันกับสายการบินต้นทุนต่ำที่รุกเข้ามาแย่งลูกค้า ซึ่งส่งผลให้ปัจจุบัน THAI จะต้องเผชิญการแข่งขันรุนแรงในทุกกลุ่มเส้นทางบิน

ต้นทุนน้ำมันกลับมาเป็นความเสี่ยงต่อสายการบิน

ขณะที่ต้นทุนหลักเชื้อเพลิงของสายการบิน ซึ่งเป็นต้นทุนหลัก เพราะมีสัดส่วนราว 30%-40% ของต้นทุนรวม แม้อาจจะลดลง yoy ได้บ้างใน 2H62 ตามอานิสงส์ราคาน้ำมันบางสายการบินตามที่ได้ทำสัญญาล่วงหน้าที่ AAV และ THAI ทำให้ถูกลด yoy (BA ทำไว้ในราคาใกล้เคียงปีก่อน) แต่ราคาน้ำมันที่ปรับขึ้นเร็ว หลังเกิดเหตุโจมตีที่ซาอุดี ยังสร้างความเสี่ยงต้องใช้ราคาแพงขึ้นในส่วนที่ยังไม่ทำสัญญาล่วงหน้า ซึ่งสร้าง Sentiment ลบต่อการลงทุนหุ้นสายการบิน โดยมี THAI เสี่ยงมากที่สุด เพราะเหลือส่วนที่ยังไม่ทำสัญญาล่วงหน้ามากกว่ารายอื่น โดยใน 2H62 ที่ 42% และปี 2563 ที่ 74% รองมาคือ BA ซึ่งใน 2H62 อยู่ที่ 27.5% และ 71.8% ในปี 2563 ส่วน AAV เหลือส่วนที่ยังไม่ทำสัญญาน้อยสุดคือใน 2H62 และปี 2563 ราว 22.5% และ 27.5% แต่ระยะยาวนับจากปี 2564 ราคาน้ำมันที่มีความผันผวนสูง ยังถือเป็นความเสี่ยงต่อทุกสายการบิน

ราคาน้ำมันดิบดูไบ



ที่มา : Bloomberg

น้ำมันที่ทุกสายการบินทำสัญญาล่วงหน้า (Hedging)

	(%) Hedging 2H62	ราคา Hedging เฉลี่ย 2H62*
AAV	77.5%	61.5
BA	72.5%	66.5
THAI	58.0%	61.5

* ปรับเป็นฐานราคาใกล้เคียงน้ำมันดิบดูไบ

ที่มา : รวบรวมโดยฝ่ายวิจัย ASPS

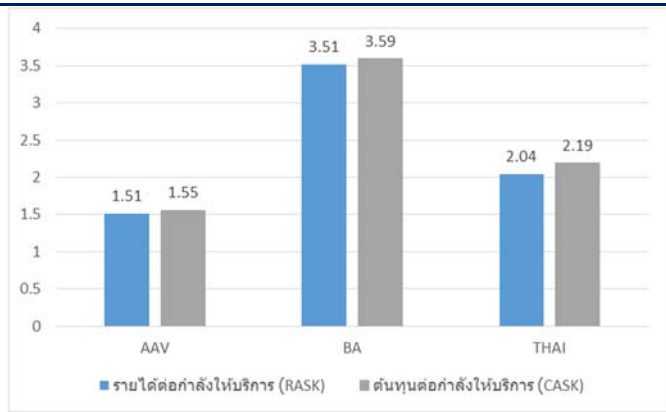
สายการบินแค่ฟื้นตัวจากยาเฝ้าปีก่อน โดย AAV ดูเสถียรน้อยสุด

โดยสรุป THAI ยังนำเป็นหัวขบวนในกลุ่ม จึงยังมีความเสี่ยงขาดทุน จากการแข่งขันสูงขึ้นในเส้นทางทำกำไรอย่างเอเชียเหนือต่อรายได้ ขณะที่ต้นทุนน้ำมันมีความเสี่ยงใช้แพงตามราคาตลาด จากการทำสัญญาล่วงหน้าไว้สัดส่วนน้อยกว่ารายอื่น รองมาคือ BA แม้ได้ประโยชน์การแข่งขันในประเทศลดลงแต่น่าจะได้ประโยชน์จำกัด เนื่องจากฐานรายได้ค่าโดยสารที่สูงอยู่แล้ว ขณะที่ต้นทุนค่าบริการยังมีแนวโน้มที่สูงต่อเนื่อง จากการทำสัญญาล่วงหน้าน้ำมันระยะสั้น 2H62 ไว้ในราคาแพง ทั้งนี้ คาดว่า AAV ในฐานะสายการบินต้นทุนต่ำน่าจะฟื้นตัวดีกว่าสายการบินครบวงจร เนื่องจากมีเส้นทางบินในประเทศสูงกว่ารายอื่น จึงมีโอกาสได้ประโยชน์รายได้ ขณะที่มีรายได้ค่าโดยสารต่อกำลังให้บริการต่ำสุดในกลุ่ม บวกกับ ข้อดีการทำสัญญาป้องกันความเสี่ยงน้ำมันล่วงหน้าในราคาต่ำทั้ง 2H62 และปี 2563 ช่วยเพิ่มโอกาสของการกลับมาทำกำไรมากกว่าคู่แข่งที่เป็นสายการบินครบวงจร โดยเฉพาะ

หากพิจารณาจากส่วนต่าง ระหว่างระดับรายได้ต่อกำลังให้บริการ (RASK) ต้นทุนต่อกำลังให้บริการ (CASK) หรือผล ขาดทุนที่เกิดขึ้นในช่วงท่องเที่ยวของ AAV ที่ต่ำกว่าสายการบินครบวงจร (ดังตาราง)

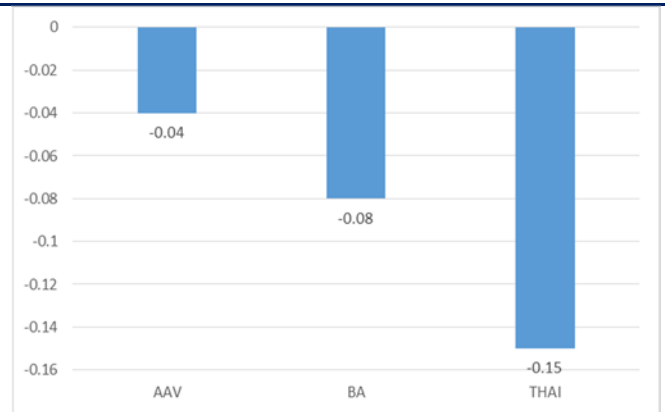
โดยสรุปเชื่อว่าภาพการฟื้นตัวของกำไรกลุ่มสายการบินใน 2H62 น่าจะมีลักษณะเพียงแค่นี้ขึ้นจากฐานต่ำกว่าปกติในช่วงก่อนหน้า เนื่องจากแรงกดดันค่าโดยสารสายการบินครบวงจรที่ลงไปต่ำกว่าระดับคุ้มทุนมาก (ดังรูป) และยังไม่น่าจะฟื้นตัวได้ถึงระดับกำไรได้ทันในระยะสั้นๆ จึงน่าจะยังมี AAV ที่ดูดีที่สุด จากจุดเด่นรายได้ค่าโดยสารที่ต่ำกว่าจุดคุ้มทุนไม่มาก และได้ประโยชน์ต้นทุนน้ำมันลดลง ทั้งนี้ คาดจะเริ่มจากขาดทุนที่ลดลง yoy ใน 3Q62 เนื่องจาก 3Q62 ยังได้รับผลกระทบจากเหตุประท้วงที่ฮ่องกง แต่คาดว่าจะพลิกกำไรได้ใน 4Q62 อย่างไรก็ตาม ฝ่ายวิจัยเชื่อว่าจะเหมาะกับการเก็งกำไรสั้นๆ เท่านั้น เนื่องจากความเสี่ยงจากราคาน้ำมันที่มีความผันผวน และแรงกดดันการขยายกำลังให้บริการ ทั้งอุตสาหกรรมระยะกลาง-ยาวที่ประเมินสูงเกินปีละ 5% ซึ่งใกล้เคียงกับความต้องการเดินทาง ทำให้ภาวะการแข่งขันยังสูง

รายได้และต้นทุนต่อกำลังให้บริการสายการบินงวด 1H62



ที่มา : รวบรวมโดยฝ่ายวิจัย ASPS

กำไรจากการดำเนินงานต่อกำลังให้บริการสายการบินงวด 1H62



ที่มา : รวบรวมโดยฝ่ายวิจัย ASPS

ยุทธธุรกิจพร้อมเติบโต หนุนกำไร AOT 3 ปีจากนี้โตเฉลี่ยปีละ 14%

ในส่วนของ AOT เชื่อว่ากลับมาน่าสนใจอีกครั้ง โดยในส่วนของธุรกิจหลักที่เกี่ยวข้องกับการบิน ที่สร้างรายได้สัดส่วนราว 55% ของรายได้รวม เห็นสัญญาณฟื้นตัว สอดคล้องกับภาคท่องเที่ยว สะท้อนจากสถิติผู้ใช้บริการทุกสนามบินที่มีแนวโน้มกลับมาเป็นเติบโตติดต่อกัน 2 เดือนระหว่าง ส.ค. - 1-14 ก.ย. 62 ที่ 3.1%yoy และ 2.5%yoy (โดยมีผู้ใช้บริการต่างประเทศที่ให้ค่าธรรมเนียมสูงเติบโต 8.1% และ 7.6%) จึงคาดว่า รายได้ธุรกิจการบินจะกลับมาเติบโตได้ดีอีกครั้ง ซึ่งจะหนุนรายได้รองจากธุรกิจเชิงพาณิชย์ ซึ่งหลักๆ มาส่วนแบ่งรายได้จากสัมปทานที่ให้กับผู้บริหารพื้นที่ ดิวตี้ ฟรี ที่มักจะเพิ่มขึ้น สอดคล้องจำนวนผู้ใช้บริการ โดยผลบวกลักษณะดังกล่าวจะเห็นได้ในช่วงที่เหลือของสัญญาฉบับปัจจุบันที่จะสิ้นสุด ก.ย. 64 เนื่องจากรายได้ AOT ตามสัญญาดังกล่าว ปัจจุบันอิงอยู่บนเกณฑ์ส่วนแบ่งรายได้จากการขาย ซึ่งสูงกว่าอีกเกณฑ์ที่ใช้รับรู้ คือ รายได้ขั้นต่ำแต่ละปี (แล้วแต่เกณฑ์ใดจะสูงกว่า) และจะเป็นปัจจัยที่ขับเคลื่อนกำไร จนกว่าจะเริ่มรับรู้รายได้ดิวตี้ ฟรีตามสัญญาฉบับใหม่นับจากปีบัญชี 2565 (สิ้นสุด ก.ย. 65) ซึ่งเป็นที่ชัดเจนแล้วว่ากำไร AOT จะเติบโตก้าวกระโดด เนื่องจากคิง เพาเวอร์ ผู้ชนะสัญญาใหม่ยินยอมจ่ายผลตอบแทนขั้นต่ำต่อปีสูงถึงปีละ 2.3 หมื่นล้านบาท เพิ่มขึ้นจากปัจจุบันที่จ่ายอยู่ราวปีละ 6.6 พันล้านบาท ซึ่งคาดหนุนกำไร AOT ใน 3 ปีข้างหน้าเติบโตเฉลี่ยถึงปีละ 14%

ทั้งนี้ ยังไม่รวมถึง Upside จำนวนมากที่ยังอยู่นอกประมาณการ โดยส่วนที่จะทยอยประมูลภายในปีนี้ ได้แก่

1. ผู้บริหารจัดการจตุรัสสินค้าปลอดภาษีที่สนามบินสุวรรณภูมิ (Pcik Up Counter) ซึ่งน่าจะคาดหวังระดับผลตอบแทนที่สูงขึ้นกว่าปัจจุบันมีน้อย (AOT ไม่เปิดเผยผลตอบแทนปัจจุบัน) เนื่องจาก AOT มีนโยบายที่จะเปิดในลักษณะ Common Use คือ ให้หลายรายใช้ร่วมกันได้ จึงมีโอกาสจะเพิ่มฐานรายได้จากการขายสินค้า ซึ่งใช้เป็นฐานในการคำนวณส่วนแบ่งรายได้
2. การประมูลที่ดิน ฟรีและพื้นที่เชิงพาณิชย์ รวมถึงจตุรัสสินค้าปลอดภาษีที่สนามบินดอนเมือง ที่สิ้นสุดสัญญาปีบัญชี 2565

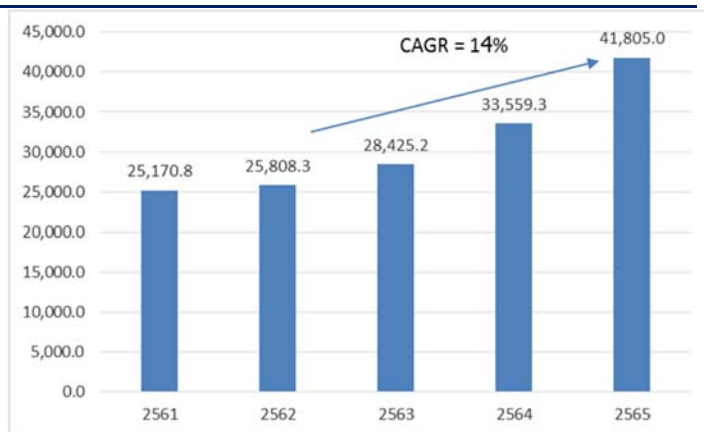
นอกจากนี้ จะเป็นโครงการเชิงพาณิชย์รูปแบบอื่น โครงการหลัก คือ

1. โครงการ Airport City ซึ่งเป็นแนวคิดโครงการ Mixed-Used ที่ AOT วางแผนเปิดประมูลให้เอกชนเข้าบริหารพื้นที่ แบ่งตามลักษณะกิจกรรม โดยจะอยู่บนที่ดิน 2 แห่ง
 แห่งที่ 1 คือ ที่ดินเข้ากับกรมธนารักษ์บริเวณใกล้เคียงสนามบินสุวรรณภูมิ ซึ่งฝ่ายวิจัยได้ผลบวกในประมาณการแล้ว
 แห่งที่ 2 คือ ที่ดินกรรมสิทธิ์ตนเอง เนื่องจากยังอยู่ในขั้นตอนขอเปลี่ยนสีผังเมืองเพื่อพัฒนา จึงยังไม่รวมในประมาณการ
2. โครงการพัฒนา Digital Platform อำนวยความสะดวกภายในสนามบินที่เปิดตัวไปแล้ว แต่ก็น่าจะต้องใช้เวลาในการพัฒนารูปแบบหารายได้
3. โครงการ Cetify Hub สินค้าเกษตรส่งออก โดย AOT จะเป็นตัวกลางที่ประสานหน่วยงานรัฐฯ ที่เกี่ยวข้องในด้านการตรวจสอบคุณภาพสินค้าก่อนส่งออก

กำไรระยะสั้นงวดบัญชี 4Q62 ทรงตัว yoy เชื้อเป็นโอกาสสะสม AOT

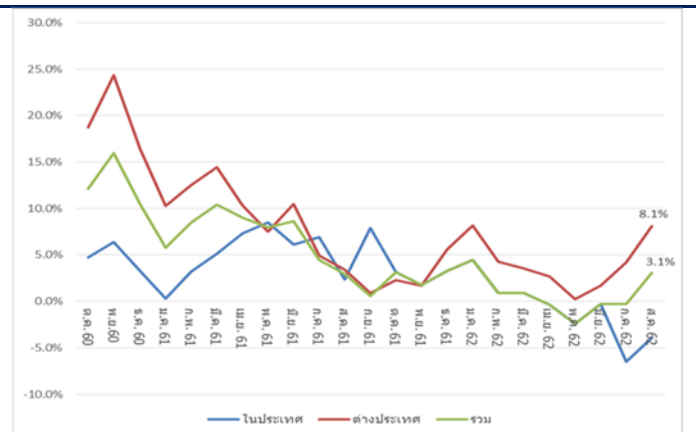
อย่างไรก็ตาม ในส่วนของ AOT กำไรระยะสั้นงวดบัญชี 4Q62 คาดว่ายังทรงตัว yoy แม้สถิติการบินจะฟื้นตัวแล้วก็ตาม เนื่องจาก AOT จะต้องบันทึกค่าใช้จ่ายในเรื่องการสำรองผลประโยชน์พนักงาน ตามกฎหมายใหม่ จำนวน 740 ล้านบาท ทั้งนี้ การบันทึกดังกล่าวต่ำกว่าบริษัทจดทะเบียนอื่นๆ เนื่องจาก AOT เป็นรัฐวิสาหกิจ จึงต้องรอกระบวนการประกาศใช้ของคณะกรรมการรัฐวิสาหกิจสัมพันธ์ อย่างไรก็ตาม ผลกระทบดังกล่าวส่วนใหญ่ถือเป็นรายการทางบัญชีที่ไม่กระทบเงินสด คิดเป็นเพียง 3% ของประมาณการ ฝ่ายวิจัยจึงยังคงประมาณการทั้งปีบัญชี 2562 (สิ้นสุด ก.ย. 62) ไว้ตามเดิมที่ 2.58 หมื่นล้านบาท เติบโต 2.5%

คาดการณ์กำไร AOT ใน 3 ปีข้างหน้า



ที่มา : คาดการณ์โดยฝ่ายวิจัย ASPS

อัตราเติบโตผู้โดยสารสนามบิน AOT



ที่มา : AOT และรวบรวมโดยฝ่ายวิจัย ASPS

สรุปโครงการเชิงพาณิชย์ AOT

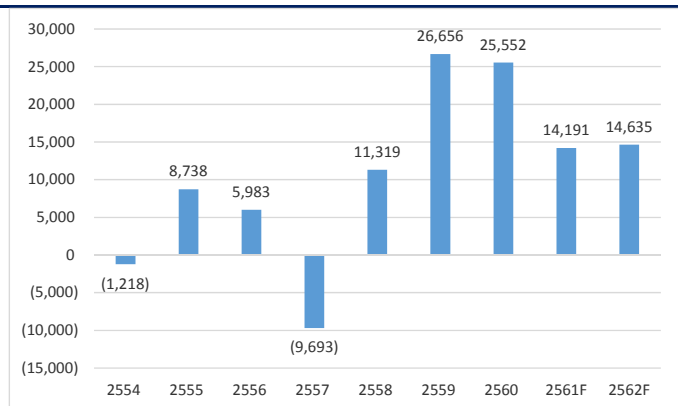
	รวม/ไม่รวมในประมาณการ	สมมติฐานที่รวมในประมาณการ	พัฒนาการปัจจุบัน
โครงการดิวตี้ ฟรี สุวรรณภูมิ (สิ้นคนใหม่) โครงการดิวตี้ ฟรี สนามบินภูเก็ต เชียงใหม่, หาดใหญ่ แลภูเก็ต (สิ้นคนใหม่) โครงการเชิงพาณิชย์ สุวรรณภูมิ (สิ้นคนใหม่)	รวม	23,584 ล้านบาท	เริ่มรับรู้อย่างมีนัยสำคัญตั้งแต่ปี 2563/64 (สิ้นสุด ก.ย. 64)
โครงการดิวตี้ ฟรี ดอนเมือง (สิ้นคนใหม่)	ยังไม่รวม		อยู่ระหว่างพิจารณาแนวทางการจัดประมูล คาดประมาณปี 2563
โครงการเชิงพาณิชย์ ดอนเมือง (สิ้นคนใหม่)	ยังไม่รวม		อยู่ระหว่างพิจารณาแนวทางการจัดประมูล คาดประมาณปี 2563
โครงการ Pick Up Counter สุวรรณภูมิ (สิ้นคนใหม่)	ยังไม่รวม		อยู่ระหว่างพิจารณาแนวทางการจัดประมูล คาดมีความชัดเจนสิ้นปี 2562
โครงการ Airport City บนที่ดินของราชพัสดุ	รวม	โครงการขนาดเล็ก 8 โครงการ	กำลังขออนุญาตเช่าเป็นพื้นที่สูงสุดปี 2595 จากเดิมปี 2575 เพื่อให้เอกชนสามารถร่วมลงทุนโครงการขนาดใหญ่ขึ้น
โครงการ Airport City บนที่ดินของเอกชน	ยังไม่รวม		กำลังขอแก้ไขสัญญาเช่าแล้วเสร็จสิ้นปี 2562
โครงการ Certify Hub	ยังไม่รวม		อยู่ระหว่างประสานงานหน่วยงานที่เกี่ยวข้อง กำลังพิจารณาตั้งบริษัทร่วมทุนเอกชนมาเริ่มดำเนินการ คาดว่าเริ่มกิจกรรมได้ในปี 2563
โครงการ Digital Platform	ยังไม่รวม		อยู่ระหว่างพัฒนา Platform เริ่มเปิดให้ดาวน์โหลด ส.ค. 62

ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASPS

หุ้นส่วนใหญ่เต็มมูลค่า...น้อยกว่าตลาด

แม้คาดการณ์กำไรกลุ่มปี 2562 จะเติบโตได้ที่ 3.1% ไกล่เคียงคาดการณ์กำไรตลาดเติบโต 2.8% แต่เนื่องจากฝ่ายวิจัยยังคงคำแนะนำทางพื้นฐานให้ Switch หุ้นส่วนใหญ่ในกลุ่ม (AAV, BA) และขาย THAI จึงยังให้ลงทุน น้อยกว่าตลาด โดยตัวเลือกลงทุนแนะนำ AOT(FV@B83) ที่มีความมั่นคงเห็นอรรถอื่น

คาดการณ์กำไรปกติกลุ่มขนส่งทางอากาศ



ที่มา : คาดการณ์โดยฝ่ายวิจัย ASPS

สรุปคำแนะนำลงทุนกลุ่มขนส่งทางอากาศ

	Rec.	12-Sep-19			2562F			
		Close (B)	Fair value (B)	Upside (%)	EPS (B)	PER (X)	PBV (X)	Div Yield (%)
AAV	ถือ	3.24	3.47	7%	0.02	158.6	0.8	0.00
AOT	ซื้อ	73.00	83.00	14%	1.81	40.4	6.7	1.48
BA	ถือ	9.60	11.60	21%	(0.33)	NM	0.7	0.00
THAI	ขาย	9.80	4.80	-51%	(4.04)	NM	2.1	0.00

ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASPS