

## กองทุนรวมสิทธิการเช่าอสังหาริมทรัพย์ (Leasehold)

### เงินปันผลยังน่าสนใจกว่า 7%

ปัจจัยบวกจาก High Season บนเกาะสมุย คาดหนุนให้กำไรปกติ 1Q58 เติบโต 19% qoq อยู่ที่ 321 ล้านบาท และสามารถจ่ายเงินปันผลรายไตรมาสได้หน่วยละ 0.33 บาท คิดเป็น Annualized Div Yield น่าสนใจ 7.66% ยังแนะนำลงทุนรับเงินปันผล

#### ■ งวด 1Q58 คาดกำไรปกติเติบโต 19% qoq

ปัจจัยบวกจากช่วงฤดูกาลท่องเที่ยวบนเกาะสมุยงวด 1Q58 ส่งผลให้จำนวนผู้โดยสารที่ออกจากสนามบินสมุยขยายตัว 43% qoq อยู่ที่ 3.09 แสนคน และจำนวนเที่ยวบินที่สูงสุดสนามบินเพิ่มขึ้น 9.2% qoq เป็น 3.4 พันเที่ยวบิน คาดหนุนให้รายได้ค่าเช่าและบริการของกองทุนงวด 1Q58 เติบโต 18.4% qoq เท่ากับ 328 ล้านบาท เมื่อหักค่าใช้จ่ายของกองทุนที่ประเมินตรงตัว 9.8 ล้านบาท ทำให้งวด 1Q58 จะมีกำไรปกติ (หรือรายได้จากการลงทุนสุทธิ) เท่ากับ 321 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 19% qoq อย่างไรก็ตามงวด 1Q58 คาดบันทึกขาดทุนที่ยังไม่เกิดขึ้นจริงซึ่งเกิดจากการประเมินสินทรัพย์ 58 ล้านบาท เทียบกับงวดไตรมาสก่อนรับรู้กำไรจากการประเมินสินทรัพย์ 10 ล้านบาท เมื่อรวมรายการดังกล่าว ประเมินกำไรสุทธิ 263 ล้านบาท ลดลง 6% qoq

#### ■ เพิ่มจำนวนเที่ยวบิน คาดหนุน 2Q58 เติบโต

เนื่องจากงวด 2Q58 เข้าสู่ช่วง Low Season ของการท่องเที่ยวบนเกาะสมุย ทำให้แนวโน้มผลประกอบการย่อมชะลอลงจากงวด 1Q58 อย่างไรก็ตามหากเทียบกับงวด 2Q57 คาดมีโอกาสเติบโตได้ตามการฟื้นตัวของภาคการท่องเที่ยว และแผนการขยายเส้นทางการบินใหม่เพิ่มขึ้น พิจารณาได้จากสายการบิน Bangkok Airways ได้เพิ่มเส้นทางการบินจากกัวลาลัมเปอร์ มาเลเซีย มายังสมุย เป็น 11 เที่ยวบิน/สัปดาห์ จากเดิม 7 เที่ยวบิน/สัปดาห์ และ สิงคโปร์ - สมุย เป็น 10 เที่ยวบิน/สัปดาห์ (เดิม 7 เที่ยวบิน/สัปดาห์) ตั้งแต่ปลาย มี.ค. ที่ผ่านมา ซึ่งน่าจะส่งผลบวกเต็มที่ในงวด 2Q58 ให้มีปริมาณเที่ยวบินและผู้โดยสารเพิ่มมากขึ้น โดยทั้งปี 2558 คาดรายได้จากการลงทุนสุทธิไว้ที่ 1,278 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 7.8% yoy

#### ■ คาดเงินปันผล 1Q58 หน่วยละ 0.33 บาท

ฝ่ายวิจัยคาดการณ์กองทุน SPF จะประกาศจ่ายเงินปันผลรายไตรมาสสำหรับผลประกอบการงวด 1Q58 หน่วยละ 0.33 บาท (อิง Div Payout Ratio ที่ 98%) คิดเป็น Annualized Div Yield ที่น่าสนใจระดับ 7.7% ต่อปี จึงยังแนะนำซื้อลงทุน หวังเงินปันผลเป็นหลัก

Key Data					
FY: ปีค 31 ธ.ค.	FY56A	FY57A	FY58F	FY59F	FY60F
รายได้รวม (ลบ.)	1,230	1,225	1,321	1,387	1,456
ค่าใช้จ่ายรวม (ลบ.)	38	40	43	45	47
รายได้จากการลงทุนสุทธิ (ลบ.)	1,191	1,185	1,278	1,342	1,408
กำไร/ขาดทุนที่ยังไม่เกิดขึ้น (ลบ.)	168	(7)	-	-	-
กำไรสุทธิ (ลบ.)	1,359	1,178	1,278	1,342	1,408
EPU (บาท/หน่วย)	1.25	1.25	1.35	1.41	1.48
DPU (บาท/หน่วย)	1.25	1.25	1.30	1.35	1.40
Dividend yields (%)	7.2%	7.2%	7.5%	7.8%	8.0%
NAV (บาท/หน่วย)	11.04	11.03	11.00	10.91	10.84
Premium (Disc) / NAV (%)	57.6%	57.7%	58.2%	59.5%	60.6%

ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASP

ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ รวบรวมมาจากแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ อย่างไรก็ดี บมจ. หลักทรัพย์ เอเชีย พลัส ไม่สามารถที่จะยืนยันหรือรับรองความถูกต้องของข้อมูลเหล่านี้ได้ ไม่ว่าประการใดๆ บทวิเคราะห์ในเอกสารนี้ จัดทำขึ้นโดยอ้างอิงหลักเกณฑ์ทางวิชาการเกี่ยวกับหลักวิเคราะห์ และมิได้เป็นการชี้แนะ หรือเสนอแนะให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์ใดๆ การตัดสินใจซื้อหรือขายหลักทรัพย์ใดๆ ของผู้อ่าน ไม่ว่าจะเกิดจากการอ่านบทความในเอกสารนี้หรือไม่ก็ตาม ล้วนเป็นผลจากการใช้วิจารณญาณของผู้อ่าน โดยไม่มีส่วนเกี่ยวข้องกับหรือพันธะผูกพันใดๆ กับ บมจ. หลักทรัพย์ เอเชีย พลัส ไม่ทางใด

## SPF

### แนะนำ : ซื้อ



ราคาปัจจุบัน (บาท): 17.40

NAV ปี 2558 (บาท): 11.00

Premium (Discount) / NAV : 58.2%

Dividend Yield : 7.5%

มูลค่าตลาด (ล้านบาท): 16,530

CG Score: NR.

### Technical Chart



นवलพรรณ น้อยรัชชุกร

เลขทะเบียนนักวิเคราะห์: 019994

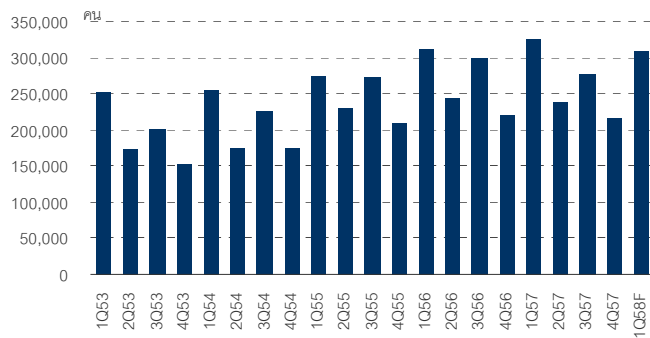
Nuanpun.re@asiaplus.co.th

## คาดการณ์ผลประกอบการงวด 1Q58F

(ล้านบาท)	3Q56	4Q56	1Q57	2Q57	3Q57	4Q57	1Q58F	%YoY	%QoQ	2557	2556	%YoY
รายได้												
- ค่าเช่าและบริการ	328.2	282.5	334.5	285.8	318.7	277.3	328.2	-1.9%	18.4%	1,216.2	1,221.2	-0.4%
- ดอกเบี้ยรับ	2.1	2.5	2.3	2.2	2.1	2.1	2.2	-4.7%	3.8%	8.8	8.6	2.4%
รวมรายได้	330.2	285.0	336.8	288.0	320.8	279.4	330.4	-1.9%	18.3%	1,225.0	1,229.8	-0.4%
รวมค่าใช้จ่าย	9.7	9.8	9.8	9.9	10.0	10.0	9.8	0.8%	-1.1%	39.6	38.4	3.3%
รายได้จากการลงทุนสุทธิ	320.5	275.1	327.1	278.1	310.8	269.4	320.6	-2.0%	19.0%	1,185.4	1,191.5	-0.5%
รวมกำไร (ขาดทุน) จากการลงทุนที่ยังไม่เกิดขึ้น	17.0	10.0	(61.0)	26.0	18.0	10.0	(58.0)	NA	NA	(7.0)	168.0	NA
กำไรสุทธิ	337.5	285.1	266.1	304.1	328.8	279.4	262.6	-1.3%	-6.0%	1,178.4	1,359.5	-13.3%
เงินปันผลต่อหน่วย (บาท)	0.335	0.295	0.340	0.290	0.325	0.295	0.331	-2.7%	12.1%	1.250	1.250	0.0%

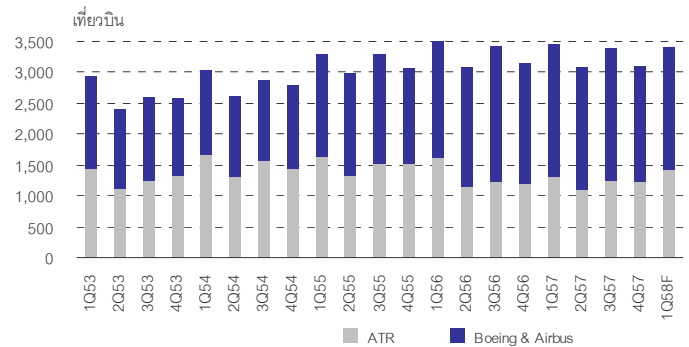
ที่มา : งบการเงิน และ ฝ่ายวิจัย ASP

## จำนวนผู้โดยสารที่เดินทางออกจากสนามบินสมุย



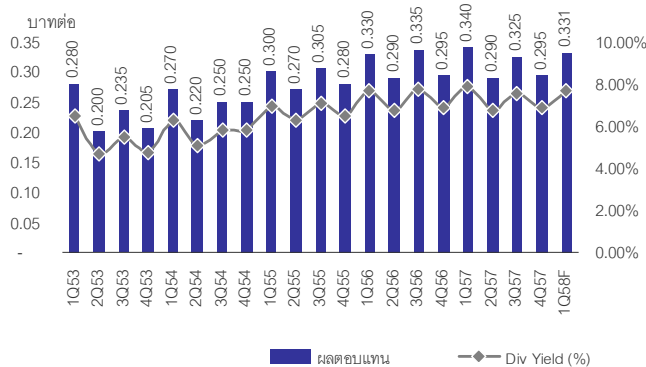
ที่มา :SPF

## จำนวนเที่ยวบินที่ลงสู่สนามบิน



ที่มา : SPF

## คาดการณ์เงินปันผล



ที่มา :SPF และ ฝ่ายวิจัย ASP

## ประเด็นความเสี่ยงที่สำคัญ

1. โครงสร้างรายได้ค่าเช่าของกองทุน ถูกเก็บจากจำนวนผู้โดยสารและเที่ยวบิน ซึ่งขึ้นอยู่กับภาวะการท่องเที่ยวไทย ดังนั้นหากเกิดเหตุการณ์เลวร้ายที่กระทบต่อภาคท่องเที่ยว ย่อมส่งผลกระทบต่อรายได้ค่าเช่ากองทุนได้ แต่ทั้งนี้เพื่อป้องกันความเสี่ยงดังกล่าว กองทุนจึงมีประกันรายได้ค่าเช่าขั้นต่ำ 570 ล้านบาท/ปี ตลอดอายุสัญญาเช่า 30 ปี
2. SPF เป็นกองทุน Leasehold ดังนั้นมีความเสี่ยงกรณีมูลค่าสินทรัพย์จะลดลงตามอายุสัญญาเช่า จนกระทั่งเหลือ 0 เมื่อครบกำหนดสัญญาเช่า
3. กองทุนยังไม่มีแผนลงทุนเพิ่มเติมในสินทรัพย์ ทำให้การเติบโตของรายได้และกำไรมีอย่างจำกัด

ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASP

## ประมาณการกำไรสุทธิปี 2558-60 ของ SPF

งบกำไรขาดทุน (ล้านบาท)					งบกระแสเงินสด (ล้านบาท)				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2557	2558F	2559F	2560F	สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2557	2558F	2559F	2560F
รายได้จากค่าเช่าและบริการ	1,216	1,312	1,377	1,446	กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน				
ดอกเบี้ยรับ	9	9	9	9	การเพิ่มขึ้นในสินทรัพย์สุทธิจากการดำเนินงาน	1,178	1,278	1,342	1,408
รายได้อื่น	-	-	-	-	การซื้อ/ขายเงินลงทุนในอสังหาริมทรัพย์หรือหลักทรัพย์	(1)	4	14	-
<b>รวมรายได้</b>	<b>1,225</b>	<b>1,321</b>	<b>1,387</b>	<b>1,456</b>	การเพิ่มขึ้นในลูกหนี้ค่าเช่าและบริการ	3	4	4	-
ค่าธรรมเนียมการจัดการ	30	33	34	36	การเพิ่มขึ้นในลูกหนี้จากดอกเบี้ย	(0)	0	0	(0)
ค่าธรรมเนียมผู้ดูแลผลประโยชน์	3	3	3	3	การเพิ่มขึ้นในค่าใช้จ่ายล่วงหน้า	-	(0)	(0)	-
ค่าธรรมเนียมนายทะเบียน	6	6	6	7	การเพิ่มขึ้นในค่าใช้จ่ายรอดัดบัญชี	-	-	-	-
ค่าธรรมเนียมการสอบบัญชี	1	1	1	1	การเพิ่มขึ้นในค่าใช้จ่ายค้างจ่าย	(0)	1	0	0
ค่าใช้จ่ายรอดัดบัญชีตัดจ่าย	-	-	-	-	การเพิ่มขึ้นในเงินประกันการเช่าและการใช้บริการ	-	-	-	-
ค่าใช้จ่ายในการดำเนินโครงการ	0	0	0	0	การเพิ่มขึ้นในหนี้สินอื่น	(0)	1	0	0
<b>รวมค่าใช้จ่าย</b>	<b>40</b>	<b>43</b>	<b>45</b>	<b>47</b>	ส่วนเกิน (ส่วนลด) มูลค่าเงินลงทุนตัดจำหน่าย	(0)	-	-	-
<b>รายได้จากการลงทุนสุทธิ</b>	<b>1,185</b>	<b>1,278</b>	<b>1,342</b>	<b>1,408</b>	ค่าใช้จ่ายรอดัดบัญชีตัดจ่าย	-	-	-	-
กำไร/ขาดทุนที่ยังไม่เกิดขึ้นจากเงินลงทุน	(7)	-	-	-	รายการกำไร / ขาดทุนสุทธิที่ยังไม่เกิดขึ้นจากเงินลงทุน	7	-	-	-
<b>การเพิ่มขึ้นในสินทรัพย์สุทธิจากการดำเนินงาน</b>	<b>1,178</b>	<b>1,278</b>	<b>1,342</b>	<b>1,408</b>	<b>เงินสดสุทธิใช้ในกิจกรรมดำเนินงาน</b>	<b>1,187</b>	<b>1,288</b>	<b>1,361</b>	<b>1,409</b>
					<b>กระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงิน</b>				
การเติบโตของรายได้ค่าเช่าและบริการ(%)	-0.4%	7.9%	5.0%	5.0%	การขายหน่วยลงทุน	-	-	-	-
การเติบโตของรายได้จากการลงทุนสุทธิ (%)	-0.5%	7.8%	5.0%	5.0%	การแบ่งปันส่วนทุนให้แก่ผู้ถือหุ้นรายย่อย	(1,188)	(1,235)	(1,283)	(1,330)
ค่าใช้จ่ายรวมต่อรายได้ค่าเช่า (%)	3.3%	3.3%	3.3%	3.3%	<b>เงินสดสุทธิจากกิจกรรมจัดหาเงิน</b>	<b>(1,188)</b>	<b>(1,235)</b>	<b>(1,283)</b>	<b>(1,330)</b>
Norm Profit Margin (%)	97.5%	97.4%	97.4%	97.4%	<b>เงินฝากธนาคารเพิ่มขึ้นสุทธิ</b>	<b>(1)</b>	<b>53</b>	<b>78</b>	<b>79</b>
<b>งบกำไรขาดทุนรายไตรมาส (ล้านบาท)</b>					<b>งบดุล (ล้านบาท)</b>				
	<b>1Q57</b>	<b>2Q57</b>	<b>3Q57</b>	<b>4Q57</b>	สิ้นสุด 31 ธ.ค.	<b>2557</b>	<b>2558F</b>	<b>2559F</b>	<b>2560F</b>
รายได้จากค่าเช่าและบริการ	335	286	319	277	เงินลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ตามมูลค่ายุติธรรม	10,175	10,100	10,000	9,850
ดอกเบี้ยรับ	2	2	2	2	เงินลงทุนในหลักทรัพย์ตามราคายุติธรรม	264	260	250	250
รายได้อื่น	-	-	-	-	เงินฝากธนาคาร	3	55	81	160
<b>รวมรายได้</b>	<b>337</b>	<b>288</b>	<b>321</b>	<b>279</b>	ลูกหนี้ค่าเช่าและบริการ	99	95	95	95
ค่าธรรมเนียมการจัดการ	7	7	8	8	ลูกหนี้จากดอกเบี้ย	1	1	1	1
ค่าธรรมเนียมผู้ดูแลผลประโยชน์	1	1	1	1	ค่าใช้จ่ายล่วงหน้า	0	0	0	0
ค่าธรรมเนียมนายทะเบียน	1	1	1	1	ค่าใช้จ่ายรอดัดบัญชี - สุทธิ	0	0	0	0
ค่าธรรมเนียมการสอบบัญชี	0	0	0	0	<b>รวมสินทรัพย์</b>	<b>10,542</b>	<b>10,511</b>	<b>10,426</b>	<b>10,355</b>
ค่าใช้จ่ายรอดัดบัญชีตัดจ่าย	-	-	-	-	ค่าใช้จ่ายค้างจ่าย	4	4	4	4
ค่าใช้จ่ายในการดำเนินโครงการ	0	0	0	0	เงินประกันการเช่าและการใช้บริการ	48	48	48	48
<b>รวมค่าใช้จ่าย</b>	<b>10</b>	<b>10</b>	<b>10</b>	<b>10</b>	หนี้สินอื่น	10	11	10	11
<b>รายได้จากการลงทุนสุทธิ</b>	<b>327</b>	<b>278</b>	<b>311</b>	<b>269</b>	<b>รวมหนี้สิน</b>	<b>61</b>	<b>63</b>	<b>61</b>	<b>62</b>
กำไร/ขาดทุนที่ยังไม่เกิดขึ้นจากเงินลงทุน	(61)	26	18	10	<b>สินทรัพย์สุทธิ</b>	<b>10,481</b>	<b>10,449</b>	<b>10,365</b>	<b>10,293</b>
<b>การเพิ่มขึ้นในสินทรัพย์สุทธิจากการดำเนินงาน</b>	<b>266</b>	<b>304</b>	<b>329</b>	<b>279</b>	ทุนที่ได้รับจากผู้ถือหุ้นรายย่อย	9,208	9,208	9,208	9,208
					กำไรสะสม	1,273	1,241	1,157	1,085
การเติบโตของรายได้ค่าเช่าและบริการ(%)	18.4%	-14.6%	11.5%	-13.0%	<b>สินทรัพย์สุทธิต่อหน่วย (บาท)</b>	<b>11.03</b>	<b>11.00</b>	<b>10.91</b>	<b>10.84</b>
การเติบโตของรายได้จากการลงทุนสุทธิ (%)	18.9%	-15.0%	11.8%	-13.3%	จำนวนหน่วยลงทุนที่จำหน่ายแล้วทั้งหมด	<b>950</b>	<b>950</b>	<b>950</b>	<b>950</b>
ค่าใช้จ่ายรวมต่อรายได้ค่าเช่า (%)	2.9%	3.5%	3.1%	3.6%	<b>สมมติฐานในการทำประมาณการ</b>				
Norm Profit Margin (%)	97.8%	97.3%	97.5%	97.2%	สิ้นสุด 31 ธ.ค.	<b>2557</b>	<b>2558F</b>	<b>2559F</b>	<b>2560F</b>
<b>อัตราส่วนทางการเงิน</b>					จำนวนผู้โดยสาร (คน/ปี)	1,058,494	1,111,419	1,166,990	1,225,339
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	<b>2557</b>	<b>2558F</b>	<b>2559F</b>	<b>2560F</b>	จำนวนเที่ยวบิน (เที่ยว/ปี)	13,027	13,939	14,636	15,368
Norm EPU (บาท/หน่วย)	1.25	1.35	1.41	1.48	- ATR	4,881	5,297	5,562	5,840
DPU (บาท)	1.25	1.30	1.35	1.40	- Boeing & Airbus	8,146	8,642	9,074	9,528
Dividend Yield (%)	7.1%	7.4%	7.7%	8.0%					
Premium (Discount) / NAV (%)	58.6%	59.1%	60.4%	61.5%					

ที่มา : งบการเงิน/ ฝ่ายวิจัย ASP