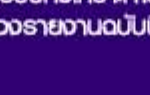
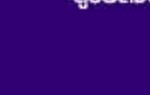


แนวโน้มตลาดหุ้นไทยไตรมาส 2/57



ตกอยู่ในสถานการณ์ลำบาก

SCBS Market Strategy Report



Research Group

กรรณพร พุฒิมาร สายงานวิจัย
เกียรติก้อง (รอด) เอนจิโกกุล, CFA
andy@scb.co.th, (662) 949-1022

การแพทย์ สือและบันเทิง ก่อตั้งเกี่ยว
รวีบุณย์ ปิยะกรียงไกร
raweenuch.piyakriengkai@scb.co.th, (662) 949-1002

ธนาคาร เงินทุน ประกัน หลักทรัพย์
กิตติมา สัตยพานิช, CFA
kittima.sattayapan@scb.co.th, (662) 949-1003

วัสดุก่อสร้าง พาณิชยกรรม
สิริมา ดิสสะรา, CFA
sirima.dissara@scb.co.th, (662) 949-1004

สินค้าก่อสร้าง อาหาร
วัชรวิมล สังกะสีลาปะชาไชย
vajirawit.sanglersillapachai@scb.co.th, (662) 949-1033

พลังงาน ปิโตรเคมี
ชัยวัฒน์ ชัยวัฒน์
chaiwat.thanawattano@scb.co.th, (662) 949-1005

อสังหาริมทรัพย์ บันเทิงอุตสาหกรรม
สิริกมล คริสนิพัทธ์
sirikarn.krisnipat@scb.co.th, (662) 949-1020

ยานยนต์
ทณิดา กองพัฒน์นิยธ
tanida.songphatanayothin@scb.co.th, (662) 949-1012

ผู้ช่วยนักวิเคราะห์
วรุณ วังวรวิทย์
varoot.vongvarotai@scb.co.th, (662) 949-1008

ผู้ช่วยนักวิเคราะห์
กฤตภาส จิราพัฒน์
krittapas.jiraphanumet@scb.co.th, (662) 949-1019

เลขานุการ
กัญญาธิษฐาน กาวีเย
kanyarat.kawiya@scb.co.th, (662) 949-1011

กลยุทธ์การลงทุนตราสารอนุพันธ์
บังอรรัตน์ กองจันทร
banyart.kongkathan@scb.co.th, (662) 949-1088

กลยุทธ์การลงทุน, วิเคราะห์ทางเทคนิค
เอกวัฒน์ สุนทรวิชิต
ekpawin.suntarapichard@scb.co.th, (662) 949-1029

ผู้ช่วยนักวิเคราะห์
วรวิทย์ ชีระชน
varorith.chirachon@scb.co.th, (662) 949-1014

วิเคราะห์เชิงปริมาณ
ดรุณี ตันศิริ
duri.tansiri@scb.co.th, (662) 949-1017

ฐานข้อมูล
สุรีย์พร วรรณจตุพร
sureeporn.charoenchongsuk@scb.co.th, (662) 949-1025

ฐานข้อมูล
อมรรัต วัฒนกุล
amornrat.kakanankul@scb.co.th, (662) 949-1023

บรรณธิการ
ริกี กองทอง
rikihall.kongtong@scb.co.th, (662) 949-1034

แปลและเรียบเรียง
ปองกานิต ปาชาโรน
pongkanit.paocharoen@scb.co.th, (662) 949-1027

จัดพิมพ์
สราญจิตต์ อนันตอารีย์
saranjit.onaree@scb.co.th, (662) 949-1028

ดูข้อมูลสินค้าและบริการความเสี่ยงสำหรับนักวิเคราะห์ได้
ในส่วนท้ายของรายงานฉบับนี้

สารบัญ

ตกอยู่ในสถานการณ์ลำบาก	1
ภาพรวมเศรษฐกิจทั่วโลก	2

Stock Picks

บางกอก แชน ออสปีทอล (BCH)	9
บางจากปิโตรเลียม (BCP)	13
ปูนซีเมนต์ไทย (SCC).....	17
ศุภาลัย (SPALI).....	21
น้ำประปาไทย (TTW)	25

กลุ่มอุตสาหกรรม

เกษตรและอาหาร.....	29
ยานยนต์.....	31
ธนาคาร	33
วัสดุก่อสร้าง	35
รับเหมาก่อสร้าง	37
พลังงาน	39
เงินทุน	41
การแพทย์	43
โรงแรม	45
นิคมอุตสาหกรรม	47
ประกัน	49
สื่อ	51
ปิโตรเคมี	53
พัฒนาโครงการที่อยู่อาศัย	55
หลักทรัพย์	57
ขนส่ง	59
สาธารณูปโภค	61
SCBS Stock Universe	63



This page is left blank intentionally



ตกอยู่ในสถานการณ์ลำบาก

เกียรติศักดิ์ เอนาภิบาล CFA
0-2949-1022
andy@scb.co.th

วรฤทธิ จีระชน
ผู้ช่วยนักวิเคราะห์
0-2949-1014
varorith.chirachon@scb.co.th

ตลาดหุ้นไทยดูเหมือนจะตกอยู่ในสถานการณ์ลำบากในระยะสั้น SET index รีบาวด์ขึ้นมาแล้ว 5% YTD แต่สถานการณ์การเมืองซึ่งดูเหมือนจะเริ่มสงบลงกลับมาเป็นปัจจัยลบและสร้างความไม่แน่นอนอีกครั้ง ในขณะเดียวกันแม้ผลกระทบด้านลบต่อเศรษฐกิจและผลประกอบการบริษัทจดทะเบียนจะยังคงเป็นประเด็นใหญ่ในเดือนต่อไป แต่โอกาสที่จะฟื้นตัวในครึ่งปีหลังก็ยังมีความเป็นไปได้ เราเลือก BCH BCP SCC SPALI และ TTW เป็นหุ้น top picks ประจำไตรมาส 2/57 เนื่องจากเชื่อว่าหุ้นเหล่านี้จะสามารถให้ผลตอบแทนที่ดีได้ในช่วงเวลาที่ท้าทายเช่นนี้

การเมืองกลับมาเป็นปัจจัยลบและสร้างความไม่แน่นอนใหม่อีกครั้ง เรากระตุ้นให้นักลงทุน “มองข้ามการเมือง” ในรายงานกลยุทธ์การลงทุนรายไตรมาสฉบับก่อน ในขณะที่อื่นที่จริงแล้วตลาดหุ้นร่วงลงแรงในเดือน ธ.ค. และในช่วง 2-3 วันแรกของเดือน ม.ค. ก่อนรีบาวด์ขึ้นแรง 11% โดยไม่ได้ให้ความสำคัญกับผลประกอบการไตรมาส 4/56 ที่อ่อนแอ ตั้งแต่ต้นปี 2557 จนถึงปัจจุบัน SET index ปรับตัวเพิ่มขึ้นมาแล้ว 5% เรามองการรีบาวด์ครั้งนี้ว่าเป็นการปรับขึ้นจากความกังวลที่ผ่อนคลายลง เพราะสถานการณ์การเมืองในตอนนี้มีแนวโน้มรุนแรงน้อยกว่าในอดีต อย่างไรก็ตาม การยกย่องที่รักษาความคาดหวังของตลาดเอาไว้ในภาวะที่ยังไม่มีสัญญาณชัดเจนว่าการเมืองไทยจะคลี่คลายลงได้อย่างไร นับตั้งแต่ศาลรัฐธรรมนูญตัดสินให้การเลือกตั้งวันที่ 2 ก.พ. เป็นโมฆะ กลุ่มเสื้อแดงที่สนับสนุนรัฐบาลก็ออกมาประกาศเตรียมเคลื่อนพลครั้งใหญ่ในวันที่ 5 เม.ย. ส่วนกลุ่มต่อต้านรัฐบาลก็ประกาศนัดชุมนุมใหญ่ในวันที่ 29 มี.ค. ในขณะที่พรรคประชาธิปัตย์ก็ชี้แจงว่ามาตรการเลือกตั้งก่อนปฏิรูปการเมือง

ไตรมาส 2 เป็นช่วงที่ท้าทาย ขณะที่ครึ่งปีหลังมีแนวโน้มที่ดีขึ้น แม้ในกรณีที่ไม่มีสถานการณ์ความไม่สงบทางการเมืองเกิดขึ้น ไตรมาส 2/57 ก็ยังดูเป็นไตรมาสที่ท้าทายสำหรับตลาดหุ้นที่เพิ่งปรับตัวเพิ่มขึ้นจากความกังวลที่ผ่อนคลายลง เพราะตัวเลขเศรษฐกิจและผลประกอบการบริษัทจดทะเบียนมีแนวโน้มอ่อนแอ ซึ่งไม่ใช่สัญญาณที่ดีนักสำหรับ sentiment อย่างไรก็ตาม ปัจจัยที่อยู่เบื้องหลังตัวเลขเศรษฐกิจและผลประกอบการที่อ่อนแอมีแนวโน้มที่จะเป็นปัจจัยชั่วคราว ทั้งนี้แม้เราประมาณการกำไรลดลงหลังจากผลประกอบการไตรมาส 4/56 ประกาศออกมาแล้ว เป้า SET index ปลายปีที่เราปรับลดลงมาอยู่ที่ 1,500 จุด ก็ยังให้ upside 11% เป้า SET index ของเราใช้สมมติฐาน PE เหมาะสมที่ 14.8 เท่า (อิงกับผลตอบแทนพันธบัตรอายุ 10 ปีที่ 3.7% และ earnings yield gap ที่ 3.1%) เทียบกับประมาณการ EPS ของ SET index ในปี 2557 ที่ 101 บาท/หุ้น (อิงกับอัตราเติบโต 13%)

Top picks ไตรมาส 2/57 เราเชื่อว่าความเสี่ยงสำหรับตลาดในไตรมาส 2/57 เป็นความเสี่ยงที่มีผลกระทบต่อตลาดทั้งระบบ ดังนั้นหุ้น Top picks ประจำไตรมาส 2/57 ของเราจึงไม่ได้เลือกตามกลุ่มอุตสาหกรรมหรือเน้นไปที่ประเด็นใดประเด็นหนึ่ง แต่เลือกหุ้นที่เราเห็นว่าผลประกอบการมีความเสี่ยงต่ำที่สุด ดังนั้นเราจึงเก็บบางกอก เซ็น ฮอสพิทอล (BCH) ที่เป็น top pick จากไตรมาสก่อนหน้าไว้ และเพิ่มบางจากปิโตรเลียม (BCP), ปูนซิเมนต์ไทย (SCC), ศุภาลย์ (SPALI), และน้ำประปาไทย (TTW) เข้ามาเป็น top picks ประจำไตรมาส 2/57

- **BCH** ธุรกิจโรงพยาบาลเป็นสิ่งจำเป็น ทำให้มีความเสี่ยงน้อยกว่าธุรกิจอื่นๆ Valuation ราคาสันสูงเกินจริง เพราะมีผลขาดทุนในระยะแรกจาก WMC; กิจกรรมโรงพยาบาลที่เข้าซื้อเมื่อไม่นานนี้จะช่วยเพิ่ม upside ในระยะยาว
- **BCP** กำลังการผลิตโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์จะเพิ่มขึ้นมากจาก 70 เมกะวัตต์ในปัจจุบัน สู่ 118 เมกะวัตต์ภายในสิ้นปีนี้ ค่าการกลั่นมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นในระยะสั้นจากการหยุดซ่อมบำรุงโรงกลั่นในไตรมาสก่อนหน้า
- **SCC** กำไรจะต่ำสุดสูงที่สุดใหม่อีกครั้งในปีนี้โดยได้รับปัจจัยหนุนจากวัฏจักรปิโตรเคมีขาขึ้น
- **SPALI** ยอดขายรอรับรายได้สูงสุดเป็นประวัติการณ์ที่ 4.1 หมื่นล้านบาทมีความเสี่ยงต่ำสุดที่จะถูกยกเลิกเนื่องจากบริษัทกำหนดให้ลูกค้าจ่ายเงินตามหนี้สูงสุดในตลาด; ยอดขายรอรับรายได้จะช่วยรองรับรายได้ 91% ที่เราคาดการณ์ไว้ในปี 2557
- **TTW** ธุรกิจน้ำประปามีความเสี่ยงต่ำ นอกจากนี้ยังให้ปันผลที่ดี (ผลตอบแทน 7%) และมูลค่ายังปรับเพิ่มขึ้นได้อีกจากการต่อสัญญาและการลงทุนใหม่

Top picks ไตรมาส 2/57 – Valuation Summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					13A	14F	15F	13A	14F	15F	13A	14F	15F	13A	14F	15F	13A	14F	15F	13A	14F	15F
BCH	Buy	6.85	9.0	33.7	29.2	21.4	18.1	-35.6	36.5	18.2	3.8	4.0	3.6	13.6	18.0	20.7	2.3	2.3	2.8	12.3	11.8	8.3
BCP	Buy	30.50	44.0	48.9	9.1	8.7	8.0	120.0	4.0	9.0	1.2	1.1	1.0	13.8	13.3	13.3	4.4	4.6	5.2	5.6	5.6	5.2
SCC	Buy	418.00	540.0	32.7	14.7	12.8	11.2	45.1	14.4	14.3	2.7	2.4	2.1	19.6	19.8	20.2	3.7	3.5	4.0	10.3	8.8	7.8
SPALI	Buy	17.70	23.0	35.5	10.5	7.5	7.1	5.0	41.0	5.3	2.1	1.8	1.6	21.6	26.3	23.9	4.0	5.6	5.9	11.8	7.6	7.0
TTW	Buy	9.45	12.0	34.0	16.3	13.3	12.4	5.7	22.8	7.0	3.4	3.4	3.3	21.3	25.5	26.8	6.3	7.0	7.5	11.1	10.4	9.8
Average					16.0	12.7	11.4	28.0	23.7	10.8	2.6	2.5	2.3	18.0	20.6	21.0	4.1	4.6	5.1	10.2	8.9	7.6

Source: SCBS Investment Research

อัตราการเติบโตของ
GDP โลกจะปรับตัวเร่ง
ขึ้นจาก 3.0% ในปี 2556
สู่ 3.7% ในปี 2557 และ
3.9% ในปี 2558...

...ไม่น่าจะมีประเทศ
เศรษฐกิจขนาดใหญ่เข้าสู่
ภาวะถดถอยในปีนี้

ภาพรวมเศรษฐกิจทั่วโลก

ในรายงานประเมินแนวโน้มเศรษฐกิจโลก (World Economic Outlook) ฉบับเดือน ม.ค. ที่จัดทำโดยกองทุนการเงินระหว่างประเทศ (IMF) ระบุว่าเศรษฐกิจโลกขยายตัว 3.0% ในปี 2556 สูงกว่าตัวเลขที่กองทุนการเงินระหว่างประเทศ (IMF) คาดการณ์ไว้ก่อนหน้านี้ที่ 2.9% อยู่เล็กน้อย ในขณะที่เดียวกันก็คาดว่าอัตราเติบโตของ GDP โลกจะปรับตัวเร่งขึ้นสู่ 3.7% ในปี 2557 (ปรับเพิ่มขึ้นเล็กน้อยจากระดับที่คาดการณ์ไว้ก่อนหน้านี้ที่ 3.6%) และจะขยับขึ้นอีกสู่ 3.9% ในปี 2558 ทั้งนี้รายงานฉบับเดือน ม.ค. ของ IMF เป็นรายงานฉบับแรกที่มีการปรับประมาณการเพิ่มขึ้นในรอบ 2-3 ปี

เศรษฐกิจที่เติบโตเร็วที่สุดในปี 2556 คือ จีน ซึ่งเศรษฐกิจเติบโต 7.7% ตามด้วยเศรษฐกิจอินเดียซึ่งเติบโต 4.4% ในขณะที่เศรษฐกิจที่เติบโตช้าที่สุด หรือหดตัวลง เป็นประเทศในยุโรปโซน คือ อิตาลี และสเปน ที่เศรษฐกิจหดตัวลง 1.8% และ 1.2% ตามลำดับ ส่วนปี 2557 เศรษฐกิจที่เติบโตเร็วสุดคาดว่าจะเป็จีน (7.5%) ตามมาด้วยอินเดีย (5.4%) ในขณะที่เศรษฐกิจที่เติบโตน้อยที่สุดคาดว่าจะเป็ฝรั่งเศส (0.9%) อิตาลี (0.6%) และสเปน (0.6%) ทั้งนี้ไม่มีประเทศใดเลยที่ IMF คาดการณ์ว่าเศรษฐกิจจะอยู่ในภาวะถดถอย

Figure 1: ประมาณการ GDP โลก

	Real GDP growth				F'cast chg (ppt)	
	2012	2013	2014	2015	2014	2015
World Output ¹	3.1	3	3.7	3.9	0.1	0
Advanced Economies	1.4	1.3	2.2	2.3	0.2	-0.2
United States	2.8	1.9	2.8	3	0.2	-0.4
Euro Area	-0.7	-0.4	1	1.4	0.1	0.1
Germany	0.9	0.5	1.6	1.4	0.2	0.1
France	0	0.2	0.9	1.5	0	0
Italy	-2.5	-1.8	0.6	1.1	-0.1	0.1
Spain	-1.6	-1.2	0.6	0.8	0.4	0.3
Japan	1.4	1.7	1.7	1	0.4	-0.2
United Kingdom	0.3	1.7	2.4	2.2	0.6	0.2
Canada	1.7	1.7	2.2	2.4	0.1	-0.1
Other Advanced Economies	1.9	2.2	3	3.2	-0.1	-0.1
Emerging Market and Developing Economies ¹	4.9	4.7	5.1	5.4	0	0.1
Central and Eastern Europe	1.4	2.5	2.8	3.1	0.1	-0.2
Commonwealth of Independent States	3.4	2.1	2.6	3.1	-0.8	-0.7
Russia	3.4	1.5	2	2.5	-1.0	-1.0
Excluding Russia	3.3	3.5	4	4.3	-0.1	-0.1
Developing Asia	6.4	6.5	6.7	6.8	0.2	0.2
China	7.7	7.7	7.5	7.3	0.2	0.2
India ²	3.2	4.4	5.4	6.4	0.2	0.1
ASEAN-5 ³	6.2	5	5.1	5.6	-0.3	0
Latin America and the Caribbean	3	2.6	3	3.3	-0.1	-0.2
Brazil	1	2.3	2.3	2.8	-0.2	-0.4
Mexico	3.7	1.2	3	3.5	0	0
Middle East, North Africa, Afghanistan, and Pakistan	4.1	2.4	3.3	4.8	-0.3	0.7
Sub-Saharan Africa	4.8	5.1	6.1	5.8	0.1	0.1
South Africa	2.5	1.8	2.8	3.3	-0.1	0
Memorandum						
World Growth Based on Market Exchange Rates	2.5	2.4	3.1	3.4	0.1	-0.1
World Trade Volume (goods and services)	2.7	2.7	4.5	5.2	-0.5	-0.3
Imports (goods and services)						
Advanced Economies	1	1.4	3.4	4.1	-0.7	-0.5
Emerging Market and Developing Economies	5.7	5.3	5.9	6.5	0	-0.2
Commodity Prices (U.S. dollars)						
Oil ⁴	1	-0.9	-0.3	-5.2	2.8	0.8
Nonfuel (average based on world commodity export weights)	-10.0	-1.5	-6.1	-2.4	-2.0	-0.3
Consumer Prices						
Advanced Economies	2	1.4	1.7	1.8	-0.1	0
Emerging Market and Developing Economies ¹	6	6.1	5.6	5.3	0	0.1
London Interbank Offered Rate (percent)						
On U.S. Dollar Deposits (6 month)	0.7	0.4	0.4	0.6	-0.2	-0.3
On Euro Deposits (3 month)	0.6	0.2	0.3	0.5	-0.2	-0.4
On Japanese Yen Deposits (6 month)	0.3	0.3	0.2	0.2	0	-0.2

Note: Real effective exchange rates are assumed to remain constant at the levels prevailing during November 11–December 9, 2013. When economies are not listed

alphabetically, they are ordered on the basis of economic size. The aggregated quarterly data are seasonally adjusted.

1/ The quarterly data and projections account for 90 percent of the world ppp weights and around 80 percent of the emerging market and developing economies.

2/ For India, data and forecasts are presented on a fiscal year basis and output growth is based on GDP at market prices. Corresponding growth forecasts for GDP at factor cost are 4.6, 5.4, and 6.4 percent for 2013, 2014, and 2015, respectively.

3/ Indonesia, Malaysia, Philippines, Thailand, and Vietnam.

Source: IMF

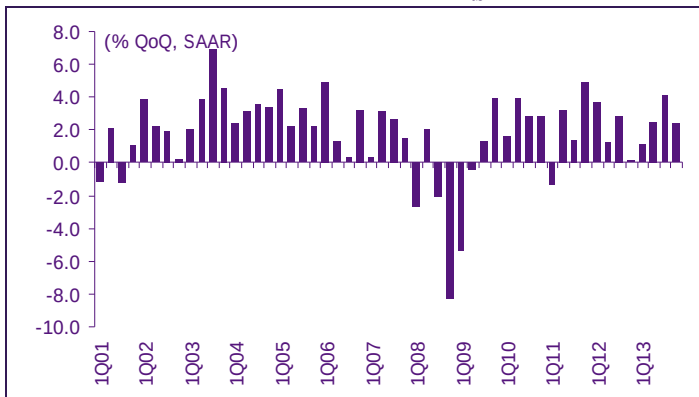
สหรัฐฯ

เศรษฐกิจสหรัฐฯ พื้นตัวต่อเนื่อง

GDP ปี 2556 ของสหรัฐฯ เติบโต 1.9% (อิงกับประมาณการครั้งที่สอง) ชะลอตัวลงจาก 2.8% ในปี 2555 GDP ไตรมาส 4/56 ขยายตัว 2.4% (หลังปรับปัจจัยฤดูกาล หรือ SAAR) ชะลอตัวลงจาก 4.1% ในไตรมาส 3/56 แต่หลักๆ มีสาเหตุมาจากสภาพอากาศที่หนาวเย็นกว่าปกติ IMF คาดการณ์อัตราการขยายตัวของ GDP สหรัฐฯ ที่ 2.8% ในปี 2557 และ 3.0% ในปี 2558 ซึ่งดูเหมือนว่าจะได้รับปัจจัยหนุนจากเครื่องใช้เศรษฐกิจที่ปรับตัวดีขึ้นอย่างต่อเนื่องในระยะหลังนี้

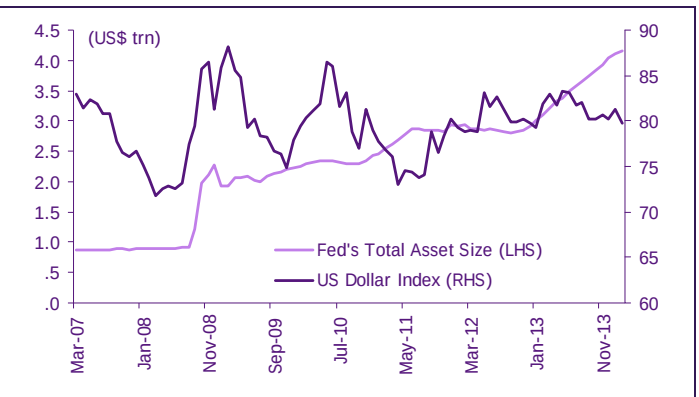
ในด้านของนโยบายการเงิน สหรัฐฯ ปรับลดวงเงินมาตรการผ่อนคลายเชิงปริมาณ (QE) ลงอย่างต่อเนื่อง โดยการประชุมคณะกรรมการกำหนดนโยบายการเงินสหรัฐฯ (FOMC) ในเดือน มี.ค. มีมติเห็นชอบให้ลดวงเงินการซื้อพันธบัตรอีก 1 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐฯ สู่ 5.5 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐฯ/เดือน เทียบกับวงเงิน 8.5 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐฯ/เดือนเมื่อครั้งที่เริ่มใช้มาตรการ QE การปรับลดวงเงินลง 1 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐฯ/เดือน น่าจะทำให้มาตรการ QE สิ้นสุดลงในเดือน ต.ค.ปีนี้ ความเคลื่อนไหวต่อไปในด้านนโยบายการเงินน่าจะเป็นการขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบาย และนางเจเน็ต เยลเลน ประธานเฟด ก็ส่งสัญญาณว่าอาจจะปรับอัตราดอกเบี้ยนโยบายเพิ่มขึ้นกลางปี 2558

Figure 2: อัตราการขยายตัวของ real GDP สหรัฐฯ



Source: Bloomberg

Figure 3: ขนาดสินทรัพย์ทั้งหมดของเฟด และ US dollar index



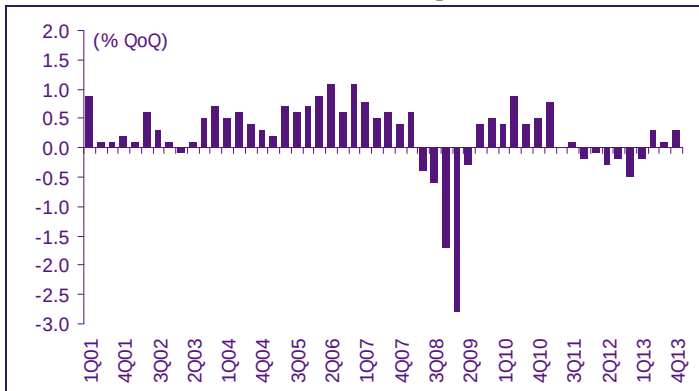
Source: Bloomberg

ยูโรโซน

พบสัญญาณการฟื้นตัวในยุโรป

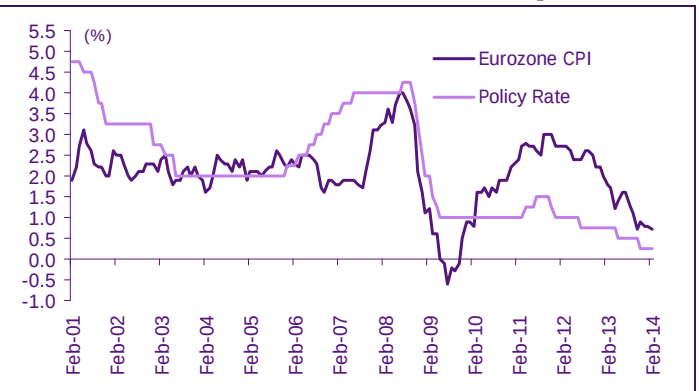
GDP ของยูโรโซนหดตัวลง 0.4% ในปี 2556 ตามที่ IMF คาด อัตราเติบโตพลิกกลับมาเป็นบวกในไตรมาส 4 ที่ 0.3% จาก 0.1% ในไตรมาสก่อนหน้า IMF คาดการณ์อัตราเติบโตของ GDP ในกลุ่มประเทศยุโรปที่ 1% ในปี 2557 เพราะตัวเลขเกี่ยวกับเศรษฐกิจปรับตัวดีขึ้น ตลาดหวังว่าจะเห็นเศรษฐกิจยูโรโซนฟื้นตัวภายในปีนี้หลังจากปรับตัวขึ้นในไตรมาสก่อนหน้า ความกังวลหลัก คือ ภาวะเงินฝืด ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจที่เปราะบางนี้ได้ แม้ธนาคารกลางยุโรป (ECB) อาจจะลดอัตราดอกเบี้ยลง หรือเริ่มโครงการซื้อพันธบัตรรัฐบาล

Figure 4: อัตราการขยายตัวของ real GDP ยุโรป



Source: Eurostat

Figure 5: อัตราเงินเฟ้อ และอัตราดอกเบี้ยนโยบายของยูโรโซน



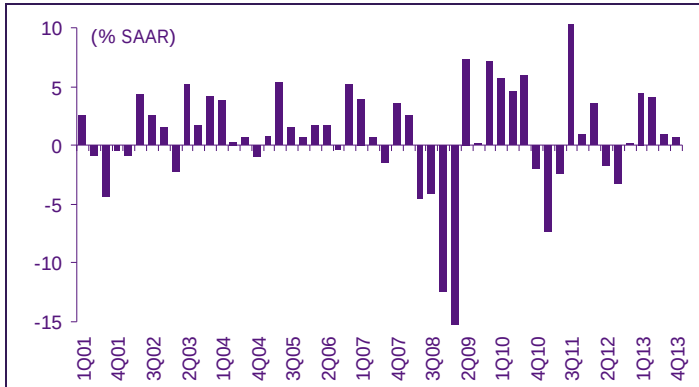
Source: Eurostat, European Central Bank

ญี่ปุ่นกำลังฟื้นความ
ท้าทายใหม่

ญี่ปุ่น

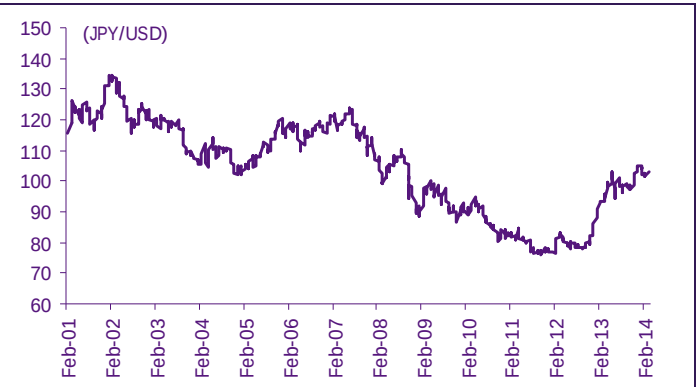
เศรษฐกิจญี่ปุ่นเติบโต 1.7% ในปี 2556 ต่ำกว่าที่ IMF คาดการณ์ไว้ที่ 2.0% ทั้งนี้หลังจากนายชินโซ อาเบะ เข้าดำรงตำแหน่งนายกรัฐมนตรีตอนปลายปี 2555 เขาก็สัญญาว่าจะฟื้นฟูเศรษฐกิจให้หลุดพ้นจากภาวะชะงักงันมาเป็นเวลานานนับสิบปี หรือที่เรียกกันว่า “ทศวรรษที่สาบสูญ” (lost decade) และนำคืนวันเก่าๆ ที่ดีกลับคืนมา เงินเยนเทียบกับดอลลาร์สหรัฐอ่อนค่าลงมาแล้ว 23% ตั้งแต่ปลายปี 2555 โดยมีสาเหตุมาจากนโยบายการเงินใหม่ที่ญี่ปุ่นหวังว่าจะช่วยกระตุ้นการส่งออกของประเทศ ผลงานในปีที่ผ่านมาทำให้เกิดคำถามเกี่ยวกับความแข็งแกร่งในการฟื้นตัวของเศรษฐกิจญี่ปุ่น งานที่ทำหายถดถอยของญี่ปุ่น คือ การขึ้นภาษีการขายสู่ 8% ในเดือนเม.ย. ทางกรญี่ปุ่นไม่คิดว่าการขึ้นภาษีการขายจะส่งผลกระทบต่อการฟื้นตัวทางเศรษฐกิจ แต่ถ้ามีผลกระทบทางการญี่ปุ่นก็เตรียมที่จะลดอัตราภาษีเงินได้นิติบุคคลลงในช่วงครึ่งหลังปี 57 เพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจ

Figure 6: อัตราการขยายตัวของ real GDP ญี่ปุ่น



Source: Bloomberg

Figure 7: ค่าเงินเยน



Source: Bloomberg

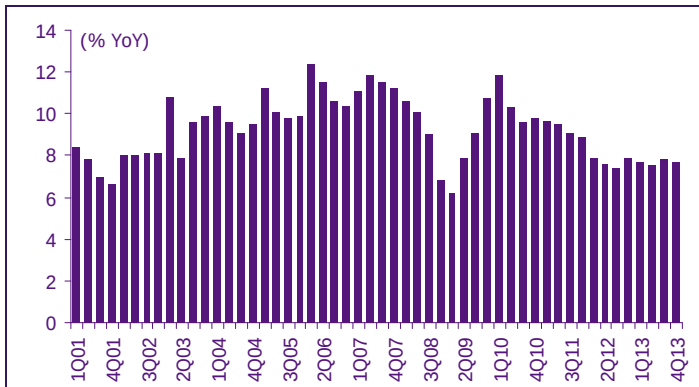
เศรษฐกิจจีนชะลอตัว
ต่อเนื่อง แต่ตลาดเปลี่ยน
มากังวลเกี่ยวกับความ
แข็งแกร่งของระบบ
การเงิน

จีน

เศรษฐกิจจีนขยายตัว 7.7% ในปี 2556 ทรงตัวจากปี 2555 แต่แนวโน้มในอนาคตส่งสัญญาณเศรษฐกิจจะชะลอตัวความจริงแล้วจีนพยายามจัดการให้เศรษฐกิจของประเทศชะลอตัวลงอย่างค่อยเป็นค่อยไป (soft landing) มาระยะหนึ่งแล้ว และนายกรัฐมนตรี หลี่ เค่อเฉียง ตั้งเป้าเศรษฐกิจจีนโต 7.5% ในปี 2557 ดัชนี HSBC PMI ของจีนส่งสัญญาณเศรษฐกิจชะลอตัว เนื่องจากดัชนีดังกล่าวอยู่ที่ระดับต่ำกว่า 50 มาตั้งแต่เดือน ม.ค. ตัวเลขล่าสุดของเดือน มี.ค. อยู่ในระดับต่ำสุดในรอบ 8 เดือนที่ 48.1 ลดลงต่อเนื่องจาก 48.5 ในเดือน ก.พ.

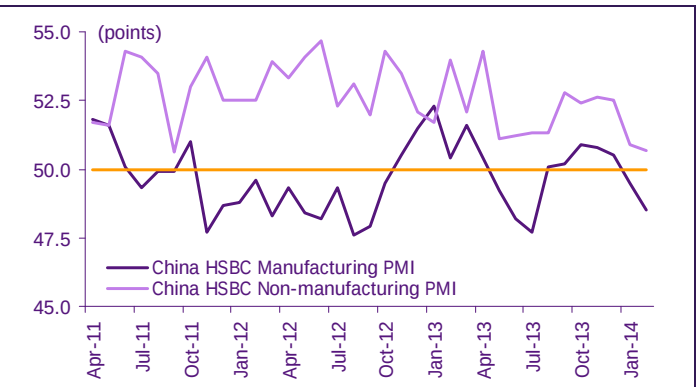
อย่างไรก็ดี ความกังวลที่ตลาดมีต่อจีนเปลี่ยนจากความสามารถในการจัดการให้เศรษฐกิจของประเทศชะลอตัวลงอย่างค่อยเป็นค่อยไป (soft landing) มาเป็นความเสี่ยงในระบบการเงิน เนื่องจากในช่วงกลางเดือน ม.ค. มีผลิตภัณฑ์ทรัสต์ที่ออกโดย ICBC (ธนาคารพาณิชย์ขนาดใหญ่สุดของจีน) ผิดนัดชำระหนี้ ทำให้เกิดความกังวลเกี่ยวกับระบบธนาคารเงาของจีน ต่อมาในเดือน มี.ค. บริษัท Chaori Solar ก็กลายเป็นบริษัทแรกในจีนที่ผิดนัดชำระหนี้หุ้นกู้ ตามมาด้วยการผิดนัดชำระหนี้เงินกู้ธนาคารโดยบริษัท Zhejiang Xingrun Real Estate

Figure 8: อัตราการขยายตัวของ real GDP จีน



Source: Bloomberg

Figure 9: ดัชนี HSBC PMI จีน



Source: Markit

SCB EIC คาด GDP ไทย โต 2.4% ในปี 2557 และ อัตราดอกเบี้ยนโยบายจะ ปรับลดลงอีกในไตรมาส 2/57

เศรษฐกิจไทย

เศรษฐกิจไทยขยายตัว 2.9% ในปี 2556 และ SCB EIC (ศูนย์วิจัยเศรษฐกิจและธุรกิจของธนาคารไทยพาณิชย์) คาดว่าอัตราการขยายตัวทางเศรษฐกิจจะชะลอตัวลงสู่ 2.4% ในปี 2557 ธนาคารแห่งประเทศไทย (ธปท.) ปรับอัตราดอกเบี้ยนโยบายลดลงอีก 0.25% ในเดือน มี.ค. เพื่อสะท้อนภาวะเศรษฐกิจที่ชะลอตัวลง และ SCB EIC คาดว่าอัตราดอกเบี้ยนโยบายจะปรับลดลงอีก 0.25% ในไตรมาส 2/57

Figure 10: ประมาณการเศรษฐกิจไทย

	(unit)	1Q14F	2Q14F	3Q14F	4Q14F	2014F
Demand-side						
Private consumption	(% YoY)	-2.4%	-1.3%	2.2%	4.7%	0.8%
Public consumption	(% YoY)	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%
Investment (GFCF)	(% YoY)	-7.7%	-8.0%	-1.1%	12.2%	-1.7%
Private investment	(% YoY)	-5.0%	-4.8%	2.5%	18.7%	2.2%
Public investment	(% YoY)	-17.7%	-19.6%	-14.0%	-10.6%	-15.6%
Real GDP growth	(% YoY)	0.1%	0.4%	3.8%	5.4%	2.4%
Headline inflation	(% YoY)	1.8%	2.2%	2.2%	2.4%	2.2%
Core inflation	(% YoY)	1.0%	1.3%	1.4%	1.4%	1.3%
Policy rate (period end)	(%)	2.00%	1.75%	1.75%	1.75%	1.75%
THB/USD (period end)	(Bt/USD)	34	34	33	33	33

Source: SCB EIC

ผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียน

หลังจากทำไรสุทรีปี 2556 สร้างความ พัดหวัง คาดว่าทำไรสุทรี จะเติบโต 13% ในปี 2557 และ 11% ในปี 2558

กำไรสุทธิปี 2556 ของบริษัทจดทะเบียนในการวิเคราะห์ของ SCBS มีจำนวน 6.67 แสนล้านบาท เพิ่มขึ้นเพียง 5% YoY สะท้อนถึงกำไรสุทธิที่นำผิดหวังอย่างมากในไตรมาส 4/56 กำไรสุทธิโดยรวมในไตรมาส 4/56 มีจำนวน 1.32 แสนล้านบาท ลดลง 3% YoY และ 26% QoQ โดยบริษัท 45% ในการวิเคราะห์ของ SCBS รายงานผลประกอบการต่ำกว่าคาด, 28% รายงานผลประกอบการตามคาด, และ 25% รายงานผลประกอบการดีกว่าคาด

ภาวะเศรษฐกิจชะลอตัวเกิดขึ้นให้เห็นมาตั้งแต่ไตรมาส 1/56 แล้ว โดยส่วนหนึ่งเป็นเพราะมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจหลายมาตรการ (ประโยชน์จากมาตรการรถคันแรกและบ้านหลังแรก) สิ้นสุดลง และการจ่ายเงินโครงการรับจำนำข้าวล่าช้า อย่างไรก็ดี แนวโน้มกำไรปกติไม่ได้อ่อนแออย่างที่ตัวเลขกำไรสุทธิโดยรวมส่งสัญญาณ เพราะมีขาดทุนพิเศษรวมอยู่ ทั้งนี้เมื่อดูที่กำไรปกติ พบว่ากำไรปกติโดยรวมของบริษัทในการวิเคราะห์ของ SCBS เติบโต 10% ในปี 2556 ดังนั้นเราเชื่อว่าบริษัทในการวิเคราะห์ของ SCBS น่าจะสามารถรายงานกำไรสุทธิเติบโตได้ถึงระดับที่เราคาดการณ์ไว้ที่ 13% ในปี 2557 และ 11% ในปี 2558

Figure 11: Sector valuation and forecasts

	PE (x)			NP Growth (%)			PBV (x)			ROE (%)		
	13A	14F	15F	13A	14F	15F	13A	14F	15F	13A	14F	15F
Agribusiness	11.6	10.4	10.0	3,583	11	4	2.34	2.02	1.77	22	21	19
Automotive	9.0	9.4	8.2	(10)	(5)	14	1.27	1.17	1.07	14	13	14
Banking	10.0	9.5	8.5	23	5	12	1.56	1.40	1.25	16	15	16
Commerce	31.2	25.8	20.8	8	21	24	7.93	6.97	6.35	28	29	32
Construction Materials	14.5	13.3	11.6	49	9	15	2.35	2.13	1.93	16	17	18
Electronic Components	11.9	10.1	10.0	13	18	1	1.95	1.75	1.60	13	16	17
Energy & Utilities	10.5	9.4	9.1	(9)	11	4	1.20	1.11	1.02	12	12	12
Finance & Securities	8.1	8.9	8.1	91	(9)	10	2.05	1.91	1.71	27	22	22
Food & Beverage	28.2	17.4	13.0	(46)	62	33	2.06	1.95	1.82	3	12	14
Health Care Services	31.1	28.1	23.5	(17)	11	19	5.13	4.68	4.19	19	20	21
ICT	24.6	19.3	16.2	5	28	19	8.72	8.45	9.22	25	30	37
Insurance	50.5	14.5	12.2	n.m.	249	18	3.79	3.11	2.57	8	24	23
Media & Publishing	17.2	18.7	19.5	11	(8)	(4)	6.07	5.91	5.78	35	32	30
Petrochemicals & Chemicals	12.4	9.9	9.2	(6)	25	7	1.40	1.24	1.15	11	13	13
Property Development	9.7	10.9	9.8	43	(11)	11	1.98	1.81	1.65	17	17	18
Tourism & Leisure	22.3	29.7	19.4	37	(25)	53	3.07	2.90	2.65	10	10	14
Transportation & Logistics	45.6	22.7	21.3	(53)	100	7	1.75	1.68	1.62	3	4	8
mai	95.3	21.6	12.6	123	342	71	7.17	5.52	4.09	10	29	37
SCBS Universe	14.2	12.6	11.3	5	13	11	2.00	1.83	1.67	14	15	15

Source: SCBS Investment Research



SET index ยกที่จะรักษา
ระดับการปรับตัวขึ้นตั้งแต่
ต้นปีจากความกังวลที่
พ่อนคลายลงเอาไว้ได้ใน
ภาวะที่ยังไม่มีสัญญาณ
ชัดเจนว่าการเมืองจะมี
ทางออกอย่างไร

แนวโน้มตลาดหุ้นไตรมาส 2/57 และกลยุทธ์การลงทุน

SET index ปรับตัวลงแรงในเดือน ธ.ค. และลดลงต่อเนื่องมาอีก 2-3 วันในเดือน ม.ค. ก่อนปรับตัวขึ้นแรง 11% โดยเลือกที่จะมองข้ามผลกระทบการไตรมาส 4/56 ที่อ่อนแอของบริษัทจดทะเบียนไป ความจริงแล้ว ตั้งแต่ต้นปี 2557 จนถึงปัจจุบัน SET index ปรับตัวเพิ่มขึ้นมาแล้ว 5% เรามองการปรับตัวครั้งนี้ว่าเป็นการปรับขึ้นจากความกังวลที่พ่อนคลายลง เพราะสถานการณ์การเมืองในตอนนี้อยู่ในระดับที่ความเสี่ยงต่ำกว่าในอดีต อย่างไรก็ตาม การยกที่จะรักษาความคาดหวังของตลาดเอาไว้ในภาวะที่ยังไม่มีสัญญาณชัดเจนว่าสถานการณ์การเมืองไทยจะคลี่คลายลงได้อย่างไร นับตั้งแต่ศาลรัฐธรรมนูญตัดสินให้การเลือกตั้งวันที่ 2 ก.พ. เป็นโมฆะ กลุ่มเสี่ยงที่สนับสนุนรัฐบาลก็ออกมาประกาศเตรียมเคลื่อนพลครั้งใหญ่ในวันที่ 5 เม.ย. ส่วนกลุ่มต่อต้านรัฐบาลก็ประกาศนัดชุมนุมใหญ่ในวันที่ 29 มี.ค. ในขณะที่พรรคประชาธิปัตย์ก็ชี้แจงว่าจะคว่ำบาตรการเลือกตั้งก่อนปฏิรูปการเมือง

Figure 12: ลำดับเหตุการณ์การเมืองไทย

31 ต.ค. 56	เริ่มการชุมนุมต่อต้านรัฐบาล
1 พ.ย. 56	สภาผู้แทนราษฎรมีมติผ่านร่าง พ.ร.บ.นิรโทษกรรม
11 พ.ย. 56	วุฒิสภามีมติคว่ำร่าง พ.ร.บ.นิรโทษกรรม
20 พ.ย. 56	ศาลรัฐธรรมนูญตัดสินคดีแก้ไขรัฐธรรมนูญประเด็นที่มา ส.ว. ขัดรัฐธรรมนูญ
28 พ.ย. 56	ลงมติอภิปรายไม่ไว้วางใจ
8 ธ.ค. 56	ส.ส.พรรคประชาธิปัตย์ทุกคนลาออกจากตำแหน่ง
9 ธ.ค. 56	นายกฯ ยิ่งลักษณ์ประกาศยุบสภา และจัดเลือกตั้งวันที่ 2 ก.พ. 2557
21 ธ.ค. 56	พรรคประชาธิปัตย์ประกาศไม่ลงสมัครรับเลือกตั้งวันที่ 2 ก.พ. 2557
13 ม.ค. 57	กลุ่มผู้ชุมนุมต่อต้านรัฐบาลเริ่มมาตรการปิดกรุงเทพฯ (Bangkok shutdown)
21 ม.ค. 57	ประกาศใช้ พ.ร.ก.ฉุกเฉิน
2 ก.พ. 57	วันเลือกตั้งทั่วไป
28 ก.พ. 57	สภท.ประกาศปิดเวทีชุมนุมหลายเวที (สิ้นสุด Bangkok shutdown)
12 มี.ค. 57	ศาลรัฐธรรมนูญตัดสินร่าง พ.ร.บ.โครงสร้างพื้นฐาน 2 ล้านล้านบาท ขัดรัฐธรรมนูญ
18 มี.ค. 57	ยกเลิก พ.ร.ก.ฉุกเฉิน และประกาศใช้ พ.ร.บ.ความมั่นคงแทน
21 มี.ค. 57	ศาลรัฐธรรมนูญตัดสินให้การเลือกตั้งวันที่ 2 ก.พ. เป็นโมฆะ
22 มี.ค. 57	กลุ่มเสี่ยงที่สนับสนุนรัฐบาลประกาศเคลื่อนพลครั้งใหญ่วันที่ 5 เม.ย. กลุ่มต่อต้านรัฐบาลนัดชุมนุมใหญ่วันที่ 29 มี.ค. พรรคประชาธิปัตย์จะบอยคอตการเลือกตั้งครั้งใหม่ก่อนปฏิรูปการเมือง

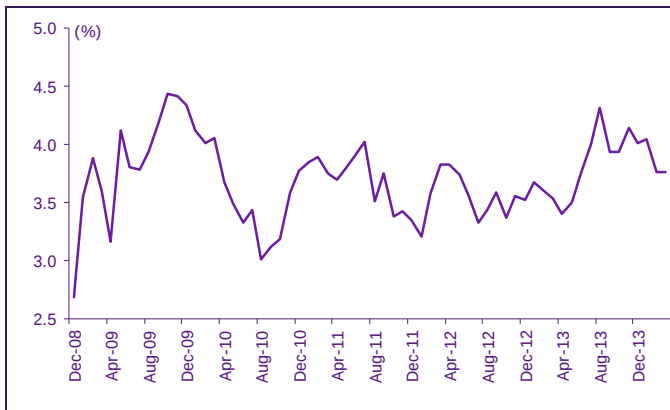
Source: SCBS Investment Research

ไตรมาส 2/57 เป็นช่วงที่
ท้าทาย แต่แนวโน้มช่วง
ครึ่งหลังปี 57 ดูสดใสขึ้น

SET index ยังมีโอกาส
ปรับขึ้นได้อีก 11% สู่เป้า
SET index ปลายปีของ
SCBS ที่ 1,500 จุด

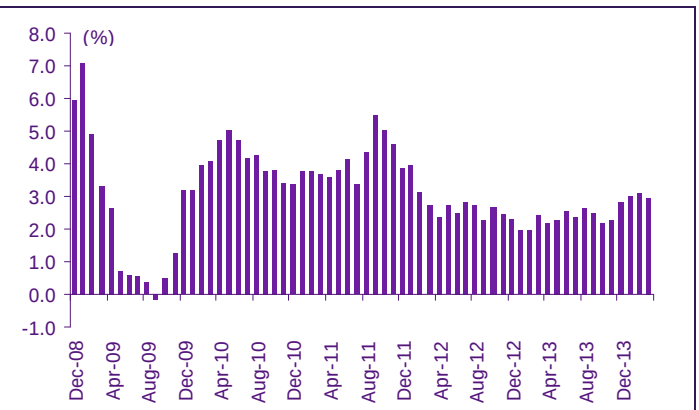
นอกเหนือจากปัจจัยลบและความไม่แน่นอนทางการเมืองที่ส่อเค้ารุนแรงอีกครั้ง ตัวเลขเศรษฐกิจและผลประกอบการที่จะประกาศในไตรมาส 2/57 ก็ไม่น่าจะออกมาดีนัก ทำให้เราคาดว่า sentiment ตลาดจะปรับตัวแย่ลงในไตรมาส 2/57 อย่างไรก็ตาม เราคาดการณ์ถึงแนวโน้มที่ดีขึ้นในช่วงครึ่งหลังปี 57 ทั้งนี้แม้เราปรับลดประมาณการของเราลงโดยคาดว่า EPS ของ SET index จะอยู่ที่ 101 บาท/หุ้น แต่ valuation ของตลาดที่ PE 13.5 เท่า ในปี 2557 ก็ไม่ได้ดูแพง เป้า SET index ปลายปี 2557 ที่เราปรับลดลงมาในตอนนี้อยู่ที่ 1,500 จุด หมายความว่า SET index ยังมีโอกาสปรับขึ้นได้อีก 11% เป้า SET index ของเราใช้สมมติฐาน PE เหมาะสมที่ 14.8 เท่า โดยอิงกับผลตอบแทนพันธบัตรอายุ 10 ปีที่ 3.7% และ earnings yield gap 3.1% (อิงกับค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 5 ปี)

Figure 13: ผลตอบแทนพันธบัตรไทย



Source: Thai BMA

Figure 14: Earnings yield gap



Source: SCBS Investment Research

Figure 15: เป้า SET index และความอ่อนไหว

SET P/E target		10-year bond yield				
Yield gap	2.7	3.30	3.50	3.70	3.90	4.10
	2.9	16.7	16.1	15.6	15.2	14.7
	3.1	16.1	15.6	15.2	14.7	14.3
	3.3	15.7	15.3	14.8	14.4	14.0
	3.5	15.2	14.7	14.3	13.9	13.5
	3.7	14.7	14.3	13.9	13.5	13.2

Source: SCBS Investment Research

SET index target		10-year bond yield				
Yield gap	2.7	1,680	1,630	1,580	1,530	1,490
	2.9	1,630	1,580	1,530	1,490	1,440
	3.1	1,590	1,540	1,500	1,450	1,410
	3.3	1,530	1,490	1,440	1,400	1,360
	3.5	1,490	1,440	1,400	1,360	1,330
	3.7	1,440	1,400	1,360	1,330	1,300

ความเสี่ยงสำหรับตลาด
ในระยะสั้นเป็นความเสี่ยงที่
มีผลกระทบต่อตลาดทั้ง
ระบบ...

...หุ้น top picks ประจำ
ไตรมาส 2/57 ของเรา
เลือกจากหุ้นที่พล
ประกอบมีความเสี่ยง
ต่ำที่สุด

Top picks ไตรมาส 2/57

เราเชื่อว่าความเสี่ยงสำหรับตลาดในไตรมาส 2/57 เป็นความเสี่ยงที่มีผลกระทบต่อตลาดทั้งระบบ ดังนั้นหุ้น Top picks ประจำไตรมาส 2/57 ของเราจึงไม่ได้เลือกตามกลุ่มอุตสาหกรรมหรือเน้นไปที่ประเด็นใดประเด็นหนึ่ง แต่เลือกหุ้นที่เรามองว่าผลประโยชน์การมีความเสี่ยงต่ำที่สุด ดังนั้นเราจึงเก็บบางกอก เซ็น ฮอสปิเทล (BCH) ที่เป็น top pick จากไตรมาสก่อนหน้าไว้ และเพิ่มบางจากปิโตรเลียม (BCP), ปูนซิเมนต์ไทย (SCC), สุภาลัย (SPALI), และน้ำประปาไทย (TTW) เข้ามาเป็น top picks ประจำไตรมาส 2/57

- **BCH** ธุรกิจโรงพยาบาลเป็นสิ่งจำเป็น ทำให้มีความเสี่ยงน้อยกว่าธุรกิจอื่นๆ Valuation ระยะสั้นสูงเกินจริง เพราะมีผลขาดทุนในระยะแรกจาก WMC; กิจการโรงพยาบาลที่เข้าซื้อเมื่อไม่นานนี้จะช่วยเพิ่ม upside ในระยะยาว
- **BCP** กำลังการผลิตโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์จะเพิ่มขึ้นมากจาก 70 เมกะวัตต์ในปัจจุบัน สู่ 118 เมกะวัตต์ภายในสิ้นปีนี้ ค่าการกลั่นมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นในระยะสั้นจากการหยุดซ่อมบำรุงโรงกลั่นในตลาดภูมิภาค
- **SCC** กำลังจะทำจุดสูงสุดใหม่อีกครั้งในปีนี้ได้รับปัจจัยหนุนจากวัฏจักรปิโตรเคมีขาขึ้น
- **SPALI** ยอดขายรอรับรายได้สูงสุดเป็นประวัติการณ์ที่ 4.1 หมื่นล้านบาทมีความเสี่ยงต่ำสุดที่จะถูกยกเลิกเนื่องจากบริษัทกำหนดให้ลูกค้าจ่ายเงินดาวน์สูงสุดในตลาด; ยอดขายรอรับรายได้จะช่วยรองรับรายได้ 91% ที่เราคาดการณ์ไว้ในปี 2557
- **TTW** ธุรกิจน้ำประปามีความเสี่ยงต่ำ นอกจากนี้ยังให้ปันผลที่ดี (ผลตอบแทน 7%) และมูลค่ายังปรับเพิ่มขึ้นได้อีกจากการต่อสัญญาและการลงทุนใหม่

Figure 16: Top picks ไตรมาส 2/57 – Valuation Summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					13A	14F	15F	13A	14F	15F	13A	14F	15F	13A	14F	15F	13A	14F	15F	13A	14F	15F
BCH	Buy	6.85	9.0	33.7	29.2	21.4	18.1	-35.6	36.5	18.2	3.8	4.0	3.6	13.6	18.0	20.7	2.3	2.3	2.8	12.3	11.8	8.3
BCP	Buy	30.50	44.0	48.9	9.1	8.7	8.0	120.0	4.0	9.0	1.2	1.1	1.0	13.8	13.3	13.3	4.4	4.6	5.2	5.6	5.6	5.2
SCC	Buy	418.00	540.0	32.7	14.7	12.8	11.2	45.1	14.4	14.3	2.7	2.4	2.1	19.6	19.8	20.2	3.7	3.5	4.0	10.3	8.8	7.8
SPALI	Buy	17.70	23.0	35.5	10.5	7.5	7.1	5.0	41.0	5.3	2.1	1.8	1.6	21.6	26.3	23.9	4.0	5.6	5.9	11.8	7.6	7.0
TTW	Buy	9.45	12.0	34.0	16.3	13.3	12.4	5.7	22.8	7.0	3.4	3.4	3.3	21.3	25.5	26.8	6.3	7.0	7.5	11.1	10.4	9.8
Average					16.0	12.7	11.4	28.0	23.7	10.8	2.6	2.5	2.3	18.0	20.6	21.0	4.1	4.6	5.1	10.2	8.9	7.6

Source: SCBS Investment Research

Top Picks

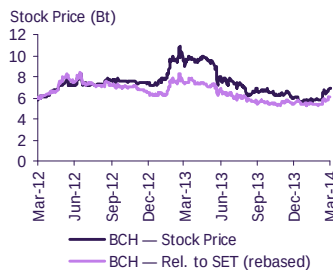
ชื่อ

Stock Data

Last close (Mar 21) (Bt)	6.85
12-m target price (Bt)	9.00
Upside (Downside) to TP (%)	31.39
Mkt cap (Btbn)	17.08
Mkt cap (US\$mn)	528

Bloomberg code	BCH TB
Reuters code	BCH.BK
Risk rating	L
Mkt cap (%) SET	0.14
Sector % SET	3.16
Shares issued (mn)	2,494
Par value (Bt)	1
12-m high / low (Bt)	12.7 / 5.5
Avg. daily 6m (US\$mn)	0.57
Foreign limit / actual (%)	49 / 20
Free float (%)	50.0
Dividend policy (%)	≤ 40

Price Performance



Source: SET, SCBS Investment Research

Share performances

	1M	3M	12M
Absolute	17.1	12.3	-23.5
Relative to SET	12.2	9.5	-16.9

Source: SET, SCBS Investment Research

รวีบุษ ปิยะกรียงไกร

0-2949-1002

raweenuch.piyakriengkai@scb.co.th

มีส่วนลดมากเกินไป ขณะที่ผลการดำเนินงานมีแนวโน้มฟื้นตัว

ราคาหุ้น BCH ปรับตัวขึ้นมาแล้ว 13% YTD และดีกว่าผลตอบแทนของ SET สะท้อนถึงผลการดำเนินงานที่มีแนวโน้มฟื้นตัวดีขึ้นในปีนี เนื่องจากผลขาดทุนจากโรงพยาบาลระดับบนแห่งแรก (WMC) ของบริษัทจะปรับลดลง ทั้งนี้แม้ราคาหุ้น BCH ปรับตัวเพิ่มขึ้นมาแล้ว YTD แต่เราคาดว่าราคาหุ้นจะปรับตัวขึ้นอย่างต่อเนื่อง เพราะราคาหุ้นลดลงมากถึง 27% ในปีที่ผ่านมา ซึ่งให้เห็นว่าปัจจัยบวกยังไม่ได้สะท้อนในราคาหุ้นทั้งหมด นอกจากนี้เราก็มองว่า valuation ปัจจุบันน่าสนใจด้วย ปัจจุบัน BCH ซื้อขายที่ PE ปี 57 ระดับ 21 เท่า มีส่วนลด 21% จาก PE เฉลี่ยของหุ้นกลุ่มเดียวกันในตลาดภูมิภาค หากตัดขาดทุนจาก WMC ออกไป PE ปี 57 ของ BCH จะลดลงมาอยู่ที่ 17 เท่า มีส่วนลด 36% จาก PE เฉลี่ยของหุ้นกลุ่มเดียวกันในตลาดภูมิภาค เราแนะนำ "ซื้อ" BCH โดยมีราคาเป้าหมายที่คำนวณได้จากวิธี DCF ที่ 9.0 บาท/หุ้น

WMC - เปลี่ยนจากตัวถ่วงมาเป็นตัวหนุนกำไร กำไรสุทธิปี 2556 ของ BCH มีจำนวน 585 ล้านบาท ลดลง 36% YoY โดยมีสาเหตุหลักมาจากปริมาณผู้เข้ารับการรักษาที่เพิ่มขึ้นช้ากว่าคาดของ World Medical Center (WMC) ที่เป็นโรงพยาบาลระดับบนแห่งใหม่ของบริษัท เราคาดว่า WMC มีผลขาดทุนจำนวน 300 ล้านบาท หรือคิดเป็น 51% ของกำไรสุทธิปี 2556 ของ BCH ผลการดำเนินงานของ WMC จะปรับตัวดีขึ้นอย่างต่อเนื่องในปีนี และจะสะท้อนในผลการดำเนินงานของ BCH ในด้านการดำเนินงาน หลังจากโรงพยาบาลแห่งนี้ทำการตลาดมากขึ้นโดยออกไปโฆษณาและแพ็คเกจการรักษา ปริมาณผู้เข้ารับการรักษาโดยเฉลี่ยก็ปรับตัวเพิ่มขึ้นมากกว่าสองเท่าจาก 50 คน/วันในไตรมาส 2/56 สู่ 120 คน/วันในไตรมาส 4/56 ทั้งนี้หลังจากทำการตลาดในช่วงปีที่ผ่านมา เราคาดว่าปริมาณผู้เข้ารับการรักษาโดยเฉลี่ยจะเพิ่มขึ้นสู่ 200 คน/วัน และจะช่วยหนุนให้รายได้เพิ่มขึ้นและขาดทุนสุทธิลดลงสู่ 180 ล้านบาท หรือขาดทุนลดลงเกือบครึ่งหนึ่งของขาดทุนสุทธิ 300 ล้านบาทในปี 2556

ไตรมาส 1/57 จะเป็นไตรมาสสุดท้ายที่กำไรสุทธิลดลง YoY WMC เป็นโรงพยาบาลใหม่ที่ยังไม่มีฐานลูกค้า ในฐานะโรงพยาบาลใหม่ รายได้จึงอยู่ในระดับต่ำ แต่ภาระต้นทุนสูง ดังนั้นนับตั้งแต่เปิดให้บริการในไตรมาส 1/56 WMC ก็ส่งผลกระทบต่อกำไรสุทธิของ BCH ปรับตัวลดลง YoY ตลอดทั้งปี การคาดการณ์ถึงผลการดำเนินงานที่ดีขึ้นของ WMC ทำให้เราเชื่อว่าผลการดำเนินงานของ BCH จะเริ่มเข้าสู่แนวโน้มขาขึ้นอีกครั้ง เนื่องจากผลขาดทุนที่ลดน้อยลงที่ WMC จะทำให้กำไรสุทธิไม่ลดลง YoY อีกต่อไป หลังจากไตรมาส 1/57

โรงพยาบาลนวนครที่เข้าซื้อเมื่อไม่นานนี้พลิกกลับมาทำกำไรได้เล็กน้อย BCH ดำเนินกิจการโรงพยาบาล 9 แห่ง จำนวนเตียงทั้งหมด ~1,900 เตียง ได้แก่ โรงพยาบาลเกษมราษฎร์ 6 แห่ง (กลุ่มลูกค้ารายได้ปานกลางและประกันสังคม), WMC (กลุ่มลูกค้ารายได้สูง), และโรงพยาบาล 2 แห่ง คือ โรงพยาบาลนวนคร (นวนคร) ที่ปทุมธานีและอยุธยา (ลูกค้าประกันสังคม) ซึ่งเข้าซื้อหุ้น 50% ในปีที่ผ่านมา BCH เปิดเผยว่า ในปี 2556 นวนครรายงานขาดทุนสุทธิ 50 ล้านบาท เนื่องจากบริษัทมีประสบการณ์น้อยในการให้บริการผู้ป่วยประกันสังคม ตั้งแต่นั้นปี 2557 เป็นต้นมา BCH ได้เข้าไปมีส่วนร่วมในการปฏิบัติงานประจำวันของนวนคร จากประสบการณ์ในการให้บริการผู้ป่วยประกันสังคมมาเป็นเวลานานบวกกับการควบคุมต้นทุนได้ดีขึ้นผ่านทางเครือข่ายโรงพยาบาลของ BCH (การจัดซื้อเวชภัณฑ์และอุปกรณ์การแพทย์) จึงช่วยหนุนให้นวนครรายงานกำไรเล็กน้อยในเดือน ม.ค.-ก.พ. เราคาดว่าแนวโน้มเช่นนี้จะทำให้กลุ่มทุนคลายความกังวลเกี่ยวกับแรงกดดันด้านผลการดำเนินงานที่เกิดจากการลงทุนใหม่

Valuation น่าสนใจ - มีส่วนลดมากเมื่อเทียบกับหุ้นกลุ่มเดียวกันในตลาดภูมิภาค ราคาหุ้น BCH ปรับตัวขึ้นมาแล้ว 13% YTD และ outperform SET สะท้อนถึงผลการดำเนินงานที่มีแนวโน้มฟื้นตัวดีขึ้นในปีนี เนื่องจาก WMC จะมีผลขาดทุนลดน้อยลง แม้ราคาหุ้น BCH ปรับตัวขึ้นมาแล้ว YTD แต่หากมองในช่วง 12 เดือนที่ผ่านมา พบว่าราคาหุ้นปรับตัวลดลงมากถึง 27% ซึ่งให้เห็นว่าราคาหุ้นยังไม่ได้สะท้อนปัจจัยบวกทั้งหมด และ valuation ปัจจุบันน่าสนใจ ปัจจุบัน BCH ซื้อขายที่ PE ปี 2557 ระดับ 21 เท่า มีส่วนลด 21% จาก PE เฉลี่ยของหุ้นกลุ่มเดียวกันในตลาดภูมิภาคที่ 27 เท่า หากตัดขาดทุนจาก WMC ออกไป PE ปี 2557 ของ BCH จะลดลงมาอยู่ที่ 17 เท่า มีส่วนลด 36% จาก PE เฉลี่ยของหุ้นกลุ่มเดียวกันในตลาดภูมิภาค

Forecasts and valuation

Year to 31 Dec	Unit	2012	2013	2014F	2015F	2016F
Revenue	(Btmn)	4,466	4,702	5,080	5,420	5,749
EBITDA	(Btmn)	1,590	1,350	1,738	1,936	2,075
Core profit	(Btmn)	908	585	798	943	1,047
Reported profit	(Btmn)	908	585	798	943	1,047
Core EPS	(Bt)	0.36	0.23	0.32	0.38	0.42
DPS	(Bt)	0.18	0.16	0.16	0.19	0.21
P/E, core	(x)	18.8	29.2	21.4	18.1	16.3
EPS growth, core	(%)	35.0	(35.6)	36.5	18.2	10.9
P/BV, core	(x)	4.2	3.8	4.0	3.6	3.2
ROE	(%)	23.7	13.6	18.0	20.7	20.7
Dividend yield	(%)	2.6	2.3	2.3	2.8	3.1
EV/EBITDA	(x)	9.5	12.3	11.8	8.3	7.3

Source: SCBS Investment Research

Financial statement

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	2012	2013	2014F	2015F	2016F
Total revenue	4,466	4,702	5,080	5,420	5,749
Cost of goods sold	(2,716)	(3,191)	(3,285)	(3,461)	(3,636)
Gross profit	1,749	1,510	1,795	1,959	2,114
SG&A	(463)	(600)	(625)	(608)	(634)
Other income	65	95	97	101	105
Interest expense	6	106	87	81	75
Pre-tax profit	1,346	899	1,180	1,371	1,511
Corporate tax	(310)	(178)	(236)	(274)	(302)
Equity a/c profits	0	0	0	0	0
Minority interests	(128)	(136)	(146)	(153)	(162)
Core profit	908	585	798	943	1,047
Extra-ordinary items	0	0	0	0	0
Net Profit	908	585	798	943	1,047
EBITDA	1,590	1,350	1,738	1,936	2,075
Core EPS (Bt)	0.36	0.23	0.32	0.38	0.42
Net EPS (Bt)	0.36	0.23	0.32	0.38	0.42
DPS (Bt)	0.18	0.16	0.16	0.19	0.21

Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	2012	2013	2014F	2015F	2016F
Total current assets	1,861	2,236	1,632	1,887	1,398
Total fixed assets	4,976	7,427	7,676	7,912	8,142
Total assets	7,118	10,024	9,670	10,160	9,902
Total loans	2,039	3,936	3,920	3,120	1,620
Total current liabilities	1,539	1,815	1,728	2,546	3,263
Total long-term liabilities	1,369	3,300	3,300	2,500	1,001
Total liabilities	3,054	5,485	5,351	5,368	4,586
Paid-up capital	1,995	2,494	1,995	1,995	1,995
Total equity	4,064	4,539	4,319	4,792	5,316
BVPS (Bt)	1.63	1.82	1.73	1.92	2.13

Cash Flow Statement (Btmn)

FY December 31	2012	2013	2014F	2015F	2016F
Core Profit	908	585	798	943	1,047
Depreciation and amortization	238	345	472	484	489
Operating cash flow	886	1,376	1,173	1,275	1,384
Investing cash flow	(1,169)	(2,412)	(600)	(600)	(600)
Financing cash flow	400	2,300	(1,081)	(471)	(1,322)
Net cash flow	(184)	779	(509)	204	(538)

Key Financial Ratios

	2012	2013	2014F	2015F	2016F
Gross margin(%)	39.2	32.1	35.3	36.1	36.8
Operating margin(%)	28.8	19.4	23.0	24.9	25.7
EBITDA margin(%)	35.6	28.7	34.2	35.7	36.1
EBIT margin(%)	29.8	21.0	24.5	26.3	27.1
Net profit margin(%)	20.3	12.4	15.7	17.4	18.2
ROE (%)	23.7	13.6	18.0	20.7	20.7
ROA (%)	14.3	6.8	8.1	9.5	10.4
Net D/E (x)	0.4	0.7	0.8	0.5	0.3
Interest coverage (x)	252.7	12.7	20.1	23.9	27.7
Debt service coverage (x)	1.4	1.7	2.4	2.8	3.0
Payout Ratio (%)	49.4	68.2	50.0	50.0	50.0

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	4Q12	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13
Total revenue	1,175	1,116	1,117	1,271	1,198
Cost of goods sold	(717)	(743)	(790)	(844)	(815)
Gross profit	458	373	326	428	383
SG&A	(136)	(134)	(154)	(155)	(157)
Other income	19	32	23	19	21
Interest expense	0	6	27	32	41
Pre-tax profit	341	265	169	259	206
Corporate tax	(78)	(53)	(32)	(54)	(39)
Equity a/c profits	0	0	0	0	0
Minority interests	(34)	(34)	(31)	(38)	(34)
Core profit	229	178	106	167	133
Extra-ordinary items	0	0	0	0	0
Net Profit	229	178	106	167	133
EBITDA	405	333	290	385	342
Core EPS (Bt)	0.09	0.07	0.04	0.07	0.05
Net EPS (Bt)	0.09	0.07	0.04	0.07	0.05

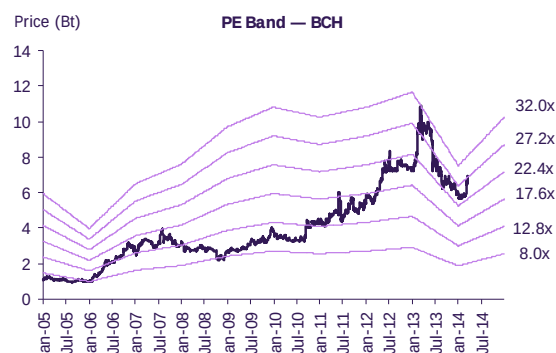
Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	4Q12	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13
Total current assets	1,861	1,868	1,763	2,489	2,236
Total fixed assets	4,976	6,012	6,154	6,703	7,427
Total assets	7,118	8,163	8,201	9,487	10,024
Total loans	2,039	2,643	2,660	4,030	3,936
Total current liabilities	1,539	1,854	1,791	1,671	1,815
Total long-term liabilities	1,369	1,800	1,800	3,300	3,300
Total liabilities	3,054	3,888	3,910	5,288	5,485
Paid-up capital	1,995	1,995	2,494	2,494	2,494
Total equity	4,064	4,275	4,291	4,199	4,539
BVPS (Bt)	1.63	1.71	1.72	1.68	1.82

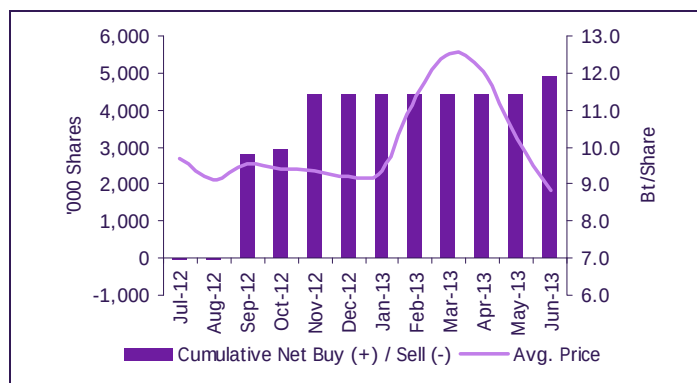
Main Assumptions

	2012	2013	2014F	2015F	2016F
Revenue breakdown (%)					
Cash service	66	66	68	69	70
Social securities (SC)	32	32	31	30	29
Universal coverage project (UC)	1	1	1	1	1

PE Band Chart

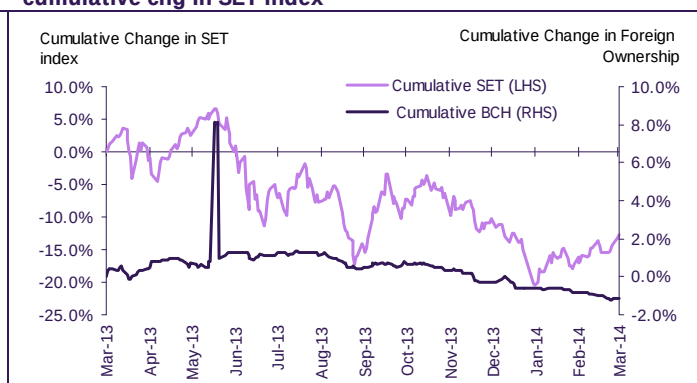


12-Month Cumulative directors trade



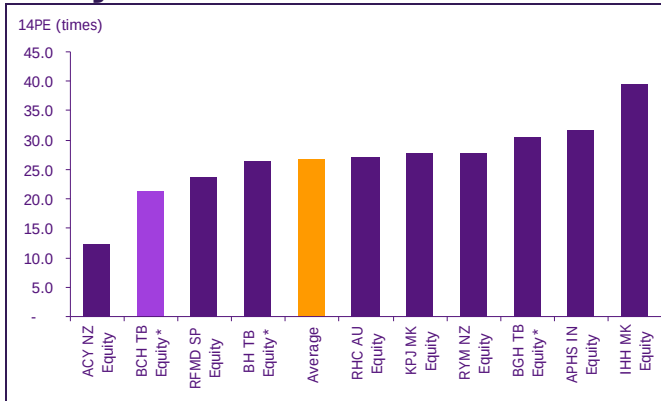
Source: SEC

12 Month cumulative chg in foreign ownership versus cumulative chg in SET index



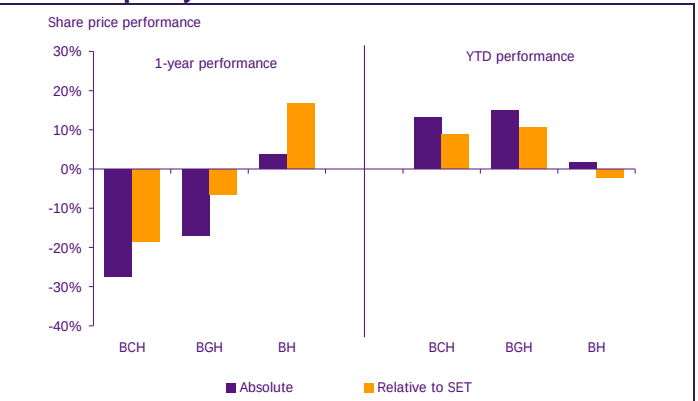
Source: SET, SCBS Investment Research

Figure 1: BCH's PE is lower than regional peer average



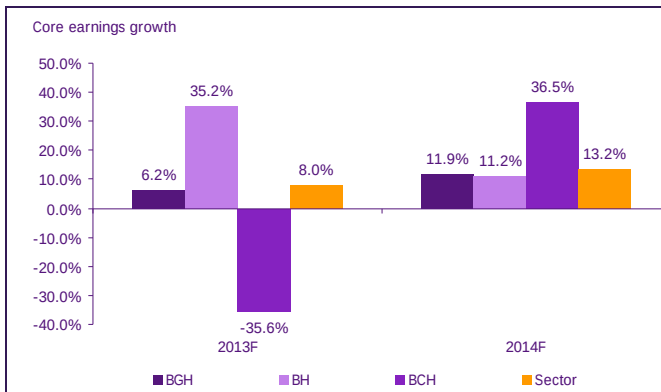
Source: Bloomberg and SCBS Investment Research
* BCH, BGH and BH are SCBS estimate

Figure 2: Share price performance – Steepest plunge over the past year



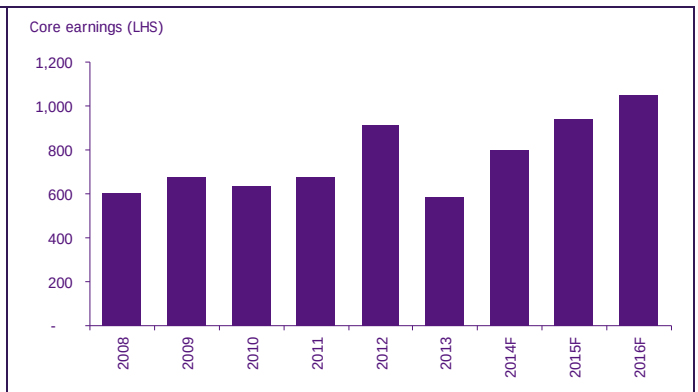
Source: SET and SCBS Investment Research

Figure 3: BCH to deliver strongest earnings growth in 2014



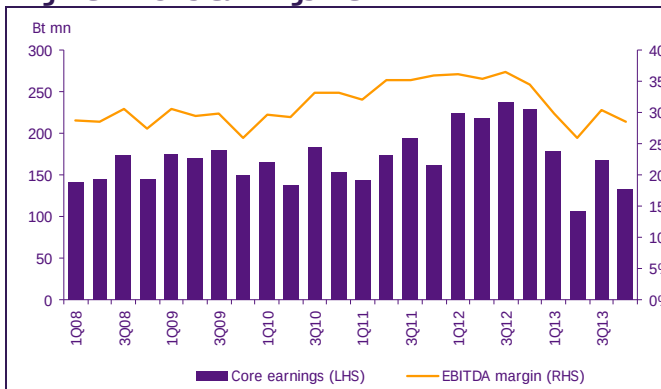
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 4: BCH's earnings trend



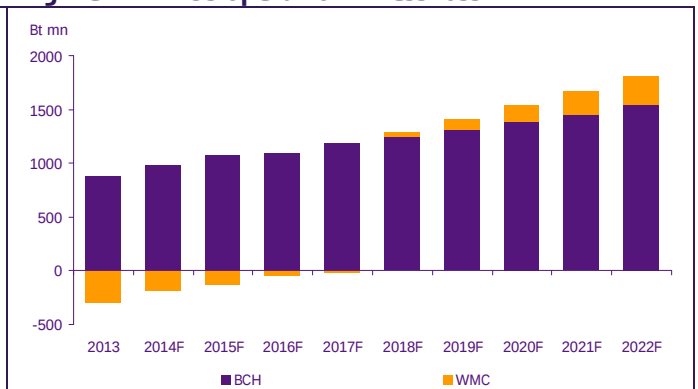
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 5: BCH's earnings trend



Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 6: WMC's operation – Less loss in 2014



Source: Company data and SCBS Investment Research

This page is left blank intentionally



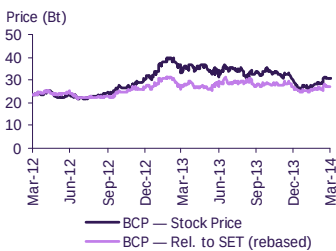
ข้อ

Stock data

Last close (Mar 21) (Bt)	30.50
12-m target price (Bt)	44.00
Upside (Downside) to TP (%)	44.26
Mkt cap (Btbn)	42.00
Mkt cap (US\$mn)	1,298

Bloomberg code	BCP TB
Reuters code	BCP.BK
Risk rating	M
Mkt cap (%) SET	0.35
Sector % SET	18.05
Shares issued (mn)	1,377
Par value (Bt)	1
12-m high / low (Bt)	37.5 / 25.3
Avg. daily 6m (US\$mn)	3.00
Foreign limit / actual (%)	25 / 21
Free float (%)	62.8
Dividend policy (%)	≥ 30

Share Price Performance



Source: SET, SCBS Investment Research

Share performance

	1M	3M	12M
Absolute	5.2	5.2	-7.6
Relative to SET	0.8	2.5	0.5

Source: SET, SCBS Investment Research

ชัยพัชร ธนวัฒน์

0-2949-1005

chaipat.thanawattano@scb.co.th

ธุรกิจโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์จะช่วยหนุนให้กำไรปี 57 เติบโต

ธุรกิจโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์มีแนวโน้มที่จะช่วยสนับสนุนให้ BCP มีผลการดำเนินงานที่ดีอีกครั้งในปีหน้า แม้บริษัทจะหยุดซ่อมบำรุงใหญ่โรงกลั่นตามแผน ซึ่งจะสนับสนุนให้กำไรของธุรกิจกลั่นน้ำมันปรับตัวเพิ่มขึ้นอันเป็นผลมาจากประสิทธิภาพการผลิตและกำลังการผลิตที่สูงขึ้น BCP เป็น 1 ในหุ้น top picks ประจำไตรมาส 2/57 ของ SCBS เนื่องจากเราคาดการณ์ผลการดำเนินงานที่แข็งแกร่งในไตรมาส 1/57 และค่าการกลั่นที่ดีโดยมีสาเหตุมาจากการหยุดซ่อมบำรุงโรงกลั่นในตลาดภูมิภาค valuation ปัจจุบันสำหรับปี 2557 ที่ P/E 8.7 เท่า ดูน่าสนใจเมื่อเทียบกับ P/E เฉลี่ยของหุ้นกลุ่มเดียวกันในตลาดภูมิภาคที่ 12.6 เท่า นอกจากนี้ยังมีปัจจัยสนับสนุนจากผลตอบแทนจากเงินปันผลที่ 4.6% ด้วย

โครงการโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์จะแล้วเสร็จในปี 2557 ปัจจุบัน BCP เดินเครื่องโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ กำลังการผลิตเพียง 70 เมกะวัตต์ (59%) จากทั้งหมด 118 เมกะวัตต์ กำลังการผลิตส่วนที่เหลือจะทยอยเริ่มเดินเครื่องผลิตในปีหน้า โดยหน่วยสุดท้าย (16 เมกะวัตต์) จะเริ่มผลิตในเดือน ก.ค. โครงการนี้จะเป็นปัจจัยสำคัญที่ช่วยสนับสนุนให้กำไรของ BCP เติบโตในปี 2557-58 การคำนวณของเราพบว่า การเดินเครื่องโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ กำลังการผลิต 118 เมกะวัตต์ ตลอดทั้งปีจะสร้าง EBITDA จำนวน 2.8 พันล้านบาทต่อปี ส่วนแบ่งกำไรจากโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์น่าจะเพิ่มขึ้นจาก 15% ในปี 2556 สู่ 22% ในปี 2557 และ 28% ในปี 2558 ซึ่งจะช่วยลดความผันผวนของกระแสเงินสดของ BCP ในระยะยาว

ปริมาณน้ำมันดิบนำเข้าจะลดลง ~10% YoY จากการหยุดซ่อมบำรุงหน่วยกลั่นน้ำมันดิบ กำลังการผลิต 80,000 บาร์เรล/วัน ตามแผน ซึ่งจะส่งผลทำให้ส่วนแบ่งกำไรจากธุรกิจกลั่นน้ำมันปรับลดลงในปี 2557 หน่วยกลั่นน้ำมันดิบแห่งนี้ได้รับความเสียหายจากเหตุเพลิงไหม้ในปี 2555 และการหยุดซ่อมบำรุงใหญ่เป็นเวลา 30 วันตามปกติจะหยุดเพิ่มอีก 16 วันในรอบนี้เพื่อติดตั้งหอกลิ้นใหม่ ซึ่งจะช่วยหนุนให้กำลังการผลิตของบริษัทปรับเพิ่มขึ้นจาก 120,000 บาร์เรล/วัน สู่ 140,000 บาร์เรล/วัน บริษัทสามารถขอรับเงินชดเชยค่าเสียหายโอกาสจากบริษัทประกันภัยในช่วงที่หยุดโรงกลั่นได้ และบริษัทประกันภัยจะจ่ายค่าหอกลิ้นใหม่ (~400 ล้านบาท) ให้ด้วย การหยุดซ่อมบำรุงครั้งนี้จะส่งผลทำให้ปริมาณน้ำมันดิบนำเข้าลดลงจาก 99,300 บาร์เรล/วัน (อัตราการใช้กำลังการผลิต 83%) สู่ 90,000-94,000 บาร์เรล/วัน (อัตราการใช้กำลังการผลิต 75-78%) เราคาดว่าอัตราการใช้กำลังการผลิตที่ลดลงจะส่งผลทำให้ค่าการกลั่นโดยเฉลี่ยปรับลดลงจาก 7.53 ดอลลาร์สหรัฐ/บาร์เรลในปี 2556 สู่ 7 ดอลลาร์สหรัฐ/บาร์เรลในปี 2557 ตั้งเป้า EBITDA >1 หมื่นล้านบาทในปี 2557 (SCBS คาดการณ์ที่ 9.4 พันล้านบาท) โดยหลักๆ จะเกิดจากธุรกิจโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ ในขณะที่การหยุดซ่อมบำรุงตามแผนในไตรมาส 2/57 น่าจะส่งผลทำให้กำไร (EBITDA) จากธุรกิจโรงกลั่นลดลง ~10% YoY อย่างไรก็ดี เป้า EBITDA ที่ 1 หมื่นล้านบาทยังคงสะท้อนถึงอัตราเติบโต 7% YoY จาก 9.3 พันล้านบาทในปี 2556 โดยได้รับปัจจัยหนุนจากส่วนแบ่งกำไร (EBITDA) ที่สูงขึ้นจากธุรกิจโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ (+57% YoY) ประเมินการของ SCBS ยึดหลักอนุรักษนิยมมากกว่า โดยคาดการณ์ EBITDA ที่ 9.4 พันล้านบาทในปี 2557 เนื่องจากเรายังไม่ได้รวมเงินชดเชยจากประกันภัยสำหรับค่าเสียหายโอกาสในช่วงที่หยุดซ่อมบำรุงนานกว่าปกติเข้ามา

BCP เป็น top pick ประจำไตรมาส 2/57 เนื่องจากเราเชื่อว่าค่าการกลั่นจะปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง โดยได้รับปัจจัยหนุนจากการหยุดซ่อมบำรุงโรงกลั่นในตลาดภูมิภาค ทั้งนี้ตามแผนซ่อมบำรุงที่ประกาศออกมา พบว่าโรงกลั่นกำลังการผลิตประมาณ 1.4 ล้านบาร์เรล/วันในภูมิภาคเอเชียจะหยุดซ่อมบำรุงในไตรมาส 2/57 ถึงต้นไตรมาส 3/57 ซึ่งมีหน่วย CDU กำลังการกลั่น 8 หมื่นบาร์เรล/วันของ BCP รวมอยู่ด้วย แม้ BCP จะไม่ได้รับประโยชน์อย่างเต็มที่จากค่าการกลั่นที่สูงขึ้น แต่น่าจะยังดีกว่าบริษัทอื่นๆ ที่ผลการดำเนินงานจะได้รับผลกระทบจากราคาผลิตภัณฑ์ที่โหมขึ้นราคา นอกจากนี้ BCP ยังจะได้รับเงินชดเชยค่าเสียหายโอกาสในช่วงที่หยุดโรงกลั่นด้วย (ดูรายละเอียดด้านล่าง) เราคาดว่า BCP จะประกาศผลการดำเนินงานไตรมาส 1/57 ที่ดีในเดือน พ.ค. ซึ่งน่าจะเป็นปัจจัยกระตุ้นราคาหุ้นในระยะสั้น

Forecasts and valuation

Year to 31 Dec	Unit	2012	2013	2014F	2015F	2016F
Revenue	(Btmn)	165,246	186,514	201,631	202,303	201,885
EBITDA	(Btmn)	6,177	9,434	9,407	9,870	9,472
Core profit	(Btmn)	2,017	4,616	4,801	5,234	4,849
Reported profit	(Btmn)	4,273	4,653	4,801	5,234	4,849
Core EPS	(Bt)	1.52	3.35	3.49	3.80	3.52
DPS	(Bt)	1.25	1.35	1.40	1.60	1.50
P/E, core	(x)	20.0	9.1	8.7	8.0	8.7
EPS growth, core	(%)	(74.1)	120.0	4.0	9.0	(7.3)
P/BV, core	(x)	1.3	1.2	1.1	1.0	1.0
ROE	(%)	6.5	13.8	13.3	13.3	11.5
Dividend yield	(%)	4.1	4.4	4.6	5.2	4.9
EV/EBITDA	(x)	8.1	5.6	5.6	5.2	4.9

Source: SCBS Investment Research

Financial statement

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	2012	2013	2014F	2015F	2016F
Total revenue	165,246	186,514	201,631	202,303	201,885
Cost of goods sold	158,083	177,472	191,763	191,715	191,775
Gross profit	7,163	9,041	9,868	10,588	10,109
SG&A	4,100	4,290	4,335	4,350	4,341
Other income	661	1,906	854	659	670
Interest expense	940	1,064	1,038	1,062	1,037
Pre-tax profit	2,784	5,593	5,350	5,835	5,402
Corporate tax	715	932	535	583	540
Equity a/c profits	(23)	34	35	35	36
Minority interests	(30)	(78)	(48)	(53)	(49)
Core profit	2,017	4,616	4,801	5,234	4,849
Extra-ordinary items	2,255	37	0	0	0
Net Profit	4,273	4,653	4,801	5,234	4,849
EBITDA	6,177	9,434	9,407	9,870	9,472
Core EPS (Bt)	1.52	3.35	3.49	3.80	3.52
Net EPS (Bt)	3.23	3.38	3.49	3.80	3.52
DPS (Bt)	1.25	1.35	1.40	1.60	1.50

Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	2012	2013	2014F	2015F	2016F
Total current assets	37,107	36,568	42,387	44,586	47,825
Total fixed assets	33,746	35,821	37,541	38,599	37,097
Total assets	70,853	72,389	79,928	83,185	84,922
Total loans	16,028	17,834	21,008	20,998	19,989
Total current liabilities	19,228	16,325	17,686	17,686	17,686
Total long-term liabilities	19,303	21,084	24,295	24,289	23,284
Total liabilities	38,530	37,408	41,981	41,975	40,970
Paid-up capital	1,377	1,377	1,377	1,377	1,377
Total equity	32,143	34,731	37,649	40,858	43,552
BVPS (Bt)	23.34	25.22	27.34	29.67	31.63

Cash Flow Statement (Btmn)

FY December 31	2012	2013	2014F	2015F	2016F
Core Profit	2,017	4,616	4,801	5,234	4,849
Depreciation and amortization	2,453	2,777	3,020	2,973	3,033
Operating cash flow	11,633	5,451	6,067	8,170	7,890
Investing cash flow	(5,285)	(5,507)	(4,734)	(4,025)	(1,525)
Financing cash flow	(2,364)	(1,422)	1,340	(1,981)	(3,116)
Net cash flow	3,985	(1,478)	2,673	2,164	3,249

Key Financial Ratios

	2012	2013	2014F	2015F	2016F
Gross margin(%)	4.3	4.8	4.9	5.2	5.0
Operating margin(%)	1.9	2.5	2.7	3.1	2.9
EBITDA margin(%)	3.7	5.1	4.7	4.9	4.7
EBIT margin(%)	2.3	3.6	3.2	3.4	3.2
Net profit margin(%)	2.6	2.5	2.4	2.6	2.4
ROE (%)	6.5	13.8	13.3	13.3	11.5
ROA (%)	3.0	6.4	6.3	6.4	5.8
Net D/E (x)	0.2	0.3	0.3	0.2	0.1
Interest coverage (x)	6.6	8.9	9.1	9.3	9.1
Debt service coverage (x)	1.8	4.5	4.5	4.8	4.6
Payout Ratio (%)	38.7	40.0	40.2	42.1	42.6

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	4Q12	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13
Total revenue	43,952	47,283	45,105	46,062	48,064
Cost of goods sold	41,929	44,320	44,069	43,471	45,612
Gross profit	2,023	2,963	1,036	2,591	2,452
SG&A	1,477	924	1,004	982	1,381
Other income	375	101	1,641	71	93
Interest expense	274	268	241	299	255
Pre-tax profit	647	1,872	1,432	1,380	908
Corporate tax	190	520	66	278	68
Equity a/c profits	(7)	25	4	1	4
Minority interests	1	(21)	(13)	(14)	(29)
Core profit	451	1,356	1,357	1,088	815
Extra-ordinary items	696	842	(950)	271	(126)
Net Profit	1,147	2,198	407	1,359	688
EBITDA	1,631	2,823	2,359	2,376	1,876
Core EPS (Bt)	0.33	0.98	0.99	0.79	0.59
Net EPS (Bt)	0.83	1.60	0.30	0.99	0.50

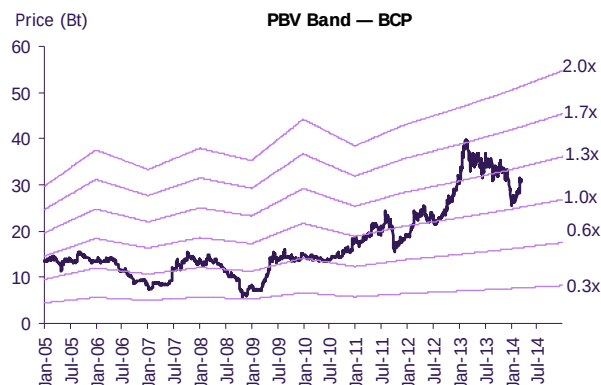
Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	4Q12	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13
Total current assets	37,107	38,794	36,714	34,267	36,568
Total fixed assets	33,746	35,384	35,533	35,347	35,821
Total assets	70,853	74,178	72,246	69,614	72,389
Total loans	16,028	15,853	17,262	11,505	17,834
Total current liabilities	19,228	20,467	18,143	20,520	16,325
Total long-term liabilities	19,303	19,168	20,388	14,830	21,084
Total liabilities	38,530	39,635	38,531	35,351	37,408
Paid-up capital	1,377	1,377	1,377	1,377	1,377
Total equity	32,143	34,341	33,509	34,042	34,731
BVPS (Bt)	23.34	24.94	24.34	24.72	25.22

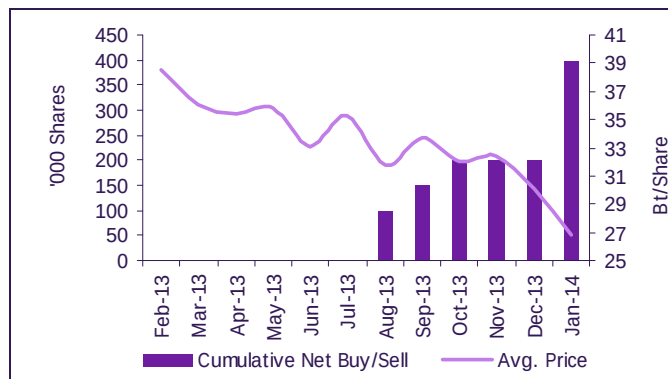
Main Assumptions

	2012	2013	2014F	2015F	2016F
Crude run (kbd)	73.7	99.3	90.0	103.0	103.0
Base GRM (US\$/bbl)	8.34	5.76	7.00	7.00	6.50
Marketing margin (Bt/litre)	0.55	0.55	0.55	0.55	0.55
Total capacity - Solar (MW) YE	38	70	118	118	118
EBITDA contribution - Solar (Bt, mn)	423	1,396	1,790	2,750	2,750
FX (Bt/US\$)	31.09	30.73	33.00	33.00	33.00

PBV Band Chart

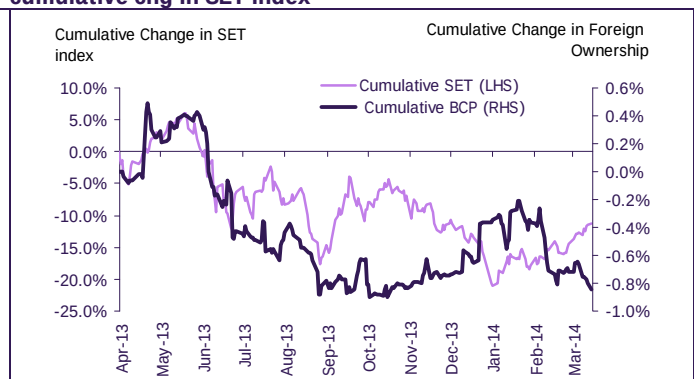


12-Month Cumulative directors trade



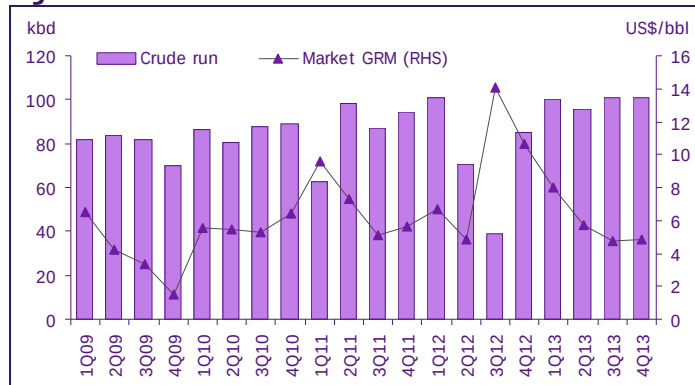
Source: SEC

12 Month cumulative chg in foreign ownership versus cumulative chg in SET index



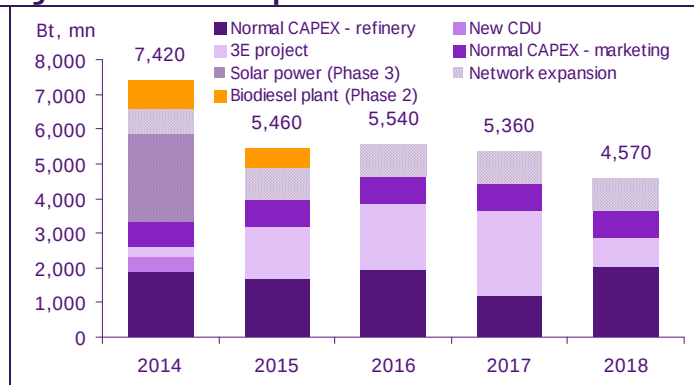
Source: SET, SCBS Investment Research

Figure 1: Crude run & market GRM



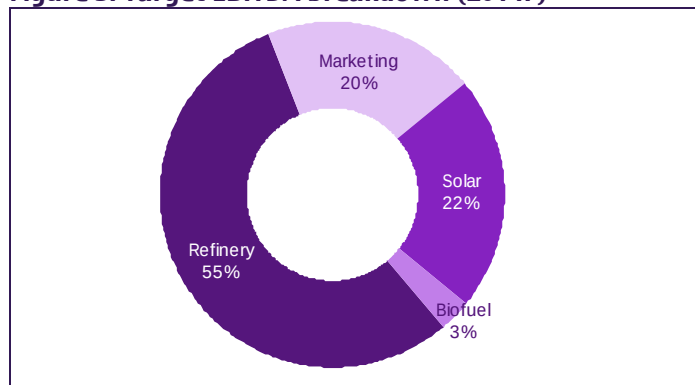
Source: BCP, SCBS Investment Research

Figure 2: Investment plan



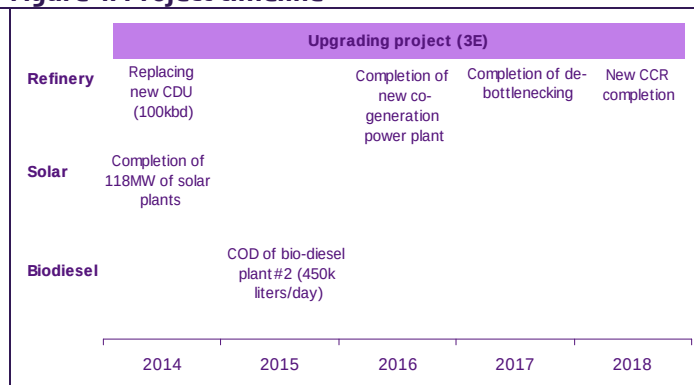
Source: BCP, Reuters, SCBS Investment Research

Figure 3: Target EBITDA breakdown (2014F)



Source: BCP, SCBS Investment Research

Figure 4: Project timeline



Source: BCP, Reuters, SCBS Investment Research

Figure 5: Regional peer comparison (price as of 21 Mar 14)

Company	P/E (x)			EPS Growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
	14F	15F	16F	14F	15F	16F	14F	15F	16F	14F	15F	16F	14F	15F	16F	14F	15F	16F
Bharat Petroleum Corp Ltd	14.7	13.1	n.m.	7.4	12.3	n.m.	1.6	1.5	n.a	12.3	12.7	n.m.	2.5	2.5	n.a	8.3	7.8	n.a.
Hindustan Petroleum Corp	8.5	6.3	n.m.	38.3	35.8	n.m.	0.7	0.6	n.a	8.7	10.5	n.m.	3.3	3.9	n.a	9.4	8.4	n.a.
Indian Oil Corp Ltd	9.6	8.5	6.4	19.7	12.8	33.3	0.8	0.8	n.a	9.4	10.1	10.9	3.2	3.5	n.a	7.4	6.7	6.1
Reliance Industries Ltd	11.1	9.8	8.3	11.4	14.1	17.7	1.3	1.2	n.a	12.4	12.6	n.m.	1.2	1.3	n.a	8.2	7.1	6.0
S-Oil Corp	10.5	9.7	9.5	134.0	7.6	2.7	1.2	1.1	1.1	13.1	11.6	11.6	4.0	4.6	4.8	7.0	6.7	6.5
Petron Corp*	23.9	11.4	n.m.	42.5	110.1	n.m.	1.9	1.6	n.a	8.3	15.0	10.9	0.6	0.7	n.a	10.5	7.5	6.3
Bangchak Petroleum PCL**	8.1	7.5	7.8	10.8	8.2	(3.9)	1.1	1.0	1.0	13.9	14.0	13.9	5.0	5.3	4.2	5.9	5.4	4.9
IRPC PCL*	22.6	14.9	8.3	260.0	52.1	80.4	0.9	0.8	0.8	3.9	5.6	7.5	2.2	2.8	2.4	11.4	9.6	8.1
Esso Thailand PCL	7.3	n.m.	n.m.	881.8	n.m.	n.m.	0.9	0.8	0.8	9.8	7.8	11.9	4.2	3.9	4.0	8.7	9.8	9.6
Thai Oil PCL	9.3	8.7	8.5	9.6	6.5	2.6	1.1	1.0	1.0	11.6	11.9	12.2	4.8	5.0	4.9	6.7	6.3	6.0
Average	12.6	10.0	8.1	141.6	28.8	22.1	1.1	1.0	0.9	10.3	11.2	11.3	3.1	3.3	4.0	8.3	7.5	6.7
Average (ex outliers)	9.9	9.1	8.1	139.1	13.9	10.5	1.1	1.0	0.9	11.4	11.4	12.1	3.5	3.7	4.5	7.7	7.3	6.5
Bangchak Petroleum ***	8.7	8.0	8.7	3.2	9.0	(7.3)	1.1	1.0	1.0	13.3	13.3	11.5	4.6	5.2	4.9	5.6	5.2	4.9

Note: * outliers, ** Consensus forest, *** SCBS forecast

Source: Bloomberg Finance LP, SCBS Investment Research

This page is left blank intentionally



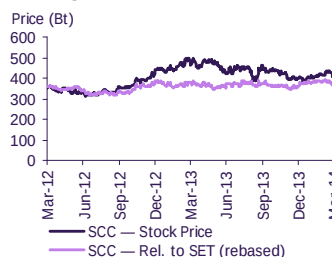
ชื่อ

Stock Data

Last close (Mar 21) (Bt)	418.00
12-m target price (Bt)	540.00
Upside (Downside) to TP (%)	29.19
Mkt cap (Btbn)	501.60
Mkt cap (US\$mn)	15,501

Bloomberg code	SCC TB
Reuters code	SCC.BK
Risk rating	L
Mkt cap (%) SET	4.15
Sector % SET	5.64
Shares issued (mn)	1,200
Par value (Bt)	1
12-m high / low (Bt)	502 / 365
Avg. daily 6m (US\$mn)	18.12
Foreign limit / actual (%)	25 / 25
Free float (%)	67.7
Dividend policy (%)	40-50

Share performance



Source: SET, SCBS Investment Research

Price performance

	1M	3M	12M
Absolute	0.5	4.8	-9.5
Relative to SET	-3.7	2.1	-1.6

Source: SET, SCBS Investment Research

ศิริมา ดิสราร, CFA

0-2949-1004

sirima.dissara@scb.co.th

น่าสนใจ โดยได้รับปัจจัยหนุนจากธุรกิจปิโตรเคมี

เราเล็งเห็นโอกาสเข้าซื้อสะสมหุ้น SCC หลังจากราคาหุ้นร่วงลงมาแล้ว 13% underperform SET อยู่ 2% ในช่วง 12 เดือนที่ผ่านมา ในขณะที่ถ้าเราจะทำจุดสูงสุดใหม่อีกครั้งในปีนี้ได้ได้รับปัจจัยหนุนจากวัฏจักรปิโตรเคมีขาขึ้น ธุรกิจปิโตรเคมีที่แข็งแกร่งช่วยหนุนให้กำไรออกมาสูงกว่าคาด 4 ไตรมาสติดต่อกันแล้ว ผลการดำเนินงานจะมีแนวโน้มที่ดีต่อเนื่องมาถึงไตรมาส 1/57 โดยได้รับปัจจัยหนุนจากส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ปิโตรเคมีที่กว้างขึ้น ปัจจัยฤดูกาล และไม่มีโรงงานปิดซ่อมบำรุง ณ ระดับราคาหุ้นปัจจุบัน valuation ดูน่าสนใจ โดยซื้อขายที่ PE ปี 57 ระดับ 12 เท่า เทียบกับอัตราเติบโตของ core EPS ในระยะ 3 ปีข้างหน้าในระดับเฉลี่ย 15% ต่อปี แนะนำ “ซื้อ” ราคาเป้าหมายที่คำนวณด้วยวิธี SOTP อยู่ที่ 540 บาท

ผลการดำเนินงานไตรมาส 1/57 มีแนวโน้มแข็งแกร่งต่อเนื่อง กำไรของ SCC ปรับตัวเพิ่มขึ้นมาก และสูงกว่าตลาดคาด 4 ไตรมาสติดต่อกัน โดยหลักๆ เกิดจากการดำเนินงานที่โดดเด่นของธุรกิจปิโตรเคมี เราคาดว่าโมเมนตัมที่เป็นบวกเช่นนี้จะเกิดขึ้นต่อเนื่องมาถึงไตรมาส 1/57 โดยกำไรจะเพิ่มขึ้น YoY โดยได้รับปัจจัยหนุนจากส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ปิโตรเคมีที่กว้างขึ้น (+8-18% YoY สำหรับส่วนต่างราคา PE/PP-เนฟทาในไตรมาส 1/57TD) และเพิ่มขึ้น QoQ โดยได้รับปัจจัยหนุนจากปริมาณขายที่เพิ่มขึ้นตามฤดูกาลในทุกธุรกิจ บวกกับไม่มีการหยุดซ่อมบำรุงโรงงาน MOC เป็นเวลา 45 วันเหมือนในไตรมาส 4/56

กำไรในระยะ 3 ปีข้างหน้าจะเติบโตเฉลี่ย 15% ต่อปีจนถึงปี 2559 โดยได้รับปัจจัยหนุนจากส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ปิโตรเคมีที่กว้างขึ้น ปริมาณขายผลิตภัณฑ์ที่ไม่เกี่ยวกับปิโตรเคมีที่เพิ่มขึ้น และการเติบโตจากการลงทุนใหม่ในอาเซียน สำหรับธุรกิจปิโตรเคมี ส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ปิโตรเคมีที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นในระยะหลังนี้เพิ่งอยู่ในช่วงเริ่มต้น SCC คาดว่าธุรกิจปิโตรเคมีจะอยู่ในวัฏจักรขาขึ้นต่อเนื่องไปจนถึงปี 2560 โดยได้รับปัจจัยหนุนจากอุปสงค์ทั่วโลกที่เติบโตเฉลี่ย 4% ต่อปี สูงกว่าอุปทานที่เติบโตเฉลี่ย 2-3% ต่อปี สำหรับธุรกิจที่ไม่เกี่ยวกับปิโตรเคมี SCC คาดว่าธุรกิจที่ไม่เกี่ยวกับปิโตรเคมีจะรายงานปริมาณขายเติบโตปานกลาง และจะมีส่วนแบ่งกำไรจากการเริ่มดำเนินงานโครงการใหม่กับกิจการที่เข้าซื้อมา ทั้งนี้จากการลงทุนทั้งหมดที่บริษัทประกาศออกมารวม 1.15 แสนล้านบาทในปี 2554-56 เงินลงทุน 7.7 หมื่นล้านบาท (67%) ใช้ลงทุนในธุรกิจที่ไม่เกี่ยวกับปิโตรเคมีซึ่งจะทยอยเริ่มดำเนินงานไปจนถึงปี 2559 ขณะที่ในระยะ 3 ปีข้างหน้า เราคาดว่ากำไรจากธุรกิจปิโตรเคมีจะเติบโตเร็วกว่ากำไรจากธุรกิจที่ไม่เกี่ยวกับปิโตรเคมี ซึ่งจะส่งผลทำให้สัดส่วนกำไรจากธุรกิจปิโตรเคมีปรับตัวเพิ่มขึ้นจาก 31% ในปี 2556 สู่ 44% ในปี 2559

Valuation น่าสนใจ ราคาหุ้น SCC ปรับตัวลดลงมาแล้ว 13% underperform SET อยู่ 2% ในช่วง 12 เดือนที่ผ่านมา ณ ระดับราคาหุ้นปัจจุบัน ผลตอบแทนเทียบกับความเสี่ยงของ SCC ดูน่าดึงดูดมากขึ้นเมื่อมองในแง่ valuation หุ้น SCC ซื้อขายที่ PE ปี 2557 ระดับ 12 เท่า เทียบกับอัตราเติบโตของ EPS เฉลี่ย 15% ต่อปีในปี 2557-59 ในขณะเดียวกัน เนื่องจากอัตราเติบโตของกำไรเฉลี่ยในระยะ 3 ปีข้างหน้าของ SCC สูงกว่าอัตราเติบโตของกำไรเฉลี่ยย้อนหลัง 10 ปีที่ 12% ดังนั้นเราจึงมองว่า SCC ควรจะซื้อขายสูงกว่า PE เฉลี่ยย้อนหลัง 10 ปีของบริษัทที่ 11 เท่า

คำแนะนำ “ซื้อ” โดยมีราคาเป้าหมายระยะ 12 เดือนที่คำนวณได้จากวิธี SOTP ที่ 540 บาท ราคาเป้าหมายที่เราคำนวณได้จากวิธี SOTP ประกอบด้วยมูลค่าธุรกิจปิโตรเคมีที่ซึ่งอิงกับ EV/EBITDA ที่ 8.5 เท่า, มูลค่าธุรกิจกระดาษซึ่งอิงกับ EV/EBITDA ที่ 10.0 เท่า, มูลค่าธุรกิจปูนซีเมนต์และวัสดุก่อสร้างซึ่งอิงกับ EV/EBITDA ที่ 12.0 เท่า และมูลค่าเงินลงทุนในบริษัทร่วมและบริษัทที่เกี่ยวข้องที่ 2.8 เท่าของ BV เรามองว่าราคาหุ้น SCC ที่ปรับตัวลดลงเปิดโอกาสให้เข้าซื้อ โดยได้รับปัจจัยหนุนจากการดำเนินงานที่คาดว่าจะออกมาดีในไตรมาส 1/57 (ประกาศตอนปลายเดือน เม.ย. 2557) กำไรที่มีแนวโน้มเติบโตอย่างแข็งแกร่งในระยะยาว และ valuation ที่น่าสนใจ

Forecasts and Valuation

Year to 31 Dec	Unit	2012	2013	2014F	2015F	2016F
Revenue	(Btbn)	407,601	434,251	480,620	479,566	513,415
EBITDA	(Btbn)	43,731	64,227	74,380	82,498	91,839
Core profit	(Btbn)	23,580	34,221	39,153	44,757	52,311
Reported profit	(Btbn)	23,580	36,522	39,153	44,757	52,311
Core EPS	(Bt)	19.65	28.52	32.63	37.30	43.59
DPS	(Bt)	11.00	15.37	14.68	16.78	19.62
P/E, core	(x)	21.07	14.52	12.69	11.10	9.50
EPS growth, core	(%)	(11.70)	45.13	14.41	14.31	16.88
P/BV, core	(x)	3.08	2.65	2.38	2.12	1.88
ROE	(%)	14.55	19.65	19.80	20.23	20.97
Dividend yield	(%)	2.66	3.71	3.55	4.05	4.74
EV/EBITDA	(x)	14.62	10.26	8.77	7.77	6.82

Source: SCBS Investment Research

Financial statement

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	2012	2013	2014F	2015F	2016F
Total revenue	407,601	434,251	480,620	479,566	513,415
Cost of goods sold	353,695	363,096	398,346	391,342	416,518
Gross profit	53,905	71,155	82,275	88,224	96,898
SG&A	36,518	40,033	42,851	43,845	46,366
Other income	10,737	10,840	10,414	11,039	12,010
Interest expense	6,321	8,193	7,806	7,988	7,512
Pre-tax profit	21,803	33,769	42,030	47,430	55,029
Corporate tax	4,742	5,003	6,450	7,087	7,892
Equity a/c profits	1,561	6,546	7,721	9,061	10,540
Minority interests	4,958	(1,091)	(4,149)	(4,647)	(5,367)
Core profit	23,580	34,221	39,153	44,757	52,311
Extra-ordinary items	0	2,301	0	0	0
Net Profit	23,580	36,522	39,153	44,757	52,311
EBITDA	47,731	64,227	74,380	82,498	91,839
Core EPS (Bt)	19.65	28.52	32.63	37.30	43.59
Net EPS (Bt)	19.65	30.44	32.63	37.30	43.59
DPS (Bt)	11.00	15.37	14.68	16.78	19.62

Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	2012	2013	2014F	2015F	2016F
Total current assets	129,266	135,130	140,000	158,971	129,266
Total fixed assets	266,307	305,503	322,141	340,826	266,307
Total assets	395,573	440,633	462,141	499,796	395,573
Total loans	175,470	186,842	186,352	196,134	190,697
Total current liabilities	94,371	84,951	82,545	108,755	92,935
Total long-term liabilities	140,079	168,463	171,324	156,362	172,116
Total liabilities	234,450	253,414	253,869	265,118	265,051
Paid-up capital	1,200	1,200	1,200	1,200	1,200
Total equity	161,123	187,219	208,413	234,820	265,863
BVPS (Bt)	134.27	156.02	173.68	195.68	221.55

Cash Flow Statement (Btmn)

FY December 31	2012	2013	2014F	2015F	2016F
Core Profit	23,580	34,221	39,153	44,757	52,311
Depreciation and amortization	14,047	15,718	16,823	18,019	18,758
Operating cash flow	36,733	45,747	57,851	63,696	68,037
Investing cash flow	(22,379)	(54,915)	(32,959)	(33,406)	(32,198)
Financing cash flow	(11,498)	845	(26,589)	(14,850)	(38,154)
Net cash flow	2,856	(8,323)	(1,697)	15,440	(2,315)

Key Financial Ratios

	2012	2013	2014F	2015F	2016F
Gross margin(%)	13.2	16.4	17.1	18.4	18.9
Operating margin(%)	4.3	7.2	8.2	9.3	9.8
EBITDA margin(%)	10.7	14.8	15.5	17.2	17.9
EBIT margin(%)	6.9	9.7	10.4	11.6	12.2
Net profit margin(%)	5.8	8.4	8.1	9.3	10.2
ROE (%)	14.6	19.6	19.8	20.2	21.0
ROA (%)	6.1	8.2	8.7	9.5	10.6
Net D/E (x)	1.4	1.4	1.2	1.0	0.0
Interest coverage (x)	6.9	7.8	9.5	10.3	12.2
Debt service coverage (x)	1.0	2.5	3.2	1.7	3.2
Payout Ratio (%)	56.0	50.5	45.0	45.0	45.0

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	4Q12	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13
Total revenue	99,889	109,439	106,541	113,860	104,412
Cost of goods sold	87,488	92,818	89,013	94,024	87,241
Gross profit	12,401	16,621	17,528	19,836	17,171
SG&A	8,727	9,569	9,865	10,415	10,184
Other income	4,173	1,724	3,955	1,451	3,710
Interest expense	1,636	685	2,181	2,013	3,314
Pre-tax profit	6,211	8,091	9,436	8,858	7,384
Corporate tax	1,024	1,426	1,201	1,454	922
Equity a/c profits	958	1,799	1,897	1,309	1,541
Minority interests	767	332	-208	-623	-592
Core profit	6,912	8,796	9,924	8,091	7,410
Extra-ordinary items	0	0	0	1,701	600
Net Profit	6,912	8,796	9,924	9,792	8,010
EBITDA	12,420	14,225	17,384	16,226	16,392
Core EPS (Bt)	5.76	7.33	8.27	6.74	6.18
Net EPS (Bt)	5.76	7.33	8.27	8.16	6.68

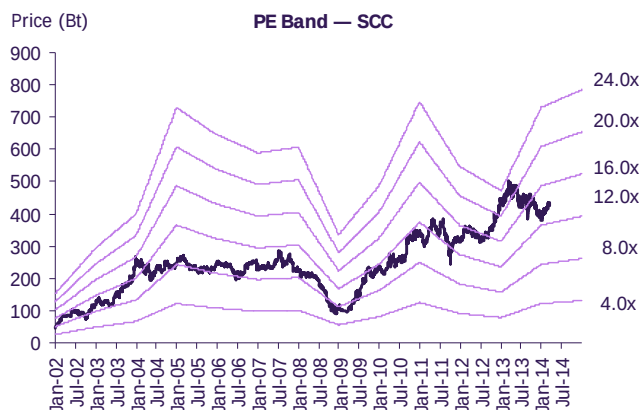
Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	4Q12	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13
Total current assets	129,266	139,215	140,819	136,684	135,130
Total fixed assets	266,307	268,725	279,192	289,876	305,503
Total assets	395,573	407,940	420,011	426,560	440,633
Total loans	175,470	182,754	185,007	180,278	186,842
Total current liabilities	98,731	115,483	96,570	97,620	89,735
Total long-term liabilities	135,720	132,824	148,446	148,406	163,678
Total liabilities	234,450	248,307	245,016	246,027	253,414
Paid-up capital	1,200	1,200	1,200	1,200	1,200
Total equity	161,123	159,634	174,995	156,363	187,219
BVPS (Bt)	134.27	133.03	145.83	130.30	156.02

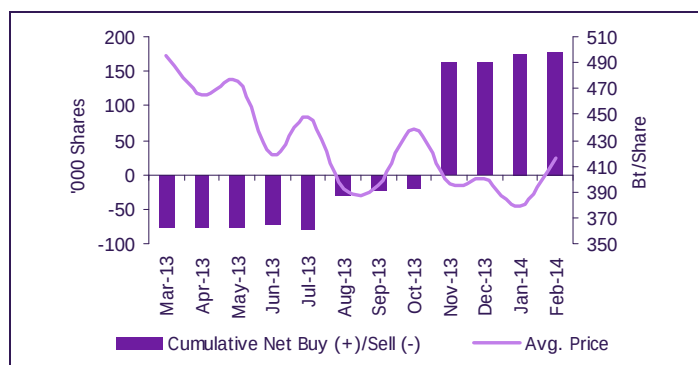
Main Assumptions

	2012	2013	2014F	2015F	2016F
Local cement sales (Mn tons)	12.2	13.1	13.5	14.1	14.8
Cement exports (Mn tons)	5.7	4.0	4.0	3.8	3.6
Domestic cement price (Bt/ton)	1,813	1,894	1,913	1,932	1,952
Petrochemical volume (Mn tons)	1.7	1.7	1.9	1.7	1.9
PE-naphtha spread (US\$/ton)	437	566	600	630	660
PP-naphtha spread (US\$/ton)	502	598	630	660	690
FX (Bt/US\$1)	31.0	30.7	33.0	33.0	33.0

PE Band Chart

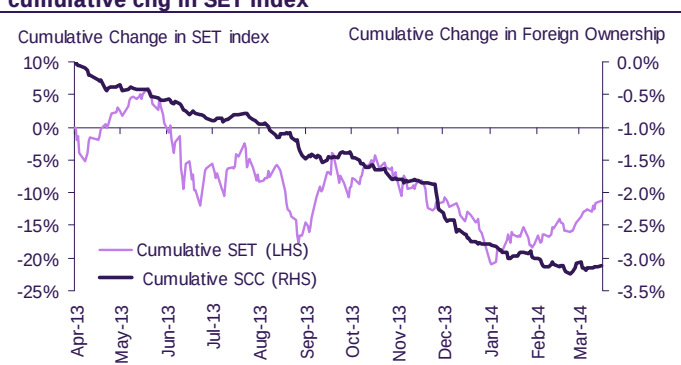


12-month cumulative directors trade



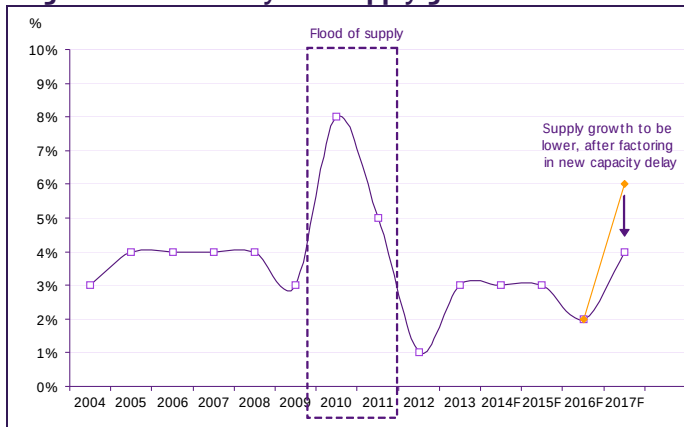
Source: SEC

12-month cumulative chg in foreign ownership versus cumulative chg in SET index



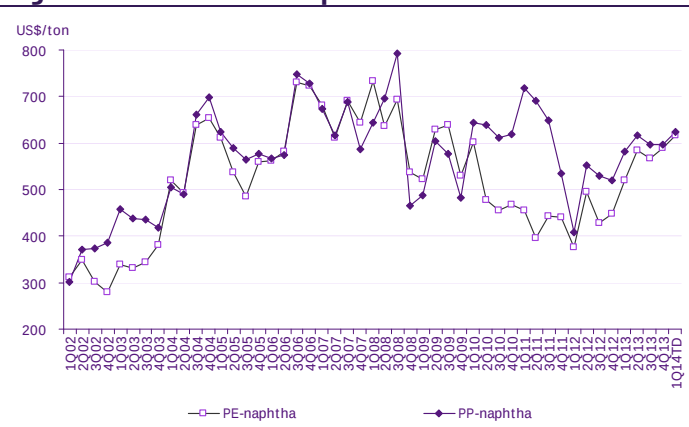
Source: SET, SCBS Investment Research

Figure 1: Global ethylene supply growth



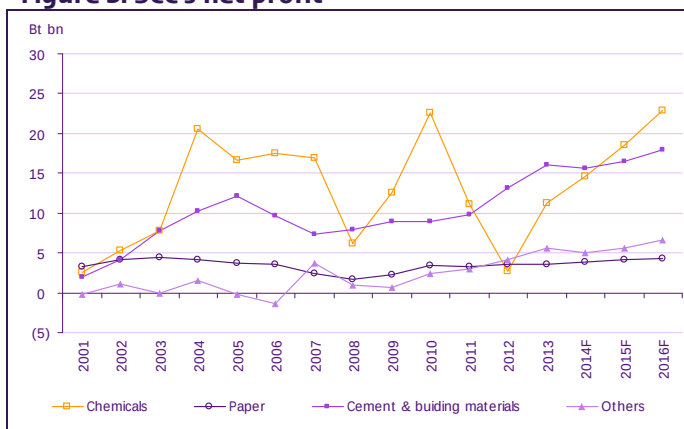
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 2: SCC's chemical spreads



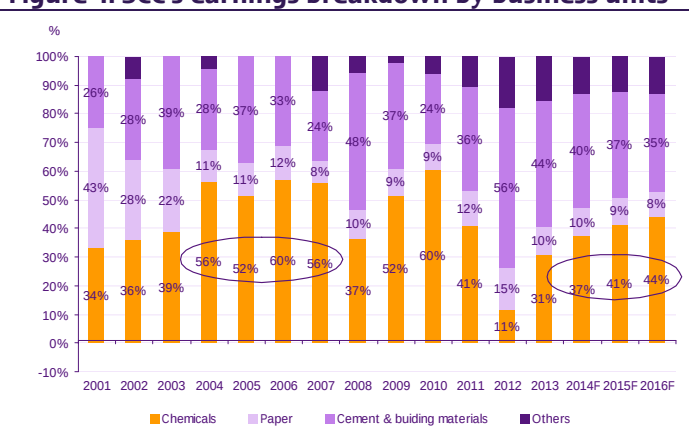
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 3: SCC's net profit



Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 4: SCC's earnings breakdown by business units



Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 5 SCC's major investments in 2011-13, to gradually start up until 2016

Announced date	Type of investments	Details	Countries	CAPEX (Bt mn)
Jan-11	Box plant (Alcamax)	M&A; 69% stake; 53,000 tons	Vietnam	750
May-11	Building materials	Increased modular home capacity (JV with Sekisui Heim) to 1,000 homes; 2013 start	Thailand	2,900
Jun-11	Distribution and building material (Kokoh and KIA)	(Kokoh) M&A; 99% stake; 22 distribution centre, +10000 point of sales; (KIA)M&A; 94% stake; 27mn sqm ceramic tiles	Indonesia	3,100
Sep-11	Chemicals complex (Chandra Asri)	M&A; 30% stake; Ethylene 600KTA, downstream, port and pipe facilities	Indonesia	13,500
Jan-12	White cement grinding plant	M&A; 100% stake; 200,000 tons	Vietnam	200
Feb-12	Ready-mixed concrete	M&A; 100% stake; 2.2mn cubic metre of RMC	Indonesia	4,300
Mar-12	Chemical (PVC pipe)	M&A; 20-30% stake in local pipe makers 150,000 tons	Vietnam	1,200
Mar-12	Ceramics (Mariwasa)	Increase stake to 83% from 46%; 12mn sqm	Philippines	150
Mar-12	Paper	M&A of Tawana Container (box capacity of 61,000 tons); 2012 completed	Thailand	410
Mar-12	Chemicals	Greenfield LLDPPE cast sheet film (15,000 tons); 2014 start	Thailand	1,400
Mar-12	Chemicals	Increased stake in Thai Plastic and Chemicals to 90% from 46%	Thailand	11,500
May-12	Lightweight concrete block	Greenfield; 100% stake; 6mn sqm; 1Q14 start	Indonesia	1,250
Jun-12	Paper	Greenfield machine glazed paper (43000 tons) 45% JV (HVA); 2012 completed	Thailand	2,200
Jul-12	Cement	Increased mortar capacity by 50% to 3.1mn tons; 2014 start	Thailand	1,000
Jul-12	Paper	Upgrade existing pulp facilities to produce dissolving grade pulp (HVA)	Thailand	400
Oct-12	Cement plant	Greenfield; majority stake; 1.8MT; mid-2015 start	Indonesia	11,000
Oct-12	Cement expansion	Greenfield; 0.9mn tons; mid-2015 start	Cambodia	5,500
Oct-12	Distribution	Acquired 30% stake in Siam Global House PLC; mid 4Q13 completed	Thailand	10,000
Oct-12	Paper	400000 tons of packaging paper; 2014 start	Thailand	6,700
Dec-12	Ceramic tiles (prime group)	M&A; 85% stake; 75mn sqm; April-13 completed	Vietnam	7,200
Apr-13	Distribution	JV in temperature-controlled logistics with Nichirei Logistics Group; Full operation in 3Q14	Thailand	575
Apr-13	Chemicals	LDPE coating grade (HVA) of 60,000 tons, totaling 152,000 tons/year; mid-2016 start	Thailand	2,475
May-13	Building materials	Raised stakes in sanitary ware (to 71% from 36%) and fitting assets (to 91% from 45%)	Thailand	2,600
May-13	Paper	M&A (75% stake) of two box plants (capacity of 121,000 tons)	Thailand	888
Jul-13	Building materials	MG Stone-Slabs; Production capacity of 400K sqm/year in Saraburi; Start-up in mid-2015	Thailand	1,500
Jul-13	Building materials	Acquisition of all shares from Monier Group (roofing business); Completed in Dec-13	Thailand	650
Aug-13	Cement	Greenfield cement plant with capacities at 1.8mn tons; To start-up by mid-2016	Myanmar	12,400
Oct-13	Building materials	Investment in roof-top solar panels; 50% stake; Startup in 1H14	Thailand	228
Nov-13	Paper	Raising stake in TCP (from tender offer) to 93% from 86%	Thailand	503
Nov-13	Chemicals	Raising stake in BST to 49% from 26%	Thailand	8,028
Total				114,507

Source: Company data and SCBS Investment Research

This page is left blank intentionally



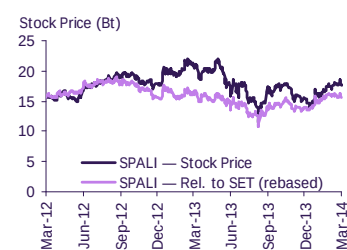
ข้อ

Stock Data

Last close (Mar 21) (Bt)	17.70
12-m target price (Bt)	23.00
Upside (Downside) to TP (%)	29.94
Mkt cap (Btbn)	30.38
Mkt cap (US\$mn)	939

Bloomberg code	SPALI TB
Reuters code	SPAL.BK
Risk rating	M
Mkt cap (%) SET	0.25
Sector % SET	6.34
Shares issued (mn)	1,717
Par value (Bt)	1
12-m high / low (Bt)	22.3 / 11.3
Avg. daily 6m (US\$mn)	2.71
Foreign limit / actual (%)	35 / 22
Free float (%)	65.8
Dividend policy (%)	≥ 45

Price Performance



Source: SET, SCBS Investment Research

Share performance

	1M	3M	12M
Absolute	1.7	15.7	-13.2
Relative to SET	-2.5	12.8	-5.7

Source: SET, SCBS Investment Research

สิริกรย์ ฤกษ์นิพัทธ์

0-2949-1020

sirikarn.krisnipat@scb.co.th

ทำไมจะเติบโตก้าวกระโดดจากยอดขายรอรับรู้รายได้จำนวนมากและเก็บเงินดาวน์สูง

SPALI เป็นบริษัทที่เก็บเงินดาวน์จากลูกค้าสูงที่สุดในกลุ่มพัฒนาโครงการที่อยู่อาศัย ซึ่งลดความเสี่ยงที่ลูกค้าจะยกเลิกสัญญา ยอดขายรอรับรู้รายได้จำนวนมากและสัดส่วนยอดขายรอรับรู้รายได้ต่อรายได้ในระดับสูงช่วยสนับสนุนความเชื่อของเราว่า **SPALI** จะไม่สร้างความผิดหวังแม้แนวโน้มตลาดที่อยู่อาศัยไม่สดใสสักหน่อย นอกจากนี้ยอดขายก็แสดงสัญญาณที่ดีขึ้น และอาจจะเติบโต QoQ ในไตรมาส 2/57 เมื่ออิงกับกำไรที่คาดว่าจะเติบโต 41% ในปี 2557 หุ่น **SPALI** ซื้อขายในระดับ **PER** ที่ไม่แพงคือ 7.5 เท่าในปี 2557 ต่ำกว่า **PER** ของหุ้นในกลุ่มเดียวกันที่ 8-14 เท่า ทั้งนี้ **SPALI** มีอัตรากำไรเติบโตก้าวกระโดด 41% เทียบกับคู่แข่งที่ -18% ถึง +23% เราชอบ **SPALI** มากที่สุดในกลุ่มพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ และแนะนำ “ซื้อ”

มียอดขายรอรับรู้รายได้จำนวนมากและมีคุณภาพ **SPALI** มียอดขายรอรับรู้รายได้สูงสุดเป็นประวัติการณ์ที่ 4.09 หมื่นล้านบาท ซึ่งจะช่วยรองรับ 91% ของรายได้ที่เราคาดการณ์ไว้ในปี 2557 สูงกว่าสัดส่วน 30-70% ของบริษัทอื่นๆ ทำให้กำไรของ **SPALI** มีความแน่นอนสูงที่สุดในกลุ่มพัฒนาอสังหาริมทรัพย์มียอดขายรอรับรู้รายได้จำนวน 1.65 หมื่นล้านบาทจะโอนให้แก่ลูกค้าในปีนี้ ซึ่งจะสนับสนุนให้รายได้เติบโต 33% เมื่อรวมกับยอดขายเพิ่มเติมที่แม้กระทั่งใช้สมมติฐานอนุรักษ์นิยมว่าอัตราการขายยังอยู่ในระดับเดียวกับค่าเฉลี่ยเดือน ม.ค.-ก.พ. 2557 ที่ 433 ล้านบาท/เดือน **SPALI** จะสามารถทำกำไรเติบโตได้ถึง 41% ตามที่เราคาดการณ์ไว้ ทั้งนี้ นอกจากยอดขายรอรับรู้รายได้จะมีจำนวนมากแล้ว ยังมีคุณภาพที่ดีด้วยเนื่องจาก **SPALI** เก็บเงินดาวน์จากลูกค้าสูงสุด และมีสัดส่วนเงินดาวน์ต่อยอดขายรอรับรู้รายได้สูงที่สุดคือ 12% เทียบกับ 5-8% สำหรับ **AP, LH, LPN, PS, QH, และ SIRI** เรามองว่าการเก็บเงินดาวน์สูงกว่าบริษัทอื่นๆ จะช่วยสนับสนุนให้ **SPALI** มียอดขายรอรับรู้รายได้มีคุณภาพดีกว่าและมีความเสี่ยงที่จะถูกลูกค้ายกเลิกหรือทิ้งเงินดาวน์น้อยกว่าบริษัทอื่นๆ

คาดการณ์ยอดขายเพิ่มขึ้น QoQ ยอดขายในช่วง 2 เดือนแรกปี 57 มีจำนวน 1.7 พันล้านบาท ลดลง 15% YoY เพราะได้รับผลกระทบจากอุปสงค์คอนโดลดลงและไม่มีการเปิดตัวโครงการใหม่ ยอดขายโครงการแนวราบอยู่ในระดับทรงตัว YoY และเราพบสัญญาณที่ดีจากยอดขายที่ฟื้นตัวดีขึ้น MoM จาก 353 ล้านบาทในเดือน ม.ค. สู่ 513 ล้านบาทในเดือน ก.พ. ในขณะที่คู่แข่งชะลอการเปิดตัวโครงการใหม่ **SPALI** เปิดตัวโครงการใหม่ 4 โครงการ (แนวราบ 3 โครงการ, คอนโด 1 โครงการ) ในไตรมาส 1/57 จากแผนเดิมที่จะเปิดตัวโครงการแนวราบ 3 โครงการ โดยเลื่อนเปิดตัวโครงการคอนโด **Supalai Loft** แจ้งวัฒนะ จากไตรมาส 2/57 เป็นไตรมาส 1/57 โครงการคอนโด **Supalai Loft** แจ้งวัฒนะ ได้รับการตอบรับที่ดี โดยมีอัตราการขายที่ 70% ในวันที่ 22-23 มี.ค.ที่เปิดตัวโครงการอย่างเป็นทางการ เพราะตั้งอยู่ในทำเลที่ดีและอุปทานในพื้นที่ดังกล่าวมีจำกัด เราคาดว่าจะมีการเซ็นสัญญาโครงการ **Supalai Loft** แจ้งวัฒนะ และบันทึกเป็นยอดขายในไตรมาส 2/57 ส่งสัญญาณถึงยอดขายที่เพิ่มขึ้น QoQ

ผลการดำเนินงานมีแนวโน้มปรับตัวดีขึ้น YoY ในไตรมาส 1/57 โดยคาดว่าจะยอดขายโอนกรรมสิทธิ์จะเพิ่มขึ้นและอัตรากำไรขั้นต้นที่สูงขึ้น ซึ่งมาจากโครงการ **Supalai Premier** ราชเทวี โครงการนี้สร้างเสร็จในปีที่ผ่านมา แต่การโอนกรรมสิทธิ์ต้องหยุดชะงักเพราะได้รับผลกระทบจากความไม่สงบทางการเมือง แต่การโอนได้เป็นปกติแล้ว โดยปัจจุบันโอนได้แล้ว 70% บริษัทจะประกาศผลประกอบการวันที่ 15 พ.ค.

ยืนยันคำแนะนำ “ซื้อ” ราคาหุ้น **SPALI** เพิ่มขึ้นมากกว่าการปรับขึ้นของ SET ประมาณ 15% YTD แต่ยังไม่ได้สะท้อนแนวโน้มผลการดำเนินงานที่ก้าวกระโดดทั้งหมด ณ ราคาปิดล่าสุดที่ 17.7 บาท หุ้น **SPALI** ยังคงซื้อขายในระดับ **PER** ที่ไม่แพงคือ 7.5 เท่า ต่ำกว่า **PER** ของหุ้นกลุ่มเดียวกันที่ 8-14 เท่า ในขณะที่กำไรของ **SPALI** มีเติบโตสูงถึง 41% ในปีนี้ เทียบกับหุ้นกลุ่มเดียวกันที่กำไรมีแนวโน้มหดตัวลง 18% ถึงเพิ่มขึ้น 23% ดังนั้นเราจึงยืนยันคำแนะนำ “ซื้อ” **SPALI**

Forecasts and valuation

Year to 31 Dec	Unit	2012	2013	2014F	2015F	2016F
Revenue	(Btmn)	11,513	12,615	18,281	19,450	20,447
EBITDA	(Btmn)	3,860	3,856	5,319	5,631	5,967
Core Profit	(Btmn)	2,744	2,882	4,063	4,278	4,586
Reported Profit	(Btmn)	2,744	2,882	4,063	4,278	4,586
Core EPS	(Bt)	1.60	1.68	2.37	2.49	2.67
DPS	(Bt)	0.65	0.70	0.99	1.04	1.11
P/E, core	(x)	11.1	10.5	7.5	7.1	6.6
EPS growth, core	(%)	6.8	5.0	41.0	5.3	7.2
P/BV, core	(x)	2.4	2.1	1.8	1.6	1.4
ROE	(%)	23.6	21.6	26.3	23.9	22.4
Dividend yield	(%)	3.7	4.0	5.6	5.9	6.3
EV/EBITDA	(x)	10.1	11.8	7.6	7.0	6.4

Source: SCBS Investment Research

Financial statement

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	2012	2013	2014F	2015F	2016F
Total revenue	11,513	12,615	18,281	19,450	20,447
Cost of goods sold	6,461	7,490	10,956	11,657	12,255
Gross profit	5,052	5,125	7,326	7,793	8,192
SG&A	1,406	1,490	2,180	2,336	2,401
Other income	136	127	127	127	127
Interest expense	130	85	90	112	61
Pre-tax profit	3,653	3,676	5,183	5,472	5,857
Corporate tax	831	726	1,037	1,094	1,171
Equity a/c profits	0	0	0	0	0
Minority interests	-78	-69	-83	-99	-99
Core profit	2,744	2,882	4,063	4,278	4,586
Extra-ordinary items	0	0	0	0	0
Net Profit	2,744	2,882	4,063	4,278	4,586
EBITDA	3,860	3,856	5,319	5,631	5,967
Core EPS (Bt)	1.60	1.68	2.37	2.49	2.67
Net EPS (Bt)	1.60	1.68	2.37	2.49	2.67
DPS (Bt)	0.65	0.67	0.95	1.00	1.07

Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	2012	2013	2014F	2015F	2016F
Total current assets	22,062	28,080	27,544	26,811	28,703
Total fixed assets	1,591	2,595	2,577	2,560	2,541
Total assets	23,653	30,675	30,122	29,371	31,245
Total loans	5,352	8,360	5,437	2,192	1,392
Total current liabilities	7,777	12,164	10,282	8,337	7,837
Total long-term liabilities	2,988	3,803	2,761	1,461	1,161
Total liabilities	10,765	15,966	13,044	9,799	8,999
Paid-up capital	1,717	1,717	1,717	1,717	1,717
Total equity	12,465	14,252	16,621	19,115	21,788
BVPS (Bt)	7.26	8.30	9.68	11.14	12.69

Cash Flow Statement (Btmn)

FY December 31	2012	2013	2014F	2015F	2016F
Core Profit	2,744	2,882	4,063	4,278	4,586
Depreciation and amortization	77	94	46	48	49
Operating cash flow	2,361	-2,422	6,828	2,783	3,320
Investing cash flow	-46	-843	-28	-30	-30
Financing cash flow	-818	1,866	-4,548	-4,956	-2,634
Net cash flow	1,497	-1,399	2,251	-2,204	655

Key Financial Ratios

	2012	2013	2014F	2015F	2016F
Gross margin (%)	43.9	40.6	40.1	40.1	40.1
Operating margin (%)	31.7	28.8	28.1	28.1	28.3
EBITDA margin (%)	33.5	30.6	29.1	29.0	29.2
EBIT margin (%)	32.9	29.8	28.8	28.7	28.9
Net profit margin (%)	23.8	22.8	22.2	22.0	22.4
ROE (%)	23.6	21.6	26.3	23.8	22.2
ROA (%)	12.4	10.6	13.4	14.3	15.0
Net D/E (x)	0.4	0.5	0.1	0.1	(0.0)
Debt service cover (x)	3.5	0.8	1.1	2.0	6.9
Payout Ratio (%)	40.7	40.0	40.0	40.0	40.0

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	4Q12	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13
Total revenue	5,610	2,106	1,860	1,936	6,714
Cost of goods sold	3,022	1,238	1,144	1,158	3,951
Gross profit	2,588	868	716	778	2,763
SG&A	524	294	307	330	558
Other income	82	34	20	43	30
Interest expense	-7	22	35	16	12
Pre-tax profit	2,153	586	393	475	2,223
Corporate tax	521	111	74	101	441
Equity a/c profits	0	0	0	0	0
Minority interests	-21	-4	-17	-23	-25
Core profit	1,611	471	302	351	1,757
Extra-ordinary items	0	0	0	0	0
Net Profit	1,611	471	302	351	1,757
EBITDA	2,164	626	446	509	2,276
Core EPS (Bt)	0.94	0.27	0.18	0.20	1.02
Net EPS (Bt)	0.94	0.27	0.18	0.20	1.02

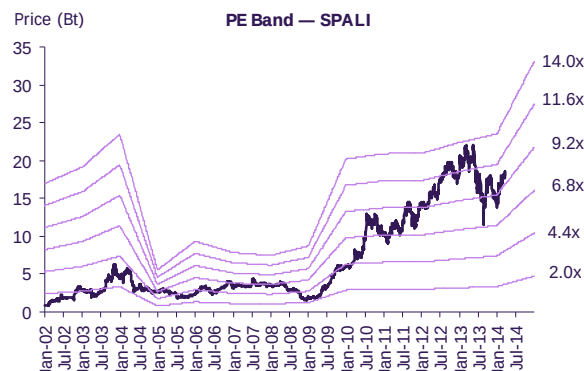
Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	4Q12	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13
Total current assets	22,062	22,002	23,923	25,798	28,080
Total fixed assets	1,591	1,728	2,572	2,586	2,595
Total assets	23,653	23,730	26,495	28,383	30,675
Total Loans	5,352	4,150	7,001	8,880	8,360
Total current liabilities	7,777	7,893	9,452	9,173	12,164
Total long-term liabilities	2,988	2,490	3,990	6,299	3,803
Total liabilities	10,765	10,383	13,441	15,472	15,966
Paid-up capital	1,717	1,717	1,717	1,717	1,717
Total equity	12,465	12,935	12,644	12,478	14,252
BVPS (Bt)	7.26	7.54	7.37	7.27	8.30

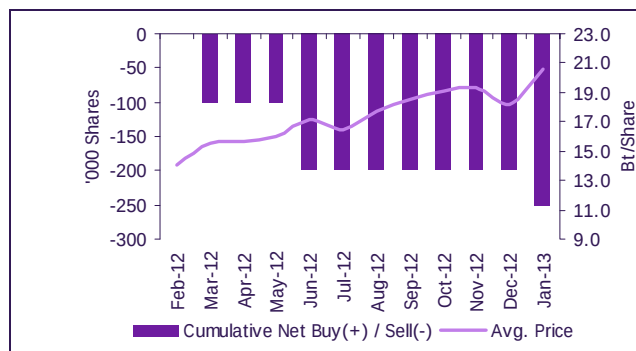
Main Assumptions

	2012	2013	2014F	2015F	2016F
Presales (Btmn)	21,323	18,577	18,533	18,900	20,965
Backlog (Btmn)	31,257	39,230	n.a.	n.a.	n.a.
Revenue - Condo (Btmn)	6,228	6,320	11,338	12,174	12,174
- Low-rise (Btmn)	5,031.6	6,002.8	6,650.0	6,983.2	7,979.9
Rental revenue (Btmn)	253.6	293.0	293.0	293.0	293.0
Real estate margin (%)	43.8	40.5	40.0	40.0	40.0

PE Band Chart

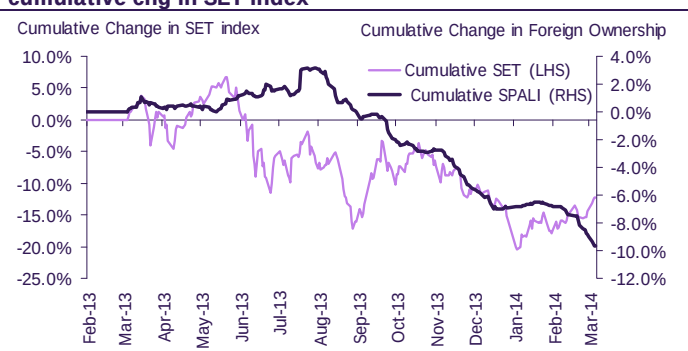


12-Month Cumulative directors trade



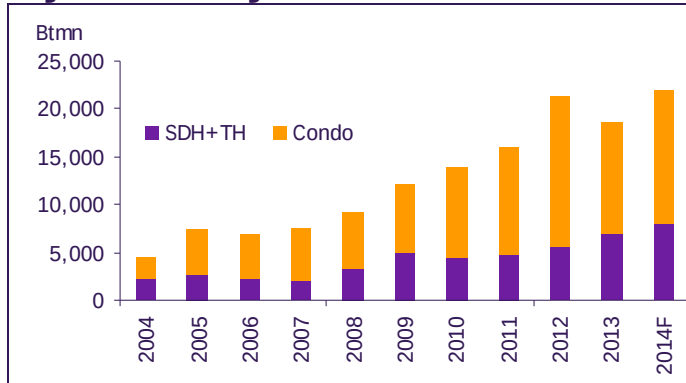
Source: SEC

12 Month cumulative chg n foreign ownership versus cumulative chg in SET index



Source: SET, SCBS Investment Research

Figure 1: Presales growth forecast for 2014



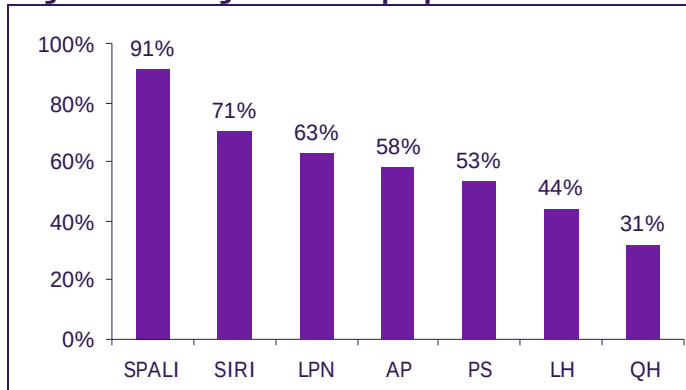
Source: Company

Figure 2: Solid revenue growth in 2014F



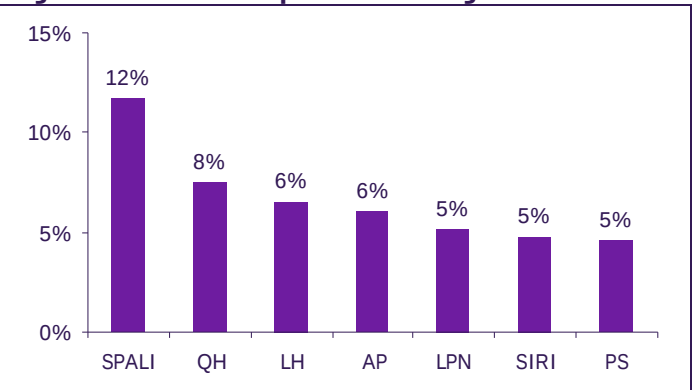
Source: Company, SCBS Investment Research

Figure 3: Backlog to revenue proportion



Source: Company

Figure 4: Received deposit to backlog



Source: Company, SCBS Investment Research

Figure 5: Planned new launches in 2014

Project	Type	Units	Value	Launch
Supalai Garden Ville Srinakarin-Bangna	SDH	123	600	1Q14
Supalai Park Ville Rayong (Rayong)	SDH	211	870	1Q14
Novo Ville Lumlukka Klong 2	TH	441	690	1Q14
Supalai Garden Ville Udonthani (Udonthani)	SDH	164	660	2Q14
Novo Ville Khonkaen (Khonkaen)	TH	149	320	2Q14
Palm Spring 9 (Songkhla)	SDH	84	360	2Q14
Supalai Bella Ringroad Pinklao-Rama 5	SDH	198	540	2Q14
Supalai Garden Ville Sankamphaeng (Chiangmai)	SDH	341	1,290	2Q14
Supalai Ville Phuket (Phuket)	TH	133	450	3Q14
Novo Ville Ringroad-Ratchapruet	TH	290	570	3Q14
Supalai Ville Ringroad-Ratchapruet	SDH	269	650	3Q14
Supalai Bella Ringroad-Rama 2	SDH	499	1,210	3Q14
Novo Ville Udonthani (Udonthani)	TH	210	650	4Q14
Supalai Garden Ville Ubonratchathani (Ubonratchathani)	SDH	218	680	4Q14
Supalai Ville Krungthep-Pathumthani	SDH	300	900	4Q14
Supalai Garden Ville Krungthep-Kritha-Romklao	SDH	442	960	4Q14
Supalai Moda Khonkaen (Khonkaen)	SDH	447	1,360	4Q14
Supalai Lagoon Phuket (Phuket)	SDH	490	1,530	4Q14
Total low-rise		5,009	14,290	
Supalai Loft Chaengwattana	Condo	437	1,100	1Q14
Supalai Vista @Pakkred Intersection	Condo	410	1,000	2Q14
Supalai Monte 2 (Chiangmai)	Condo	738	1,700	2Q14
Land @ Phaholyothin 34	Condo	901	1,930	2Q14
Supalai Lite Ratchada-Sathron-Naratiwas	Condo	573	2,500	3Q14
Land @ Ratchadaphisek	Condo	n.a.	3,600	3Q14
Land @ Sri Ayudhaya	Condo	235	1,890	4Q14
Land @ Pakkred	Condo	1,313	4,000	4Q14
Total condo		4,607	17,720	
Grand total		9,616	32,010	

Source: Company

This page is left blank intentionally



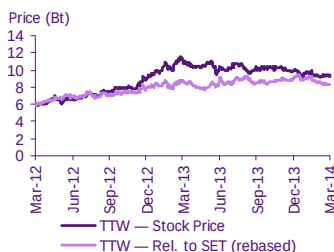
ข้อ

Stock Data

Last close (Mar 21) (Bt)	9.45
12-m target price (Bt)	12.00
Upside (Downside) to TP (%)	26.98
Mkt cap (Btbn)	37.71
Mkt cap (US\$mn)	1,165

Bloomberg code	TTW TB
Reuters code	TTW.BK
Risk rating	M
Mkt cap (%) SET	0.31
Sector % SET	18.07
Shares issued (mn)	3,990
Par value (Bt)	1
12-m high / low (Bt)	11.3 / 9
Avg. daily 6m (US\$mn)	0.90
Foreign limit / actual (%)	49 / 11
Free float (%)	34.5
Dividend policy (%)	≥ 50

Price performance



Source: SET, SCBS Investment Research

Share performance

	1M	3M	12M
Absolute	1.6	-5.0	-12.5
Relative to SET	-2.6	-7.4	-4.9

Source: SET, SCBS Investment Research

สิริกรรณ์ กฤษณิพัทธ์

0-2949-1020

sirikarn.krisnipat@scb.co.th

ธุรกิจมีความเสี่ยงต่ำ และเงินปันผลสูง

ด้วยธรรมชาติของธุรกิจผลิตน้ำประปาที่มีความเสี่ยงต่ำ ผลการดำเนินงานของ TTW จึงไม่ได้รับผลกระทบจากความไม่สงบทางการเมือง เพราะยอดขายน้ำประปาและกำไรจะเติบโตตามอุปสงค์ และการขึ้นอัตราค่าน้ำประปาซึ่งมีความสัมพันธ์กับดัชนีราคาผู้บริโภค ถ้าในปี 2557 น้ำจะเติบโตในระดับที่นำพอใจที่ 23% และให้ผลตอบแทนจากเงินปันผล 7% ณ ราคาปิดล่าสุด TTW จะให้ผลตอบแทน 27% เทียบกับราคาเป้าหมาย ประกอบกับธุรกิจที่มีความเสี่ยงต่ำ ทำให้เรามอง TTW ว่าเป็นตัวเลือกการลงทุนที่ดีในทุกสถานการณ์ โดยเฉพาะในช่วงที่สถานการณ์ที่มีความไม่สงบในประเทศ TTW เป็นหุ้นที่เราชอบในกลุ่มสาธารณูปโภคและเราแนะนำ “ซื้อ”

ยอดขายน้ำประปาเติบโตแม้จะมีเหตุการณ์ความไม่สงบทางการเมือง สถานการณ์ความไม่สงบทางการเมืองไม่ได้มีผลกระทบต่อยอดขายน้ำประปาของ TTW ที่เติบโต 1.6% YoY ในเดือน ม.ค.-ก.พ.ปี นี้ ซึ่งเป็นการยืนยันแนวโน้มที่เคยเกิดขึ้นในช่วงที่เกิดสถานการณ์ความไม่สงบทางการเมืองในปี 2551 (+7%) และปี 2553 (+9%) TTW มีโรงงานผลิตน้ำประปาอยู่ 3 แห่ง โดยในช่วง 2 เดือนแรกปี 57 อุปสงค์น้ำประปาที่โรงงานผลิตน้ำประปาในนิคมอุตสาหกรรมบางปะอิน (BIE) เติบโต 33% โดยได้รับปัจจัยหนุนจากความต้องการใช้น้ำของโรงไฟฟ้าบางปะอิน โคเจนเนอเรชั่น อุปสงค์น้ำประปาที่โรงงานผลิตน้ำประปาในนครปฐมปรับตัวเพิ่มขึ้น 3% เพราะการส่งออกอาหารทะเลเพิ่มขึ้น ในขณะที่อุปสงค์น้ำประปาที่โรงงานผลิตน้ำประปาของบริษัทประปาปทุมธานี (PTW) ซึ่งเป็นบริษัทย่อย ปรับตัวลดลง 1% เนื่องจากอากาศที่เย็นขึ้นทำให้อุปสงค์น้ำประปาจากภาคครัวเรือนลดลง อัตราการใช้กำลังการผลิตที่โรงงานผลิตน้ำประปา 3 แห่งของ TTW อยู่ที่ 44% 85% และ 97% ตามลำดับ

กำไรมีแนวโน้มเติบโตสูงถึง 23% เป็น 2.8 พันล้านบาทในปี 2557 โดยได้รับปัจจัยหนุนจาก: 1) สิทธิประโยชน์ทางภาษี BoI จากโครงการปรับปรุงเครื่องจักรอุปกรณ์แหล่งน้ำท่วมของ TTW; 2) การขึ้นอัตราค่าน้ำประปาของ TTW อีก 5.3% ในปี 2557 สูงกว่าการเพิ่มขึ้นของดัชนีราคาผู้บริโภคกรุงเทพฯ เนื่องจาก TTW จะไม่ให้ส่วนลดค่าน้ำประปา 1 บาท/ลบ.ม. แก่การประปาส่วนภูมิภาค (กปภ.) อีกต่อไป; และ 3) ยอดขายน้ำประปาที่เพิ่มขึ้น 3% ถ้าบริษัทยังคงให้ส่วนลดค่าน้ำประปาแก่ กปภ.เหมือนเดิม ประเมินการของเราระบุลดลง 3%

มีแนวโน้มปรับราคาเป้าหมายเพิ่มขึ้น ปัจจุบันเราประเมินมูลค่า TTW ได้ที่ 12 บาท/หุ้น (มูลค่าธุรกิจน้ำประปาที่ 10 บาท/หุ้น และมูลค่าเงินลงทุนใน CKP ที่ 2 บาท/หุ้น) เราคำนวณมูลค่าธุรกิจหลักของ TTW ด้วยวิธี DCF โดยใช้ discount rate (WACC) 6.5% เราใช้สมมติฐานว่าไม่มีการต่อสัญญาสำหรับ PTW และ TTW หลังจากหมดอายุในปี 2566 และปี 2577 ตามลำดับ อย่างไรก็ตาม ถ้ามูลค่าของ TTW จะปรับเพิ่มขึ้นได้โดยเกิดจากปัจจัยต่อไปนี้ซึ่งเรายังไม่ได้ใส่ไว้ในประมาณการคือ 1) PTW มีสิทธิต่อสัญญาได้อีก 2 ครั้ง ๆ ละ 10 ปี โดยจะทำให้สัญญาปัจจุบันที่หมดอายุในปี 2566 ต่ออายุได้อีก 20 ปี 2) สัญญาของ TTW เป็นสัญญาแบบ build-operate-own (BOO) เมื่อสัญญาของบริษัทหมดอายุในปี 2577 บริษัทจะมีสองทางเลือก คือ ต่อสัญญา หรือขายโรงงานให้แก่ กปภ.

ตั้งเป้าลดการพึ่งพาธุรกิจน้ำประปา TTW วางแผนลดสัดส่วนรายได้จากการขายน้ำประปาจาก 90% ในปัจจุบัน สู่ 65% ด้วยการขยายขอบเขตการทำธุรกิจให้กว้างขึ้น บริษัทกำลังมองหาโอกาสลงทุนในต่างประเทศ โดยวางแผนสร้างและดำเนินการธุรกิจน้ำประปาในเมียนมาร์ นอกจากนี้บริษัทก็แสดงความสนใจลงทุนในโครงการพลังงานทดแทนและโรงบำบัดน้ำเสียด้วย

ปันผลดี เงินปันผลต่อหุ้นน่าจะเพิ่มขึ้นทุกปี โดยจะเติบโตตามธุรกิจและกระแสเงินสดของบริษัท เราคาดว่าบริษัทจะคงอัตราการจ่ายเงินปันผลไว้ในระดับสูงไม่ต่ำกว่า 90% และคาดการณ์เงินปันผลที่น่าดึงดูดในระดับ 0.66 บาท/หุ้นในปี 2557 เพิ่มขึ้น 10% YoY คิดเป็นอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผล 7% สูงที่สุดในกลุ่มสาธารณูปโภค ซึ่งถือว่าน่าลงทุนสำหรับธุรกิจที่มีเสถียรภาพ

Forecasts and valuation

Year to 31 Dec	Unit	2012	2013	2014F	2015F	2016F
Revenue	(Btmn)	4,925	5,182	5,526	5,867	6,225
EBITDA	(Btmn)	4,016	4,086	4,388	4,608	4,838
Core profit	(Btmn)	2,186	2,310	2,836	3,035	2,953
Reported profit	(Btmn)	2,338	2,574	2,836	3,035	2,953
Core EPS	(Bt)	0.55	0.58	0.71	0.76	0.74
DPS	(Bt)	0.52	0.60	0.66	0.71	0.74
P/E, core	(x)	17.3	16.3	13.3	12.4	12.8
EPS growth, core	(%)	3.4	5.7	22.8	7.0	(2.7)
P/BV, core	(x)	3.5	3.4	3.4	3.3	3.3
ROE	(%)	21.0	21.3	25.5	26.8	25.9
Dividend yield	(%)	5.5	6.3	7.0	7.5	7.8
EV/EBITDA	(x)	11.4	11.1	10.4	9.8	9.1

Source: SCBS Investment Research

Financial statement

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	2012	2013	2014F	2015F	2016F
Total revenue	4,925	5,182	5,526	5,867	6,225
Cost of goods sold	1,495	1,550	1,479	1,583	1,708
Gross profit	3,430	3,632	4,047	4,284	4,517
SG&A	487	574	607	642	680
Other income	196	143	143	143	143
Interest expense	608	615	665	590	493
Pre-tax profit	2,530	2,587	2,918	3,196	3,487
Corporate tax	343	317	204	296	678
Equity a/c profits	17	63	148	164	174
Minority interests	-18	-23	-27	-28	-30
Core profit	2,186	2,310	2,836	3,035	2,953
Extra-ordinary items	152	264	0	0	0
Net Profit	2,338	2,574	2,836	3,035	2,953
EBITDA	4,016	4,086	4,388	4,608	4,838
Core EPS (Bt)	0.55	0.58	0.71	0.76	0.74
Net EPS (Bt)	0.59	0.65	0.71	0.76	0.74
DPS (Bt)	0.52	0.60	0.66	0.71	0.74

Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	2012	2013	2014F	2015F	2016F
Total current assets	6,307	6,417	4,615	4,300	2,658
Total fixed assets	18,365	18,108	18,376	18,125	16,990
Total assets	24,672	24,525	22,991	22,425	19,648
Total loans	13,420	12,933	11,200	10,422	7,644
Total current liabilities	982	2,707	1,475	3,475	1,675
Total long-term liabilities	13,029	10,807	10,306	7,528	6,550
Total liabilities	14,011	13,514	11,781	11,003	8,226
Paid-up capital	3,990	3,990	3,990	3,990	3,990
Total equity	10,660	11,012	11,210	11,423	11,423
BVPS (Bt)	2.67	2.76	2.81	2.86	2.86

Cash Flow Statement (Btmn)

FY December 31	2012	2013	2014F	2015F	2016F
Core Profit	2,186	2,310	2,836	3,035	2,953
Depreciation and amortization	878	884	805	823	858
Operating cash flow	3,384	3,279	3,882	4,099	4,050
Investing cash flow	-3,067	-1,101	-1,351	-850	-0
Financing cash flow	393	-2,707	-4,370	-3,600	-5,731
Net cash flow	710	-529	-1,839	-351	-1,680

Key Financial Ratios

	2012	2013	2014F	2015F	2016F
Gross margin(%)	69.6	70.1	73.2	73.0	72.6
Operating margin(%)	59.8	59.0	62.2	62.1	61.6
EBITDA margin(%)	81.5	78.8	79.4	78.5	77.7
EBIT margin(%)	63.7	61.8	64.8	64.5	63.9
Net profit margin(%)	47.5	49.7	51.3	51.7	47.4
ROE (%)	21.0	21.3	25.5	26.8	25.9
ROA (%)	9.4	9.4	11.9	13.4	14.0
Net D/E (x)	0.6	0.7	0.5	0.6	0.4
Interest cover (x)	6.6	6.6	6.6	7.8	9.8
Debt service cover (x)	0.9	3.7	1.5	2.9	1.4
Payout Ratio (%)	88.8	93.0	93.0	93.0	100.0

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	4Q12	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13
Total revenue	1,251	1,267	1,304	1,302	1,310
Cost of goods sold	399	379	394	382	395
Gross profit	852	888	910	919	915
SG&A	122	133	122	114	205
Other income	64	66	47	16	14
Interest expense	161	156	155	155	149
Pre-tax profit	634	665	681	666	575
Corporate tax	77	132	132	-10	62
Equity a/c profits	2	27	-22	40	17
Minority interests	-4	-10	-4	-4	-4
Core profit	555	549	522	712	527
Extra-ordinary items	0	325	0	113	-174
Net Profit	555	874	522	825	353
EBITDA	1,236	1,039	1,058	1,046	960
Core EPS (Bt)	0.14	0.14	0.13	0.18	0.13
Net EPS (Bt)	0.14	0.22	0.13	0.21	0.09

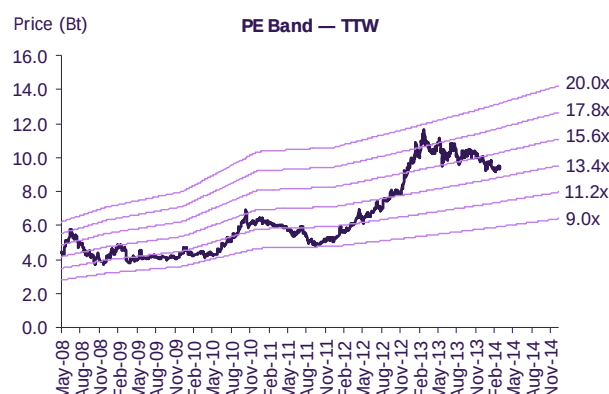
Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	4Q12	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13
Total current assets	6,307	6,149	6,969	6,529	6,417
Total fixed assets	18,365	18,180	17,732	17,707	18,108
Total assets	24,672	24,329	24,702	24,237	24,525
Total Loans	13,420	13,300	13,177	13,055	12,933
Total current liabilities	982	1,080	2,753	2,619	2,707
Total long-term liabilities	13,029	12,906	11,079	10,932	10,807
Total liabilities	14,011	13,986	13,832	13,551	13,514
Paid-up capital	3,990	3,990	3,990	3,990	3,990
Total equity	10,660	10,343	10,869	10,686	11,012
BVPS (Bt)	2.67	2.59	2.72	2.68	2.76

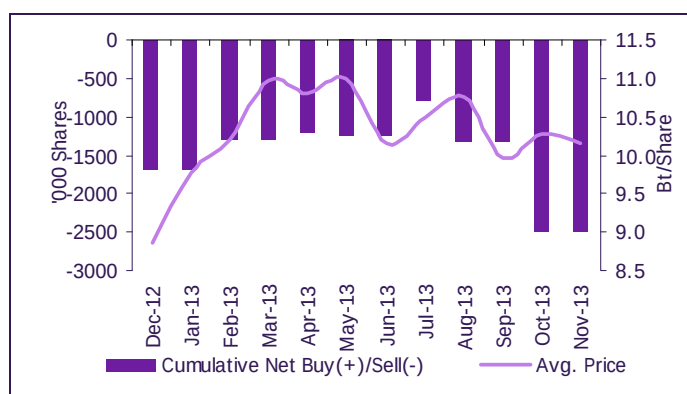
Main Assumptions

	2012	2013	2014F	2015F	2016F
TTW - Vol sales ('000 Cum/day)	419	444	471	499	529
PTW - Vol sales ('000 Cum/day)	399	411	423	436	449
Price (Bt/Cum) - TTW (300K Cum)	26.0	26.8	28.2	29.0	29.9
Price (Bt/Cum) - TTW (>300K Cum)	11.5	11.7	11.9	12.3	12.7
Price (Bt/Cum) - PTW	11.8	12.2	12.4	12.8	13.2
Cost (Bt/Cum) - TTW	6.9	6.4	6.4	6.5	6.6
Cost (Bt/Cum) - PTW	4.4	4.0	4.0	4.1	4.2

PE Band

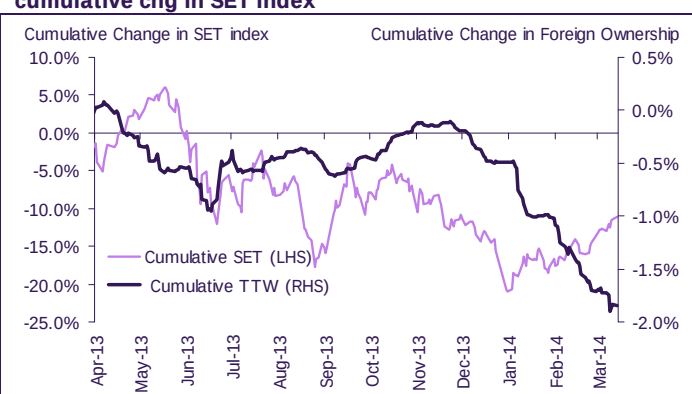


12-Month Cumulative directors trade



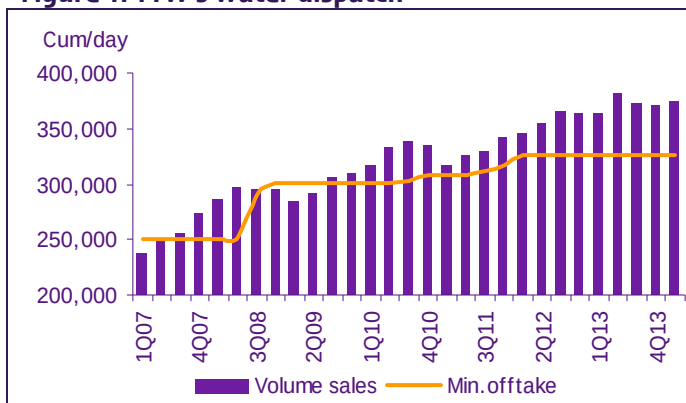
Source: SEC

12 Month cumulative chg in foreign ownership versus cumulative chg in SET index



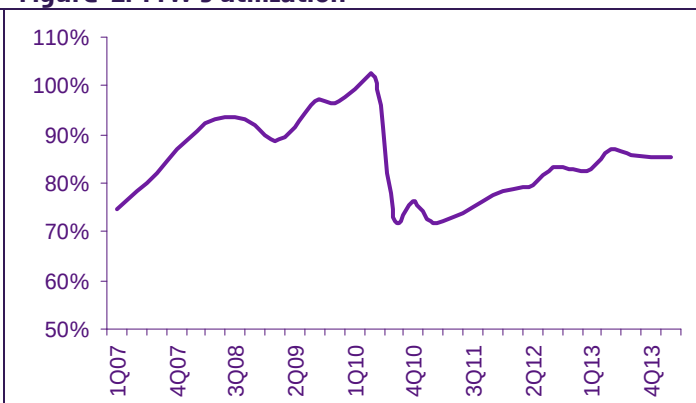
Source: SET, SCBS Investment Research

Figure 1: TTW's water dispatch



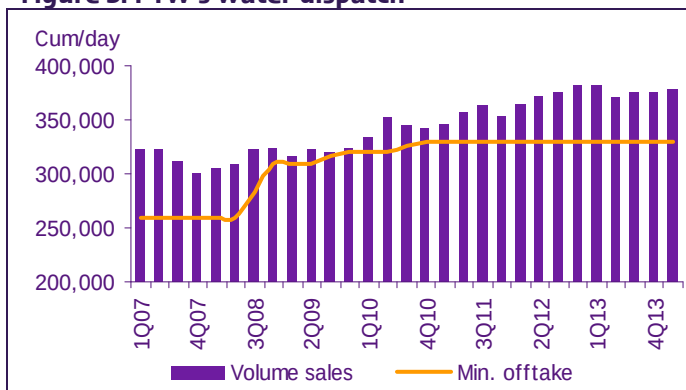
Source: TTW

Figure 2: TTW's utilization



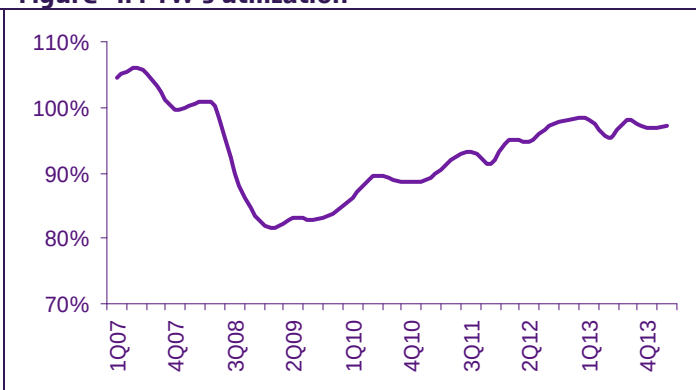
Source: TTW

Figure 3: PTW's water dispatch



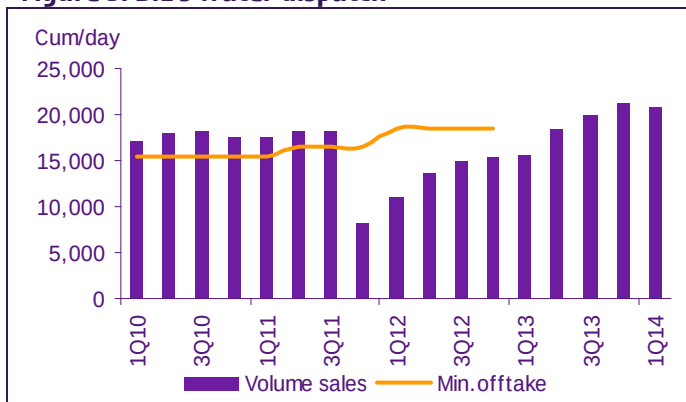
Source: TTW

Figure 4: PTW's utilization



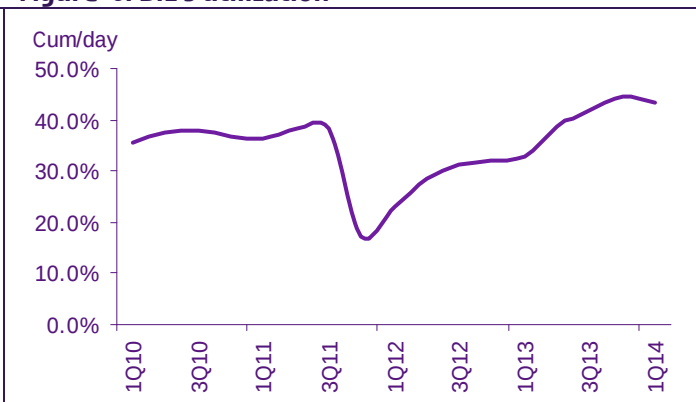
Source: TTW

Figure 5: BIE's water dispatch



Source: TTW

Figure 6: BIE's utilization



Source: TTW

กลุ่มอุตสาหกรรม

วชิราลักษณ์ แสงเลิศศิลป์

0-2949-1033

vajiralux.sanglerdsillapachai@scb.co.th

ธุรกิจอาหารทะเลมีแนวโน้มฟื้นตัวดีขึ้น

- คาดธุรกิจกุ้งและปลาทูน่าฟื้นตัวอย่างแข็งแกร่ง
- TUF: ราคาปลาทูน่าดิบลดลง อัตราค่าไถ่กว้างขึ้น
- TUF: ธุรกิจกุ้งมีแนวโน้มดีกว่าบริษัทอื่น ๆ เพราะเห็นทำธุรกิจกุ้งปลายน้ำ
- คาดกำไรสุทธิฟื้นตัวอย่างแข็งแกร่งในปี 2557: TUF เป็น top pick ในไตรมาส 2/57

คาดธุรกิจกุ้งและปลาทูน่าฟื้นตัวอย่างแข็งแกร่งในปีนี้ หลังจากธุรกิจหมูและไก่ฟื้นตัวดีขึ้นมากในงวดครึ่งหลังปี 56 โดยเฉพาะไก่เนื้อ ปีนี้ดูเหมือนจะเป็นปีที่สดใสสำหรับธุรกิจอาหารทะเล โดยเฉพาะปลาทูน่าและกุ้ง อุปทานปลาทูน่าและกุ้งจะปรับตัวเพิ่มขึ้น ราคากุ้งและปลาทูน่าดิบจะลดลง ดังนั้นอัตราค่าไถ่จะกว้างขึ้น ซึ่งเป็นแนวโน้มที่เคยเกิดขึ้นกับธุรกิจหมูและไก่ในปีที่ผ่านมา แม้ธุรกิจกุ้งของทั้ง TUF และ CPF จะดีขึ้น แต่ TUF จะได้รับประโยชน์มากที่สุด เพราะบริษัทมุ่งเน้นทำธุรกิจกุ้งปลายน้ำ

ธุรกิจปลาทูน่า: มีปลาทูน่าในทะเลลึกจำนวนมาก ธุรกิจปลาทูน่าได้รับประโยชน์จากราคาปลาทูน่าที่ลดลง และเรคาดว่าธุรกิจปลาทูน่าของ TUF จะมีแนวโน้มที่ดีในปีนี้ โดยอัตราค่าไถ่ขึ้นต้นโดยรวมจะเพิ่มขึ้นจาก 12% ในปี 2556 สู่ 15% ในปี 2557 เรคาดว่าราคาปลาทูน่าเฉลี่ยจะลดลงจาก 1,956 ดอลลาร์สหรัฐ/ตันในปี 2556 สู่ระดับ 1,500 ดอลลาร์สหรัฐ/ตันในปี 2557 (ราคาตอนนี้อยู่ที่ 1,225 ดอลลาร์สหรัฐ/ตัน) ลดลง 44% YoY ราคาปลาทูน่าระดับต่ำจะส่งผลกระทบต่อ TUF เนื่องจากจะทำให้อัตราค่าไถ่ของสินค้าที่เป็นแบรนด์ของบริษัทเอง (55% ของรายได้ทั้งหมด และให้อัตราค่าไถ่ขึ้นต้น 70%) ปรับตัวเพิ่มขึ้น ในขณะที่สินค้ารับจ้างผลิต หรือ OEM (45% ของรายได้ทั้งหมด อัตราค่าไถ่ขึ้นต้น 30%) ราคาจะปรับตัวลดลง TUF เปิดเผยว่าราคาปลาทูน่าระดับต่ำกระตุ้นให้ลูกค้าส่งออกเรือเข้ามามากขึ้น แม้ปัจจัยด้านสภาพอากาศ (ปรากฏการณ์ลานีญาและเอลนีโญ) จะส่งผลทำให้ราคาปลาทูน่าผันผวนในปีนี้ แต่ไม่น่าจะเป็นประเด็นที่น่าเป็นห่วงมากนัก เนื่องจากราคาปลาทูน่าปรับตัวลดลงมาค่อนข้างมากแล้ว

ปรากฏการณ์เอลนีโญจะส่งผลทำให้ราคาผลิตภัณฑ์การเกษตรปรับตัวสูงขึ้น สถานการณ์แล้งมีสาเหตุมาจากปรากฏการณ์เอลนีโญ ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อบริษัทที่ผลิตอาหารสัตว์ เช่น CPF และ GFPT แม้เกษตรกรจะได้รับประโยชน์เมื่อสถานการณ์ขาดแคลนน้ำมันปาล์ม ยาง ถั่วเหลือง ข้าวโพด ผลักดันให้ราคาสูงขึ้น

ธุรกิจกุ้งจะค่อย ๆ ฟื้นตัวในปี 2557 เรคาดว่าธุรกิจกุ้งปลายน้ำ (บรรจุ และจัดจำหน่าย) จะฟื้นตัวเร็วกว่าธุรกิจกุ้งต้นน้ำ (อาหารสัตว์ และฟาร์มกุ้ง) TUF เน้นทำธุรกิจกุ้งปลายน้ำซึ่งประกอบด้วยการบรรจุและการจัดจำหน่ายสินค้ากุ้ง ในขณะที่ CPF เป็นผู้ผลิตกุ้งครบวงจรโดยมีตั้งแต่ฟาร์มกุ้งไปจนถึงการบรรจุและการจัดจำหน่ายสินค้ากุ้ง TUF เป็นเจ้าของบริษัท 2 แห่งในสหรัฐ คือ บริษัทแพ็คฟู้ด (PPC) ซึ่งประกอบธุรกิจผลิตและส่งออกอาหารทะเล และ Chicken of the Sea ซึ่งเป็นแบรนด์สหรัฐ ที่มีชื่อเสียง ดังนั้นแม้ยังไม่มีวิธีการรักษาโรคกุ้งตายด่วน (EMS) ได้อย่างแท้จริง และอุปทานกุ้งในประเทศค่อย ๆ ฟื้นตัวเพิ่มขึ้น แต่ TUF จะได้รับประโยชน์จากราคากุ้งสูงในธุรกิจจัดจำหน่ายสินค้ากุ้ง และธุรกิจบรรจุสินค้ากุ้งก็สามารถเลือกใช้กุ้งจากแหล่งใดก็ได้เพื่อให้ได้ราคาที่ดีที่สุด

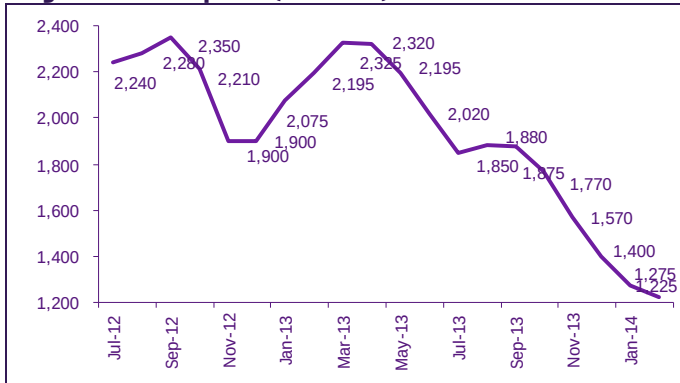
Top pick: TUF ปีนี้จะเป็นปีที่ดีสำหรับ TUF เพราะมีปัจจัยบวก 3 อย่างด้วยกัน: 1) เงินบาทอ่อนค่า 2) ราคาทูน่าลดลงซึ่งน่าจะหนุนให้อุปสงค์เพิ่มขึ้น และ 3) การฟื้นตัวอย่างต่อเนื่องของธุรกิจกุ้งในไทย TUF รู้สึกว่าราคาปลาทูน่าที่ลดลงจะกระตุ้นให้ลูกค้าออกแคมเปญโปรโมชันเพื่อเพิ่มปริมาณขาย อันจะส่งผลทำให้มีออเดอร์ส่งเข้ามายัง TUF เพิ่มมากขึ้น ทั้ง TUF และ CPF คาดว่าธุรกิจกุ้งจะปรับตัวดีขึ้นมากตอนกลางปี 2557 เรายังคงคำแนะนำ "ซื้อ" TUF ด้วยราคาเป้าหมาย 80 บาท โดยอิงกับ P/BV ปี 2557 ที่ 2 เท่า

Valuation Summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					13A	14F	15F	13A	14F	15F	13A	14F	15F	13A	14F	15F	13A	14F	15F	13A	14F	15F
CPF	Buy	28.8	35.0	25.6	n.m.	15.6	10.7	n.m.	n.m.	45.0	1.64	1.60	1.54	(1.2)	10.4	14.6	1.7	3.8	5.6	34.3	12.7	10.5
GFPT	Buy	13.9	14.5	7.2	11.6	10.4	10.0	3,582.7	11.4	3.9	2.34	2.02	1.77	22.4	19.3	40.3	2.5	2.9	3.0	9.2	8.7	8.1
MINT	Neutral	24.8	27.0	10.4	25.6	22.5	19.4	18.6	13.4	16.4	3.62	3.27	2.94	16.6	15.3	16.0	1.4	1.5	1.7	15.6	14.2	12.1
PM	Buy	8.4	11.0	36.9	12.3	10.4	9.5	0.4	17.9	10.3	3.61	2.74	2.16	28.8	23.8	53.2	6.0	6.0	6.0	9.7	7.9	6.6
TUF	Buy	67.5	80.0	22.1	27.7	14.1	13.3	(33.3)	96.8	5.6	1.79	1.60	1.44	6.7	12.0	11.4	2.2	3.6	3.8	20.0	11.8	11.0
Average					19.3	14.6	12.6	892.1	34.9	16.3	2.60	2.25	1.97	14.7	16.2	27.1	2.8	3.5	4.0	17.7	11.1	9.7

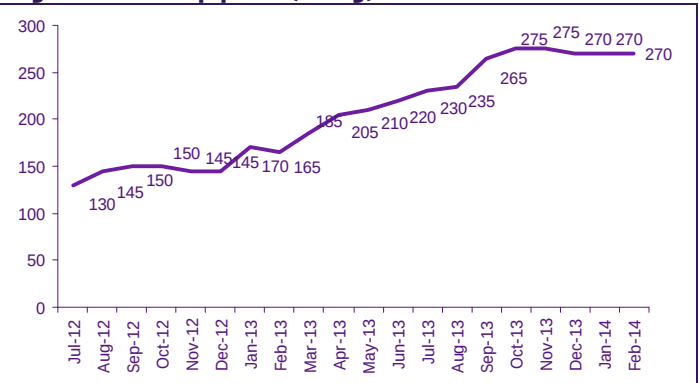
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: Tuna price (US\$/ton)



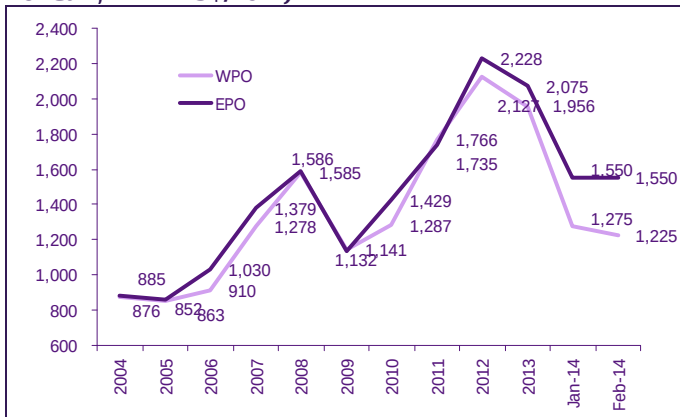
Source: Company Data, SCBS Investment Research

Figure 2: Shrimp price (Bt/kg)



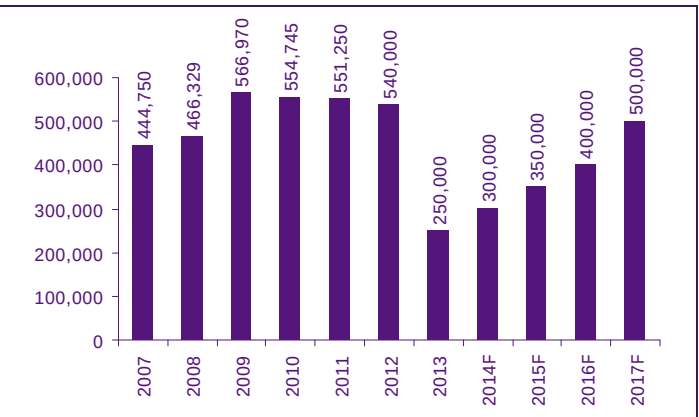
Source: Company Data, SCBS Investment Research

Figure 3: Tuna price (West Pacific Ocean/East Pacific Ocean, Unit: US\$/ton)



Source: Company Data, SCBS Investment Research

Figure 4: Shrimp production (Ton per year)



Source: Company Data, SCBS Investment Research

Figure 5: Thai shrimp business processing

Company	Upstream		Downstream	
	Feeding	Farming	Packing	Trading
TUF	Light	Light	Heavy (After acquiring PPC)	Heavy (From trading unit in USA)
CPF	Heavy (>50% local market share)	Heavy (Being local biggest player)	Light	Light

Source: TUF, SCBS Investment Research

Source: CPF, SCBS Investment Research

Figure 7: Peer Comparison

Company name	Country	Mkt Cap US mn.	PE (x)		EPS Growth (%)		PBV (x)		Div. Yield (%)		ROE (%)		EV/EBITDA (x)	
			2014F	2015F	2014F	2015F	2014F	2015F	2014F	2015F	2014F	2015F	2014F	2015F
Thai Union Frozen Products	Thailand	2,389	15.21	12.72	78.23	19.60	1.81	1.67	3.25	3.84	12.59	13.59	11.49	10.03
Charoen Pokphand Foods	Thailand	6,866	18.44	12.70	62.40	45.16	1.80	1.66	2.78	3.93	10.38	13.70	15.24	12.28
Oishi Group	Thailand	493	26.89	22.73	30.45	18.30	4.47	4.12	2.01	2.69	15.47	19.11	11.33	9.05
GFPT	Thailand	538	11.53	9.86	0.50	16.92	2.18	1.79	2.69	3.09	20.07	25.85	8.16	7.84
Premier Marketing	Thailand	155	10.73	9.60	11.86	11.75	2.99	2.45	5.57	6.15	27.79	38.38	7.50	6.59
Nestle SA	Switzerland	236,865	18.82	17.51	9.71	7.49	3.01	2.91	3.44	3.64	16.96	17.45	12.52	11.74
Danone SA	France	43,011	17.81	15.89	14.62	12.07	2.28	2.19	3.04	3.26	13.11	13.44	11.21	10.38
ConAgra Foods Inc	United States	12,642	14.05	12.73	13.83	10.42	2.14	1.96	3.32	3.34	16.58	15.84	9.33	9.26
Hillshire Brands	United States	4,615	21.83	19.48	-15.76	12.04	7.37	6.67	1.82	2.02	40.00	40.00	9.85	9.36
Nippon Suisan Kaisha	Japan	582	10.05	11.93	218.18	-15.73	0.97	0.95	n.a	n.a	10.00	8.60	11.08	11.44
Average			16.54	14.52	42.40	13.80	2.90	2.64	3.10	3.55	18.29	20.59	10.77	9.80

Source: Bloomberg

แนวโน้มยังไม่น่าตื่นเต้น

รวีบุษ ปิยะกรียงไกร

0-2949-1002

raweenuch.piyakriengkai@scb.co.th

ฐานิดา ทรงพัฒนโยธิน

0-2949-1012

tanida.songphatanayothin@scb.co.th

■ กำไรไตรมาส 2/57 จะอยู่ในระดับทรงตัว เพราะยอดผลิตรถยนต์สร้างฐานสูง

■ โครงการอีโคคาร์ เฟส 2 จะช่วยชี้แนวโน้มอุตสาหกรรมยานยนต์ในระยะยาว

สรุปผลการดำเนินงานไตรมาส 4/56 กำไรปกติไตรมาส 4/56 ของหุ้นผู้ผลิตชิ้นส่วนยานยนต์ทั้งสามตัวในการวิเคราะห์ของเราปรับตัวลดลง 20% QoQ และ 43% YoY สะท้อนถึงตลาดยานยนต์ที่เงียบเหงา SAT เป็นเพียงบริษัทเดียวที่รายงานกำไรปกติโต 23% ทั้ง YoY และ QoQ เพราะอัตราค่าไถ่ขึ้นต้นสูงขึ้น (สูงสุดในรอบ 3 ปี) โดยเกิดจากการบริหารต้นทุนได้ดีขึ้นและค่าเสื่อมราคาที่สูงขึ้นซึ่งมีสาเหตุมาจากการตัดจำหน่ายที่ดินอาคารและอุปกรณ์ไปก่อนหน้านี้ STANLY และ SAT เป็นเพียงสองบริษัทที่รายงานกำไรปกติเพิ่มขึ้นในปี 2556 ที่ 6% YoY และ 4% YoY ตามลำดับ ในขณะที่กำไรปกติของ AH ลดลง 18% YoY

แนวโน้มเจียบต่อเนื่องในไตรมาส 2/57 เมื่อพิจารณาจากยอดผลิตรถยนต์ที่สร้างฐานสูงในปี 2556 อันเป็นผลมาจากมาตรการคิกออฟให้แก่อุตสาหกรรมรถยนต์คันแรก ยอดผลิตรถยนต์ในไตรมาส 2/57 น่าจะยังอยู่ในระดับทรงตัว ซึ่งหมายความว่ากำไรของบริษัทในกลุ่มยานยนต์น่าจะอยู่ในระดับทรงตัวด้วยเช่นกัน ปัจจัยลบอีกอย่างหนึ่งคือการใช้จ่ายอุปโภคบริโภคที่ลดลงเพราะเศรษฐกิจชะลอตัวและสถานการณ์ความไม่สงบทางการเมืองยืดเยื้อ แต่จะได้รับการชดเชยบางส่วนจากการส่งออกรถยนต์ที่เพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องโดยได้รับปัจจัยหนุนจากอุปสงค์ที่ฟื้นตัวขึ้นในตลาดส่งออกสำคัญๆ ยอดส่งออกรถยนต์ในเดือน ม.ค. 2557 อยู่ที่ 81,000 คัน ลดลง 7% YoY และ 8% MoM เราแนะนำให้จับตาดูยอดจองรถยนต์จากงาน Auto Expo 2014 ที่จะจัดขึ้นในวันที่ 26 มี.ค.-6 เม.ย. นี้อย่างใกล้ชิด เนื่องจากจะเป็นตัวชี้วัดที่ดีถึงแนวโน้มอุตสาหกรรมยานยนต์โดยเฉพาะตลาดรถยนต์ในประเทศในอนาคต

ระดับสินค้าคงคลังในตอนนี้ใกล้เคียงกับระดับปกติแล้ว เราคาดว่าอุตสาหกรรมยานยนต์จะปรับตัวดีขึ้นในงวดครึ่งหลังปี 57 เมื่อตลาดในประเทศกลับคืนสู่ภาวะปกติและยอดส่งออกรถยนต์ปรับตัวเพิ่มขึ้น ทั้งนี้เมื่ออิงกับการคำนวณของเรา พบว่าระดับสินค้าคงคลังใกล้เคียงกับระดับปกติที่ 3,000 คันแล้วหลังจากบริษัทผลิตรถยนต์ลดการผลิตตั้งแต่เดือน ก.ค. 2556 เพื่อบริหารสินค้าคงคลังส่วนเกิน ดังนั้นเราคาดว่ายอดผลิตรถยนต์จะปรับตัวเพิ่มขึ้นอีกครั้งตามอุปสงค์ที่เพิ่มขึ้น สำหรับปี 2557 เรายังคงประมาณการยอดผลิตรถยนต์ไว้ที่ 2.4 ล้านคัน โดยแบ่งเป็นยอดขายรถยนต์ในประเทศ 1.1 ล้านคัน และยอดส่งออกรถยนต์ 1.3 ล้านคัน ยอดส่งออกรถยนต์ในปีนี้น่าจะเติบโตสูงถึง 15% YoY เนื่องจากบริษัทผลิตรถยนต์หันมาเน้นส่งออกแทนหลังจากมาตรการรถยนต์คันแรกสิ้นสุดลง

จับตา: โครงการอีโคคาร์ เฟส 2 โครงการอีโคคาร์ เฟส 2 ใกล้ถึงกำหนดปีได้รับสมัครเข้าร่วมโครงการในวันที่ 31 มี.ค. 57 และความสำเร็จของโครงการนี้จะช่วยกำหนดแนวโน้มระยะยาวของอุตสาหกรรมยานยนต์ไทย โครงการนี้น่าจะช่วยสนับสนุนการผลิตรถยนต์ให้ปรับเพิ่มขึ้นเป็น 3 ล้านคันในปี 2560 สำนักงานเศรษฐกิจอุตสาหกรรมรายงานว่า โครงการอีโคคาร์ทั้งสองเฟสรวมกันจะช่วยสนับสนุนให้กำลังการผลิตอีโคคาร์ปรับเพิ่มขึ้นจาก 678,000 คันในปี 2556 สู่ 935,000 คันในปี 2561 กำลังการผลิตที่เพิ่มขึ้นนี้คิดเป็น 10% ของกำลังการผลิตรถยนต์ทั้งหมดในปัจจุบัน แหล่งข่าวระบุว่า บริษัทผลิตรถยนต์ญี่ปุ่นรายใหญ่แห่งหนึ่งยืนยันแล้วว่า จะสมัครเข้าร่วมโครงการเฟส 2 นี้

STANLY ผลิตโคมไฟสำหรับบริษัทผลิตรถยนต์ทั้ง 5 รายภายใต้โครงการอีโคคาร์ เฟส 1 อยู่แล้ว และการผลิตของบริษัทก็มุ่งเน้นไปที่รถยนต์นั่งมากกว่า AH และ SAT ซึ่งเน้นไปที่รถยนต์เพื่อการพาณิชย์ ดังนั้น STANLY จึงมีแนวโน้มที่จะเป็นผู้ได้รับประโยชน์สูงสุดจากความสำเร็จของโครงการอีโคคาร์ เฟส 2 เนื่องจากบริษัทมีอุปกรณ์ที่จำเป็น เทคโนโลยี และประสบการณ์อยู่แล้ว ทำให้มีแนวโน้มสูงที่จะได้รับออเดอร์จากอีโคคาร์รุ่นใหม่

ยังไม่มีหุ้นเด่น ราคาหุ้นทั้งสามตัวในกลุ่มยานยนต์มีทั้งปรับตัวขึ้นและลง YTD โดย SAT ปรับขึ้น 10%, STANLY ปรับลง 1%, และ AH ปรับลง 6% ในสถานการณ์ที่ไม่มีความแน่นอน เราชอบ STANLY มากที่สุด เพราะอัตรากำไรสูงและฐานะการเงินที่แข็งแกร่งจะช่วยลดความผันผวนของผลการดำเนินงาน และมีปัจจัยกระตุ้นราคาหุ้นระยะสั้นจากความสำเร็จของโครงการอีโคคาร์ เฟส 2

Valuation summary

	Rating	Price	Target	ETR	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					13A	14F	15F	13A	14F	15F	13A	14F	15F	13A	14F	15F	13A	14F	15F	13A	14F	15F
AH	Sell	13.7	13.8	3.9	7.2	7.9	6.5	(18.3)	(8.8)	22.8	0.81	0.76	0.70	11.7	9.8	11.3	3.6	3.1	3.9	3.8	5.7	5.0
SAT	Neutral	15.8	18.0	17.9	8.3	8.8	7.9	3.8	(5.7)	10.7	1.38	1.25	1.13	18.0	14.9	15.0	4.7	4.0	4.4	5.5	5.1	4.3
STANLY	Neutral	205.0	240.0	20.4	10.7	10.4	9.4	5.3	2.4	11.3	1.51	1.33	1.21	14.1	12.8	13.0	3.0	3.3	3.7	5.5	5.0	4.1
Average					8.7	9.0	7.9	(3.0)	(4.1)	14.9	1.23	1.11	1.02	14.6	12.5	13.1	3.8	3.5	4.0	4.9	5.3	4.5

Source: SCBS Investment Research

Figure 1: 4Q13 results

	Core earnings (Bt mn)					Growth		Core earnings (Bt mn)			% YoY Growth		
	4Q12	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	% YoY	% QoQ	2013	2014F	2015F	2013	2014F	2015F
AH	351	279	187	144	1	(99.8)	(99.6)	610	556	683	(18.3)	(8.8)	22.8
SAT	171	239	192	171	209	22.6	22.8	811	765	846	3.8	(5.7)	10.7
STANLY*	421	483	394	358	327	(22.3)	(8.6)	1,423	1,535	1,725	(11.2)	7.9	12.4
Automotive sector	942	1,001	773	672	537	(43.0)	(20.1)	2,844	2,856	3,255	(25.7)	(6.7)	45.9

Source: SCBS Investment Research

*STANLY's fiscal year is end of March

Figure 2: Auto industry data

000 Units	Jan-13	Jan-14	YoY	Dec-13	MoM	2012	2013	YoY
Domestic auto sales	125.8	68.5	-46%	108.7	-37%	1,436	1,325	-7.7%
Auto export	87.1	81.0	-7%	88.0	-8%	1,027	1,128	9.9%
Auto production	236.0	162.7	-31%	158.9	2%	2,454	2,457	0.1%

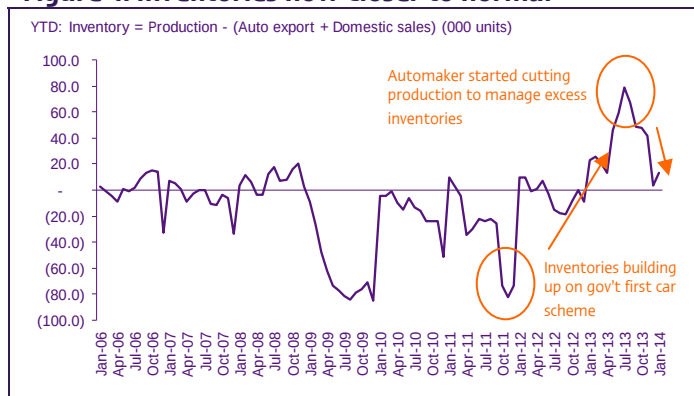
Source: The Federation of Thai Industries, Toyota Motor Thailand

Figure 3: Eco car Phase 1 vs. Phase 2

	Eco-car Phase 1	Eco-car Phase 2
Exercise Tax	17%	14% 12% (E85 fuel)
Minimum Investment (excl. land cost)	Bt5bn	Bt5bn (former participants) Bt6.5bn (new participants)
Engine standard	Euro 4	Euro 5
Engine size	<1,300 cc gasoline <1,400 cc diesel	<1,300 cc gasoline <1,500 cc diesel
Maximum fuel consumption	5 liters/100km	4.3 liters/100km
Carbon-dioxide emission	<120 g/km	<100 g/km
Production requirement	100k units p.a. starting year 5	100k units p.a. starting year 4

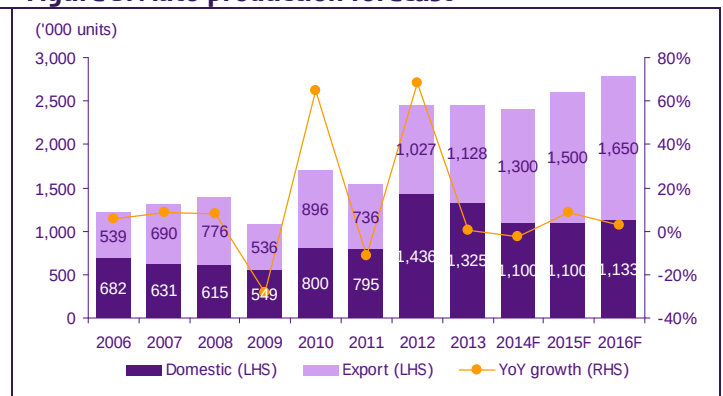
Source: BOI, SCBS Investment Research

Figure 4: Inventories now closer to normal



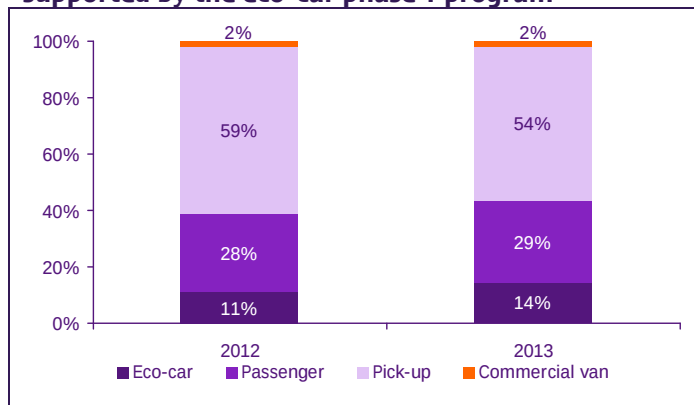
Source: The Federation of Thai Industries, SCBS Investment Research

Figure 5: Auto production forecast



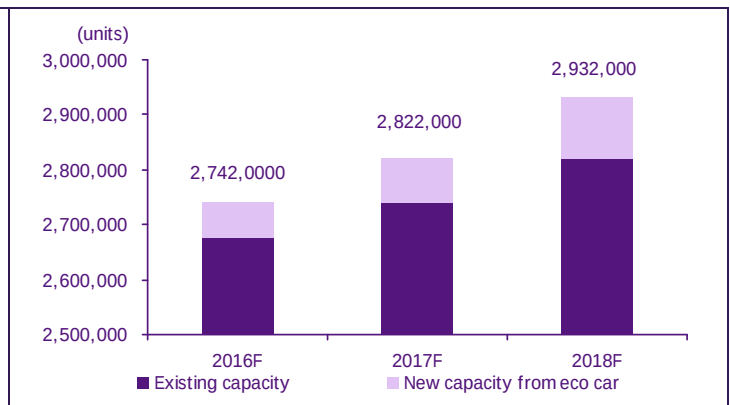
Source: The Federation of Thai Industries, SCBS Investment Research

Figure 6: Share of eco-car production have increased supported by the eco-car phase 1 program



Source: SAT, SCBS Investment Research

Figure 6: Eco-car program to help boost capacity



Source: OIE, BOI, SCBS Investment Research

กิตติมา สัตยพันธ์, CFA
0-2949-1003
kittima.sattayapan@scb.co.th

ความเสี่ยงขาลงสะท้อนในราคาหุ้นแล้ว

- มีแนวโน้มปรับประมาณการอัตราการขยายตัวของสินเชื่อปี 2557 ลดลง เพราะการขยายสินเชื่อในไตรมาส 1/57 ชะลอตัวลงมาก
- คัด NIM หดตัวลงในงวดครึ่งแรกปี 57 จากการลดอัตราดอกเบี้ย
- เราคาดว่าจะมี NPL เกิดขึ้นใหม่เพิ่มมากขึ้น แต่อยู่ในระดับที่บริหารจัดการได้ อย่างไรก็ดี ต้นทุนสินเชื่อจะอยู่ในระดับทรงตัวเพราะตั้งสำรองพิเศษ countercyclical buffer ไว้แล้วในปีก่อน
- ราคาหุ้นสะท้อนความเสี่ยงขาลงจากสถานการณ์ความไม่สงบทางการเมืองที่ยืดเยื้อไปแล้ว
- Top picks - KBANK และ BBL เพราะมีเกราะป้องกันผลกระทบจากเศรษฐกิจขาลงที่มีสาเหตุมาจากสถานการณ์ความไม่สงบทางการเมืองที่ยืดเยื้อ

การขยายสินเชื่อชะลอตัวลง อัตราการขยายตัวของสินเชื่อกลุ่มธนาคารในช่วง 2 เดือนแรกปี 57 ชะลอตัวลงมากโดยแทบจะไม่ขยายตัวโดยมีสาเหตุมาจากสถานการณ์ความไม่สงบทางการเมืองและปัจจัยฤดูกาล เราคาดว่าอัตราการขยายตัวของสินเชื่อจะยังอยู่ในระดับต่ำ เรามีแนวโน้มที่จะปรับประมาณการอัตราการขยายตัวของสินเชื่อปี 2557 ของกลุ่มธนาคารที่ 7% (เทียบกับ 11% ในปี 2556) ลดลง เพราะสถานการณ์ความไม่สงบทางการเมืองที่ยืดเยื้อ ซึ่งมีแนวโน้มที่จะส่งผลกระทบให้อัตราการขยายตัวของสินเชื่อปี 2557 ของกลุ่มธนาคารปรับลดลงสู่ 4-5% เราเชื่อว่าการจัดตั้งรัฐบาลใหม่ได้สำเร็จและการส่งออกเพิ่มขึ้นจะเป็นปัจจัยสำคัญที่ช่วยกระตุ้นการขยายตัวของสินเชื่อ

NIM จะหดตัวลง ส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยสุทธิ (NIM) ไตรมาส 1/57 ของกลุ่มธนาคารมีแนวโน้มที่จะได้รับผลกระทบจากการลดอัตราดอกเบี้ยในเดือน พ.ย.ปีก่อน และเดือน ก.พ.ปีนี้ ในแง่ของความล่าช้าในการปรับลดอัตราดอกเบี้ยเงินกู้และเงินฝาก เราคาดว่าอัตราดอกเบี้ยนโยบายจะปรับลดลงอีก 0.25% ในไตรมาส 2/57 NIM น่าจะหดตัวลงในงวดครึ่งแรกปี 57 ก่อนที่จะฟื้นตัวในงวดครึ่งหลังปี 57 โดยมีสาเหตุมาจากการทยอยปรับลดอัตราดอกเบี้ยเงินฝาก TISCO KKP และ TCAP ซึ่งเน้นปล่อยสินเชื่อรถยนต์อัตราดอกเบี้ยคงที่ที่น่าจะได้รับประโยชน์เล็กน้อยจากอัตราดอกเบี้ยขาลง

อัตราการเกิด NPL ใหม่ปรับตัวเพิ่มขึ้นในระดับที่สามารถบริหารจัดการได้ แต่ต้นทุนสินเชื่อทรงตัว เราคาดว่าจะมี NPL เกิดขึ้นใหม่เพิ่มมากขึ้นแต่ยังสามารถบริหารจัดการได้ในปีนี้ อย่างไรก็ดี เราคาดว่าต้นทุนสินเชื่อจะอยู่ในระดับทรงตัวเนื่องจากธนาคารต่างๆ ได้ตั้งสำรองพิเศษเพื่อรองรับความเสี่ยงเชิงระบบที่อาจเกิดขึ้นในช่วงเศรษฐกิจขาลง (countercyclical buffer) ไว้แล้วในปี 2556 สถานการณ์ที่สินเชื่อรถมือสองปรับตัวแยกลงดูเหมือนจะดีขึ้นเล็กน้อย เนื่องจากราคารถมือสองบางยี่ห้อเริ่มฟื้นตัวดีขึ้นเล็กน้อย

ราคาหุ้นสะท้อนความเสี่ยงขาลงจากสถานการณ์ความไม่สงบทางการเมืองที่ยืดเยื้อไปแล้ว หุ้นธนาคารส่วนใหญ่ซื้อขายที่ระดับ -1SD PBV และ PER เหลือย้อนหลัง 10 ปี เราเชื่อว่าราคาหุ้นปัจจุบันสะท้อนความเสี่ยงขาลงจากสถานการณ์ความไม่สงบทางการเมืองที่ยืดเยื้อไปเรียบร้อยแล้ว

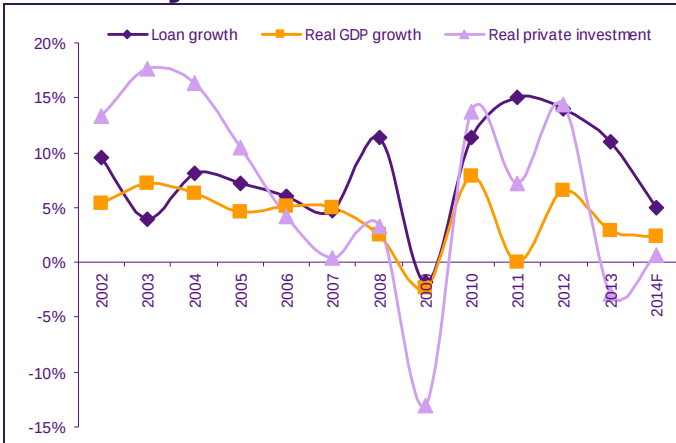
Top picks - KBANK และ BBL เรายังคงเก็บ KBANK เป็น top pick ในกลุ่มธนาคาร เนื่องจาก KBANK มีรายได้ที่มีอัตราดอกเบี้ยที่แข็งแกร่งซึ่งจะช่วยป้องกันผลกระทบจากแนวโน้มที่อัตราการขยายตัวของสินเชื่อและส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยสุทธิจะปรับตัวลดลง ในขณะที่เดียวกันเราเลือก BBL เข้ามาเป็น top pick แทน KTB เพราะ BBL เป็นธนาคารที่มีงบดุลที่แข็งแกร่งที่สุดในทุกๆ ด้าน ซึ่งจะช่วยป้องกันผลกระทบจากเศรษฐกิจในประเทศชะลอตัว

Valuation Summary

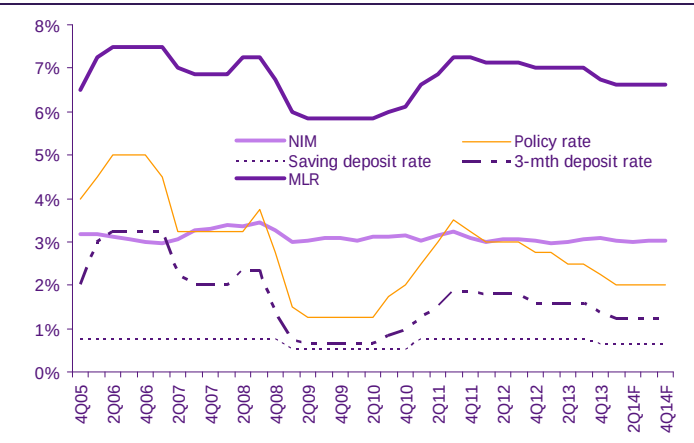
	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)		
					13A	14F	15F	13A	14F	15F	13A	14F	15F	13A	14F	15F	13A	14F	15F
BAY	Neutral	34.50	33.0	(2.0)	17.7	12.8	11.1	(18.9)	38.2	15.4	1.73	1.58	1.43	10.1	12.9	13.5	2.3	2.3	2.7
BBL	Buy	176.50	228.0	32.9	9.4	9.4	8.7	8.7	0.2	7.5	1.14	1.06	0.98	12.6	11.7	11.6	3.7	3.7	4.0
KBANK	Buy	171.50	214.0	27.0	9.9	9.0	7.9	17.2	10.6	13.6	1.87	1.60	1.37	20.4	19.2	18.7	2.0	2.2	2.5
KKP	Neutral	43.00	43.0	5.7	8.2	9.0	8.5	29.3	(9.7)	5.9	1.03	0.99	0.93	13.0	11.2	11.3	6.3	5.7	6.0
KTB	Buy	18.60	24.0	34.1	7.7	7.9	7.1	45.2	(3.0)	11.3	1.26	1.15	1.04	17.6	15.3	15.4	5.2	5.1	5.6
LHBANK	Sell	1.21	1.1	(6.7)	17.2	16.9	15.9	23.3	1.7	6.5	1.02	0.99	0.95	6.1	5.9	6.1	2.3	2.4	2.5
TCAP	Neutral	36.50	36.0	3.0	5.1	9.3	8.4	68.4	(45.5)	10.7	0.98	0.92	0.86	20.5	10.3	10.7	4.1	4.4	4.7
TISCO	Buy	40.75	48.0	23.7	7.7	7.3	6.3	4.3	5.5	16.2	1.42	1.28	1.13	20.6	18.5	19.2	5.9	5.9	7.2
TMB	Neutral	2.44	2.4	0.7	18.5	13.0	11.4	354.3	42.2	14.7	1.72	1.56	1.42	9.6	12.6	13.1	1.6	2.3	2.6
Average					11.2	10.4	9.4	21.6	5.1	11.5	1.43	1.30	1.17	15.2	13.8	13.9	3.7	3.8	4.2

Source: SCBS Investment Research

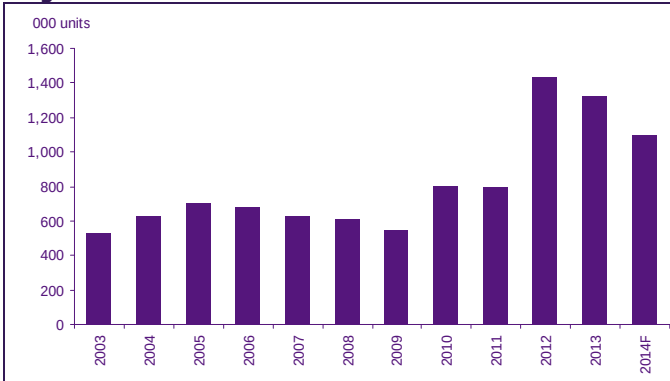
หมายเหตุสำคัญ: บริษัทหลักทรัพย์ ไทยพาณิชย์ จำกัด (SCBS) เป็นบริษัทย่อยที่ธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) (SCB) ถือหุ้นทั้งหมด ข้อมูลใด ๆ ที่เกี่ยวข้องกับ SCB มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ในการเปรียบเทียบเท่านั้น

Figure 1: Loan growth vs. real GDP and private investment growth

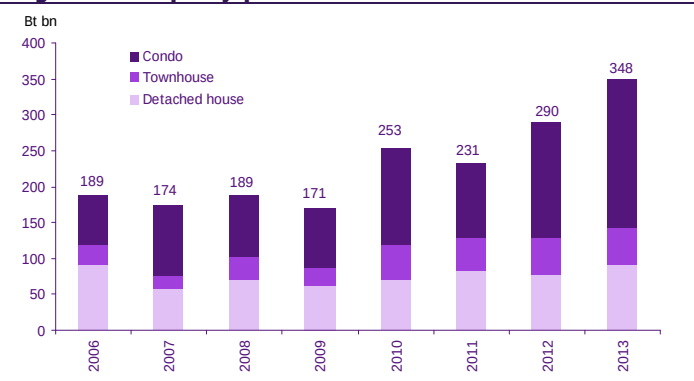
Source: BoT and SCBS Investment Research

Figure 2: NIM vs. interest rates

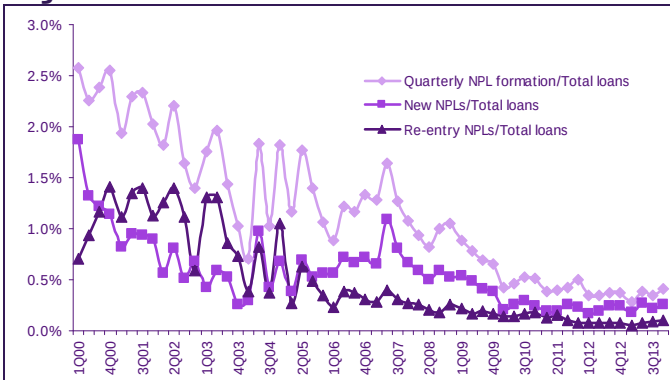
Source: Toyota Motor Thailand and SCBS Investment Research

Figure 3: Domestic car sales

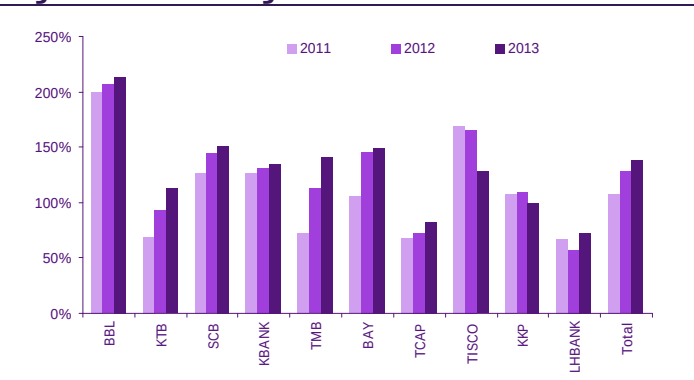
Source: BoT and SCBS Investment Research

Figure 4: Property presales

Source: BoT and SCBS Investment Research

Figure 5: NPL formation

Source: BoT and SCBS Investment Research

Figure 6: LLR coverage

Source: BoT and SCBS Investment Research

อุปสงค์ชะลอตัวในงวดครึ่งแรกปี 57

ศิริมา ดิสราร, CFA
0-2949-1004
sirima.dissara@scb.co.th

- อุปสงค์ชะลอตัวในงวดครึ่งแรกปี 57 เพราะความเชื่อมั่นลดลงโดยมีสาเหตุมาจากเศรษฐกิจชะลอตัว การเมืองขาดเสถียรภาพ และปัญหาเกี่ยวกับโครงการรับจำนำข้าว
- อัตรากำไรของกลุ่มวัสดุก่อสร้างจะแข็งแกร่งต่อเนื่องโดยได้รับปัจจัยหนุนจากราคาขายผลิตภัณฑ์ระดับสูง ขณะที่ต้นทุนเชื้อเพลิงอยู่ในระดับที่สามารถบริหารจัดการได้
- ชอบบริษัทที่มีหลายธุรกิจ (เคมีภัณฑ์และซีเมนต์) มากกว่าบริษัทที่มีธุรกิจเดียว เมื่อพิจารณาจากส่วนต่างราคาเคมีภัณฑ์ที่แข็งแกร่งและอุปสงค์วัสดุก่อสร้างที่เปราะบาง
- **Top pick: SCC** เพราะแนวโน้มผลการดำเนินงานไตรมาส 1/57 แข็งแกร่ง ได้ประโยชน์จากเงินบาทที่อ่อนค่าเมื่อเทียบกับดอลลาร์สหรัฐ และ valuation น่าสนใจ โดยซื้อขายที่ PE 12.8 เท่า เทียบกับอัตราเติบโตของ EPS ในระยะ 2 ปีข้างหน้า 15% ต่อปี

สรุปผลการดำเนินงานไตรมาส 4/56 บริษัทที่ประกอบธุรกิจปูนซีเมนต์ทุกแห่งรายงานผลการดำเนินงานไตรมาส 4/56 ที่ดีขึ้นต่อเนื่องจากไตรมาส 3/56 โดยหลักๆ ได้รับปัจจัยหนุนจากอัตรากำไรจากปูนซีเมนต์ที่ดีขึ้นซึ่งเป็นผลมาจากราคาขายผลิตภัณฑ์ที่สูงขึ้น และส่วนต่างราคาเคมีภัณฑ์ที่กว้างขึ้น TPIPL รายงานกำไรปกติเติบโตสูงที่สุด (+278% YoY) ตามมาด้วย SCCC (+14% YoY) และ SCC (+10% YoY) ขณะที่บริษัทที่ประกอบธุรกิจกระเบื้องเซรามิกมีผลการดำเนินงานที่ปรับตัวแย่ลง: DCC กำไรลดลง 11% YoY เพราะปริมาณขายนำผิวดหัว และ DRT กำไรลดลง 25% YoY เพราะอัตรากำไรแคบลง โดยมีสาเหตุมาจากต้นทุนปูนซีเมนต์ที่สูงขึ้นและค่าเสื่อมราคาจากกำลังการผลิตใหม่

ปริมาณขายต่ำ โดยเฉพาะอย่างยิ่งในงวดครึ่งแรกปี 57 อุปสงค์ในประเทศแสดงสัญญาณชะลอตัวในเดือนม.ค. 57 เนื่องจากปริมาณขายปูนซีเมนต์ในประเทศลดลง 1% YoY (อ้างอิงตัวเลขจาก รพท.) และปริมาณขายกระเบื้องเซรามิกลดลง 10-20% YoY (อ้างอิงจาก DCC และ DRT) โดยเกิดจากความเชื่อมั่นที่ลดลงเพราะเศรษฐกิจชะลอตัว การเมืองขาดเสถียรภาพ และรายได้เกษตรลดลงเนื่องจากไม่ได้รับเงินค่าจำนำข้าว หากสถานการณ์ไม่ปรับตัวดีขึ้น ปริมาณขายในไตรมาส 2/57 มีแนวโน้มที่จะปรับตัวลดลง QoQ จากปัจจัยฤดูกาลและจะลดลงต่อเนื่อง YoY (กระเบื้องเซรามิก) หรือค่อนข้างทรงตัว YoY (ปูนซีเมนต์) เราคาดว่าปริมาณขายปูนซีเมนต์และกระเบื้องเซรามิกจะเติบโต 3-4% YoY ในปี 2557 ขณะที่อุปสงค์น่าจะฟื้นตัวให้เห็นในงวดครึ่งหลังปี 57 ทั้งนี้การคาดการณ์ว่าสถานการณ์ความไม่สงบทางการเมืองจะยืดเยื้อส่งผลทำให้ SCB EIC คาดว่า GDP ที่แท้จริงจะขยายตัว 2.4% โดยอิงกับการลงทุนภาคเอกชนจะเติบโตเล็กน้อยที่ 2% และการลงทุนภาครัฐที่หดตัวลง 16% ในปี 2557

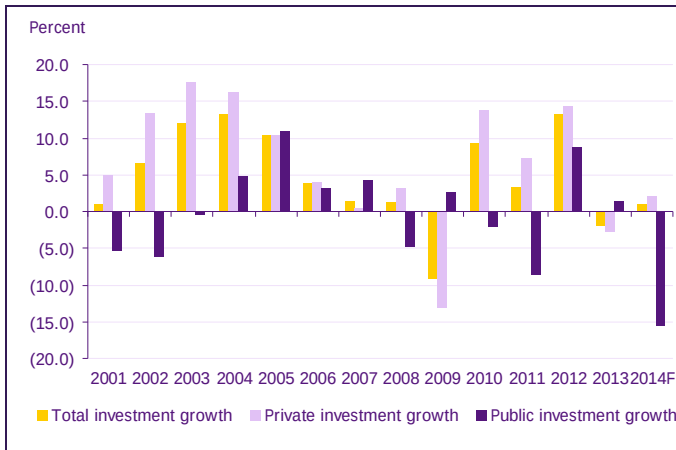
อัตรากำไรของกลุ่มวัสดุก่อสร้างจะแข็งแกร่งต่อเนื่อง เราคาดว่าอัตรากำไรของกลุ่มวัสดุก่อสร้างจะแข็งแกร่งต่อเนื่อง โดยอิงกับราคาขายผลิตภัณฑ์ระดับสูง และต้นทุนเชื้อเพลิงที่สามารถบริหารจัดการได้ ราคาปูนซีเมนต์ยังสูง โดยเพิ่มขึ้น 8% YoY ในช่วง 2 เดือนแรกปี 57 ขณะที่ราคากระเบื้องเซรามิกทรงตัว YoY ในขณะเดียวกันต้นทุนเชื้อเพลิงก็อยู่ในระดับที่สามารถบริหารจัดการได้ โดยราคาถ่านหิน spot price ลดลง 13% YoY ในปี 2556 แต่ +2% YoY ในช่วง 2 เดือนแรกปี 57 (ในสกุลบาท) และราคาก๊าซธรรมชาติ spot price ลดลง 4% YoY ในปี 2556 แต่ +6% YoY ในช่วง 2 เดือนแรกปี 57 (ในสกุลบาท) โดยปกติแล้วผู้ผลิตปูนซีเมนต์จะทำสัญญาซื้อถ่านหินล่วงหน้าไว้ 6-12 เดือน และราคาก๊าซธรรมชาติจะปรับตัวตามหลังราคาน้ำมันอยู่โดยเฉลี่ย 6 เดือน

Top pick คือ SCC เราชอบบริษัทที่มีหลายธุรกิจ (เคมีภัณฑ์และซีเมนต์) มากกว่าบริษัทที่มีธุรกิจเดียว เมื่อพิจารณาจากส่วนต่างราคาเคมีภัณฑ์ที่แข็งแกร่งเนื่องจากแนวโน้มอุปสงค์และอุปทานเป็นบวกมากขึ้น และอุปสงค์วัสดุก่อสร้างที่เปราะบางโดยเฉพาะอย่างยิ่งในงวดครึ่งแรกปี 57 หัน top pick ของเรา คือ SCC เพราะแนวโน้มผลการดำเนินงานไตรมาส 1/57 แข็งแกร่ง โดยกำไรน่าจะเพิ่มขึ้น YoY เพราะส่วนต่างราคาเคมีภัณฑ์เพิ่มขึ้น นอกจากนี้ SCC ยังน่าจะได้รับประโยชน์จากเงินบาทอ่อนค่าในฐานะที่เป็นผู้ส่งออกสุทธิด้วย กำไรของ SCC จะเพิ่มขึ้น 1.2 พันล้านบาท (ก่อนทำ hedging) หรือ 600 ล้านบาท (หลังทำ hedging ที่สัดส่วน 50% ในปัจจุบัน) จากเงินบาทที่อ่อนค่าลงทุกๆ 1 บาท/ดอลลาร์สหรัฐ ขณะที่เมื่อมองในแง่ valuation พบว่า SCC ซื้อขายที่ PE ปี 2557 ระดับ 12.8 เท่า (+0.5SD PE เฉลี่ย 10 ปีของบริษัทที่ 11 เท่า) ซึ่งถือว่าน่าสนใจเมื่อเทียบกับอัตราเติบโตของ EPS ในปี 2557-59 ที่ 15% ต่อปี โดยได้รับปัจจัยหนุนจากส่วนต่างราคาเคมีภัณฑ์ที่กว้างขึ้น ปริมาณขายผลิตภัณฑ์ที่ไม่เกี่ยวกับเคมีภัณฑ์เพิ่มขึ้น และการเติบโตจากการลงทุนใหม่ในอาเซียน

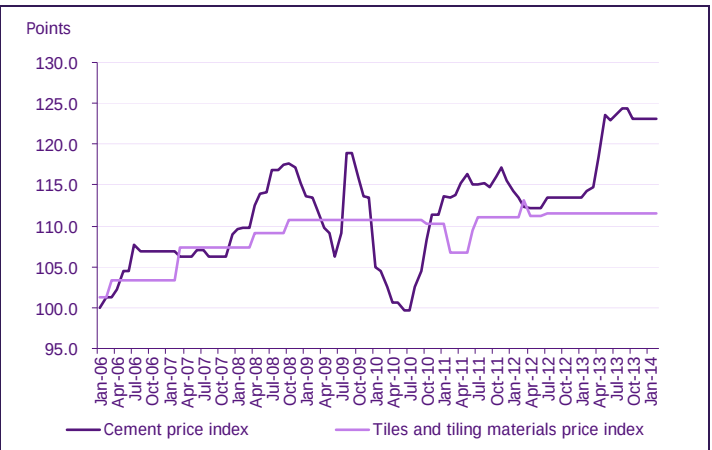
Valuation summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					13A	14F	15F	13A	14F	15F	13A	14F	15F	13A	14F	15F	13A	14F	15F	13A	14F	15F
DCC	Neutral	53.0	55.0	10.3	16.7	15.3	13.5	2.6	8.9	13.3	7.83	7.80	7.30	46.7	51.1	55.9	6.0	6.5	7.4	12.3	11.4	10.1
DRT	Sell	6.1	6.4	10.6	14.1	13.3	12.1	(9.8)	5.6	10.1	2.76	2.69	2.54	20.0	20.4	21.6	5.3	5.6	6.2	8.7	8.0	7.4
SCC	Buy	418.0	540.0	32.7	14.7	12.8	11.2	45.1	14.4	14.3	2.68	2.41	2.14	19.6	19.8	20.2	3.7	3.5	4.0	10.3	8.8	7.8
SCCC	Neutral	347.0	400.0	19.9	16.2	15.2	13.8	27.3	6.8	10.0	4.15	3.79	3.45	26.7	26.1	26.1	4.3	4.6	5.1	11.6	11.1	10.1
TPIPL	Buy	11.2	13.5	21.3	22.0	19.2	17.3	418.3	14.6	10.9	0.39	0.36	0.35	1.8	2.0	2.1	0.5	0.8	0.9	8.8	6.2	4.3
Average					16.7	15.2	13.6	96.7	10.1	11.7	3.56	3.41	3.16	23.0	23.9	25.2	4.0	4.2	4.7	10.4	9.1	7.9

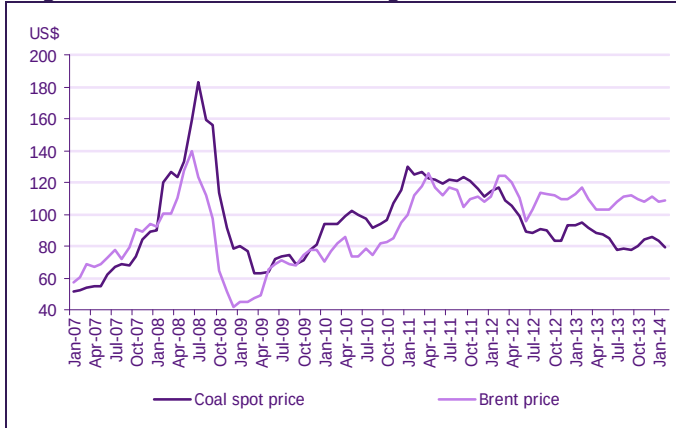
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: Private and public investment to be weak in 2014

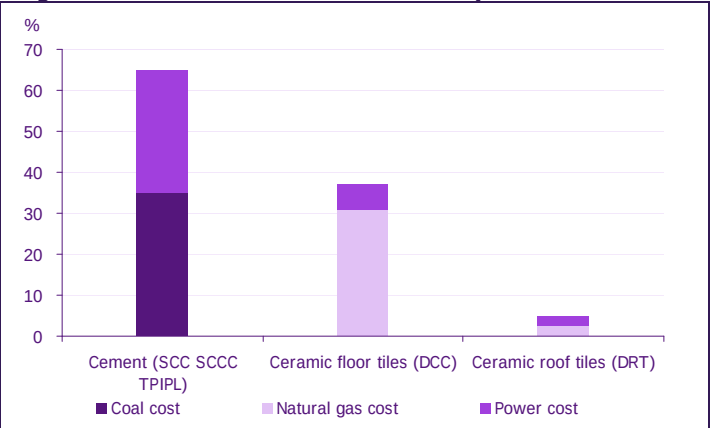
Source: SCB EIC and SCBS Investment Research

Figure 2: Wholesale price in 2M14: +8% YoY for cement and flat for ceramic tile

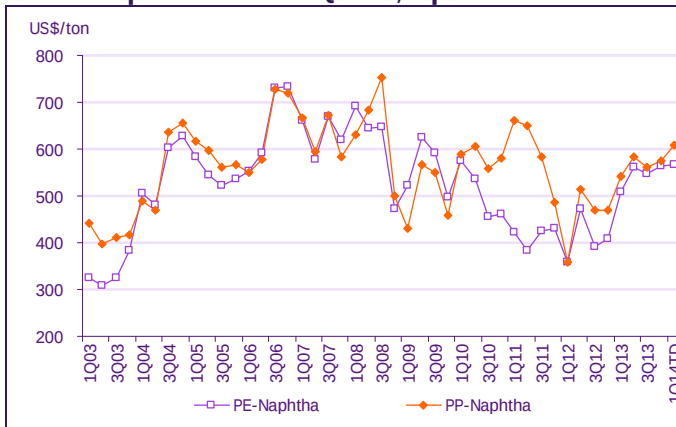
Source: REIC and SCBS Investment Research

Figure 3: Fuel costs still manageable

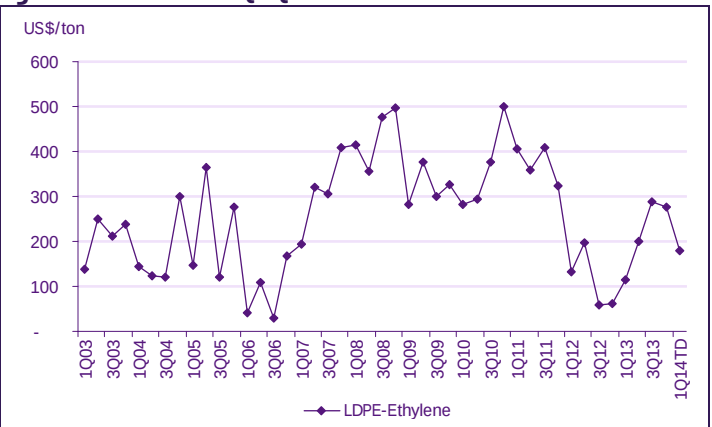
Source: SCBS Investment Research

Figure 4: Portion of fuel cost to total production costs

Source: SCBS Investment Research

Figure 5: PE and PP-naphtha spreads continued to show improvement in 1Q14TD, a positive to SCC

Source: Platts and SCBS Investment Research

Figure 6: For TPIPL, in 1Q14TD, LDPE-ethylene spread grew YoY but slid QoQ

Source: Platts and SCBS Investment Research

วชิราลักษณ์ แสงเลิศศิลป์ชัย

0-2949-1033

vajiralux.sanglersdillapachai@scb.co.th

ยังมีงานภาครัฐ แต่จะลดน้อยลง

■ ร่าง พ.ร.บ.เงินกู้ 2 ล้านล้านตกไป แต่คาดว่าจะมีโครงการมูลค่ารวม 8.6 หมื่นล้านบาทเปิดประมูลในปี 2557

■ ร.ฟ.ท.จะเป็นหน่วยงานที่เปิดประมูลงานภาครัฐเป็นส่วนใหญ่ในปี 2558

■ ไม่มี top pick ในกลุ่มรับเหมาก่อสร้าง เพราะการลงทุนภาครัฐมีแนวโน้มปรับตัวลดลง

แนวโน้มแย่ลงเพราะร่างพ.ร.บ.กู้เงิน 2 ล้านล้านเป็นอันต้องตกไป แต่คาดว่าจะมีโครงการมูลค่ารวม 8.6 หมื่นล้านบาทเปิดประมูลในปี 2557 แม้ศาลรัฐธรรมนูญมีมติชี้ขาดร่าง พ.ร.บ.กู้เงิน 2 ล้านล้านบาทขัดรัฐธรรมนูญ ทำให้โครงการต่างๆ หยุดชะงัก แต่รัฐบาลชุดใหม่จะพยายามเร่งเดินหน้าพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานระบบการขนส่งของประเทศต่อไปโดยไม่ต้องสงสัย เราคาดว่าจะมีโครงการมูลค่ารวม 8.6 หมื่นล้านบาทเปิดประมูลในปีนี้ โครงการรถไฟฟ้ามหานครสายสีเหลืองส่วนต่อขยาย (หมดซิต-คูคต) น่าจะเปิดประมูลงานก่อสร้างมูลค่า 2.6 หมื่นล้านบาทในวันที่ 10 เม.ย. และจะประกาศผู้ชนะประมูลในเดือน พ.ค.-มิ.ย. ขณะเดียวกันการรถไฟแห่งประเทศไทย (ร.ฟ.ท.) ก็วางแผนเปิดประมูลงานก่อสร้างรถไฟรางคู่ เส้นทางฉะเชิงเทรา-คลอง 19-แก่งคอย ผ่านระบบ E-auction (ทราบผลทันที) โดยจะเริ่มก่อสร้างราวเดือน พ.ค. 2557 หลังจากเลื่อนมาหลายปี โครงการท่าอากาศยานสุวรรณภูมิ เฟส 2 ซึ่งไม่ได้มีรายชื่อโครงการอยู่ในร่าง พ.ร.บ. กู้เงิน 2 ล้านล้านบาท จะเปิดประมูลงานก่อสร้างมูลค่า 4.8 หมื่นล้านบาทในเดือน เม.ย. และจะประกาศผู้ชนะประมูลในเดือน ส.ค. 2557 ในขณะที่โครงการรถไฟฟ้ามหานครสายอื่นๆ (สีชมพู สีส้ม และสีเหลือง) ไม่น่าจะเปิดประมูลในปีนี้

คาดการณ์ภาครัฐมูลค่า 1.05-1.25 แสนล้านบาทในปี 2558 นอกเหนือจากโครงการรถไฟรางคู่ เส้นทางฉะเชิงเทรา-คลอง 19-แก่งคอย ตามที่กล่าวถึงข้างต้นแล้ว ร.ฟ.ท.ยังมีโครงการรถไฟรางคู่อีก 5 เส้นทางที่จะเร่งดำเนินการ คือ มาบกะเบา-ชุมทางจิระ (132 กม.); นครปฐม-หนองปลาตอก-หัวหิน (165 กม.); ลพบุรี-ปากน้ำโพ (118 กม.); นครราชสีมา-ขอนแก่น (185 กม.); และประจวบคีรีขันธ์-ชุมพร (167 กม.) ร.ฟ.ท.คาดว่าจะสามารถเปิดประมูลโครงการรถไฟรางคู่ทั้ง 5 เส้นทางดังกล่าว มูลค่ารวม ~1.05 แสนล้านบาท ได้ในปี 2558 ซึ่งจะส่งผลดีต่อบริษัทรับเหมาก่อสร้างทุกราย

งานในมือช่วยสร้างรายได้ บริษัทรับเหมาก่อสร้างได้งานในมือมาจากงานที่มีอยู่จำนวนมากภายในภูมิภาคเอเชีย โดยเฉพาะอาเซียน ปัจจุบัน ITD มีงานในมือมากที่สุดที่ 1.3 แสนล้านบาท (พอสร้างรายได้ 3 ปี), CK มีงานในมือ 1.12 แสนล้านบาท (พอสร้างรายได้ 3 ปีครึ่ง), และ STEC มีงานในมือ 5.1 หมื่นล้านบาท (พอสร้างรายได้ 2 ปี) ทั้งนี้สถานการณ์ขาดแคลนบริษัทรับเหมาก่อสร้างงานภาคเอกชนในภูมิภาคทำให้บริษัทรับเหมาก่อสร้างขนาดใหญ่ซึ่งพร้อมที่จะประมูลงานเพิ่มมีอำนาจต่อรองมากขึ้น

ปรับแผนลงทุนโครงการภาครัฐ รัฐบาลใหม่จะต้องใช้งบลงทุนโครงสร้างพื้นฐานภายใต้งบประมาณรายจ่ายประจำปีซึ่งเปิดช่องให้กู้เงินได้ไม่เกิน 2.5 แสนล้านบาทต่อปี เมื่ออิงกับกรอบการจัดทำขาดดุลงบประมาณได้ไม่เกิน 20% ของงบประมาณรายจ่ายประจำปีจำนวน 2.5-2.7 ล้านล้านบาท เราคาดว่ารัฐบาลจะสามารถกู้เงินมาใช้ลงทุนในโครงการพัฒนาระบบโครงสร้างพื้นฐานได้เพียง 60-70% ของขีดความสามารถในการกู้เงิน หรือ 1-1.5 แสนล้านบาท/ปี น้อยกว่าแผนที่วางไว้ภายใต้ร่าง พ.ร.บ.เงินกู้ 2 ล้านล้านบาท ซึ่งตั้งงบลงทุนไว้ที่ 1.50-4.71 แสนล้านบาทในปี 2561 และ 1.00-1.71 แสนล้านบาทในปี 2562 และปี 2563 อย่างมาก ทำให้มีความเสี่ยงสูงขึ้นที่โครงการจะเสร็จไม่ทันตามกำหนดเวลา ใดๆ ก็ดี เราเชื่อว่าการแข่งขันจากบริษัทรับเหมาต่างชาติจะไม่สูงเหมือนกับการเปิดประมูลภายใต้ร่าง พ.ร.บ.เงินกู้ 2 ล้านล้านบาท

ไม่มี top pick ในไตรมาส 2/57 แม้ CK (ราคาเป้าหมาย 22 บาท) และ STEC (ราคาเป้าหมาย 21 บาท) เป็นบริษัทที่มีปัจจัยพื้นฐานดี แต่เรามีความกังวลค่อนข้างมากเกี่ยวกับแนวโน้มอุตสาหกรรมรับเหมาก่อสร้างที่แย่ลง ความเสี่ยงทางการเมืองจะส่งผลกระทบต่ออุตสาหกรรมรับเหมาก่อสร้าง และแม้เราเชื่อว่าความเสี่ยงดังกล่าวสะท้อนในราคาหุ้นแล้ว แต่เราแนะนำให้หลีกเลี่ยงหุ้นที่เกี่ยวข้องกับการลงทุนภาครัฐซึ่ง SCB EIC คาดว่าจะหดตัวลง 15.6% YoY ในปี 2557

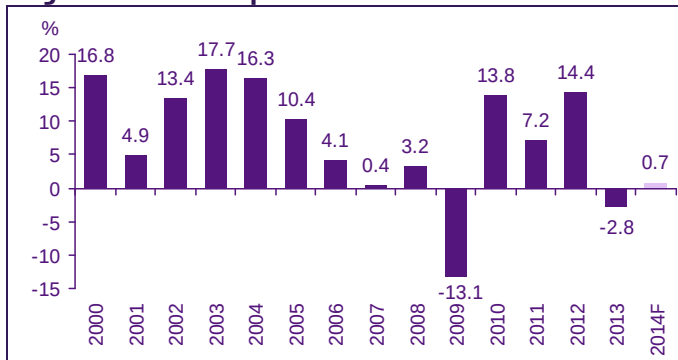
Valuation Summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					13A	14F	15F	13A	14F	15F	13A	14F	15F	13A	14F	15F	13A	14F	15F	13A	14F	15F
CK	Buy	16.8	22.0	33.3	33.4	19.1	17.6	1,030.8	74.8	8.5	1.65	1.82	1.71	6.6	9.1	10.0	2.4	2.4	2.4	14.5	13.2	11.6
ITD	Buy	3.7	4.5	23.6	21.7	18.7	16.6	(16.1)	16.2	12.3	1.46	1.39	1.31	7.6	7.6	8.1	0.0	2.7	3.0	10.3	12.1	10.3
NWR	Neutral	2.0	2.4	23.8	n.m.	15.7	13.4	n.m.	n.m.	17.2	1.37	1.20	1.15	(1.9)	8.2	8.8	0.0	3.2	3.7	7.6	4.7	4.7
STEC	Buy	17.0	21.0	26.5	18.0	17.1	16.6	2.2	5.4	3.2	3.33	2.99	2.73	20.7	18.4	17.2	2.9	2.9	2.9	10.5	10.0	8.9
Average					24.4	17.7	16.1	338.9	32.1	10.3	1.95	1.85	1.73	8.3	10.8	11.0	1.3	2.8	3.0	10.7	10.0	8.9

Remark: calculated using core EPS

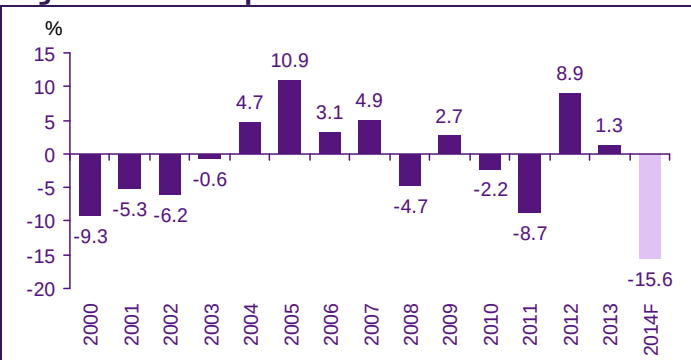
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: Thailand private investment



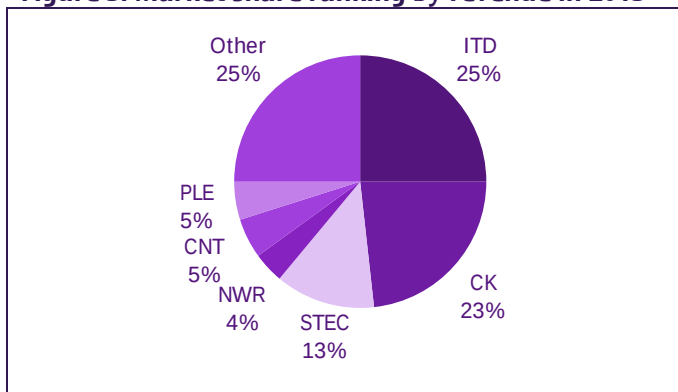
Source: Bank of Thailand, SCB EIC, SCBS Investment Research

Figure 2: Thailand public investment



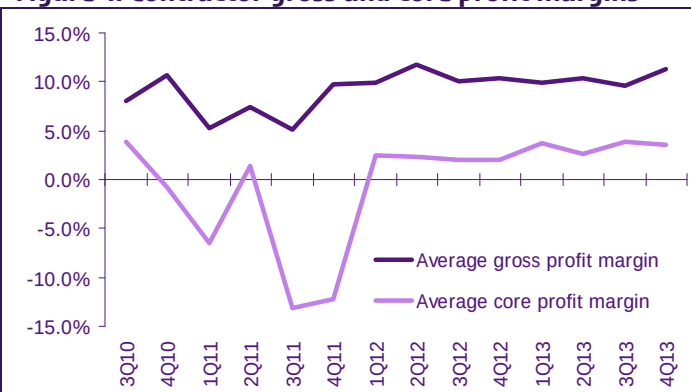
Source: Bank of Thailand, SCB EIC, SCBS Investment Research

Figure 3: Market share ranking by revenue in 2013



Source: Company data, SET, SCBS Investment Research

Figure 4: Contractor gross and core profit margins



Source: Company data, SET, SCBS Investment Research

Figure 5: Projects for bidding in 2014

Projects for bidding in 2014	Description	Value (Bt mn)
MRT : Dark Green Line (Mo Chit - Saphan Mai - Ku Khot)	Contract 1 : Mo Chit - Saphan Mai Section	14,021
	Contract 2 : Saphan Mai - Ku Khot Section	6,126
	Contract 3 : Depot and Park&Ride Facilities	3,709
	Contract 4 : Trackworks	2,609
Total		26,465
Double Track by SRT : Klong 19 - Keang Koy	Contract 1 : Double Track (Cha Choeng Sao - Wihaeng Daeng), Chord Lines	10,184
	Contract 2 : Double Track (Wihaeng Daeng - Buu Yai Section), Railway Tunnel	621
Total		10,805
Suvarnabhumi Airport (Phase II)	Contract 1 : Extension on the west-side of the existing Passenger Terminal Building	39,046
	Contract 2 : Construction of Midfield Satellite Terminal	7,087
	Contract 3 : System design and construction of utilities	2,565
	Total	48,698
Grand total		85,968

Source: Company data, SCBS Investment Research

Figure 6: MRT purple and blue lines

Purple Line	Contractor	Contract Value (Bt mn)	Completion	+ better / - worse than plan
Contract 1	CKTC	14,292	96.2%	-2.4%
Contract 2	STEC	13,100	84.2%	3.0%
Contract 3	PAR JV	5,025	61.5%	-11.0%
Contract 4	BMCL	77,219	0.0%	0.0%
Contract 5	CK	na.	na.	na.
Contract 6	Negotiation with BMCL	3,585	51.5%	0.1%
Total		113,221	83.0%	-1.4%
Purple Line				
Contract 1	ITD	10,884	51.9%	-0.1%
Contract 2	CK	10,163	55.9%	-0.4%
Contract 3	SH-UN JV (STEC&UNIQ)	10,846	38.6%	-1.3%
Contract 4	STEC	12,770	32.4%	2.0%
Contract 5	CK	4,844	64.3%	0.8%
Contract 6	in-process (PPP)	na.	na.	na.
Total		49,507	46.0%	0.2%
Green Line				
Contract 1	CK	13,167	21.7%	-6.3%
Contract 2	CK	2,243	12.6%	6.4%
Total		15,410	20.5%	-4.6%

Source: Company data, MRTA, SCBS Investment Research

Figure 7: Peer Comparison

Company name	Country	Mkt Cap US\$ mn.	PE (x) 14F	PE (x) 15F	EPS Growth (%) 14F	EPS Growth (%) 15F	PBV (x) 14F	PBV (x) 15F	Div. Yield (%) 14F	Div. Yield (%) 15F	ROE (%) 14F	ROE (%) 15F	EV/EBITDA (x) 14F	EV/EBITDA (x) 15F
CH Karnchang	Thailand	856	28.0	23.0	-87.0	21.3	1.66	1.58	1.8	1.9	6.6	7.6	18.4	16.8
Italian-Thai Development	Thailand	558	25.5	20.2	-28.5	26.0	1.47	1.40	1.7	1.3	6.5	7.4	9.3	8.7
Nawarat Patanakarn	Thailand	121	20.3	15.9	206.3	27.6	1.21	1.16	1.9	2.7	6.2	7.4	6.6	6.3
Sino-Thai Engineering & Cons.	Thailand	800	16.4	15.2	-9.3	8.2	3.09	2.78	3.1	3.3	19.6	19.7	8.1	7.5
Toyo-Thai Corp	Thailand	643	21.7	14.3	39.7	51.2	3.73	3.21	2.3	3.1	20.8	23.2	13.8	9.8
STP & I	Thailand	975	11.1	13.1	49.0	-15.1	3.86	3.26	3.5	2.2	43.8	29.9	6.9	6.9
Sriracha Construction	Thailand	357	11.6	11.2	8.0	3.8	4.22	3.76	7.1	6.6	39.2	36.6	8.4	7.8
Toyo Engineering Corp	Japan	904	19.6	11.7	n.m.	66.9	1.25	1.15	1.2	1.8	7.7	10.8	7.7	3.8
Chiyoda Corp	Japan	3,385	18.4	16.0	9.6	15.1	1.72	1.58	1.5	1.7	10.0	11.0	6.5	5.7
JGC Corp	Japan	9,060	16.5	14.7	10.4	11.8	2.22	2.00	1.5	1.6	14.3	14.3	6.7	6.0
Hitachi Zosen Corp	Japan	806	10.3	8.7	19.5	19.3	0.77	0.74	2.0	2.3	4.7	6.5	n.a.	n.a.
Foster Wheeler AG	Switzerland	3,162	17.4	14.1	89.1	23.7	2.99	2.41	n.a.	n.a.	23.0	22.1	8.7	7.4
Babcock & Wilcox Co/The	United States	3,623	15.5	13.3	-31.4	16.7	2.59	2.18	0.8	0.8	n.m.	n.m.	8.4	7.3
Chicago Bridge & Iron	Netherlands	9,377	16.9	14.8	19.7	14.1	3.35	2.81	0.3	0.3	22.2	20.6	9.5	8.7
Fluor Corp	United States	12,256	17.6	14.9	6.2	17.7	2.76	2.35	1.0	1.1	17.1	17.3	7.3	6.5
KBR Inc	United States	4,096	14.7	11.7	21.5	25.1	1.40	1.25	1.1	1.1	7.0	7.7	5.6	5.0
Jacobs Engineering Group	United States	8,550	16.9	14.3	13.6	18.4	1.66	1.46	0.9	1.1	10.3	10.7	9.5	8.3
McDermott International	United States	1,928	n.m.	18.1	98.9	n.m.	1.27	1.16	n.a.	n.a.	2.0	9.0	11.8	6.5
URS Corp	United States	3,398	14.4	13.1	-2.6	10.6	0.78	0.73	1.8	1.9	5.6	5.7	7.1	7.0
Average			17.4	14.7	24.0	20.1	2.21	1.94	2.0	2.0	14.8	14.9	8.9	7.6

Source: Bloomberg

ชัยพัชร ธนวัฒน์

0-2949-1005

chaipat.thanawattano@scb.co.th

ค่าการกลั่นมีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้นจากการหยุดซ่อมบำรุง

- ราคาน้ำมันจะลดลงโดยมีสาเหตุมาจากการหยุดซ่อมบำรุงโรงกลั่น แต่ค่าการกลั่นจะสูงขึ้น
- ผลการดำเนินงานจะฟื้นตัว QoQ เพราะผลกระทบจากอัตราแลกเปลี่ยนลดลง
- เปลี่ยน top picks เป็น BCP

สรุปผลการดำเนินงานไตรมาส 4/56: ได้รับผลกระทบจากขาดทุนอัตราแลกเปลี่ยน บริษัทในกลุ่มพลังงานรายงานผลการดำเนินงานที่ต่ำกว่าคาดในไตรมาส 4/56 เพราะถูกกดดันโดยเงินบาทที่อ่อนค่าลง ซึ่งเป็นสาเหตุทำให้มีขาดทุนจากอัตราแลกเปลี่ยนจำนวนมากและอัตราภาษีสูงขึ้นสำหรับบริษัทที่ใช้ดอลลาร์สหรัฐเป็นสกุลเงินที่ใช้ในการดำเนินงานอย่าง PTTEP นอกจากนี้กำไรจากสต็อกน้ำมันและค่าการกลั่นพื้นฐานที่ลดลง (-23% QoQ สู่ 4.3 ดอลลาร์สหรัฐ/บาร์เรล) ของบริษัทที่ประกอบธุรกิจกลั่นน้ำมันก็เป็นสาเหตุทำให้กำไรปรับตัวลดลง QoQ อย่างมากด้วย

แนวโน้มไตรมาส 1/57: คาดผลการดำเนินงานฟื้นตัว QoQ แต่ยังลดลง YoY เราคาดว่าผลการดำเนินงานของบริษัทในกลุ่มพลังงานจะฟื้นตัวดีขึ้น QoQ เพราะผลกระทบจากขาดทุนอัตราแลกเปลี่ยนมีน้อยลง และค่าการกลั่นสูงขึ้น ค่าการกลั่นพื้นฐานโดยเฉลี่ยในไตรมาส 1/57 QTD ปรับตัวเพิ่มขึ้น 50% QoQ สู่ 6.4 ดอลลาร์สหรัฐ/บาร์เรล โดยได้รับปัจจัยหนุนจากค่า crack spread น้ำมันเบนซินที่ปรับตัวเพิ่มขึ้น 61% QoQ สู่ระดับเฉลี่ย 14.7 ดอลลาร์สหรัฐ/บาร์เรล แต่จะถูกหักล้างไปบางส่วนโดยราคาน้ำมันที่ลดลง (-2% QoQ) ขณะที่เมื่อเทียบ YoY ราคาน้ำมัน (-3.2% YoY) และค่าการกลั่น (-25% YoY) ที่ลดลงจะสร้างแรงกดดันต่อผลการดำเนินงานไตรมาส 1/57 อย่างต่อเนื่อง

อุปสงค์น้ำมันดิบมีแนวโน้มปรับตัวลดลงในไตรมาส 2/57 IEA ยังคงมุมมองเชิงบวกต่ออัตราเติบโตของอุปสงค์น้ำมันทั่วโลกในปี 2557 ซึ่งคาดว่าจะมีโมเมนตัมดีต่อเนื่องจากปี 2556 โดยอุปสงค์จะขยายตัวอีก 1.3 ล้านบาร์เรล/วัน สู่ -92.6 ล้านบาร์เรล/วัน เนื่องจากภาพรวมเศรษฐกิจปรับตัวดีขึ้น อุปสงค์จากกลุ่มประเทศ non-OECD จะกลับคืนสู่แนวโน้มที่เป็นปกติมากขึ้นหลังไตรมาส 1/57 หลังจากอุปสงค์ในตลาดเกิดใหม่ต่ำกว่าคาดตั้งแต่ไตรมาส 4/56 โดยมีสาเหตุมาจากสกุลเงินตลาดเกิดใหม่อ่อนค่าลงและการให้เงินอุดหนุนลดลง อย่างไรก็ตาม เราคาดว่าอุปสงค์น้ำมันจะลดลงช่วงสั้นๆ ในไตรมาส 2/57 โดยมีสาเหตุมาจากการหยุดซ่อมบำรุงโรงกลั่นในตลาดภูมิภาคตามแผน ราคาน้ำมันดิบเบรนท์โดยเฉลี่ยปรับตัวลดลงเล็กน้อยจาก 109.4 ดอลลาร์สหรัฐ/บาร์เรลในไตรมาส 4/56 สู่ 108.2 ดอลลาร์สหรัฐ/บาร์เรลในไตรมาส 1/57 QTD ซึ่งดีกว่าที่เราคาดการณ์ไว้ในปี 2557 ที่ 107 ดอลลาร์สหรัฐ/บาร์เรลอยู่เล็กน้อย

ค่าการกลั่นมีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้นในไตรมาส 2/57 แม้ค่าการกลั่นฟื้นตัวดีขึ้น QoQ สู่ระดับ 6.4 ดอลลาร์สหรัฐ/บาร์เรลในไตรมาส 1/57 แต่ยังคงอยู่ในระดับต่ำเมื่อเทียบกับค่าเฉลี่ย 5 ปี ทั้งๆ ที่อุณหภูมิค่าผิดปกติในช่วงฤดูหนาว เราคาดว่าค่าการกลั่นจะปรับตัวเพิ่มขึ้นอีกในไตรมาส 2/57 โดยได้รับปัจจัยหนุนจากการหยุดซ่อมบำรุงโรงกลั่นประจำปี ยกตัวอย่างเช่น Reliance Industries วางแผนหยุด CDU 1 ใน 4 หน่วยที่โรงกลั่นและปิโตรเคมีคอมเพล็กซ์ Jamnagar กำลังการผลิต 1.24 ล้านบาร์เรล/วัน เพื่อซ่อมบำรุงเริ่มตั้งแต่วันที่ 20 มี.ค. เป็นเวลาประมาณ 3 สัปดาห์ครึ่ง ในขณะเดียวกัน ปัจจัยกระตุ้นอุปสงค์จะมาจากการฟื้นตัวของเศรษฐกิจสหรัฐฯ ซึ่งจะส่งผลดีต่ออุปสงค์น้ำมันเบนซิน

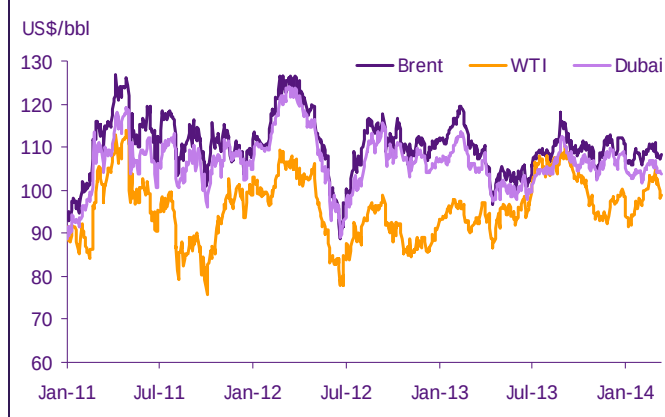
ราคาถ่านหินจะยังนำผิวดัง ราคาถ่านหินโดยเฉลี่ยปรับตัวลดลงต่อเนื่องในไตรมาส 1/57 (-5% QoQ สู่ 79 ดอลลาร์สหรัฐ/ตัน) โดยมีสาเหตุมาจากอุปสงค์ต่ำและการลดอุปทานลงอย่างช้าๆ ราคาถ่านหิน spot price ปรับตัวลดลงอย่างต่อเนื่อง โดยลดลง 16% ใน 2 เดือน จากระดับ 86.15 ดอลลาร์สหรัฐ/ตัน ตอนต้นเดือน ม.ค. สู่ระดับ 72.75 ดอลลาร์สหรัฐ/ตันเมื่อไม่นานนี้ แม้เราเชื่อว่าราคาถ่านหินทำจุดต่ำสุดไปแล้ว แต่แนวโน้มราคาถ่านหินจะยังไม่สดใสต่อไปอย่างน้อยจนถึงกลางปี 2557 หรือเมื่ออุปสงค์ใหม่สามารถดูดซับอุปทานส่วนเกินในปัจจุบัน ราคาถ่านหิน Newcastle โดยเฉลี่ยในปี 2557 น่าจะลดลงจาก 84 ดอลลาร์สหรัฐ/ตันในปี 2556 สู่ 82-83 ดอลลาร์สหรัฐ/ตัน และมีโอกาสที่จะปรับตัวลดลงอีก

BCP เป็น top pick เพราะมีแนวโน้มที่ดี และ valuation น่าสนใจ เราเปลี่ยนหุ้น top pick จาก BANPU กับ PTT มาเป็น BCP เพราะคาดว่าค่าการกลั่นจะปรับตัวเพิ่มขึ้นในช่วงที่หยุดซ่อมบำรุงโรงกลั่นและอุปสงค์น้ำมันเบนซินจะเพิ่มขึ้นก่อนฤดูร้อนในสหรัฐฯ นอกจากนี้ BCP ก็จะมีกระแสเงินสดที่มีเสถียรภาพมากขึ้นจากธุรกิจโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ เนื่องจากการพัฒนา กำลังการผลิตจะแล้วเสร็จภายในเดือน ก.ค.-ส.ค. 2557 valuation ปัจจุบันและผลตอบแทนจากเงินปันผล >5% ก็ช่วยสนับสนุนคำแนะนำของเราด้วย

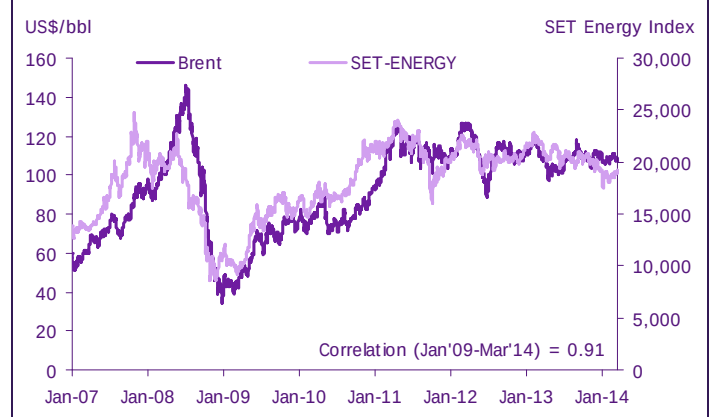
Valuation summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					13A	14F	15F	13A	14F	15F	13A	14F	15F	13A	14F	15F	13A	14F	15F	13A	14F	15F
BANPU	Buy	26.3	36.0	41.0	22.7	13.7	11.7	(47.3)	65.8	17.3	0.97	0.90	0.86	4.0	6.7	7.6	4.6	3.8	4.2	10.1	9.7	8.0
BCP	Buy	30.5	44.0	48.9	9.1	8.7	8.0	120.0	4.0	9.0	1.21	1.12	1.03	13.8	13.3	13.3	4.4	4.6	5.2	5.6	5.6	5.2
ESSO	Sell	6.3	7.0	13.6	n.m.	16.4	8.3	77.7	n.m.	96.9	0.96	0.91	0.83	(1.7)	5.7	10.4	0.0	1.6	4.8	15.3	8.5	5.5
IRPC	Sell	3.3	3.4	4.9	n.m.	71.8	30.5	45.1	n.m.	135.5	0.88	0.88	0.86	(2.3)	1.2	2.8	0.6	0.6	1.2	20.9	14.3	11.4
PTT	Buy	292.0	400.0	41.4	8.8	8.1	8.0	(12.3)	8.4	1.7	1.01	0.92	0.84	12.2	11.8	11.0	4.5	4.5	4.5	5.0	4.4	4.3
PTTEP	Buy	151.5	210.0	43.0	10.2	9.1	9.3	(22.8)	11.4	(1.7)	1.56	1.40	1.29	16.6	16.2	14.5	4.0	4.4	4.3	4.0	3.7	3.8
TOP	Buy	52.0	70.0	39.0	8.7	10.6	8.4	29.3	(18.0)	26.3	1.17	1.10	1.02	13.8	10.7	12.6	4.4	4.4	5.4	5.4	5.5	4.5
Average					11.9	19.8	12.0	27.1	14.3	40.7	1.11	1.03	0.96	8.1	9.4	10.3	3.2	3.4	4.2	9.5	7.4	6.1

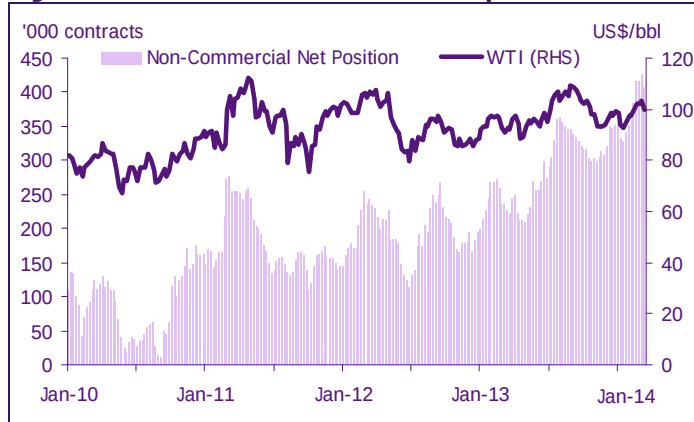
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: Benchmark crude oil price

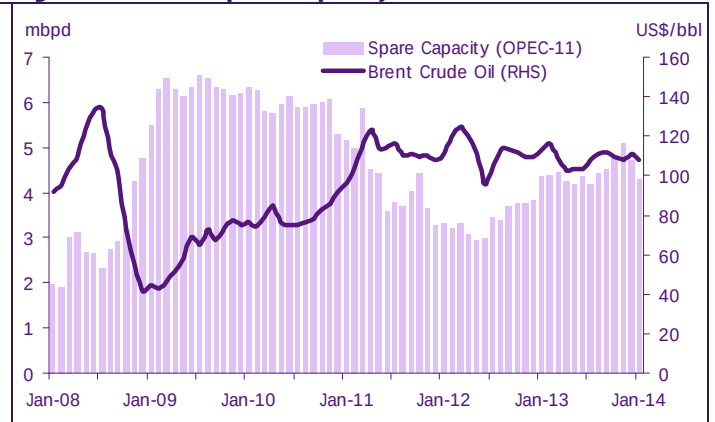
Source: Bloomberg Finance LP, SCBS Investment Research

Figure 2: Oil price vs. SET Energy Index

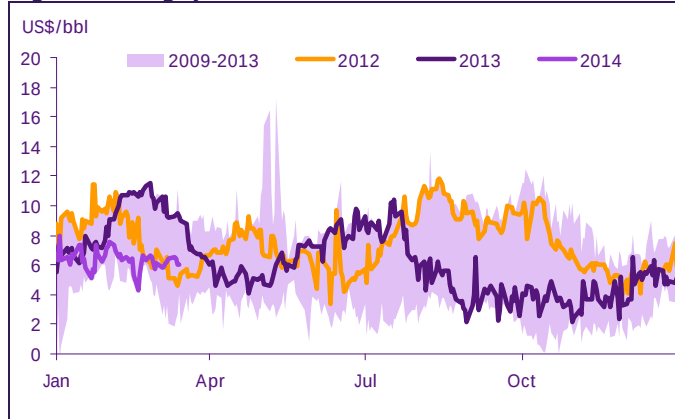
Source: Bloomberg Finance LP, SCBS Investment Research

Figure 3: CFTC non-commercial oil net position

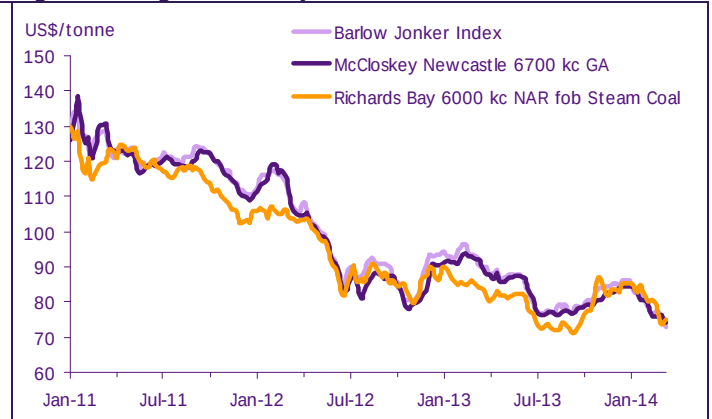
Source: CFTC, Bloomberg Finance LP, SCBS Investment Research

Figure 4: OPEC's spare capacity

Source: IEA, SCBS Investment Research

Figure 5: Singapore GRM

Source: Reuters, SCBS Investment Research

Figure 6: Regional coal price

Source: BJI, Bloomberg Finance LP, SCBS Investment Research

กิตติมา สัตยพันธ์, CFA
0-2949-1003
kittima.sattayapan@scb.co.th

ราคาหุ้นต่ำกว่ามูลค่า แต่ความเสี่ยงบาลสูง

- หนี้ครัวเรือนของประเทศไทยที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็วสู่ระดับ 80% ของ GDP ประกอบกับปัญหาการเมือง ทำให้ NPL และต้นทุนสินเชื่อของบริษัทที่ประกอบธุรกิจสินเชื่ออุปโภคบริโภคมีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง
- KTC และ AEONTS จะได้รับประโยชน์จากการลดอัตราดอกเบี้ยเพราะต้นทุนทางการเงินจะลดลง
- สถานการณ์ความไม่สงบทางการเมืองส่งผลทำให้การบังคับใช้ พ.ร.บ.บัตรเครดิต ค่าเช่าออกไป
- ชอบ AEONTS มากกว่า KTC ในทุก ๆ ด้าน

อัตราการผิดนัดชำระหนี้สูงขึ้น หนี้ครัวเรือนของประเทศไทยที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็วสู่ระดับ 80% ของ GDP ประกอบกับปัญหาการเมือง ทำให้เราคาดว่า NPL และต้นทุนสินเชื่อของบริษัทที่ประกอบธุรกิจสินเชื่ออุปโภคบริโภคที่รวมถึง KTC และ AEONTS จะปรับตัวเพิ่มขึ้นต่อเนื่องในปี 2557 โดยเฉพาะอย่างยิ่งในงวดครึ่งแรกปี 57 ยอด NPL จากสินเชื่อบัตรเครดิตของระบบสถาบันการเงินปรับตัวเพิ่มขึ้น 4% QoQ และ 31% YoY ในไตรมาส 4/56 ขณะที่ NPL จากสินเชื่อส่วนบุคคลของระบบสถาบันการเงินปรับตัวเพิ่มขึ้น 46% YoY และ 11% QoQ ในไตรมาส 4/56 ความเสี่ยงด้านคุณภาพสินทรัพย์ที่สูงขึ้นส่งผลทำให้กรุงศรี เฟิร์สช้อยส์ ใช้มาตรฐานการปล่อยสินเชื่อที่เข้มงวดมากขึ้น โดยปรับเกณฑ์รายได้ขั้นต่ำสำหรับผู้สมัครสินเชื่อส่วนบุคคลเพิ่มขึ้นจาก 8,000 บาท/เดือน เป็น 10,000 บาท/เดือน ตั้งแต่เดือน ก.ย.ปีที่ผ่านมา โดยส่วนหนึ่งมีสาเหตุมาจาก NPL จากสินเชื่อส่วนบุคคลปรับตัวเร่งขึ้นมากในงวดครึ่งหลังปี 56

ได้ประโยชน์จากการลดอัตราดอกเบี้ย ทั้ง KTC และ AEONTS จะได้รับประโยชน์จากแนวโน้มอัตราดอกเบี้ยขาลงในปัจจุบัน สินเชื่อบัตรเครดิตและสินเชื่อส่วนบุคคลมีอัตราดอกเบี้ยคงที่ ในขณะที่เงินทุนส่วนหนึ่งสามารถรีไฟแนนซ์ด้วยอัตราดอกเบี้ยที่ลดลง KTC จะได้รับประโยชน์จากการลดอัตราดอกเบี้ยมากกว่า AEONTS เนื่องจาก KTC มีเงินกู้ยืมระยะสั้น (รวมเงินกู้ยืมระยะยาวที่มีกำหนดชำระคืนภายใน 1 ปี) ในสัดส่วน 48% สูงกว่า AEONTS ที่มีเงินกู้ยืมระยะสั้นในสัดส่วน 35%

ความเสี่ยงเกี่ยวกับกฎหมายเลือนออกไป แต่ยังคงสร้างแรงกดดันในระยะยาว สถานการณ์ความไม่สงบทางการเมืองส่งผลทำให้การเลื่อนบังคับใช้ พ.ร.บ.บัตรเครดิต ที่ก่อนหน้านี้คาดว่าจะมีผลบังคับใช้ในเดือน ก.ค. 2557 ออกไป ดังนั้น KTC และ AEONTS จะปลอดภัยจากความเสี่ยงเกี่ยวกับกฎหมายนี้ชั่วคราวเป็นเวลาอย่างน้อย 1 ปี ในช่วงที่เกิดภาวะสุญญากาศของสภาผู้แทนราษฎรและรัฐบาล ในร่าง พ.ร.บ.บัตรเครดิต ฉบับล่าสุด การคิดดอกเบี้ยจากยอดค้างชำระจะเริ่มนับจากวันครบกำหนดชำระเงินแทนวันที่ทำรายการ ซึ่งหมายความว่าไม่มีการคิดดอกเบี้ยในเดือนแรก หลังเกณฑ์นี้ถูกนำมาใส่เพิ่มใน พ.ร.บ.บัตรเครดิตหลังจากผ่านการพิจารณาแรก ถ้า พ.ร.บ.นี้มีผลบังคับใช้ ก็จะส่งผลกระทบต่อ KTC มากกว่า AEONTS เนื่องจาก KTC มีสัดส่วนสินเชื่อบัตรเครดิตสูงกว่า AEONTS การเลื่อนบังคับใช้ พ.ร.บ.นี้ช่วยให้ความกังวลผ่อนคลายลงในช่วงสั้น แต่ยังคงสร้างแรงกดดันระยะยาวต่อ KTC และ AEONTS

Simulation of impact from the Credit Card Act

	KTC	AEONTS
Credit card loans at 2014F	35,592	21,499
Total loans at 2014F	53,585	62,485
Credit card loans/Total loans at 2014F	66%	34%
Full-year impact on revenue for 2014F	593	358
Full-year impact on bottom line for 2014F	475	287
2014F core earnings	1,220	2,710
Full-year impact on bottom line/2014F earnings	39%	11%

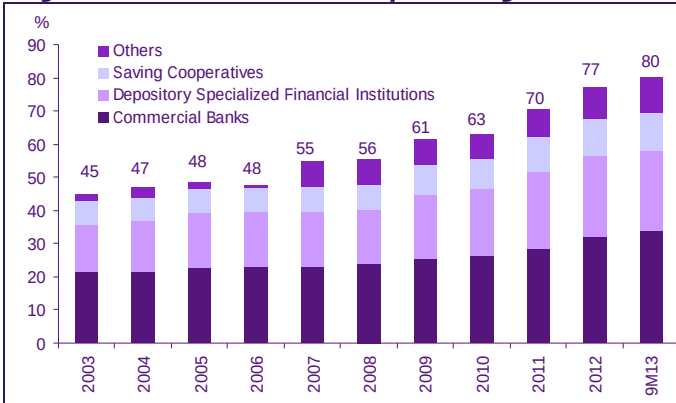
ชอบ AEONTS มากกว่า KTC เราเชื่อว่าราคาหุ้นปัจจุบันสะท้อนความเสี่ยงขาลงที่มีต่อคุณภาพสินทรัพย์และการขยายตัวของสินเชื่อไปค่อนข้างมากแล้ว แต่ยังไม่ได้สะท้อนความเสี่ยงเกี่ยวกับกฎหมายที่มีต่อธุรกิจบัตรเครดิต เราชอบ AEONTS มากกว่า KTC เพราะเหตุผล 3 ข้อ คือ 1) AEONTS มีโอกาสเติบโตสูงกว่า KTC เพราะ AEONTS ขยายตลาดสู่กลุ่มประเทศ CLMV แล้ว 2) AEONTS น่าจะได้รับผลกระทบจาก พ.ร.บ.บัตรเครดิตน้อยกว่า KTC และ 3) AEONTS แพงน้อยกว่า KTC ในแง่ของ PBV เทียบกับ ROE

Valuation Summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)		
					13A	14F	15F	13A	14F	15F	13A	14F	15F	13A	14F	15F	13A	14F	15F
AEONTS	Buy	88.3	110.0	29.8	8.9	7.8	6.9	47.2	13.5	13.7	2.47	2.06	1.73	30.7	28.7	27.3	4.5	5.1	5.8
KTC	Neutral	37.5	35.0	(1.6)	7.5	7.9	6.8	403.1	(4.9)	17.4	1.58	1.42	1.24	22.7	18.8	19.6	5.3	5.1	6.0
Average					8.2	7.9	6.8	225.2	4.3	15.5	2.02	1.74	1.48	26.7	23.8	23.4	4.9	5.1	5.9

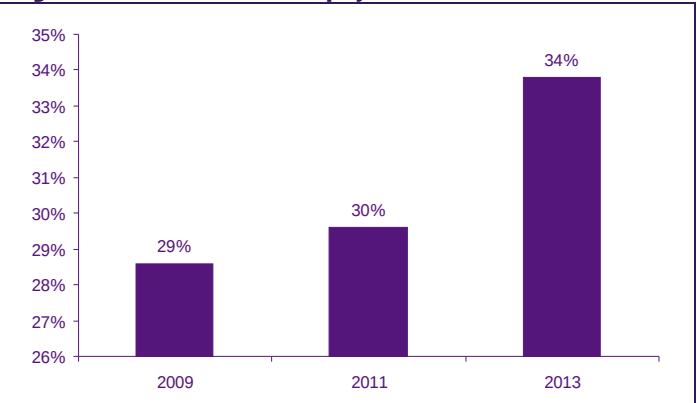
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: Household debt as a percentage of GDP



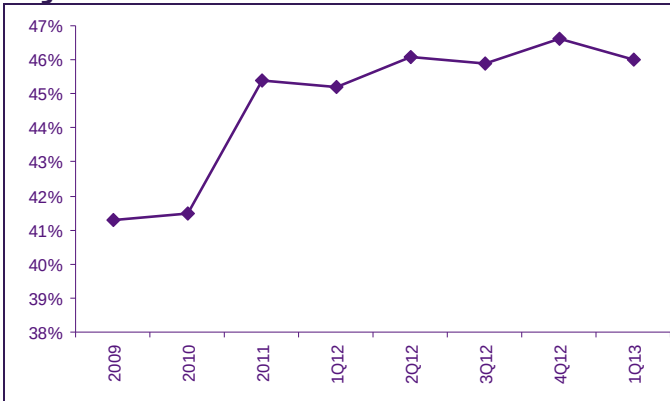
Source: SCB EIC, BoT and SCBS Investment Research

Figure 2: Household debt payments to income



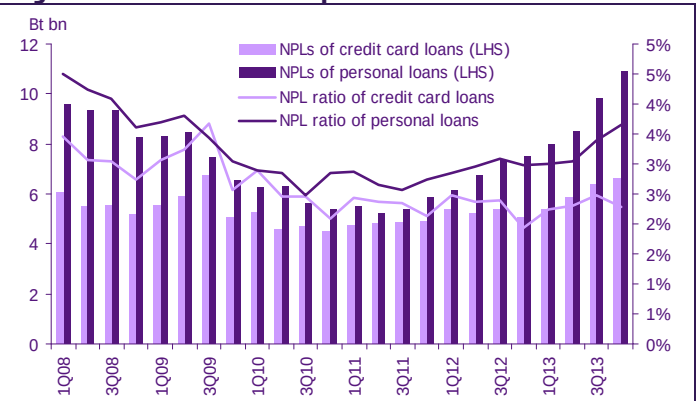
Source: BoT and SCBS Investment Research

Figure 3: Household debt to financial assets



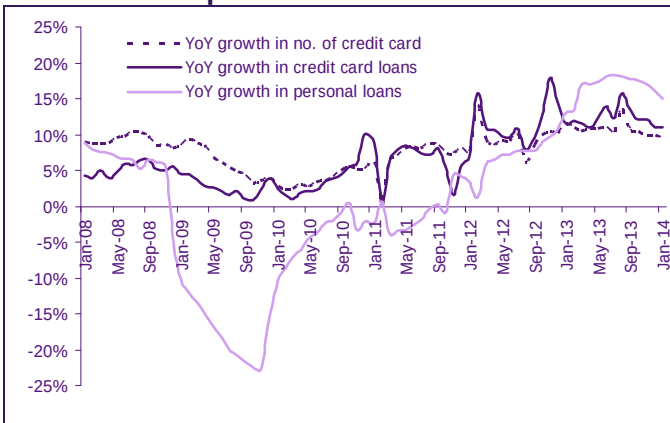
Source: BoT and SCBS Investment Research

Figure 4: Credit card and personal loan NPLs



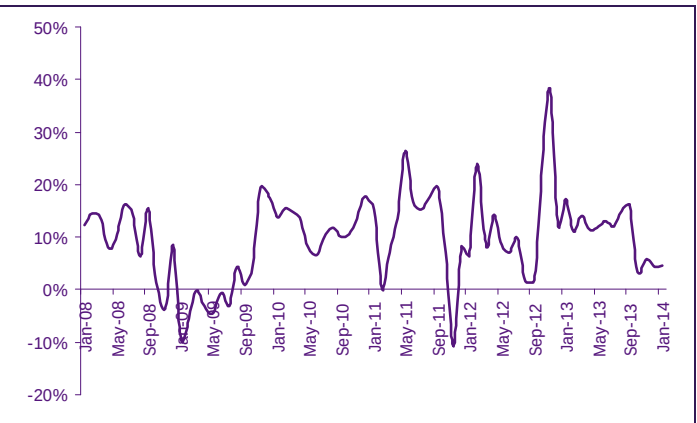
Source: BoT and SCBS Investment Research

Figure 5: YoY growth in credit card number, credit card loans and personal loans



Source: BoT and SCBS Investment Research

Figure 6: YoY growth in monthly credit card spending



Source: Banks and SCBS Investment Research

ระวีบุษ ปิยะกรียงไกร

0-2949-1002

raweenuch.piyakriengkai@scb.co.th

Low season แต่กำไรของ BCH และ BGH จะปรับตัวดีขึ้น

- ไตรมาส 2/57 เป็น low season แต่ที่น่าสนใจคือ กำไรของ BCH และ BGH จะปรับตัวดีขึ้น
- ชอบ BCH เพราะ valuation น่าสนใจและผลการดำเนินงานจะฟื้นตัวดีขึ้น BGH ดูดีขึ้นเพราะแรงกดดันด้านต้นทุนลดลง

สรุปผลการดำเนินงานปี 2556 ในปี 2556 BH รายงานกำไรปกติเติบโตสูงที่สุดที่ 35% YoY เพราะรายได้สูงขึ้นและ EBITDA margin กว้างขึ้น ขณะที่กำไรปกติของ BGH เติบโตเล็กน้อยที่ 6% YoY โดยหลักๆ ถูกถ่วงโดยผลการดำเนินงานที่แย่ลงในไตรมาส 2/56-ไตรมาส 3/56 จากต้นทุนที่เพิ่มขึ้นจากการจัดตั้งโรงพยาบาลใหม่ในปี 2557 BCH เป็นโรงพยาบาลที่ผลการดำเนินงานแย่ที่สุด โดยกำไรหดตัวลง 36% YoY เพราะถูกฉุดลงโดยผลขาดทุนที่ The World Medical Center (WMC) ซึ่งเป็นโรงพยาบาลระดับบนแห่งใหม่แห่งแรกของบริษัทที่เปิดให้บริการในเดือน มี.ค. 2556

เรามองว่า BH มีความเสี่ยงที่จะได้รับผลกระทบจากสถานการณ์ความไม่สงบทางการเมืองที่ยืดเยื้อมากกว่าหุ้นอื่นๆ ในกลุ่มการแพทย์ แม้ความจริงแล้วบริการทางการแพทย์เป็นสิ่งจำเป็น แต่ก็ได้รับผลกระทบบางส่วนจากเศรษฐกิจที่ชะลอตัวลงและสถานการณ์ความไม่สงบทางการเมืองในกรุงเทพฯ เนื่องจากผู้ป่วยไทยมีแนวโน้มที่จะเลื่อนการเข้ารับการรักษาโรคที่ไม่รุนแรงออกไป และผู้ป่วยต่างชาติก็ได้รับการเตือนเกี่ยวกับการเดินทางเข้ามายังประเทศไทย ดังนั้นเราจึงมองว่า BH มีความเสี่ยงที่จะได้รับผลกระทบจากสถานการณ์ความไม่สงบทางการเมืองที่ยืดเยื้อมากกว่าผู้ประกอบการรายอื่นๆ ในกลุ่มการแพทย์ เนื่องจากรายได้ทั้งหมดของ BH ได้มาจากโรงพยาบาลแห่งเดียวในกรุงเทพฯ ขณะที่ BCH และ BGH มีรายได้จากกรุงเทพฯ และปริมณฑล ในสัดส่วน 80% และ 65% ของรายได้ทั้งหมดตามลำดับ ตั้งแต่ต้นไตรมาส 1/57 จนถึงปัจจุบัน รายได้ของ BH มีแนวโน้มอ่อนแอ เพราะปริมาณผู้ป่วยลดลง ในขณะที่รายได้ของ BGH และ BCH เติบโตบริษัทละ 10% YoY

ไตรมาส 1/57 จะเป็นไตรมาสสุดท้ายที่กำไรของ BCH และ BGH ลดลง YoY ในขณะที่กลุ่มบริการทางการแพทย์จะเข้าสู่ช่วง low season ในไตรมาส 2/57 เพราะมีวันหยุดยาวในประเทศไทย (เทศกาลสงกรานต์) แต่เรามองว่าประเด็นที่น่าสนใจสำหรับไตรมาส 2/57 คือ การคาดการณ์ว่าผลการดำเนินงานไตรมาส 1/57 จะเป็นไตรมาสสุดท้ายที่กำไรของ BCH และ BGH ลดลง YoY และกำไรของทั้งสองบริษัทนี้จะเริ่มปรับตัวเพิ่มขึ้น YoY ในไตรมาส 2/57

สำหรับ BCH หลังจากทำการตลาดในช่วงปีที่ผ่านมา เราคาดว่าปริมาณผู้ป่วยเข้ารับการรักษาโดยเฉลี่ยที่ WMC จะปรับตัวเพิ่มขึ้นสู่ 200 คน/วัน (จาก 120 คน/วันในไตรมาส 4/56) และจะช่วยหนุนให้รายได้เพิ่มขึ้น และขาดทุนสุทธิลดลงสู่ 180 ล้านบาท หรือเท่ากับผลขาดทุนลดลงเกือบครึ่งหนึ่งของผลขาดทุนสุทธิ 300 ล้านบาทในปี 2556 BCH รายงานกำไรสุทธิลดลง YoY มาตั้งแต่ไตรมาส 1/56 ซึ่งเป็นไตรมาสแรกที่ WMC เปิดดำเนินงานโดยมีรายได้ต่ำกว่าระดับต้นทุนสูง เราคาดว่าไตรมาส 1/57 จะเป็นไตรมาสสุดท้ายที่กำไรของ BCH จะลดลง YoY เนื่องจาก WMC จะสร้างผลขาดทุนลดน้อยลง

กำไรของ BGH ลดลง YoY มาตั้งแต่ไตรมาส 2/56 เพราะถูกกดดันโดยต้นทุนที่เพิ่มขึ้นจากการขยายกิจการโรงพยาบาล ส่งผลทำให้ EBITDA margin ลดลง BGH นำโครงการควบคุมต้นทุนมาใช้ (เพิ่มปริมาณงานและหมุนเวียนเปลี่ยนงานให้กับพนักงาน ลดค่าใช้จ่ายการตลาด และไม่มีค่าใช้จ่ายเพิ่มขึ้นจากโรงพยาบาลใหม่ เนื่องจากในตอนนี้บริษัทมีบุคลากรทางการแพทย์และพนักงานเพียงพอสำหรับโรงพยาบาล 6 แห่งที่จะเปิดในปีแล้ว) และเราเริ่มเห็นประโยชน์จากมาตรการควบคุมต้นทุนของ BGH เกิดขึ้นบ้างแล้วในไตรมาส 4/56 เนื่องจากระดับการหดตัว YoY ของ EBITDA margin ปรับตัวลดลงกำไรไตรมาส 1/57 มีแนวโน้มปรับตัวลดลง YoY โดยเกิดจากฐานสูง อย่างไรก็ตาม เมื่อสถานการณ์กลับคืนสู่ภาวะปกติ มาตรการควบคุมต้นทุนของ BGH จะช่วยหนุนให้กำไรเติบโต YoY ในไตรมาส 2/57

Top picks คือ BCH และ BGH เรายังคงเลือก BCH และ BGH เป็น top picks ของเรา ราคาหุ้น BCH ปรับตัวขึ้นมาแล้ว 13% YTD เรามองว่าปัจจัยสำคัญที่จะช่วยกระตุ้นราคาหุ้น BCH ให้ปรับตัวเพิ่มขึ้น คือการฟื้นตัวของผลการดำเนินงานในปีนี้เพราะขาดทุนจาก World Medical Center (WMC) จะปรับตัวลดลง และ valuation ที่น่าสนใจ ทั้งนี้แม้ราคาหุ้น BCH ปรับตัวขึ้นมาบ้างแล้ว แต่ราคาหุ้นก็ยังปรับตัวลดลงมากถึง 27% ในช่วงปีที่ผ่านมาเพื่อสะท้อนผลการดำเนินงานที่ปรับตัวแย่ลงในปี 2556 ปัจจุบันหุ้น BCH ซื้อขายที่ PE ปี 2557 ระดับ 21 เท่า หรือมี discount 21% จาก PE เฉลี่ยของหุ้นกลุ่มเดียวกันในตลาดภูมิภาค หากตัดขาดทุนจาก WMC ออกไป พบว่า PE ปี 2557 ของ BCH ปรับลดลงมาอยู่ที่ 17 เท่า มี discount 36% จาก PE เฉลี่ยของหุ้นกลุ่มเดียวกันในตลาดภูมิภาค ขณะที่ ราคาหุ้น BGH ปรับตัวขึ้นมาแล้ว 15% YTD แต่ยัง underperform SET อยู่ 7% ในช่วงปีที่ผ่านมา แรงกดดันด้านต้นทุนที่ลดลงจะเป็นปัจจัยกระตุ้นราคาหุ้น BGH เรามองว่าผลการดำเนินงานที่ไม่น่าตื่นเต้นในปี 2557 จากการขยายกิจการโรงพยาบาลจะเกิดขึ้นแค่ช่วงสั้นๆ แต่จะส่งผลดีต่อแนวโน้มระยะยาว

Valuation Summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					13A	14F	15F	13A	14F	15F	13A	14F	15F	13A	14F	15F	13A	14F	15F	13A	14F	15F
BCH	Buy	6.8	9.0	33.7	29.2	21.4	18.1	(35.6)	36.5	18.2	3.76	3.96	3.56	13.6	18.0	20.7	2.3	2.3	2.8	12.3	11.8	8.3
BGH	Buy	135.0	175.0	30.9	34.1	30.5	24.7	6.2	11.9	23.5	4.90	4.40	3.97	15.1	15.2	16.9	1.2	1.3	1.6	20.4	18.7	15.3
BH	Neutral	89.3	105.0	19.8	31.4	28.2	25.9	35.2	11.2	9.2	8.07	7.37	6.44	27.2	27.3	26.6	2.1	2.1	2.3	15.8	13.9	12.6
Average					31.6	26.7	22.9	1.9	19.8	17.0	5.58	5.24	4.66	18.6	20.2	21.4	1.9	1.9	2.2	16.2	14.8	12.1

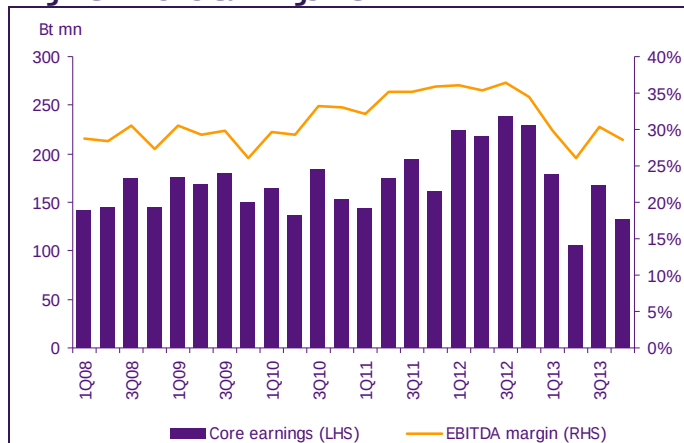
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: Earnings review

	Core earnings (Bt mn)					Growth		Core earnings (Bt mn)			% YoY Growth		
	4Q12	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	% YoY	% QoQ	2013	2014F	2015F	2013	2014F	2015F
BCH	229	178	106	167	133	(41.8)	(20.5)	585	798	943	(35.6)	36.5	18.2
BGH	1,389	1,948	1,216	1,549	1,400	0.8	(9.6)	6,113	6,839	8,438	6.2	11.9	23.4
BH	388	601	568	681	617	59.0	(9.3)	2,466	2,742	2,994	35.2	11.2	9.2
Sector	2,006	2,727	1,890	2,397	2,150	7.2	(10.3)	9,165	10,378	12,376	20.9	13.2	19.2

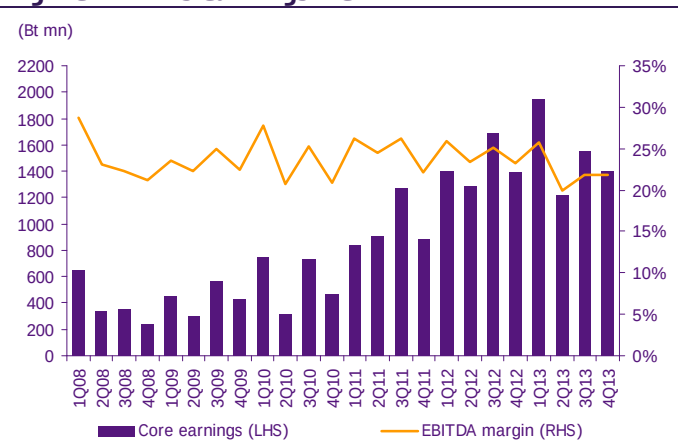
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 2: BCH's earnings trend



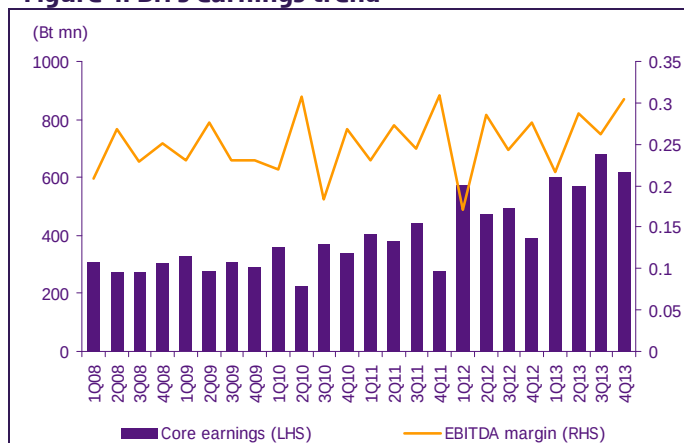
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 3: BGH's earnings trend



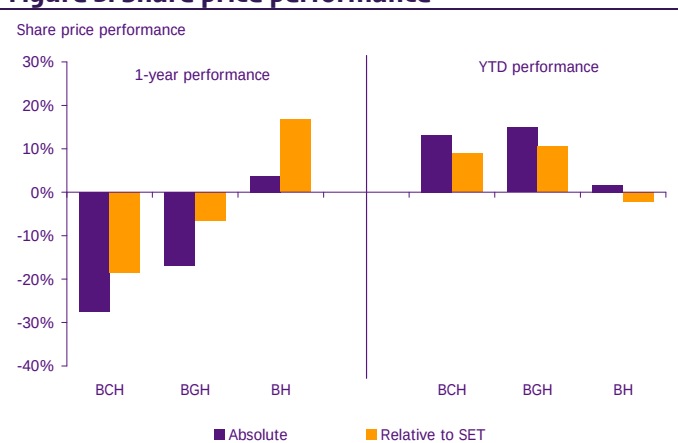
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 4: BH's earnings trend



Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 5: Share price performance



Source: SET and SCBS Investment Research

Figure 4: Regional peers comparison

Company name	Country	Mkt Cap US\$ mn.	PE (x)			EPS Growth (%)			PBV (x)			Div. Yield (%)			ROE (%)			EV/EBITDA (x)		
			14F	15F	16F	14F	15F	16F	14F	15F	16F	14F	15F	16F	14F	15F	16F	14F	15F	16F
Bangkok Chain Hospital*	Thailand	526	21.4	18.1	16.3	36.5	18.2	10.9	3.96	3.56	3.21	2.34	2.76	3.06	18.0	20.7	20.7	11.8	8.3	7.3
Bangkok Dusit Medical*	Thailand	6,445	30.5	24.7	20.4	11.9	23.5	21.0	4.40	3.97	3.55	1.31	1.62	1.96	15.2	16.9	18.3	18.7	15.3	12.6
Bumrungrad Hospital*	Thailand	2,008	23.7	21.7	19.7	11.2	9.2	10.4	7.37	6.44	5.64	2.11	2.30	2.54	27.3	26.6	25.7	13.9	12.6	11.9
KPJ Healthcare Bhd	Malaysia	962	27.8	25.1	22.2	-35.1	10.7	12.9	2.62	2.49	2.36	1.86	2.09	2.12	9.5	9.8	10.0	15.7	13.6	12.5
IHH Healthcare Bhd	Malaysia	9,401	39.4	32.2	25.1	22.1	22.1	28.4	1.63	1.59	1.50	0.40	0.45	0.59	4.2	4.7	6.0	19.0	16.6	13.8
Raffles Medical Group	Singapore	1,364	23.7	21.0	17.8	-15.1	13.0	18.2	3.35	3.03	2.66	1.67	1.83	2.09	14.8	15.1	16.4	15.9	14.1	11.6
Apollo Hospitals Enterprise	India	2,060	31.5	25.8	n.m.	18.4	21.9	n.m.	3.88	3.51	n.a.	0.77	0.94	n.a.	12.8	14.1	n.a.	16.3	13.6	n.a.
Ramsay Health Care	Australia	8,866	27.2	24.1	22.0	19.4	12.9	9.5	5.55	4.99	4.56	1.91	2.16	2.39	21.0	21.4	21.6	14.3	13.0	12.0
Ryman Healthcare	New Zealand	3,552	27.8	24.2	22.5	10.7	15.0	7.7	4.32	3.79	2.86	1.62	1.85	1.94	14.9	15.2	13.4	23.7	20.7	19.0
Acurity Health Group	New Zealand	79	12.3	10.0	8.8	16.9	23.1	13.6	1.11	1.04	n.a.	2.97	3.30	n.a.	6.4	7.6	n.a.	6.4	5.8	n.a.
Average			26.5	22.7	19.4	9.7	17.0	14.8	3.82	3.44	3.29	1.70	1.93	2.09	14.4	15.2	16.5	15.6	13.4	12.6
Thailand			25.2	21.5	18.8	19.8	17.0	14.1	5.24	4.66	4.13	1.92	2.23	2.52	20.2	21.4	21.6	14.8	12.1	10.6
Average Regional excl. Thailand			27.1	23.2	19.7	5.3	17.0	15.1	3.21	2.92	2.79	1.60	1.80	1.83	11.9	12.5	13.5	15.9	13.9	13.8

Source: Bloomberg, * SCBS Investment Research

รวิญญ์ ปิยะกรียงไกร

0-2949-1002

raweenuch.piyakriengkai@scb.co.th

มองข้ามครึ่งปีแรกไปสู่แนวโน้มที่ดีขึ้นในครึ่งปีหลัง

- ผู้ประกอบการโรงแรมพลาดช่วง high season ในไตรมาส 1/57 แต่กำไรในช่วงครึ่งปีหลังจะดีกว่าครึ่งปีแรก
- คาดผลการดำเนินงานฟื้นตัวดีขึ้นมากเมื่อสถานการณ์การเมืองคลี่คลาย
- Top pick: ERW และ CENTEL

พลาด high season ในไตรมาส 1/57 ปี 2556 เป็นปีที่ดีเพราะนักท่องเที่ยวต่างชาติที่เดินทางเข้ามาในประเทศไทยมีจำนวนสูงสุดเป็นประวัติการณ์ที่ 26.6 ล้านคน (+19% YoY) อย่างไรก็ตาม เมื่อดูเป็นรายเดือน จำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติเติบโต YoY ในอัตราที่ชะลอตัวลงตั้งแต่เดือน ต.ค. ซึ่งเป็นช่วงที่จีนเริ่มใช้ความพยายามแก้ปัญหาทัวร์ศูนย์เหรียญ และต่อจากนั้นก็เติบโตในอัตราที่ชะลอตัวลงในเดือน พ.ย. และ ธ.ค. โดยมีสาเหตุมาจากสถานการณ์ความไม่สงบทางการเมือง อุตสาหกรรมท่องเที่ยวไทยน่าจะพลาดช่วง high season ในไตรมาสแรกของปีนี้ เพราะได้รับผลกระทบจากการชุมนุมทางการเมือง การประกาศใช้ พ.ร.ก.ฉุกเฉิน (มีผลบังคับใช้วันที่ 22 ม.ค.-22 มี.ค.) และการประกาศเตือนการเดินทางมายังประเทศไทย ล่าสุด ข้อมูลเดือน ก.พ.แสดงให้เห็นว่าจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติที่เดินทางเข้ามาในประเทศไทยลดลง 8% YoY โดยปรับตัวลดลง YoY เป็นครั้งแรกนับตั้งแต่ปี 2555

โดยปกติแล้วไตรมาส 2 เป็นช่วง low season แต่อาจจะไม่ใช่สำหรับปีนี้ โดยปกติแล้วไตรมาส 2 เป็นช่วง low season สำหรับอุตสาหกรรมท่องเที่ยวไทย อย่างไรก็ตาม จากการที่รัฐบาลรักษาการยกเลิก พ.ร.ก.ฉุกเฉิน เรามองว่ามีโอกาสสูงที่อุปสงค์ที่สะสมจากช่วงก่อนหน้าจะหนุนให้จำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติปรับตัวเพิ่มขึ้น โดยเฉพาะอย่างยิ่งจากตลาดสำคัญๆ เช่น จีน และฮ่องกง (20% ของจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติที่เดินทางเข้ามาในประเทศไทยทั้งหมดในปี 2556) โดยนักท่องเที่ยวที่เดินทางมาจากสองประเทศนี้มีความอ่อนไหวสูงต่อสถานการณ์ความไม่สงบทางการเมือง ดังเห็นได้จากการที่ฮ่องกงยกระดับการเตือนภัยด้านการเดินทางมายังกรุงเทพฯ สู่ขั้นสูงสุดของระบบเตือนภัยการเดินทางออกคือ สีดำ (หลีกเลี่ยงการเดินทางทุกชนิด) เราคาดการณ์จำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติที่เดินทางเข้ามาในประเทศไทยที่ 28 ล้านคน (+5%) โดยคาดว่าสถานการณ์การเมืองจะคลี่คลายในงวดครึ่งหลังปี 57

การกระจายสถานที่ตั้งเป็นสิ่งสำคัญ ผู้ประกอบการโรงแรมยอมรับว่าโรงแรมในกรุงเทพฯ ได้รับผลกระทบจากสถานการณ์ความไม่สงบทางการเมือง เราเชื่อว่า ERW ได้รับผลกระทบหนักสุด เนื่องจากบริษัทประกอบกิจการโรงแรมในประเทศไทยเพียงอย่างเดียว โดยรายได้ 50% ได้มาจากโรงแรมในกรุงเทพฯ ในช่วงเดือน ม.ค.-ก.พ. RevPar ของ ERW ลดลง 17% YoY หลักๆ ถูกฉุดลงโดยโรงแรมในกรุงเทพฯ ในขณะที่ไม่สามารถชดเชยได้ด้วยการเติบโตของโรงแรมในต่างจังหวัด RevPar ของ MINT และ CENTEL เติบโต 13% YoY และ 12% YoY ตามลำดับ โดยได้รับปัจจัยหนุนจากผลการดำเนินงานที่แข็งแกร่งของโรงแรมในต่างจังหวัดและต่างประเทศ

การปรับตัว underperform ของราคาหุ้นส่งสัญญาณว่าราคาหุ้นสะท้อนปัจจัยลบไปแล้ว ในขณะที่อุตสาหกรรมท่องเที่ยวไทยถูกปกคลุมด้วยปัจจัยลบ แต่เราเชื่อว่าราคาหุ้นกลุ่มโรงแรมสะท้อนปัจจัยลบไปเรียบร้อยแล้ว ทั้งนี้นับตั้งแต่วันที่ 1 พ.ย. 2556 ที่สถานการณ์ความไม่สงบทางการเมืองเริ่มเกิดขึ้น และแม้ราคาหุ้นปรับตัวขึ้นมาบ้างแล้ว แต่ราคาหุ้น CENTEL, ERW และ MINT ก็ยัง underperform ตลาดอยู่ 18%, 10%, และ 4% ตามลำดับ เราคิดว่าการที่ราคาหุ้น MINT สามารถปรับตัวได้ดีกว่าหุ้นอื่นๆ ในกลุ่มโรงแรม เป็นเพราะผลการดำเนินงานของบริษัทได้รับผลกระทบจากสถานการณ์ความไม่สงบทางการเมืองน้อยกว่าหุ้นอื่นๆ ในกลุ่มโรงแรม เพราะสถานที่ตั้งโรงแรมกระจายตัวมากกว่า

Top picks: ERW และ CENTEL หากมองข้ามสถานการณ์ความไม่สงบทางการเมืองไป เรายังคงมุมมองเชิงบวกระยะยาวต่อแนวโน้มของอุตสาหกรรมท่องเที่ยวไทย ในอดีตที่ผ่านมา อุตสาหกรรมท่องเที่ยวไทยสามารถฟื้นตัวได้อย่างรวดเร็วหลังวิกฤตคลี่คลาย เราเลือก ERW และ CENTEL เป็น top picks ในกลุ่มโรงแรม ธุรกิจโรงแรมได้รับผลกระทบอย่างหนักจากสถานการณ์ความไม่สงบทางการเมือง แต่เราคาดว่า จะฟื้นตัวได้อย่างรวดเร็วเมื่อสถานการณ์การเมืองดีขึ้น และ ERW จะได้รับประโยชน์มากที่สุดในฐานะที่ประกอบธุรกิจโรงแรมเพียงอย่างเดียว ตามมาด้วย CENTEL (รายได้ 45% มาจากธุรกิจโรงแรม) ในขณะที่หากมองในแง่แนวโน้มราคาหุ้น พบว่า ERW และ CENTEL เป็นหุ้น laggard เมื่อเทียบกับ MINT

Valuation summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					13A	14F	15F	13A	14F	15F	13A	14F	15F	13A	14F	15F	13A	14F	15F	13A	14F	15F
CENTEL	Buy	30.0	38.0	28.2	30.4	25.4	17.7	25.4	19.5	43.5	3.63	3.34	3.00	12.7	13.7	17.9	1.3	1.6	2.3	13.1	12.2	9.7
ERW	Buy	4.0	5.0	26.0	73.8	98.7	31.5	408.7	(25.2)	213.1	1.79	1.86	1.80	2.8	1.9	5.8	3.8	0.4	1.2	12.3	12.0	9.4
MINT	Neutral	24.8	27.0	10.4	25.6	22.5	19.4	18.6	13.4	16.4	3.62	3.27	2.94	16.6	15.3	16.0	1.4	1.5	1.7	15.6	14.2	12.1
Average					43.2	48.9	22.9	150.9	2.6	91.0	3.01	2.83	2.58	10.7	10.3	13.2	2.2	1.2	1.7	13.7	12.8	10.4

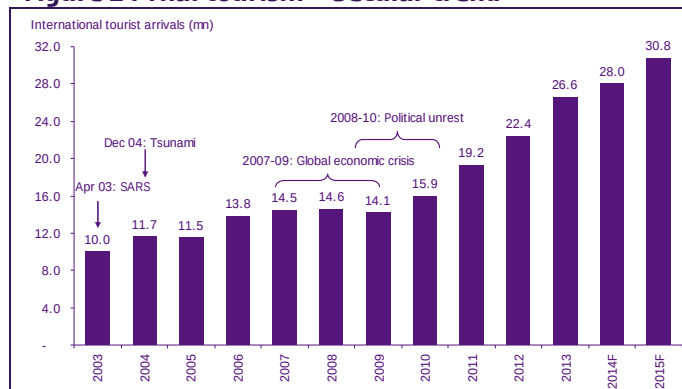
Source: SCBS Investment Research

Figure 1 : Earnings of hoteliers

	Core earnings (Bt mn)					Growth		Core earnings (Bt mn)			% YoY Growth		
	4Q12	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	% YoY	% QoQ	2013	2014F	2015F	2013	2014F	2015F
CENTEL	435	649	201	194	290	(33.2)	49.7	1,334	1,595	2,288	25.4	19.5	43.5
ERW	6	148	(74)	(6)	58	917.2	N.M.	127	100	313	431.5	(21.3)	213.1
MINT	1,092	1,114	429	707	1,556	42.5	120.2	3,806	4,318	5,028	25.0	13.4	16.4
Sector	1,533	1,911	556	895	1,905	24.3	112.9	5,268	6,013	7,629	27.4	14.1	26.9

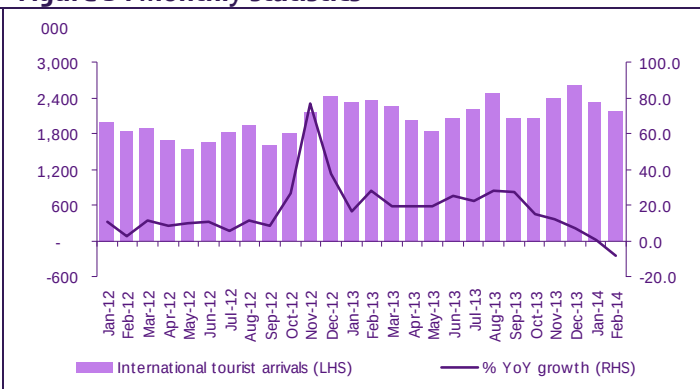
Source: SCBS Investment Research

Figure 2 : Thai tourism – Secular trend



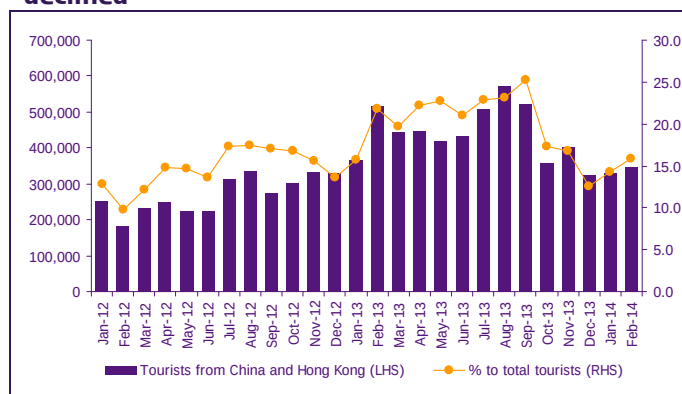
Source: Tourism Authority of Thailand and SCBS Investment Research

Figure 3 : Monthly statistics



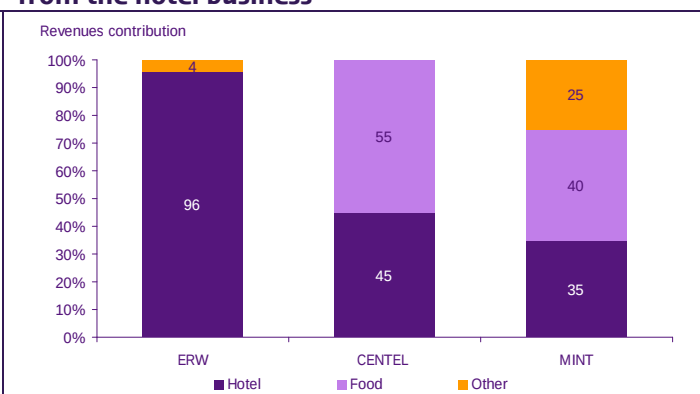
Source: Tourism Authority of Thailand and SCBS Investment Research

Figure 4 : Tourists from China and Hong Kong have declined



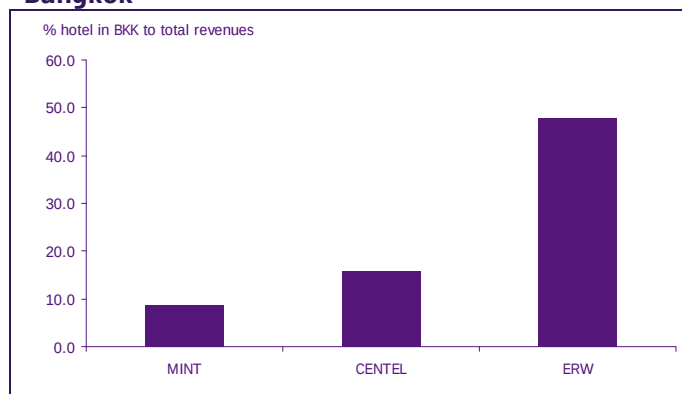
Source: Tourism Authority of Thailand and SCBS Investment Research

Figure 5 : ERW has the highest revenue contribution from the hotel business



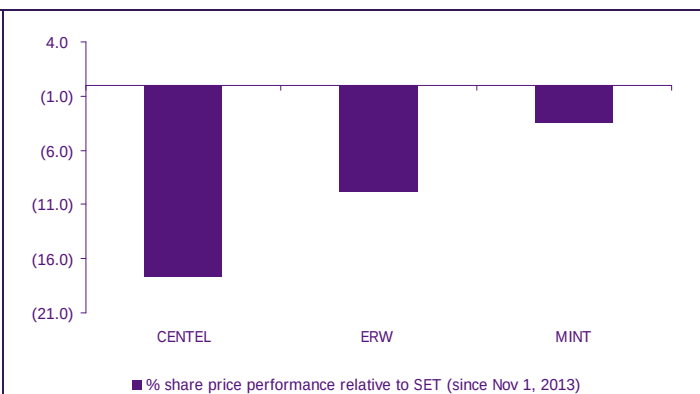
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 6 : Percentage of revenues from hotels in Bangkok



Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 7 : CENTEL and ERW are laggard



Source: SET and SCBS Investment Research

สิริการย์ กฤษณิพัทธ์
0-2949-1020
sirikarn.krisnipat@scb.co.th

ความไม่แน่นอนสูงขึ้น

- ปี 2556: ยอดขายที่ดินลดลง แต่ราคาขายเพิ่มขึ้น เพราะอุปทานมีจำกัด
- อุปสงค์โรงงานสำเร็จรูปและคลังสินค้าสำเร็จรูปเติบโตในอัตราที่ต่ำกว่าอุปทาน ส่งผลให้อัตราการเช่าพื้นที่ลดลง
- แนวโน้มปี 2557 ไม่สดใสเนื่องจากสถานการณ์ตึงเครียดทางการเมืองที่ยืดเยื้อ คาดว่ายอดขายที่ดินและยอดปล่อยเช่าพื้นที่โรงงานสำเร็จรูปจะลดลง
- แนวโน้มคลังสินค้าสำเร็จรูปดีกว่าเพราะพึ่งพิงกับการอุปโภคบริโภคซึ่งคาดว่าจะฟื้นตัวในงวดครึ่งหลังปี 57
- คงน้ำหนักการลงทุน **Neutral** กลุ่มนิคมอุตสาหกรรม; **Top pick - WHA**

สรุปผลงานปี 2556 CBRE รายงานว่า ยอดขายที่ดินในปี 2556 ลดลงครึ่งหนึ่งสู่จำนวนเพียง 4,746 ไร่ ต่ำกว่าประมาณการของเรา เป็นการยืนยันการจบวัฏจักรขาขึ้นซึ่งมีระยะเวลา 4 ปี อุปสงค์มีมากกว่าอุปทานในปี 2553-2555 ได้ผลักดันให้ราคาขายที่ดินปรับขึ้นเป็น 6 ล้านบาท/ไร่สำหรับนิคมอุตสาหกรรมในจังหวัดชลบุรี และ 3 ล้านบาท/ไร่สำหรับนิคมอุตสาหกรรมในจังหวัดระยอง การปรับราคาขึ้นอย่างมากครั้งก่อนหน้าคือปี 2547 ผู้ประกอบการนิคมอุตสาหกรรมเริ่มสะสมที่ดิน และ AMATA กำลังพิจารณาปล่อยเช่าอสังหาริมทรัพย์แทนการขายออกไป สำหรับโรงงานสำเร็จรูปและคลังสินค้าสำเร็จรูป เมื่ออิงกับฐานข้อมูลของ CBRE และของ SCBS พบว่า อุปสงค์เติบโตในอัตราที่ต่ำกว่าอุปทาน ส่งผลให้อัตราการเช่าพื้นที่ลดลง การขายสินทรัพย์ช่วยสนับสนุนให้กำไรของ HEMRAJ, TICON, และ WHA ปรับตัวเพิ่มขึ้น แต่กำไรของ AMATA อยู่ในระดับต่ำเพราะมีค่าใช้จ่ายพิเศษเกี่ยวกับการป้องกันน้ำท่วม

แนวโน้ม FDI มีความไม่แน่นอนสูงขึ้น ความเสี่ยงสูงขึ้นเพราะเม็ดเงิน FDI ไหลเข้ารอบใหม่มีความไม่แน่นอนมากขึ้นทั้งๆ ที่รัฐบาลยกเลิก พ.ร.ก.ฉุกเฉินแล้ว สถานการณ์ความไม่สงบทางการเมืองที่ยืดเยื้อ (นาน 5 เดือนแล้ว และยังไม่คลี่คลาย) ส่งผลกระทบต่อความเชื่อมั่นของนักลงทุน เนื่องจากสถานการณ์ความไม่สงบทางการเมืองครั้งก่อนๆ กินเวลาเพียง 1.5-2.0 เดือนเท่านั้น เนื่องจากรัฐบาลรักษาการไม่มีอำนาจตัดสินใจเรื่องสำคัญ ดังนั้นการพัฒนาระบบโครงสร้างพื้นฐานของประเทศไทยและการเจรจาทำข้อตกลงเขตการค้าเสรี (FTA) กับยุโรปและสหรัฐฯ จะล่าช้าออกไป ส่งผลทำให้ประเทศไทยมีความเสียเปรียบทางการแข่งขัน

การแข่งขันจากประเทศเพื่อนบ้าน Global Political Risk Index (GPRI) ให้คะแนนความมีเสถียรภาพทางการเมืองของประเทศไทยในระดับต่ำที่ 42 ต่ำสุดในกลุ่มประเทศอาเซียน ประกอบกับประเทศเพื่อนบ้านมีความน่าสนใจเพิ่มขึ้น เพราะมีเสถียรภาพทางการเมืองมากกว่าและตลาดกำลังเติบโต ดังนั้นประเทศไทยจึงมีความเสี่ยงที่จะเสียโอกาสในการคว้าเม็ดเงิน FDI ไหลเข้ารอบใหม่จากกลุ่ม SME ญี่ปุ่น การฟื้นตัวของกลุ่มประเทศ G3 และการย้ายฐานการผลิตของออสเตรเลีย นอกจากนี้ FDI จากญี่ปุ่นก็ไหลเข้ามายังประเทศอื่นๆ ในอาเซียนเพิ่มขึ้นอย่างมาก ซึ่งให้เห็นว่าประเทศเหล่านี้เริ่มดูน่าสนใจมากกว่าประเทศไทย แม้เราไม่คิดว่านักลงทุนจะถอนฐานการผลิตออกจากประเทศไทยในระยะเวลาอันใกล้นี้ แต่เราก็ไม่มั่นใจว่าจะมีเม็ดเงินจากการลงทุนรอบใหม่ไหลเข้ามายังประเทศไทยจำนวนมาก

แนวโน้มยอดขายที่ดินและโรงงานสำเร็จรูปไม่สดใส แต่แนวโน้มคลังสินค้าสำเร็จรูปสดใส เราคาดว่าความต้องการซื้อที่ดินและเช่าพื้นที่โรงงานสำเร็จรูปจะปรับตัวลดลง 10-20% เพราะส่วนใหญ่ขึ้นอยู่กับเม็ดเงิน FDI ไหลเข้า ความต้องการซื้อที่มีแนวโน้มปรับตัวลดลงทำให้เราคาดว่าราคาที่ดินจะหยุดปรับตัวขึ้น และอัตรากำไรของผู้ประกอบการนิคมอุตสาหกรรมจะหดตัวลง อย่างไรก็ตาม แนวโน้มของคลังสินค้าสำเร็จรูปดีกว่า เนื่องจากพึ่งพิงกับการอุปโภคบริโภคในประเทศที่คาดว่าจะฟื้นตัวในงวดครึ่งหลังปี 57 ดังนั้นเราคาดว่ายอด pre-lease พื้นที่คลังสินค้าสำเร็จรูปจะเพิ่มขึ้น 10%

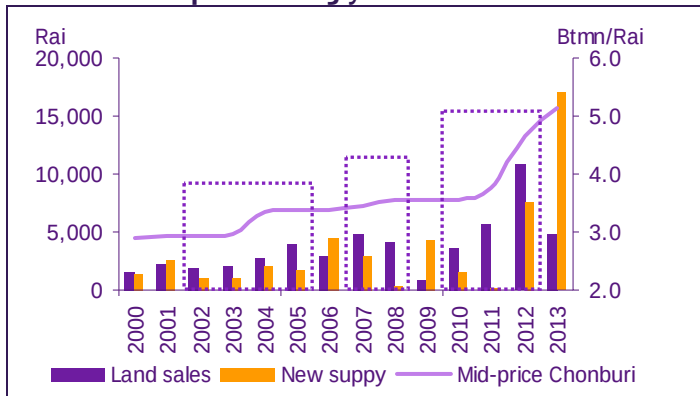
คงน้ำหนักการลงทุน **Neutral; top pick - WHA** ความไม่แน่นอนที่เพิ่มขึ้นทำให้เรายังคงคำแนะนำสำหรับกลุ่มนิคมอุตสาหกรรมเป็น **Neutral** หุ้นที่เราชอบในกลุ่มนี้ คือ WHA เพราะมีแนวโน้มที่จะได้รับประโยชน์จากการใช้จ่ายอุปโภคบริโภคที่ฟื้นตัวขึ้นและการขยายสาขาอย่างต่อเนื่องของผู้ประกอบการร้านค้าปลีก นอกจากนี้ธุรกิจของ WHA ยังพึ่งพิงกับเม็ดเงิน FDI น้อยที่สุดด้วย

Valuation summary

		Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
						13A	14F	15F	13A	14F	15F	13A	14F	15F	13A	14F	15F	13A	14F	15F	13A	14F	15F
AMATA	Buy	14.7	20.0	39.8	10.3	10.5	8.7	1.0	(1.2)	20.6	1.54	1.41	1.27	15.9	14.1	15.4	3.8	3.7	4.5	7.6	8.7	7.2	
HEMRAJ	Buy	3.2	4.4	42.1	14.8	10.2	9.9	(6.1)	44.7	2.9	2.11	1.92	1.71	16.3	19.7	18.3	5.3	3.7	3.8	9.2	9.6	9.4	
ROJNA	Neutral	7.0	7.3	10.7	n.m.	8.6	23.7	n.m.	n.m.	(63.8)	1.03	0.91	0.92	(8.7)	11.3	3.9	3.2	6.4	2.3	(110.5)	8.8	19.0	
TICON	Buy	17.4	30.0	79.8	10.9	8.8	7.9	(2.1)	24.1	10.6	1.77	1.66	1.52	17.0	19.8	20.0	5.7	7.4	8.1	12.3	11.6	11.3	
WHA	Buy	32.3	40.0	26.4	12.1	21.1	17.8	252.7	(42.9)	18.4	4.25	6.30	5.35	41.6	32.4	32.4	2.4	2.4	2.8	10.4	16.1	14.1	
Average					12.0	11.8	13.6	61.4	6.2	(2.3)	2.14	2.44	2.16	16.4	19.5	18.0	4.1	4.7	4.3	(14.2)	11.0	12.2	

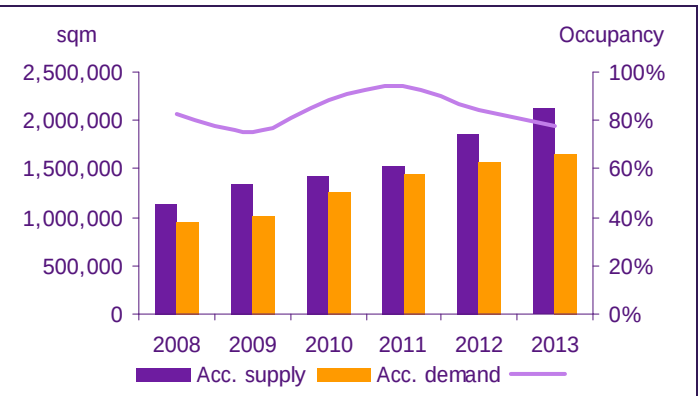
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: Demand/supply imbalance during 2010-2012 raises IE land price strongly



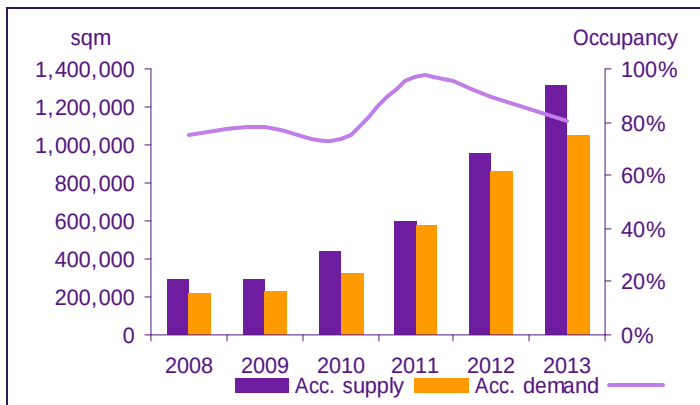
Source: CBRE

Figure 2: Demand/supply of RBF



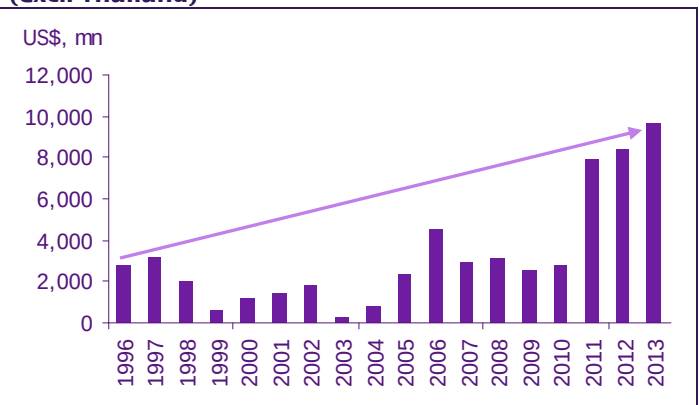
Source: CBRE, SCBS Investment Research

Figure 3: Demand/supply of RBW



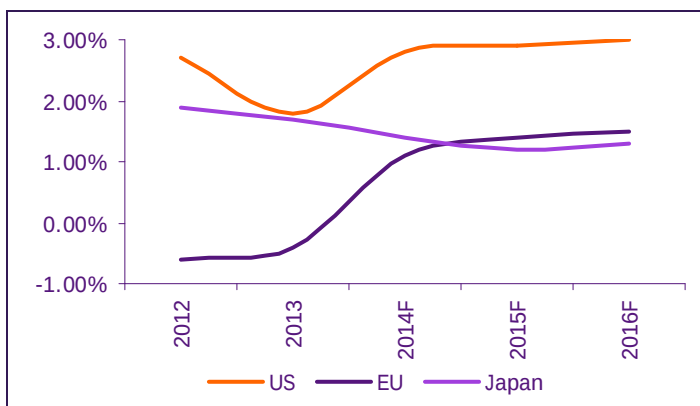
Source: CBRE, SCBS Investment Research

Figure 4: Growing Japan FDI in other ASEAN countries (excl. Thailand)



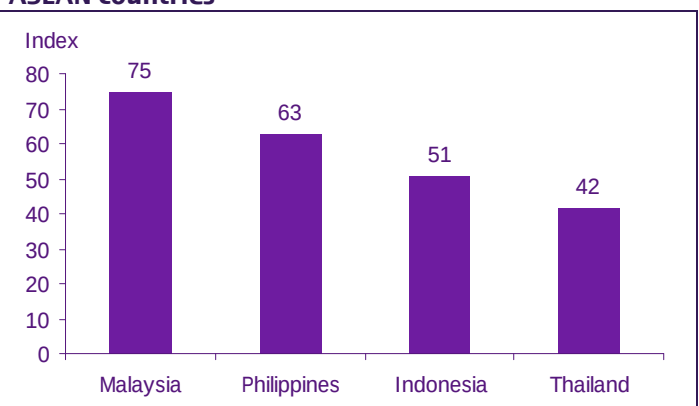
Source: JETRO

Figure 5: GDP forecast for G3



Source: World Bank

Figure 6: Thailand's GPRI score of 42, lowest among ASEAN countries



Source: Eurasia Group

Note: The GPRI measures a country's ability to absorb political shocks which produced by Eurasia Group, who is the world's leading global political risk research and consultant. The higher the number, the more stable the country.

เบี้ยประกันชีวิตมีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้น

กิตติมา สัตยพันธุ์, CFA

0-2949-1003

kittima.sattayapan@scb.co.th

- ความต้องการระดมเงินฝากลดน้อยลงของธนาคารพาณิชย์ ประกอบกับผลตอบแทนพันธบัตรระยะยาวที่สูงขึ้นอันเป็นผลมาจากการลดวงเงินมาตรการ QE ของสหรัฐฯ สร้างโอกาสที่ดีให้บริษัทประกันชีวิตขยายเบี้ยประกันชีวิต
- BLA คาดว่า VNB จะกลับมาเติบโตในปี 2557 จากการเร่งขยายเบี้ยประกันรับรายใหม่
- ผลการดำเนินงานของ THRE จะฟื้นตัวเต็มที่ในปี 2557 หลังจากตั้งสำรองน้ำท่วมครบในปี 2556
- THREL จะมีเบี้ยประกันเติบโตอย่างโดดเด่นต่อเนื่องในปี 2557 โดยได้รับปัจจัยหนุนจากการขยายฐานลูกค้าและความสามารถในการทำกำไรที่แข็งแกร่งอย่างต่อเนื่อง

โอกาสในวิกฤตสำหรับบริษัทประกันชีวิต การชะลอระดมเงินฝากของธนาคารพาณิชย์บวกกับผลตอบแทนพันธบัตรระยะยาวที่สูงขึ้นอันเป็นผลมาจากการลดวงเงินมาตรการ QE ของสหรัฐฯ สร้างโอกาสที่ดีให้บริษัทประกันชีวิตขยายเบี้ยประกันชีวิตในปี นี้ แม้จะถูกหักล้างไปบางส่วนโดยกำลังซื้อที่ลดลงของผู้บริโภค สถานการณ์ความไม่สงบทางการเมืองที่ยืดเยื้อส่งผลทำให้ธนาคารพาณิชย์คาดการณ์ว่าการขยายสินเชื่อจะชะลอตัวลงมาก ดังนั้นจึงระดมเงินฝากน้อยลง และหันมาเน้นลดต้นทุนทางการเงินลงแทน ซึ่งหมายความว่า การแข่งขันสำหรับผลิตภัณฑ์ประกันชีวิตจะลดน้อยลง โดยเฉพาะผลิตภัณฑ์ประกันชีวิตแบบสะสมทรัพย์ ในเวลาเดียวกัน การลดวงเงินมาตรการ QE ของสหรัฐฯ ก็ส่งผลทำให้ผลตอบแทนพันธบัตรระยะยาวปรับตัวสูงขึ้น ทำให้บริษัทประกันชีวิตมีโอกาสออกผลิตภัณฑ์ที่น่าสนใจมากกว่าเงินฝากธนาคาร

BLA: VNB จะกลับมาเติบโตในปี 2557 BLA ตั้งเป้าหมายกำไรใหม่เติบโตสูงถึง 47% (เทียบกับ 20% ในปี 2556) BLA ตั้งเป้าเบี้ยประกันรวมโต 24% ในปี 2557 (เทียบกับ 14% ในปี 2556) บริษัทเล็งเห็นโอกาสขยายธุรกิจในส่วนของผลิตภัณฑ์ประกันชีวิตสินเชื่อผ่านช่องทางธนาคาร (bancassurance) ซึ่ง BLA ยังคงตามหลังคู่แข่งอยู่ หลังจากคาดว่าอยู่ในระดับทรงตัวที่ ~1.6 บาท/หุ้นในปีที่ผ่านมา เราคาดการณ์ตามหลักอนุรักษนิยมว่า 1-year VNB จะเติบโต 20% ในปี 2557 ต่ำกว่าประมาณการอัตราเติบโตของเบี้ยประกันรับรายใหม่ที่ 30% เนื่องจากเราคาดว่าอัตรากำไรจากการรับประกันจะลดลงเล็กน้อย BLA เริ่มต้นเดือนแรกของปีนี้ด้วยการขยายเบี้ยประกันรับรายใหม่ได้สูงถึง 129% YoY สูงกว่าอัตราเติบโตเฉลี่ยของกลุ่มประกันที่ 14% YoY

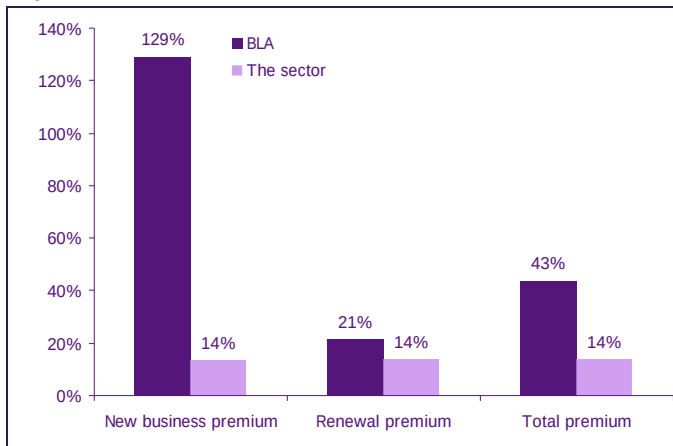
THRE: ผลการดำเนินงานที่มีแนวโน้มฟื้นตัวเต็มที่ในปี 2557 ยังไม่สะท้อนในราคาหุ้น เราคาดว่าผลการดำเนินงานของ THRE จะฟื้นตัวเต็มที่ในปี 2557 หลังจากตั้งสำรองน้ำท่วมครบในปี 2556 สำหรับปี 2557 THRE ตั้งเป้าเบี้ยประกันรับสุทธิโต 15% สำหรับประกันภัย โดยหลักๆ เกิดจากผลิตภัณฑ์ประกันประเภท non-conventional และเบี้ยประกันรับสุทธิโตไม่ต่ำกว่า 20% สำหรับประกันชีวิต ซึ่งหมายความว่าเบี้ยประกันรับสุทธิทั้งหมดจะเติบโตไม่ต่ำกว่า 16% นอกจากนี้ combined ratio ก็น่าจะปรับตัวดีขึ้นอีก อันเป็นผลมาจากการเปลี่ยนแปลงส่วนผสมผลิตภัณฑ์ที่มีผลิตภัณฑ์ประกันประเภท non-conventional เพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง (76% ของเบี้ยประกันรับทั้งหมดในไตรมาส 3/56)

THREL - เบี้ยประกันรับที่มีแนวโน้มเติบโตอย่างโดดเด่นสะท้อนในราคาหุ้นแล้ว เราเชื่อว่าราคาหุ้นปัจจุบันของ THREL สะท้อนแนวโน้มที่เบี้ยประกันรับจะเติบโตอย่างโดดเด่นและความสามารถในการทำกำไรที่แข็งแกร่งไปเรียบร้อยแล้ว THREL ตั้งเป้าเบี้ยประกันรับสุทธิเติบโตต่อเนื่องอีก 20% ในปี 2557 (เทียบกับ 29% ในปี 2556) สูงกว่าอัตราเติบโตเฉลี่ย 12-15% ของของอุตสาหกรรมประกันชีวิตโดยรวม combined ratio ของ THREL ลดลงมากจาก 78% ในปี 2555 มาอยู่ที่ 69% ในปี 2556 โดยหลักๆ เกิดจากอัตราค่าบำเหน็จ (commission ratio) ที่ลดลงจาก 37% ในปี 2555 สู่ 29% ในปี 2556 การเน้นขายประกันชีวิตตรงผ่านทางโทรศัพท์ (DRTV) ผลิตภัณฑ์ประกันชีวิตเพื่อคุ้มครองสินเชื่อผ่าน bancassurance และผลิตภัณฑ์ประกันชีวิตประเภทร่วมกันพัฒนา (non-conventional) เพิ่มขึ้นซึ่งน่าจะช่วยให้บริษัทสามารถรักษาอัตรากำไรที่แข็งแกร่งเอาไว้ได้ในปี 2557

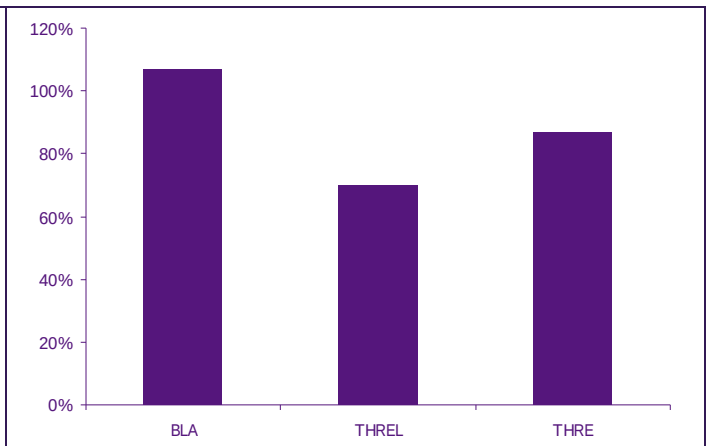
Valuation Summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)		
					13A	14F	15F	13A	14F	15F	13A	14F	15F	13A	14F	15F	13A	14F	15F
BLA	Buy	66.0	77.0	18.3	18.3	15.2	12.9	32.6	19.8	18.0	3.59	3.02	2.54	21.0	21.5	21.3	1.4	1.7	1.9
THRE	Buy	3.2	4.3	36.1	n.m.	9.6	8.1	35.6	n.m.	18.9	3.92	2.71	1.98	(88.6)	33.4	28.4	0.0	0.0	0.0
THREL	Neutral	13.6	13.0	(0.6)	21.3	18.1	14.9	43.8	17.4	21.7	7.48	6.41	5.42	41.5	38.0	39.4	3.3	3.9	4.7
Average					18.3	12.4	10.5	34.1	19.8	18.4	3.76	2.86	2.26	(33.8)	27.5	24.9	0.7	0.8	1.0

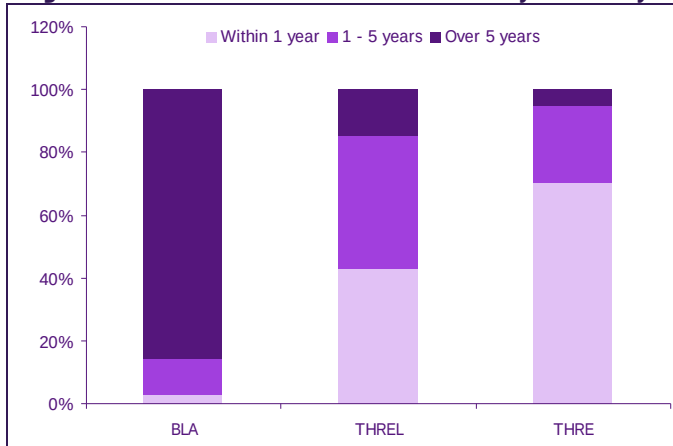
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: YoY growth in life insurance premium for Jan

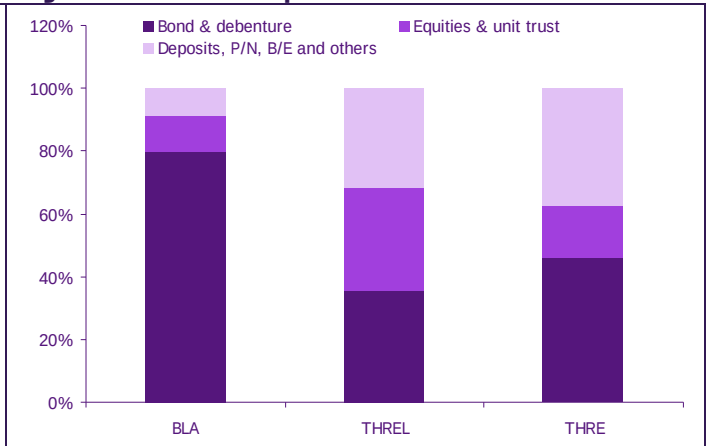
Source: The Thai Life Assurance Association and SCBS Investment Research

Figure 2: Combined ratio

Source: Thai BMA and SCBS Investment Research

Figure 3: Investment in debt securities by maturity

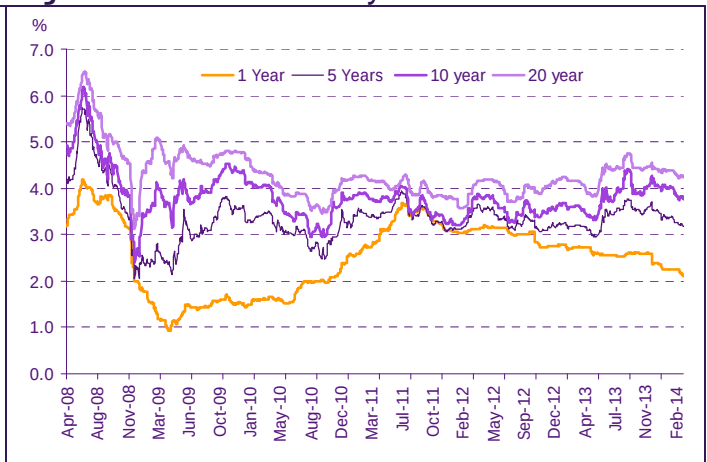
Source: BLA, THRE, THREL and SCBS Investment Research

Figure 4: Investment portfolio

Source: BLA, THRE, THREL and SCBS Investment Research

Figure 5: Return on investment

Source: THRE and SCBS Investment Research

Figure 6: Government bond yield

Source: Thai BMA and SCBS Investment Research

ระวีบุษ ปิยะกรียงไกร

0-2949-1002

raweenuch.piyakriengkai@scb.co.th

ผู้ประกอบการสถานีโทรทัศน์จะเผชิญแรงกดดันจากต้นทุนทีวีดิจิทัลระดับสูง

- เม็ดเงินโฆษณาน้อย แต่คาดว่าจะมีแนวโน้มดีขึ้นในงวดครึ่งหลังปี 57
- ไม่ชอบหุ้นผู้ประกอบการสถานีโทรทัศน์ เพราะไม่เพียงแต่รายได้โฆษณาที่อ่อนแอ แต่กำไรปี 2557-58 ยังจะได้รับผลกระทบจากต้นทุนเกี่ยวกับการดำเนินธุรกิจช่องทีวีดิจิทัลด้วย
- ชอบ MAJOR มากที่สุด

สรุปผลการดำเนินงานปี 2556 ผลการดำเนินงานของบริษัทในกลุ่มสื่อแสดงสัญญาณชะลอตัวมาตั้งแต่ไตรมาส 3/56 และโดยเฉพาะอย่างยิ่งในไตรมาส 4/56 เพราะได้รับผลกระทบจากการใช้จ่ายงบโฆษณาที่ลดลงโดยมีสาเหตุมาจากเศรษฐกิจชะลอตัวและสถานการณ์ความไม่สงบทางการเมือง เม็ดเงินโฆษณา (ADEX) ในปี 2556 เติบโตเพียง 1% YoY สู่ 1.15 แสนล้านบาท

เม็ดเงินโฆษณาน้อย แต่คาดว่าจะมีแนวโน้มดีขึ้นในงวดครึ่งหลังปี 57 ผู้โฆษณาในประเทศไทยส่วนใหญ่ประกอบธุรกิจอยู่ในกลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค ดังนั้นเม็ดเงินโฆษณา (ADEX) จึงมีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อเศรษฐกิจในประเทศ SCB EIC คาดการณ์อัตราการขยายตัวของ GDP ระดับต่ำที่ 2.4% ในปี 2557 ลดลงจาก 2.9% ในปี 2556 อย่างไรก็ดี เมื่อพิจารณาเป็นรายไตรมาสแล้ว เศรษฐกิจน่าจะฟื้นตัวในงวดครึ่งหลังปี 2557 ADEX ลดลงอย่างต่อเนื่องในเดือน ม.ค.-ก.พ. โดย ADEX เดือน ก.พ. ลดลง 8% YoY โดยหลักๆ ถูกถ่วงโดยสื่อแบบดั้งเดิม: โทรทัศน์ (60% ของ ADEX) -9% YoY, หนังสือพิมพ์ (11%) -23% YoY, วิทย์ (5%) -15 YoY, และนิตยสาร (4%) -26% YoY การคาดการณ์ว่าเศรษฐกิจที่ดีขึ้นจะช่วยหนุนให้มีการใช้จ่ายอุปโภคบริโภคเพิ่มมากขึ้นทำให้เราคาดว่าจะเห็น ADEX ปรับตัวเพิ่มขึ้นในงวดครึ่งหลังปี 2557

ช่องทีวีดิจิทัลจะเริ่มทดลองออกอากาศเดือน เม.ย. สำหรับผู้ประกอบการสถานีโทรทัศน์ เราคาดว่าจะเห็นการเปลี่ยนแปลงอย่างมากในปีนี้จากการเริ่มออกอากาศช่องทีวีดิจิทัล คณะกรรมการกิจการกระจายเสียง กิจการโทรทัศน์ และกิจการโทรคมนาคมแห่งชาติ (กสทช.) จัดประมูลใบอนุญาตช่องทีวีดิจิทัลเสร็จเรียบร้อยแล้วในเดือน ธ.ค. 2556 ผู้ประกอบการทีวีดิจิทัลจะทดลองออกอากาศในช่วงเดือน เม.ย.-มิ.ย. และจะออกอากาศอย่างเป็นทางการในเดือน ก.ค. 35% ของจำนวนครัวเรือน (หรือ 8 ล้านครัวเรือน) จากครัวเรือนทั้งหมด 23 ล้านครัวเรือนในประเทศไทย ใช้เสาอากาศที่รับสัญญาณโทรทัศน์ภาคพื้นดิน ในขณะที่ครัวเรือนที่เหลือรับชมโทรทัศน์ผ่านทีวีดาวเทียม/เคเบิลทีวี ดังนั้นเพื่อให้สามารถรับสัญญาณทีวีดิจิทัลได้ ครัวเรือน 8 ล้านครัวเรือนเหล่านี้จะต้องใช้กล่องรับสัญญาณทีวีดิจิทัลใหม่ หรือใช้กล่องรับสัญญาณดาวเทียม/เคเบิลทีวี (ซึ่งมีแนวโน้มที่จะนำสัญญาณช่องทีวีดิจิทัลมาทวนซ้ำตามกฎหมาย must carry ของ กสทช.) กสทช.วางแผนแจกกล่อง (คาดว่าจะอยู่ที่ 690 บาท/กล่อง) เพื่อใช้ลดต้นทุนการเปลี่ยนจากเสาอากาศมาเป็นกล่องรับสัญญาณทีวีดิจิทัลสำหรับทุกครัวเรือน การแจกกล่องจะเริ่มในเดือน มิ.ย. และจะสอดคล้องกับพื้นที่ครอบคลุมโครงข่ายทีวีดิจิทัลซึ่งจะเริ่มต้นในพื้นที่หลักๆ 4 จังหวัด (กรุงเทพฯ เชียงใหม่ นครราชสีมา และสงขลา) หรือ 50% ของครัวเรือนทั้งหมด หลังจากนั้นก็จะขยายเป็น 70-80% ของครัวเรือนทั้งหมดภายในสิ้นปีนี้

อยู่ในช่วงเริ่มต้นของกำไรขาดทุนในปี 2557-58 ในขณะที่เราคาดว่าอุตสาหกรรมโฆษณาจะปรับตัวดีขึ้นในงวดครึ่งหลังปี 57 และช่องทีวีดิจิทัลจะเป็นปัจจัยที่ช่วยสนับสนุนให้กำไรเติบโตในอนาคต แต่เราไม่คิดว่าตอนนี้เป็นเวลาเหมาะสมที่จะเข้าลงทุนในหุ้นผู้ประกอบการสถานีโทรทัศน์ เราคิดว่า BEC และ MCOT อยู่ในช่วงเริ่มต้นของแนวโน้มกำไรขาดทุน เนื่องจากเราคาดว่ากำไรของ BEC และ MCOT จะปรับตัวลดลงในปี 2557-58 โดยมีสาเหตุมาจากต้นทุนที่เพิ่มขึ้นจากการดำเนินธุรกิจทีวีดิจิทัลก่อนที่จะเริ่มมีรายได้โฆษณาเข้ามาชัดเจน ทั้งนี้หลังจากรวมเอาแนวโน้มเศรษฐกิจที่อ่อนแอและการดำเนินธุรกิจทีวีดิจิทัลเข้ามาแล้ว เราคาดว่ากำไรสุทธิของ BEC จะลดลง 4% YoY ทั้งในปี 2557 และปี 2558 ขณะเดียวกันก็คาดว่ากำไรสุทธิของ MCOT จะลดลง 21% YoY ในปี 2557 และลดลง 15% YoY ในปี 2558 การที่กำไรของ MCOT ปรับตัวลดลงมากกว่า BEC เป็นเพราะ MCOT มีฐานกำไรต่ำกว่า BEC เนื่องจากช่องทีวีดิจิทัลเป็นสิ่งใหม่ในประเทศไทย ดังนั้นจึงมีความไม่แน่นอนอยู่มาก ปัจจัยเสี่ยงที่จะส่งผลกระทบต่อประมาณการเกี่ยวกับธุรกิจทีวีดิจิทัลของเรา คือ อัตราค่าโฆษณาที่สูง/ต่ำกว่าคาด และต้นทุนการดำเนินงานที่สูง/ต่ำกว่าคาด

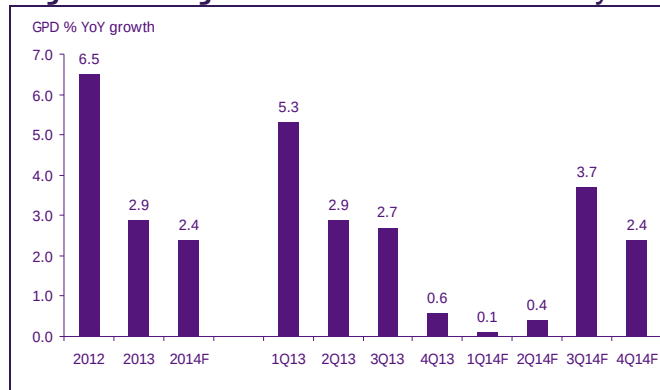
ชอบ MAJOR มากที่สุด ในขณะที่ผู้ประกอบการสถานีโทรทัศน์มีแนวโน้มที่จะตกอยู่ภายใต้แรงกดดัน เราชอบ MAJOR มากที่สุด แม้ธุรกิจของ MAJOR อาจจะได้รับผลกระทบจากการอุปโภคบริโภคชะลอตัว แต่เราเชื่อว่าโปรแกรมภาพยนตร์ที่น่าสนใจจะช่วยลดความเสี่ยงดังกล่าวได้ในระดับหนึ่ง เราคาดว่ากำไรของ MAJOR จะเติบโต 7% ในปี 2557 และคาดการณ์ผลตอบแทนจากเงินปันผลที่นำดึงดูดเฉลี่ย 5% ต่อปีในปี 2557-58

Valuation Summary

Rating		Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					13A	14F	15F	13A	14F	15F	13A	14F	15F	13A	14F	15F	13A	14F	15F	13A	14F	15F
BEC	Sell	52.0	52.0	4.6	18.6	19.4	20.3	17.0	(4.0)	(4.3)	11.41	11.21	10.85	64.2	58.3	54.4	5.0	4.6	4.4	10.7	11.7	12.0
MAJOR	Neutral	19.0	22.0	20.8	19.1	17.8	15.7	13.1	7.2	13.0	2.76	2.62	2.58	14.7	15.1	16.5	5.3	5.0	5.7	9.8	9.1	8.1
MCOT	Sell	28.8	25.0	(7.6)	12.9	16.5	19.4	(13.2)	(21.4)	(15.1)	2.48	2.44	2.41	19.1	15.0	12.5	7.3	5.5	4.6	7.1	10.7	11.8
Average					16.9	17.9	18.5	5.6	(6.1)	(2.1)	5.55	5.42	5.28	32.6	29.5	27.8	5.9	5.0	4.9	9.2	10.5	10.6

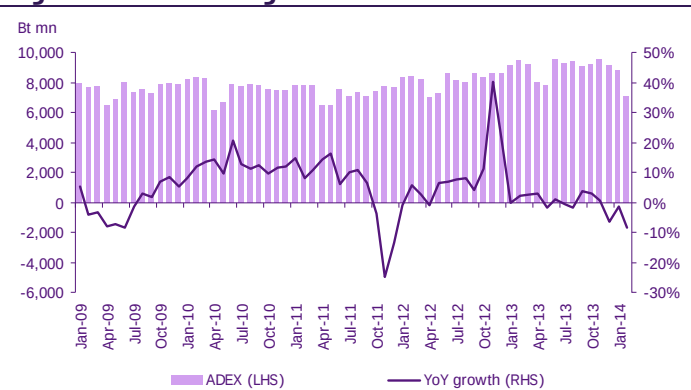
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: GDP growth forecast – Slow economy



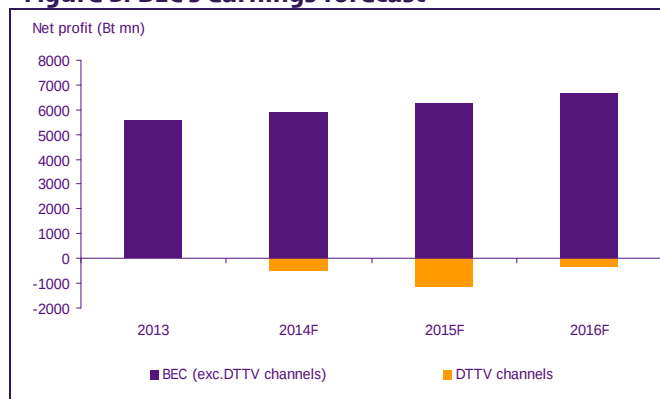
Source: SCB EIC and SCBS Investment Research

Figure 2: Slow ADEX growth



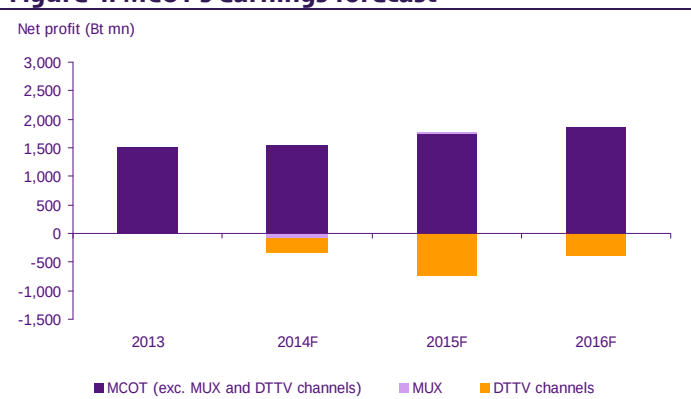
Source: Nielsen Company and SCBS Investment Research

Figure 3: BEC's earnings forecast



Source: SCBS Investment Research

Figure 4: MCOT's earnings forecast



Source: SCBS Investment Research

Figure 5: DTTV timeline

Date	Detail
6 January 2014	NBTC endorsed 24 successful bidders for commercial digital TV channels
27 January 2014	Winning digital TV bidders select channel numbers
March 2014	NBTC to issue digital TV licenses
April - June 2014	Trial period for terrestrial digital TV broadcasting
June 2014	NBTC to issue coupons to subsidize set-top boxes
July 2014	Official period for terrestrial digital TV broadcasting

Source: NBTC and SCBS Investment Research

ชัยพัชร ธนวัฒน์

0-2949-1005

chaipat.thanawattano@scb.co.th

ธุรกิจโพลีเอทิลีนในวัฏจักรขาขึ้น

- คาดผลการดำเนินงานปรับตัวดีขึ้นในไตรมาส 1/57 เพราะส่วนต่างราคาอยู่ในระดับที่ดี
- ส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์สายโพลีเอทิลีนน่าจะยังอยู่ในระดับสูง เพราะอยู่ในวัฏจักรขาขึ้น
- **Top pick: PTTGC** เพราะ valuation น่าสนใจ และแนวโน้มอุตสาหกรรมดี

สรุปผลการดำเนินงานไตรมาส 4/56: อ่อนแอเพราะได้รับผลกระทบจากขาดทุนอัตราแลกเปลี่ยนและกำไรจากสินค้าคงคลังต่ำ กำไรสุทธิไตรมาส 4/56 ของบริษัทปิโตรเคมีในการวิเคราะห์ของ SCBS ปรับตัวลดลง 35% QoQ และ 27% YoY สร้างความผิดหวัง โดยมีสาเหตุหลักมาจากขาดทุนอัตราแลกเปลี่ยนและกำไรจากสินค้าคงคลังที่ลดลง IVL พลิกกลับมารายงานขาดทุนสุทธิโดยเกิดจากการใช้จ่ายพิเศษจากการปรับโครงสร้างธุรกิจและขาดทุนจากสินค้าคงคลัง ขณะที่ PTTGC มีกำไรจากการดำเนินงานเพิ่มขึ้นเล็กน้อย QoQ และช่วยสนับสนุนผลการดำเนินงานของกลุ่มปิโตรเคมี แต่ลดลง 25% YoY เพราะอัตราการใช้กำลังการผลิตลดลง

แนวโน้มไตรมาส 1/57: คาดผลการดำเนินงานฟื้นตัวหลังอ่อนแอในไตรมาส 4/56 เราคาดว่าส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ปิโตรเคมีที่แข็งแกร่งต่อเนื่องและอัตราแลกเปลี่ยนในระดับทรงตัวน่าจะเป็นปัจจัยสนับสนุนให้ผลการดำเนินงานไตรมาส 1/57 ฟื้นตัวขึ้น QoQ นอกจากนี้อัตราการใช้กำลังการผลิตที่สูงขึ้นของ PTTGC ก็จะช่วยสนับสนุนผลการดำเนินงานโดยรวมด้วย ทั้งๆ ที่มีการหยุดซ่อมบำรุงโรงแครกเกอร์โพลีเอทิลีน (I-4/1) นอกแผน ผลการดำเนินงานของ IVL น่าจะปรับตัวดีขึ้นโดยได้รับปัจจัยหนุนจากส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์และปริมาณการผลิตที่สูงขึ้น

ผลิตภัณฑ์สายโพลีเอทิลีนและผลิตภัณฑ์ต่อเนื่องอยู่ในวัฏจักรขาขึ้น ส่วนต่างราคา HDPE-แนฟทาโดยเฉลี่ย QTD ปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องอีก 4.3% QoQ ในไตรมาส 1/57 หลังจากเพิ่มขึ้น 4% QoQ ในไตรมาส 4/56 ระดับการปรับตัวเพิ่มขึ้นต่ำกว่าที่เราคาดการณ์ไว้ เพราะอุปสงค์ในจีนชะลอตัวลง อย่างไรก็ตาม ส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ที่แข็งแกร่งในปัจจุบันทำจุดสูงสุดใหม่หลังจากเกิดวิกฤตการเงินปี 2551 ด้วยแนวโน้มอุปสงค์/อุปทานที่ดีขึ้นสำหรับผลิตภัณฑ์สายโพลีเอทิลีน ทำให้เราเห็นด้วยว่าอุตสาหกรรมนี้จะเข้าสู่วัฏจักรขาขึ้นรอบใหม่ในปี 2557-58 ก่อนที่ กำลังการผลิตใหม่จากสหรัฐ จะเริ่มเดินเครื่องผลิตในปี 2559 เนื่องจากมีอุปทาน shale gas จำนวนมาก อย่างไรก็ตาม ในปี 2561 กำลังการผลิตที่จีนที่ใช้แนฟทาและก๊าซธรรมชาติแบบดั้งเดิมเป็นวัตถุดิบน่าจะคิดเป็นสัดส่วน >90% ของกำลังการผลิตทั่วโลก เนื่องจากการลงทุนในเทคโนโลยีทางเลือก เช่น การผลิตโพลีเอทิลีนจากถ่านหิน, การผลิตโพลีเอทิลีนจากเมทานอล, โรงแครกเกอร์ shale gas, และโพรเพน ดีโอไดรจีเนชัน รวมถึงความกังวลด้านสิ่งแวดล้อม ยังคงเป็นงานที่ท้าทาย

ราคา PX กำลังเข้าสู่วัฏจักรขาลง ราคาพาราไซลีน (PX) โดยเฉลี่ยปรับตัวลดลง 20% YTD และลดลง 26% ในช่วง 12 เดือนที่ผ่านมา สะท้อนถึงอุปทานที่สูงขึ้น และอุปสงค์ที่ลดลงจากผู้ผลิต PTA ซึ่งเป็นผลิตภัณฑ์ปลายน้ำ เนื่องจากส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ PTA ไม่น่าดึงดูดสำหรับผู้ผลิต PTA ที่ไม่ได้มีสายการผลิตครบวงจร เราคาดว่าราคา PX จะลดลงต่อเนื่องในไตรมาส 2/57 เนื่องจากจะมีอุปทานใหม่เข้าสู่ตลาดเพิ่มมากขึ้น CMAI คาดการณ์ว่ากำลังการผลิตใหม่ 6.6 ล้านตันจะเริ่มเดินเครื่องผลิตในปี 2557 ในขณะที่อุปสงค์จะเพิ่มขึ้นเพียง 2.5 ล้านตัน แนวโน้มเช่นนี้จะส่งผลให้อัตราการผลิต PX ในตลาดภูมิภาคปรับลดลงจาก 90% ในปี 2556 สู่ 80% ในปี 2557 ดังนั้นเรามองว่าผู้ผลิตไทยมีแนวโน้มที่จะผลิตในปริมาณตามที่ตกลงไว้ในสัญญากับลูกค้า แทนที่จะเพิ่มการผลิตสูงสุด

ฤดูร้อนน่าจะส่งผลดีต่ออุปสงค์และส่วนต่างราคา PET ส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ PET/PTA ปรับตัวดีขึ้นมาก QTD ในไตรมาส 1/57 สู่ระดับ 297 ดอลลาร์สหรัฐ/ตัน +15.8% QoQ เพราะต้นทุนวัตถุดิบ (PX และ MEG) ลดลง ระดับของประโยชน์ที่ได้รับจากราคา PX ที่ลดลงน่าจะสูงกว่าที่ถ่วงราคา PET และ PTA ไม่ได้ปรับตัวลดลง 4-6% QoQ การเข้าสู่ฤดูร้อนในไตรมาส 2/57 ทำให้เราคาดว่าอุปสงค์ PET (bottle grade) น่าจะสามารถสนับสนุนราคาและส่วนต่างราคา PET ได้

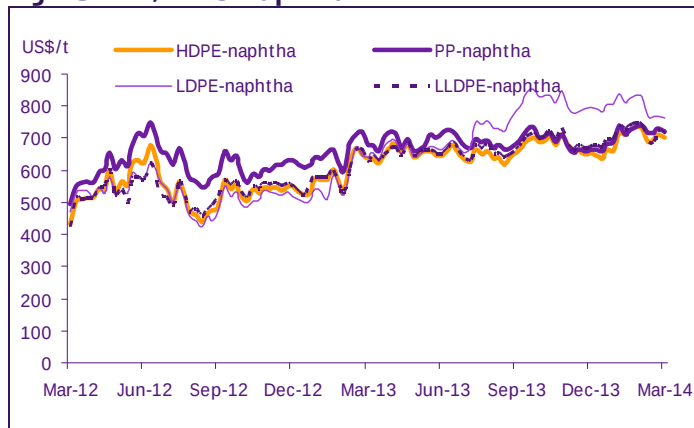
PTTGC ยังคงเป็น top pick เพราะ valuation น่าดึงดูด และแนวโน้มดี ดัชนีกลุ่มปิโตรเคมี (-3.5% YTD) ปรับตัว underperform ตลาดโดยรวม (+6%) โดยมีสาเหตุมาจากการกังวลเกี่ยวกับผลการดำเนินงานไตรมาส 4/56 และอุปสงค์ที่ลดลงจากจีน เราเชื่อว่าแนวโน้มน่าจะพลิกกลับมาเป็นบวกมากขึ้นในไตรมาส 2/57 เมื่อพิจารณาจากส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ที่ดีขึ้น QoQ ยกเว้น PX เรายังคงเลือก PTTGC เป็น top pick เพราะ valuation น่าสนใจ โดยซื้อขายที่ P/E ปี 2557 ระดับ 8 เท่า เทียบกับ P/E เฉลี่ยของกลุ่มเดียวกันในตลาดภูมิภาคที่ 13 เท่า เรายังคงคาดว่า PTTGC จะซื้อขายที่ระดับ +1SD PBV หรือ 1.6 เท่า เมื่อพิจารณาจากการเติบโตของกำไรและแนวโน้มที่เป็นบวกของผลิตภัณฑ์สายโพลีเอทิลีน เรายังคงราคาเป้าหมายของ PTTGC ไว้ที่ 92 บาท/หุ้น

Valuation summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					13A	14F	15F	13A	14F	15F	13A	14F	15F	13A	14F	15F	13A	14F	15F	13A	14F	15F
IVL	Neutral	22.3	24.0	8.7	n.m.	32.7	26.0	(1,896.6)	n.m.	25.4	1.77	1.70	1.63	(1.1)	5.3	6.4	0.4	1.1	1.3	15.5	10.6	9.2
PTTGC	Buy	70.0	92.0	37.1	9.4	7.9	7.5	7.0	18.2	5.9	1.32	1.20	1.10	13.9	15.1	14.3	4.7	5.7	6.3	6.5	5.0	5.0
Average					9.4	20.3	16.8	(944.8)	18.2	15.7	1.55	1.45	1.37	6.4	10.2	10.4	2.6	3.4	3.8	11.0	7.8	7.1

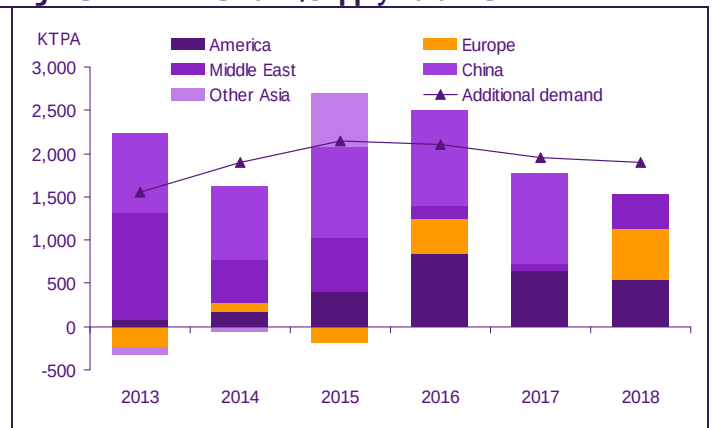
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: PE/PP vs. naphtha



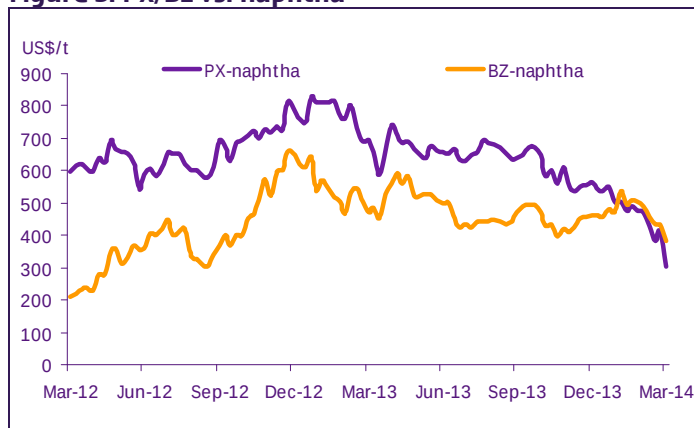
Source: Datastream, SCBS Investment Research

Figure 2: HDPE demand/supply balance



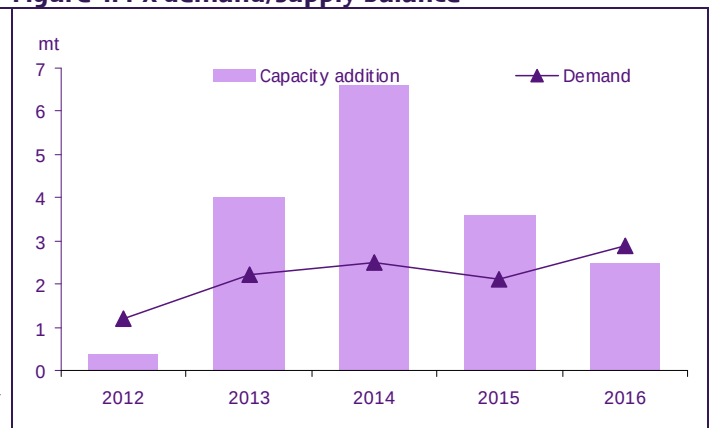
Source: CMAI (October 2013), PTTGC, SCBS Investment Research

Figure 3: PX/BZ vs. naphtha



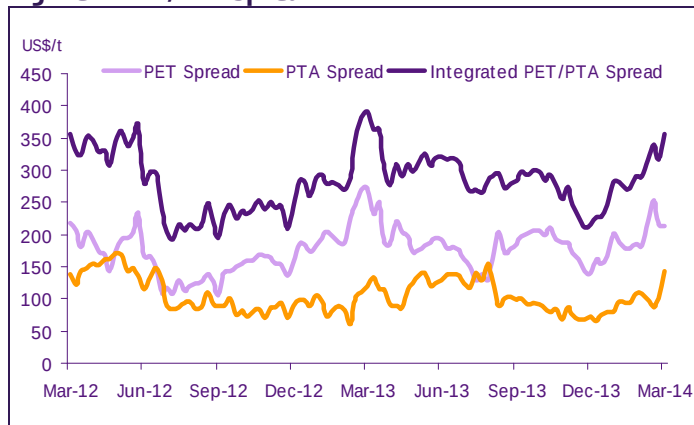
Source: Datastream, SCBS Investment Research

Figure 4: PX demand/supply balance



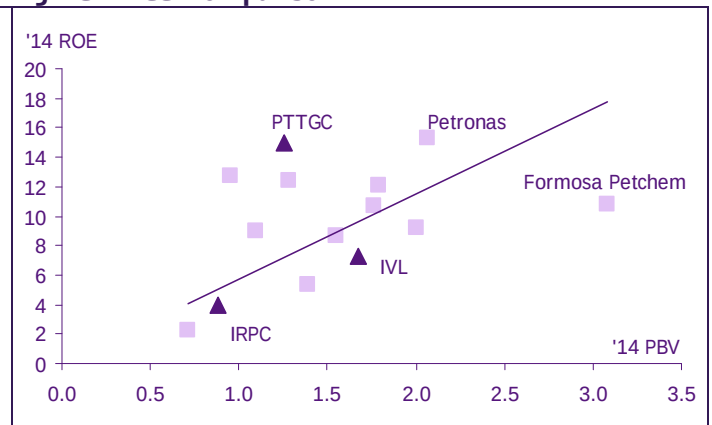
Source: CMAI, PTTGC, SCBS Investment Research

Figure 5: PET/PTA spread



Source: Datastream, SCBS Investment Research

Figure 6: Peer comparison



Source: Bloomberg Finance LP, SCBS Investment Research

สิริการย์ กฤษณิพัทธ์
0-2949-1020
sirikarn.krisnipat@scb.co.th

ยอดขายบ้านแนวราบเติบโต แต่คอนโดชะลอ

- ปี 2556: เป็นปีที่ดีมาก ยอดขาย รายได้ กำไร และยอดขายรอรับรายได้สูงสุดเป็นประวัติการณ์
- ปี 2557: อุปทานและยอดขายจะเห็นโครงการแนวราบมากขึ้นเพราะเป็นตลาดที่มีอุปสงค์จริง; ยอดขายมีสัญญาณฟื้นตัว MoM ในเดือน ก.พ.
- บริษัทพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ เปลี่ยนกลยุทธ์มาเน้นการโอนและสภาพคล่อง แทนยอดขาย
- คงน้ำหนักการลงทุน Neutral กลุ่มพัฒนาโครงการที่อยู่อาศัย; Top pick - SPALI และ QH

ผลการดำเนินงานสูงสุดในรอบ 10 ปี ยอดขายของบริษัทพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ 7 อันดับแรกมีจำนวน 1.92 แสนล้านบาทในปี 2556 +9% YoY ยอดขายคอนโดเติบโต 13% YoY ในขณะที่ยอดขายบ้านเดี่ยวเพิ่มขึ้นเพียง 5% YoY ยอดขายรอรับรายได้มีจำนวน 2.07 แสนล้านบาท ณ สิ้นปี 2556 +12% YoY ซึ่งจะช่วยให้ยอดขายได้ในระยะ 2-3 ปีข้างหน้า แม้รายได้และกำไรต่ำกว่าตลาดคาด แต่ก็มีจำนวนสูงสุดเป็นประวัติการณ์ที่ 1.56 แสนล้านบาท (+19% YoY) และ 2.5 หมื่นล้านบาท (+21% YoY) ตามลำดับ

คาดอุปสงค์ลดลง เราคาดว่ายอดขายของบริษัทพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ 7 อันดับแรกจะปรับตัวลดลง 7% ในปีนี้ น้อยกว่าที่บริษัทเหล่านี้คาดการณ์ไว้ว่าจะเติบโต 2% อัตราการขายตัวทางเศรษฐกิจที่อยู่ในระดับต่ำเพียง 2.4% ทำให้เรายังคงมองที่อุปสงค์ที่อยู่อาศัยจะชะลอตัวในปีนี้ โดยอุปสงค์คอนโดจะลดลงอย่างมาก ในขณะที่อุปสงค์บ้านแนวราบจะเพิ่มขึ้น 5-10% ปัจจัยสนับสนุนมุมมองของเรา คือ การฟื้นตัว MoM อย่างรวดเร็วของยอดขายโครงการแนวราบในเดือน ก.พ. ซึ่งเพิ่มขึ้น 55% สู่ 4.9 พันล้านบาท ในขณะที่ยอดขายคอนโดชะลอตัวเพราะไม่มีการเปิดตัวโครงการใหม่ เมื่ออิงกับข้อมูลดังกล่าว ทำให้เรามองว่าบริษัทพัฒนาโครงการแนวราบรายใหญ่อย่าง LH PS และ QH มีแนวโน้มที่ดีกว่าบริษัทที่เน้นพัฒนาคอนโด

หันมาเน้นโครงการแนวราบ ข้อมูลจากบริษัทพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ 7 อันดับแรกแสดงให้เห็นว่าโครงการเปิดใหม่ในปีนี้จะเน้นไปที่โครงการแนวราบ ซึ่งเป็นตลาดที่มีเสถียรภาพมากกว่าคอนโด โดยจะเปิดตัวโครงการแนวราบเพิ่มขึ้น 17% YoY ในทางกลับกันโครงการคอนโดเปิดใหม่จะปรับตัวลดลง 1 ใน 3 จากปีก่อน โครงการคอนโดส่วนใหญ่จะเปิดตัวในไตรมาส 2-3 เนื่องจากภาวะตลาดปัจจุบันไม่เอื้ออำนวยเนื่องจากผลกระทบจากสถานการณ์ความไม่สงบทางการเมือง และอาจจะเลื่อนการเปิดตัวออกไปอีกถ้าสถานการณ์ยังไม่ดีขึ้น

เน้นการโอนและสภาพคล่องแทนยอดขาย บริษัทพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ กำลังเผชิญกับปัญหาอัตราการยกเลิกและอัตราการปฏิเสธสินเชื่อที่เพิ่มสูงขึ้น เนื่องจากลูกค้าทิ้งเงินดาวน์ หรือโครงการก่อสร้างล่าช้า นอกจากนี้การขอสินเชื่อที่อยู่อาศัยก็ทำได้ยากขึ้นด้วยโดยเฉพาะลูกค้าที่มีรายได้ต่ำ สถานการณ์เช่นนี้ส่งผลทำให้บริษัทพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ ต้องเปลี่ยนมาเน้นการโอนและสภาพคล่องแทน จากที่เคยมุ่งเน้นยอดขายในปีที่ผ่านมา

ความเคลื่อนไหวของบริษัทพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ AP จะเดินหน้าควบคุมค่าใช้จ่ายการตลาด LH จ่ายปันผลลดลงและออก LH-W ขณะที่ LPN เลื่อนเปิดตัวคอนโดใหม่ทั้งหมด แล้วหันมาผลักดันและลงทุนในโครงการที่มีความเสี่ยงน้อยเรื่องการก่อสร้างล่าช้าแทน PS เปลี่ยนมาใช้กลยุทธ์สร้างก่อนขาย แทนขายก่อนสร้าง และลดการเปิดตัวคอนโดลง SIRI ปรับงบก่อสร้างลดลง 15% โดยจะเน้นขายสินค้าคงคลังของบริษัท นอกจากนี้บริษัทก็จะขายอาคารสำนักงานให้แก่กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ด้วย

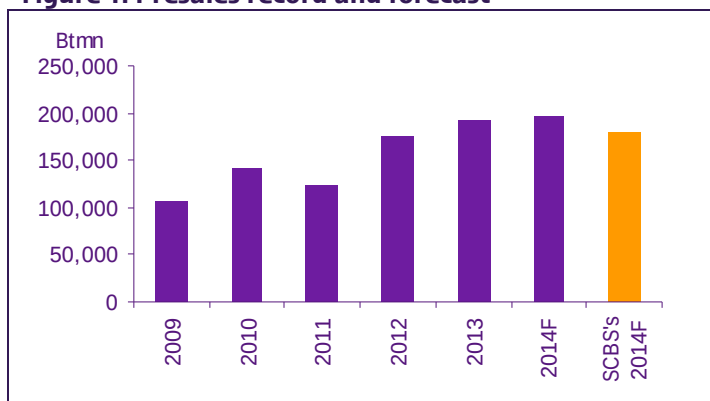
คงน้ำหนักการลงทุน Neutral; top picks: SPALI และ QH การฟื้นตัวอย่างรวดเร็วของยอดขายในเดือน ก.พ. ช่วยหักล้างปัจจัยลบบางส่วนที่ครอบงำกลุ่มพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ โดยเฉพาะโครงการแนวราบ เรายังคงเลือก SPALI กับ QH เป็น top picks เราชอบ SPALI เพราะบริษัทมียอดขายรอรับรายได้จำนวนมากและมีคุณภาพดี ซึ่งจะช่วยให้บริษัทสามารถเติบโตได้แม้ภาวะตลาดและรายได้มีความแน่นอนในปี เราชอบ QH เพราะ Valuation ถูกและมีสถานะเป็นผู้ประกอบการรายใหญ่ในตลาดบ้านแนวราบ

Valuation Summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					13A	14F	15F	13A	14F	15F	13A	14F	15F	13A	14F	15F	13A	14F	15F	13A	14F	15F
AP	Buy	5.3	8.0	54.9	7.6	6.2	5.3	(4.5)	22.9	17.3	1.09	0.97	0.86	15.1	16.6	17.2	4.7	5.3	6.2	10.3	8.8	7.1
LH	Buy	9.4	11.5	28.2	14.5	13.6	12.0	23.5	7.0	13.3	2.81	2.58	2.43	19.9	19.8	20.9	4.3	5.9	6.7	14.4	13.1	12.0
LPN	Neutral	15.9	17.0	11.4	10.1	12.3	8.7	6.8	(17.8)	40.4	2.44	2.28	1.97	26.3	19.2	24.2	5.3	4.5	6.3	9.2	11.0	7.2
PS	Buy	20.1	26.0	33.5	7.7	7.9	6.9	48.2	(2.4)	14.1	1.79	1.56	1.34	25.8	21.1	20.8	4.2	4.1	4.7	8.0	8.3	6.8
QH	Buy	3.0	5.0	69.7	8.7	9.0	7.8	85.1	(3.6)	14.7	1.62	1.47	1.32	19.5	17.1	17.8	5.3	5.2	5.9	11.2	10.9	10.0
SIRI	Buy	2.0	2.9	53.4	9.8	8.0	7.0	(51.0)	23.0	14.6	1.10	1.02	0.94	11.8	13.2	14.0	5.1	6.2	7.1	15.9	12.7	11.6
SPALI	Buy	17.7	23.0	35.5	10.5	7.5	7.1	5.0	41.0	5.3	2.13	1.83	1.59	21.6	26.3	23.9	4.0	5.6	5.9	11.8	7.6	7.0
Average					9.9	9.2	7.8	16.2	10.0	17.1	1.85	1.67	1.49	20.0	19.1	19.8	4.7	5.3	6.1	11.5	10.3	8.8

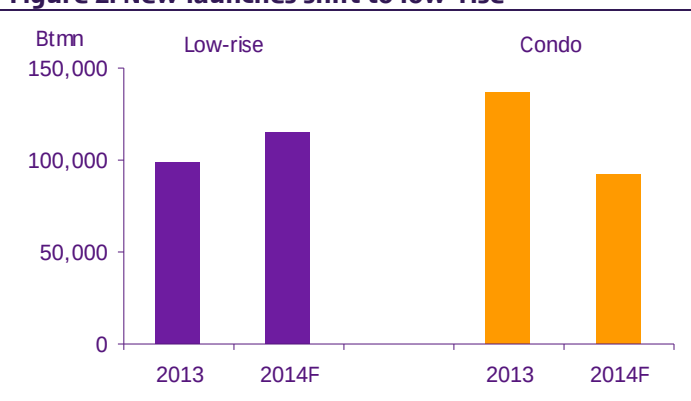
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: Presales record and forecast



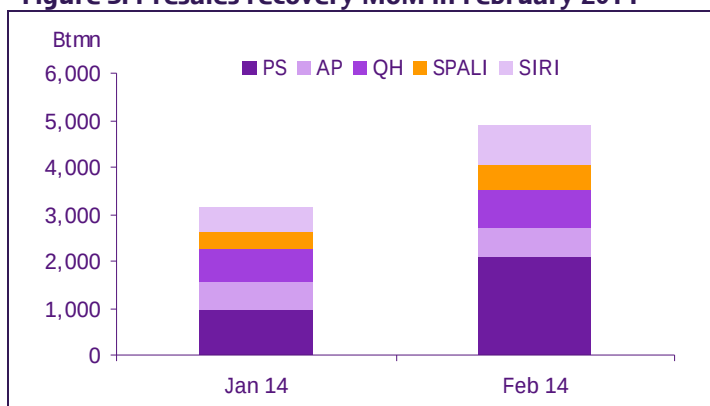
Source: AP, LH, LPN, PS, QH, SIRI, SPALI, SCBS Investment Research

Figure 2: New launches shift to low-rise



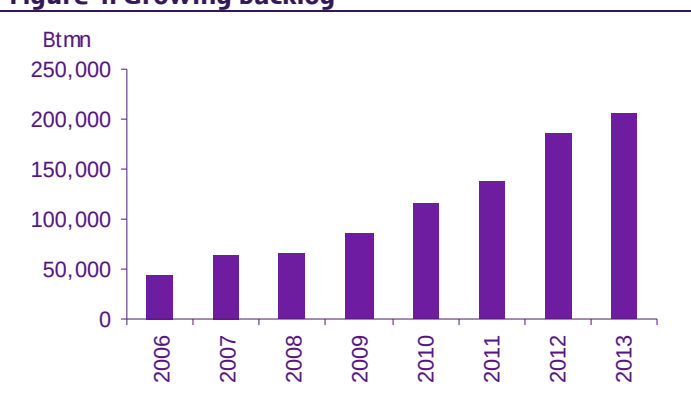
Source: AP, LH, LPN, PS, QH, SIRI, SPALI, SCBS Investment Research

Figure 3: Presales recovery MoM in February 2014



Source: Company

Figure 4: Growing backlog



Source: BoT

ความเสี่ยงขาดทุนมากเกินไป

กิตติมา สัตยพันธ์, CFA
0-2949-1003
kittima.sattayapan@scb.co.th

- เสี่ยงส่วนแบ่งการตลาดและมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดฯ เจลี่ยต่อวันลดลง
- ชอบ ASP มากกว่า MBKET เพราะรายได้ที่กระจายตัวมากกว่าจะช่วยป้องกันผลกระทบจากรายได้ค่านายหน้าทีลดลง และ valuation ถูกกว่า

เสี่ยงส่วนแบ่งการตลาดเนื่องจากการแข่งขันสูงขึ้น ทั้ง MBKET และ ASP เสี่ยงส่วนแบ่งการตลาดมาตั้งแต่ไตรมาส 4/56 โดยส่วนหนึ่งเป็นเพราะมีคู่แข่งใหม่เพิ่มมา 2 ราย คือ บริษัทหลักทรัพย์ แอปเพิล เบลล์ และ บริษัทหลักทรัพย์ เออีซี ส่วนแบ่งการตลาด YTD ของ MBKET อยู่ที่ 8.7% ต่ำกว่า 11.54% ในปี 2556 อย่างมาก ขณะที่ส่วนแบ่งการตลาด YTD ของ ASP อยู่ที่ 3.25% ต่ำกว่า 4.14% ในปี 2556 ด้วยเช่นกัน

สมมติฐานมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดฯ เจลี่ยต่อวันมีความเสี่ยงขาดทุน มูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดฯ เจลี่ยต่อวัน (ไม่รวมบัญชีบล.) ตั้งแต่ต้นปี 2557 ถึงปัจจุบันอยู่ที่ 2.6 หมื่นล้านบาท ต่ำกว่าสมมติฐานของเราที่ 3.5 หมื่นล้านบาทอย่างมาก ทำให้เรามีแนวโน้มปรับประมาณการกำไรปี 2557 ลดลง

รายได้ค่าธรรมเนียมและบริการของ ASP มีแนวโน้มทรงตัว ASP คาดว่าจะสามารถรักษารายได้ค่าธรรมเนียมและบริการ (ไม่รวมรายได้ค่านายหน้า) ที่ส่วนใหญ่เป็นรายได้จากรูกรักกิจวานิชธนกิจ (IB) และค่าธรรมเนียมบริหารสินทรัพย์ เอาไว้ได้ในปีนี้ ASP มีดีล 22 ดีลรออยู่ ได้แก่ IPO 9 ดีล, PO 1 ดีล, และที่ปรึกษาทางการเงิน 12 ดีล ดีล IPO 3 ดีล (เจ้าพระยามหานคร, อิชิตัน กรุ๊ป, และศรีสวัสดิ์ พาวเวอร์ 1979) กำลังดำเนินการยื่นไฟล์ และดีลเหล่านี้มีแนวโน้มที่จะช่วยให้ ASP สามารถรักษารายได้ค่าธรรมเนียม IB เอาไว้ไม่ให้ลดลงได้ในปีนี้ ค่าธรรมเนียมบริหารสินทรัพย์คิดเป็น 38% ของรายได้ค่าธรรมเนียมและบริการปี 2556 ของบริษัท และโดยปกติแล้วเป็นรายได้ที่เกิดขึ้นต่อเนื่อง ซึ่งจะช่วยหนุนให้รายได้ค่าธรรมเนียมและบริการมีเสถียรภาพ

ปรับคำแนะนำสำหรับ MBKET ลงสู่ “ขาย” เราปรับคำแนะนำสำหรับ MBKET ลงจาก “Neutral” สู่ “ขาย” เนื่องจากเรามองว่าราคาหุ้นเต็มมูลค่าแล้วที่ PER 13 เท่าในปี 2557 โดยเฉพาะอย่างยิ่งเมื่อพิจารณาจากแนวโน้มความเสี่ยงขาดทุนต่อประมาณการรายได้ค่านายหน้าปี 2557 ที่มีสาเหตุมาจากส่วนแบ่งการตลาดค่านายหน้าทีลดลงและมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดฯ ที่ลดลง

ชอบ ASP มากกว่า MBKET เราชอบ ASP มากกว่า MBKET เพราะ ASP มีรายได้ที่กระจายตัวมากกว่าซึ่งจะช่วยป้องกันผลกระทบจากรายได้ค่านายหน้าที่ไม่แน่นอน และมีรายได้ค่าธรรมเนียม IB ชดเชยผลกระทบจากมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดฯ เจลี่ยต่อวันทีลดลง นอกจากนี้ Valuation ของ ASP ก็ไม่แพงด้วย

Valuation summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)		
					13A	14F	15F	13A	14F	15F	13A	14F	15F	13A	14F	15F	13A	14F	15F
ASP	Neutral	3.4	3.7	17.6	6.7	9.2	9.3	76.7	(26.7)	(1.8)	1.61	1.64	1.58	24.7	17.7	17.3	11.8	8.7	8.6
MBKET	Sell	21.0	20.0	2.8	8.3	13.2	13.3	95.8	(37.0)	(1.3)	2.27	2.52	2.53	29.5	18.2	18.9	11.8	7.6	7.5
Average					7.5	11.2	11.3	86.2	(31.9)	(1.5)	1.94	2.08	2.06	27.1	17.9	18.1	11.8	8.2	8.0

Source: SCBS Investment Research

Figure 1: Target price sensitivity to turnover

	MBKET	ASP
Target price at 2014F various daily mkt. turnover		
Bt25bn	11	2.9
Bt30bn	15	3.3
Bt35bn — base case	20	3.7
Bt40bn	25	4.1
Bt45bn	29	4.5
2014F EPS (Bt) at 2014F various daily mkt. turnover		
Bt25bn	0.86	0.29
Bt30bn	1.23	0.33
Bt35bn — base case	1.59	0.37
Bt40bn	1.96	0.41
Bt45bn	2.33	0.45
2014F DPS (Bt) at 2014F various daily mkt. turnover		
Bt25bn	0.86	0.23
Bt30bn	1.23	0.26
Bt35bn — base case	1.59	0.30
Bt40bn	1.96	0.33
Bt45bn	2.33	0.36
Dividend payout	100%	80%
Target PE (x)	12.5	10.0

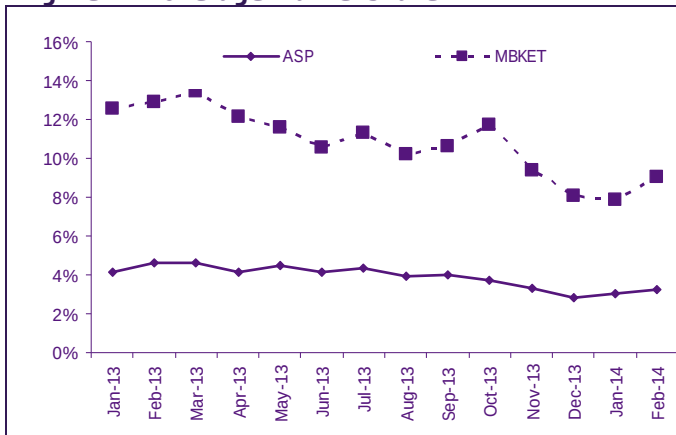
Source: SCBS Investment Research

Figure 2: 2014 earnings forecast and assumptions

Unit: Bt mn	Net profit			Market share		Commission rate		Brokerage income		Fee income		Investment gain	
	2013	2014F	Change	2013	2014F	2013	2014F	2013	2014F	2013	2014F	2013	2014F
MBKET	1,446	910	-37%	11.54%	9.25%	0.13%	0.13%	3,619	2,433	72	83	38	50
ASP	1,066	781	-27%	4.14%	3.25%	0.19%	0.19%	1,764	1,140	593	600	389	400

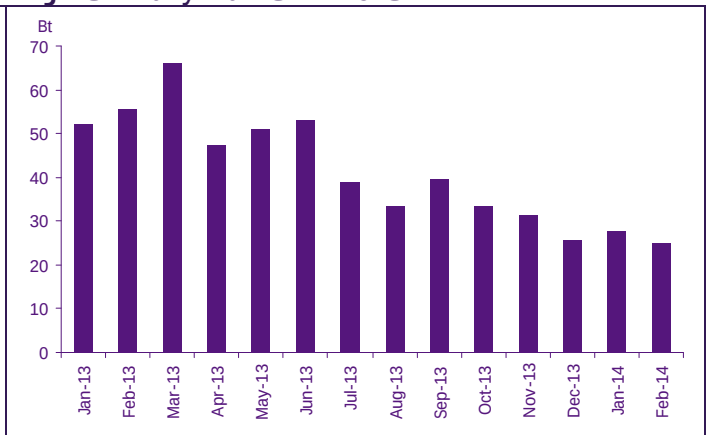
Source: SCBS Investment Research

Figure 3: Brokerage market share



Source: SET and SCBS Investment Research

Figure 4: Daily market turnover



สถานการณ์ความไม่สงบทางการเมืองส่งผลกระทบต่อระบบขนส่ง

ศิริมา ดิษฐา, CFA

0-2949-1004

sirima.dissara@scb.co.th

ระวีบุษ ปิยะเกรียงไกร

0-2949-1002

raweenuch.piyakriengkai@scb.co.th

- การชุมนุมทางการเมืองหนาน 4 เดือน เป็นบวกต่อธุรกิจระบบขนส่งมวลชน แต่เป็นลบต่อธุรกิจสายการบินและทางด่วน
- ถ้าสถานการณ์ความไม่สงบทางการเมืองยืดเยื้อ แนวโน้มเช่นนี้จะเกิดขึ้นต่อเนื่องในไตรมาส 2/57
- ในอดีตที่ผ่านมา ปริมาณจราจรจะฟื้นตัวอย่างรวดเร็วหลังสถานการณ์การเมืองคลี่คลาย
- Top picks คือ BTS และ AOT

สรุปผลการดำเนินงานไตรมาส 4/56 BTS รายงานกำไรปกติเติบโตสูงที่สุดที่ +264% YoY โดยหลักๆ เกิดจากรายได้ดอกเบี้ยที่สูงขึ้นจากเงินที่ได้มาจากการจัดตั้ง BTSIGF ตามมาด้วย AOT (+72% YoY) ซึ่งได้รับปัจจัยหนุนจากปริมาณการจราจรที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นและการควบคุมต้นทุนได้ดีขึ้น และ BECL (+11% YoY) ซึ่งได้รับปัจจัยหนุนจากการขึ้นค่าผ่านทางตั้งแต่เดือน ก.ย. 2556 ในทางกลับกัน สายการบินทุกแห่งรายงานผลการดำเนินงานที่ปรับตัวแย่ลง เพราะสถานการณ์ความไม่สงบทางการเมืองส่งผลกระทบต่อ cabin factor และ passenger yield ได้แก่ THAI (ขาดทุนเพิ่มขึ้น), NOK (-66% YoY), และ AAV (-52% YoY) นอกจากนี้ BMCL ก็รายงานขาดทุนเพิ่มขึ้น โดยเกิดจากค่าใช้จ่ายดอกเบี้ยที่เพิ่มขึ้นในอัตราที่สูงกว่าจำนวนผู้โดยสาร

ได้รับผลกระทบจากสถานการณ์ความไม่สงบทางการเมืองแค่ระยะสั้น สถานการณ์ความไม่สงบทางการเมืองที่เริ่มเกิดขึ้นในเดือน พ.ย. 2556 และยังไม่คลี่คลายลง ส่งผลกระทบต่อทั้งบวกและลบต่อกลุ่มขนส่ง ทั้งนี้เมื่อเทียบกับปริมาณการจราจรในช่วง 4 เดือนที่ผ่านมา (Figure 1) ธุรกิจที่ได้รับประโยชน์จากสถานการณ์ดังกล่าวคือ ระบบขนส่งมวลชน โดยอิงกับจำนวนผู้โดยสารของ BTS ที่เพิ่มขึ้น 13% YoY (เทียบกับ 9% ในช่วง 12 เดือนที่ผ่านมา) และจำนวนผู้โดยสารของ BMCL ที่เพิ่มขึ้น 16% YoY (เทียบกับ 10% ในช่วง 12 เดือนที่ผ่านมา) ขณะที่ธุรกิจที่ได้รับผลกระทบด้านลบ คือ ท่าอากาศยาน โดยจำนวนผู้โดยสารที่ท่าอากาศยานของ AOT เติบโตในอัตราชะลอตัวลงสู่ 5% YoY (เทียบกับ 21% ในช่วง 12 เดือนที่ผ่านมา) นอกจากนี้ธุรกิจทางด่วนและสายการบินก็ได้รับผลกระทบด้านลบด้วยเช่นกัน โดยปริมาณการจราจรของ BECL ปรับตัวลดลง 4% (เทียบกับ +3% ในช่วง 12 เดือนที่ผ่านมา) ในขณะที่สายการบินทุกแห่งรายงาน cabin factor ลดลงในไตรมาส 1/57TD ได้แก่ THAI มี cabin factor อยู่ที่ 70% (เทียบกับ 74% ในปี 2556), AAV มี cabin factor อยู่ที่ 78-79% (เทียบกับ 84% ในปี 2556), NOK มี cabin factor อยู่ที่ 79% (เทียบกับ 84% ในปี 2556) ถ้าสถานการณ์ความไม่สงบทางการเมืองยืดเยื้อ แนวโน้มเช่นนี้จะเกิดขึ้นต่อเนื่องในไตรมาส 2/57 อย่างไรก็ตามในอดีตที่ผ่านมาแสดงให้เห็นว่าปริมาณการจราจร/ความต้องการเดินทางจะฟื้นตัวอย่างรวดเร็วเมื่อสถานการณ์คลี่คลาย

ท่าอากาศยาน/สายการบิน ในไตรมาส 2/57 ความต้องการเดินทางจะลดลง QoQ จากปัจจัยฤดูกาล และลดลง YoY จากการชุมนุมทางการเมือง ส่วนระยะยาว เรามองบวกต่อปริมาณจราจรที่ท่าอากาศยาน โดยได้รับปัจจัยหนุนจาก 1) ความต้องการเดินทางที่เพิ่มขึ้น; 2) การขยายฝูงบินเชิงรุกโดยสายการบินในประเทศไทย; และ 3) การขยายท่าอากาศยานที่แออัดที่ภูเก็ตในไตรมาส 1/57 และดอนเมืองในไตรมาส 2/57 สำหรับสายการบิน ความกังวลหลักๆ ในระยะยาวของเรา คือ การแข่งขันที่สูงขึ้น และผลกระทบด้านลบจากการอ่อนค่าของเงินบาทเมื่อเทียบกับสกุลเงินต่างประเทศ

ระบบขนส่งมวลชน ในไตรมาส 2/57 จำนวนผู้โดยสารระบบขนส่งมวลชนจะลดลง QoQ จากปัจจัยฤดูกาล แต่จะเพิ่มขึ้น YoY โดยได้รับปัจจัยหนุนจาก 1) ผลกระทบด้านบวกจากการชุมนุมทางการเมือง 2) การได้รับประโยชน์อย่างเต็มที่จากการเปิดให้บริการส่วนต่อขยายรถไฟฟ้าสายสีเขียว 2 สถานี (วุฒากาศ-บางหว้า) ตั้งแต่เดือน ธ.ค. 2556 และการรับมอบตู้โดยสารใหม่จำนวน 20 ตู้ (+11%) ในเดือน ธ.ค. 2556; และ 3) การขยายเวลาเปิดให้รถไฟฟ้าบางสถานีเร็วขึ้นเป็น 5.30 น. (จาก 6.00 น.) ตั้งแต่วันที่ 1 มี.ค. ในขณะที่การประมูลโครงการในประเทศใหม่ๆ น่าจะถูกเลื่อนออกไปจนกว่าจะมีการจัดตั้งรัฐบาลใหม่ แต่เราจะเห็นความคืบหน้าเกี่ยวกับการประมูลโครงการในต่างประเทศ สำหรับ BTS น่าจะทราบผลการประมูลโครงการสัมปทานเดินรถไฟฟ้าใต้ดินกรุงปักกิ่ง สาย 16 ภายในเดือน พ.ค. 2557

ทางด่วน ในไตรมาส 2/57 ปริมาณการจราจรบนทางด่วนจะลดลง QoQ จากปัจจัยฤดูกาล และลดลง YoY จากการชุมนุมทางการเมือง อย่างไรก็ตาม บริษัทจะได้รับประโยชน์อย่างเต็มที่จากการขึ้นค่าผ่านทาง 5 บาท/คันในเดือน ก.ย. 2556

Top picks: BTS และ AOT เราชอบ BTS เพราะผลการดำเนินงานไตรมาส 1/57 มีแนวโน้มปรับตัวดีขึ้น (เพิ่มขึ้น YoY และ QoQ จากจำนวนผู้โดยสารที่เพิ่มขึ้นและค่าใช้จ่ายภาษีที่ลดลง) ผลตอบแทนจากเงินปันผลที่บริษัทตกลงจะจ่ายอยู่ระดับสูงที่ระดับ 6-8% ต่อปีในปีบัญชี 2557-59 และมีแนวโน้ม Upside จากโครงการใหม่ๆ นอกจากนี้ เรา还喜欢 AOT เพราะบริษัทสามารถควบคุมต้นทุนได้ดี ได้ประโยชน์จากแผนการขยายฝูงบินอย่างรวดเร็วของสายการบิน และมีแนวโน้ม upside จากการได้รายได้ค่าสัมปทานเพิ่มจากอาคารผู้โดยสารที่เพิ่มขึ้น

Valuation summary

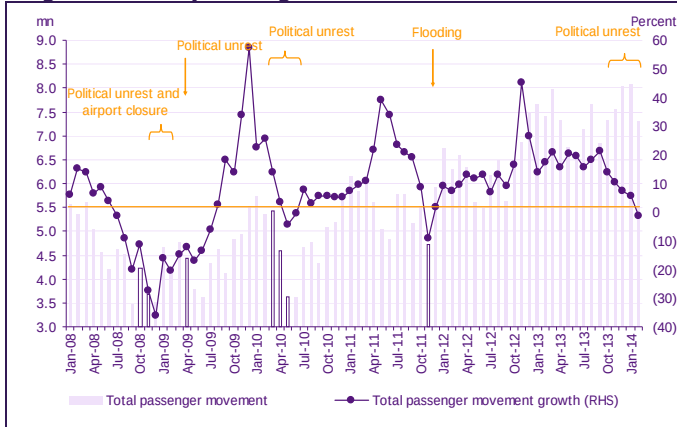
	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					13A	14F	15F	13A	14F	15F	13A	14F	15F	13A	14F	15F	13A	14F	15F	13A	14F	15F
AAV	Buy	4.1	5.2	26.8	22.1	22.5	14.6	5.5	(1.9)	54.3	1.03	0.98	0.92	4.8	4.5	6.5	0.0	0.0	1.7	7.5	7.4	5.1
AOT	Buy	192.5	235.0	23.9	27.7	22.1	19.1	43.1	25.2	16.1	3.00	2.83	2.58	11.7	13.2	14.2	2.4	1.8	2.1	12.9	12.4	11.3
BECL	Neutral	33.0	37.0	17.1	14.0	11.1	10.8	26.6	25.6	3.3	1.11	1.06	1.01	8.3	9.8	9.6	4.8	4.9	5.1	8.0	8.2	9.0
BMCL	Neutral	0.9	1.0	11.1	n.m.	n.m.	n.m.	23.2	41.7	(38.0)	1.26	2.30	2.65	(15.9)	(9.0)	(13.9)	0.0	0.0	0.0	23.5	51.1	111.7
BTS	Buy	8.5	10.0	23.8	55.9	48.2	38.0	39.1	15.9	27.0	1.67	1.65	1.75	3.7	4.5	5.4	4.6	6.2	7.2	23.6	17.3	19.4
NOK	Buy	18.6	25.0	38.3	9.9	12.8	9.1	24.8	(22.9)	41.1	2.32	2.26	1.95	39.3	18.7	23.0	5.5	3.9	5.5	4.5	6.8	5.0
THAI	Sell	14.2	13.0	(8.5)	n.m.	n.m.	30.8	n.m.	(58.6)	n.m.	0.55	0.61	0.60	(5.9)	(11.1)	2.0	0.0	0.0	0.8	9.7	10.0	7.2
Average					25.9	23.4	20.4	27.1	3.6	17.3	1.56	1.67	1.64	6.6	4.4	6.7	2.5	2.4	3.2	12.8	16.2	24.1

Source: SCBS Investment Research

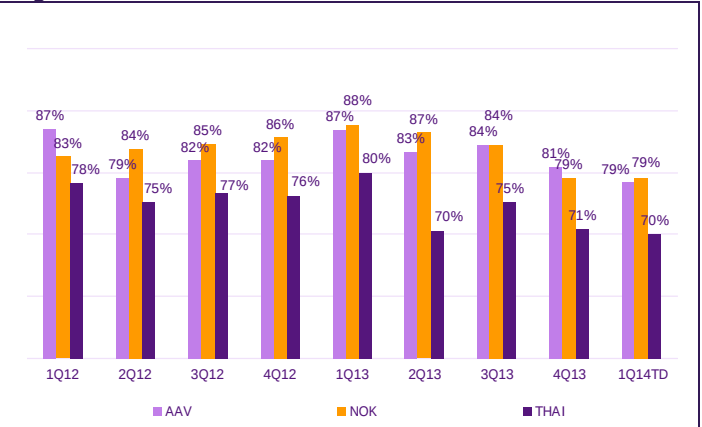
Figure 1: Over 4 months of political protests, mass transit showed the best traffic growth in the sector

	Jan-13	Feb-13	Mar-13	Apr-13	May-13	Jun-13	Jul-13	Aug-13	Sep-13	Oct-13	Nov-13	Dec-13	Jan-14	Feb-14
Mass transit														
BTS ridership growth (YoY)	9%	3%	11%	9%	8%	9%	6%	12%	7%	8%	8%	4%	17%	20%
BMCL ridership growth (YoY)	7%	7%	4%	11%	8%	8%	3%	10%	7%	8%	9%	9%	25%	23%
Expressway														
BECL traffic growth (YoY)	3%	0%	3%	3%	3%	3%	1%	4%	2%	2%	-2%	-5%	-6%	-3%
Airport														
AOT passenger growth (YoY)	14%	17%	21%	16%	21%	19%	16%	18%	21%	14%	10%	7%	6%	-1%
Airlines														
AAV cabin factor				87%		83%			84%			81%		78-79%
NOK cabin factor				88%		87%			84%			79%		79%
THAI cabin factor				80%		70%			75%			71%		70%

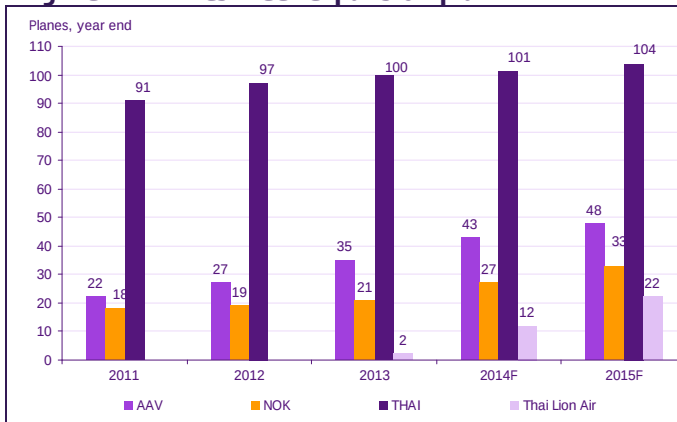
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 2: AOT passenger movement

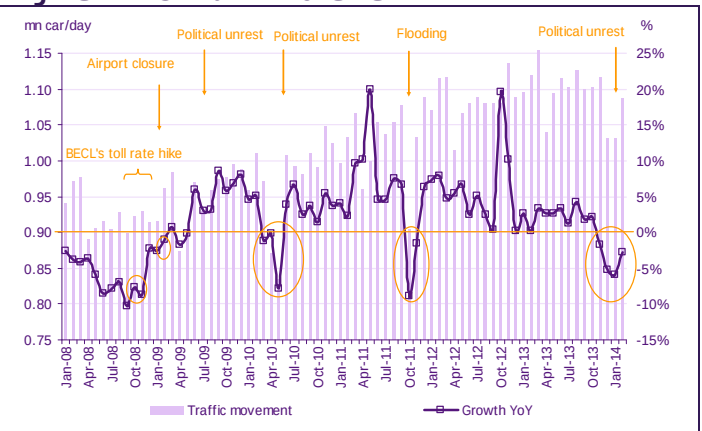
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 3: Airlines' cabin factor

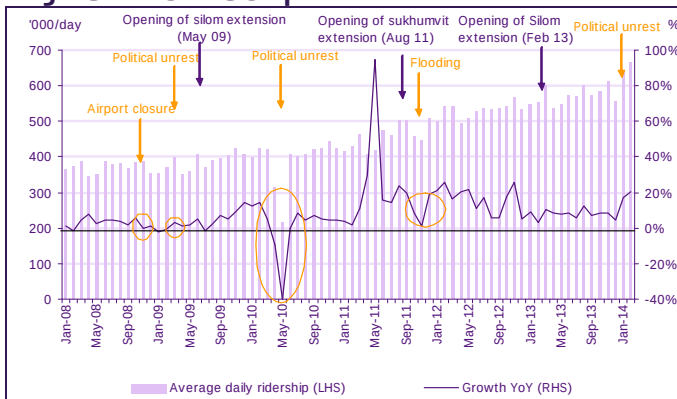
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 4: Airlines' fleet expansion plan

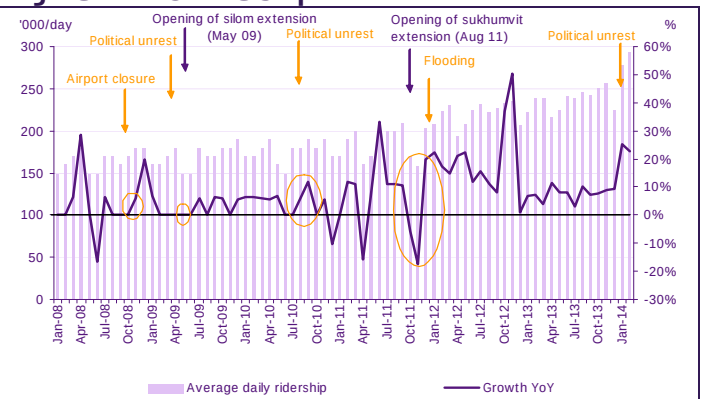
Source: Company data and SCBS Investment Research (Including Boeing, turbo propeller, and SAAB for NOK's fleet, and freighters for THAI's fleet)

Figure 5: BECL traffic movement

Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 6: BTS ridership

Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 7: BMCL ridership

Source: Company data and SCBS Investment Research

สิริภรณ ฤกษ์นิพัทธ์

0-2949-1020

yuphareet.likitsansuk@scb.co.th

ชัยพัชร ธนวัฒน์

0-2949-1005

chaipat.thanawattano@scb.co.th

TTW ยังคงเป็นหุ้นปลอดภัย

- มาตรฐานบัญชีใหม่สำหรับธุรกิจ IPP จะเป็นปัจจัยกดดัน
- ความต้องการใช้ไฟฟ้ามีแนวโน้มปรับตัวลดลงเพราะเศรษฐกิจชะลอตัว
- TTW ยังคงเป็น top pick เพราะผลตอบแทนจากเงินปันผลน่าดึงดูด

สรุปผลการดำเนินงานไตรมาส 4/56: กำไรลดลงเพราะผลกระทบทางฤดูกาลและขาดทุนอัตราแลกเปลี่ยน บริษัทในกลุ่มสาธารณูปโภครายงานกำไรลดลง 61.8% QoQ และ 34.2% YoY ตามคาดเนื่องจากโรงไฟฟ้าส่วนใหญ่มีชั่วโมงการเดินเครื่องครบกำหนดตามสัญญาซื้อขายไฟฟ้าที่ทำไว้กับ กฟผ. ตอนปลายเดือน พ.ย. หรือต้นเดือน ธ.ค. นอกจากนี้บริษัทที่ประกอบธุรกิจโรงไฟฟ้ายังต้องบันทึกขาดทุนจากอัตราแลกเปลี่ยนซึ่งไม่ใช่รายการเงินสดด้วยเพราะเงินบาทอ่อนค่า ทั้งนี้ในกลุ่มบริษัทที่ประกอบธุรกิจโรงไฟฟ้า 3 บริษัทในการวิเคราะห์ของ SCBS มีเพียง GLOW ที่รายงานกำไรปกติไตรมาส 4/56 เพิ่มขึ้น QoQ และ YoY โดยได้รับปัจจัยหนุนจากส่วนแบ่งกำไรที่เพิ่มขึ้นจาก GHECO-One

แนวโน้มผลการดำเนินงานไตรมาส 1/57: ไม่ชัดเจนจากการนำมาตรฐานบัญชีใหม่มาใช้กับธุรกิจ IPP แนวโน้มผลการดำเนินงานไตรมาส 1/57 ยังไม่ชัดเจน เนื่องจากมีการเปลี่ยนแปลงมาตรฐานบัญชีในการรับรู้รายได้ค่าความพร้อมจ่ายของธุรกิจ IPP หากตัดผลกระทบจากการเปลี่ยนแปลงทางบัญชีออกไป เราคาดว่ากำไรปกติจะเพิ่มขึ้น QoQ และ YoY นำโดย GLOW ที่ได้รับปัจจัยหนุนจากส่วนแบ่งกำไรที่เพิ่มขึ้นจาก GHECO-One และโรงไฟฟ้าพลังน้ำในลาว (HHPC) ซึ่งการดำเนินงานได้รับผลกระทบจากสายส่งไฟฟ้าขัดข้องในไตรมาส 4/56

มาตรฐานบัญชีใหม่สำหรับธุรกิจ IPP มีผลบังคับใช้ ตั้งแต่วันที่ 1 ม.ค. 2557 เป็นต้นไป บริษัทที่ประกอบธุรกิจโรงไฟฟ้าจดทะเบียนซึ่งสร้างโรงไฟฟ้าขึ้นมาเพื่อผลิตไฟฟ้าส่งให้แก่ผู้ซื้อเพียงรายเดียวภายใต้สัญญาซื้อขายไฟฟ้าระยะยาว (ในกรณีนี้ คือ กฟผ.) จะนำเอามาตรฐานบัญชีใหม่ในการรับรู้รายได้ค่าความพร้อมจ่ายจาก กฟผ. มาใช้ภายใต้มาตรฐานการรายงานทางการเงิน ฉบับที่ 4 (IFRIC 4) เรื่อง การประเมินว่าข้อตกลงประกอบด้วยสัญญาเช่าหรือไม่ รายได้ค่าความพร้อมจ่ายส่วนหนึ่งจะถูกจัดประเภทใหม่เป็นรายได้ดอกเบี้ยจากสัญญาเช่าทางการเงิน มาตรฐานบัญชีใหม่นี้จะช่วยเปลี่ยนแนวโน้มการปรับตัวลดลงของรายได้ของผู้ผลิตไฟฟ้าอิสระ (IPP) ตลอดจนสัญญาซื้อขายไฟฟ้า ผลกระทบต่อบริษัทที่ประกอบธุรกิจ IPP จะแตกต่างกันโดยขึ้นอยู่กับสัญญาซื้อขายไฟฟ้าของแต่ละบริษัท ผู้บริหารของบริษัทเหล่านี้มองว่าผลกระทบต่อกำไรจะมีเพียงเล็กน้อย แต่เราเชื่อว่าประเด็นนี้จะสร้างแรงกดดันต่อกลุ่มโรงไฟฟ้าในระยะสั้น

ความต้องการใช้ไฟฟ้าจะได้รับผลกระทบจากเศรษฐกิจในประเทศที่อ่อนตัวลง แม้แผนพัฒนากำลังผลิตไฟฟ้า (PDP) ฉบับใหม่ของประเทศไทยถูกเลื่อนออกไปโดยไม่มีกำหนดโดยมีสาเหตุมาจากสถานการณ์ความไม่สงบทางการเมือง แต่ความต้องการใช้ไฟฟ้าที่ปรับตัวลดลง (-3% YoY ในช่วง 3 เดือนที่ผ่านมา) เปิดโอกาสให้ทางการพิจารณาจัดทำแผนไฟฟ้าระยะยาว กำลังผลิตไฟฟ้าสำรอง >20% ในปัจจุบันยังคงอยู่ในระดับที่ไม่น่าเป็นห่วงเมื่อเทียบกับเกณฑ์ที่กำหนดไว้ที่ 15%

TTW: กำไรปี 2556 ออกมาดีตามคาด กำไรปกติปี 2556 ของ TTW เพิ่มขึ้น 3.8% สู่ 2.3 พันล้านบาท สอดคล้องกับยอดขายน้ำประปาที่เพิ่มขึ้น 2.8% YoY และอัตราค่าน้ำประปาที่ปรับขึ้น 4% ของ TTW และ 2.7% ของ PTW อย่างไรก็ดี กำไรสุทธิเติบโตในอัตราเร็วกว่าที่ 10% โดยได้รับปัจจัยหนุนจากกำไรพิเศษจำนวน 113 ล้านบาทจากการขายหุ้น CKP และภาษีที่ได้รับคืนจาก PTW จำนวน 350 ล้านบาท

TTW: กำไรมีแนวโน้มเติบโตอย่างแข็งแกร่งในปี 2557 เราคาดว่ากำไรของ TTW จะเติบโตสูงถึง 23% สู่ 2.8 พันล้านบาทในปี 2557 โดยได้รับปัจจัยหนุนจากการได้รับยกเว้นภาษีภายใต้มาตรการฟื้นฟูโรงงานหลังน้ำท่วมของบีโอไอ และการขึ้นอัตราค่าน้ำประปาของ TTW อีก 5.3% สูงกว่าอัตราเงินเฟ้อของกรุงเทพฯ เนื่องจาก TTW จะไม่ให้ส่วนลด 1 บาท/ลบ.ม.แก่ กปน.อีกต่อไป

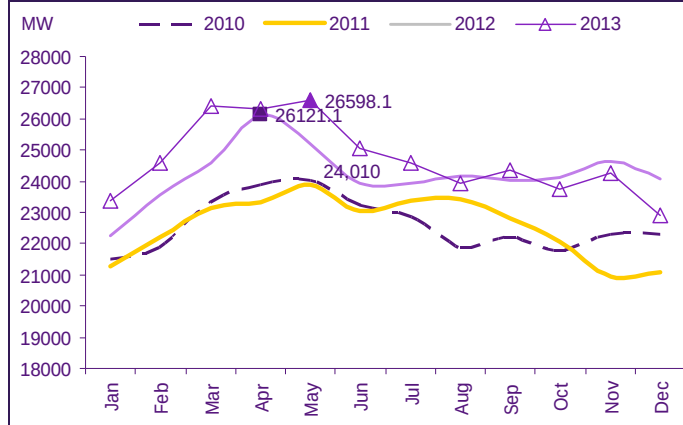
TTW ยังคงเป็น top pick เพราะผลตอบแทนจากเงินปันผลน่าดึงดูด เราไม่พบปัจจัยกระตุ้นราคาหุ้นกลุ่มสาธารณูปโภคในระยะสั้น ดังนั้นหุ้น top pick ของเราจึงเน้นไปที่ผลตอบแทนจากเงินปันผล ด้วยเหตุนี้เราจึงยังคงชอบ TTW มากที่สุด เพราะคาดการณ์ผลตอบแทนจากเงินปันผลที่ระดับ ~6% ในระยะ 3 ปีข้างหน้า เทียบกับผลตอบแทนจากเงินปันผลที่ระดับ 3-4% ของบริษัทที่ประกอบธุรกิจโรงไฟฟ้า นอกจากนี้ TTW ก็จะมีรายงานกำไรที่เติบโตอย่างโดดเด่นในปี 2557 อีกด้วย

Valuation summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					13A	14F	15F	13A	14F	15F	13A	14F	15F	13A	14F	15F	13A	14F	15F	13A	14F	15F
EGCO	Buy	127.0	145.0	18.9	9.9	9.2	9.4	0.8	7.4	(1.9)	0.97	0.91	0.86	10.2	10.2	9.5	4.7	4.7	4.7	13.3	13.5	12.6
GLOW	Buy	68.3	87.0	31.9	12.2	11.6	11.3	72.8	5.1	2.1	2.46	2.22	2.02	21.3	20.2	18.7	4.1	4.4	4.7	8.6	7.7	7.3
GUNKUL	Buy	15.4	18.0	17.9	120.6	30.3	24.6	(67.8)	298.6	23.0	4.76	4.14	3.68	4.6	14.6	15.8	0.2	1.0	1.2	74.4	38.0	28.3
RATCH	Neutral	49.5	56.0	17.8	14.8	12.4	11.7	(4.7)	19.9	6.2	1.31	1.26	1.20	9.0	10.4	10.5	4.6	4.6	4.6	8.7	8.2	8.1
TTW	Buy	9.4	12.0	34.0	16.3	13.3	12.4	5.7	22.8	7.0	3.42	3.36	3.30	21.3	25.5	26.8	6.3	7.0	7.5	9.7	9.0	8.9
Average					34.8	15.3	13.9	1.4	70.8	7.3	2.58	2.38	2.21	13.3	16.2	16.3	4.0	4.4	4.6	22.9	15.3	13.0

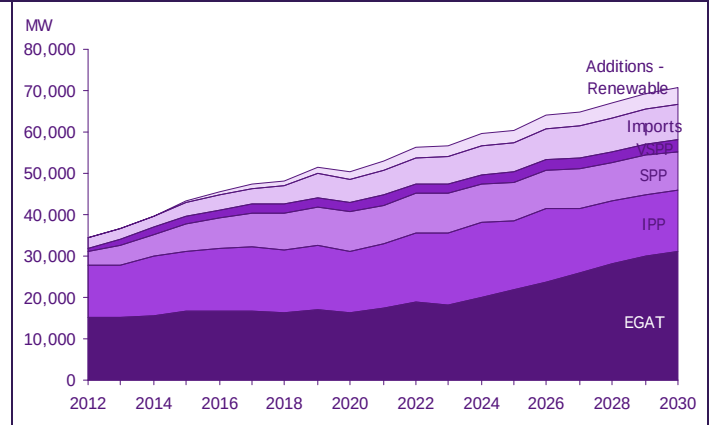
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: Thailand's peak electricity demand



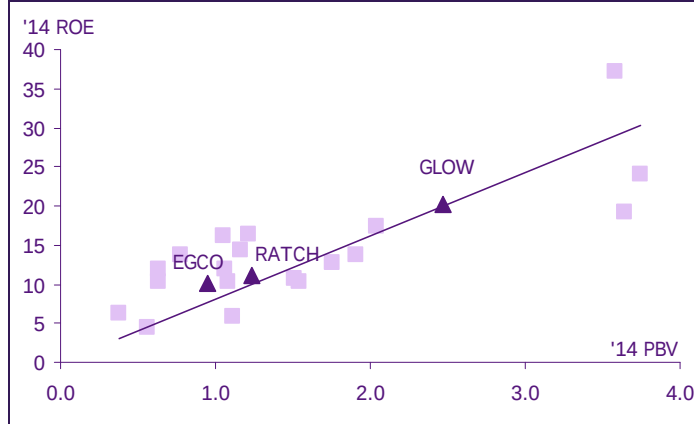
Source: EGAT, EPPO, SCBS Investment Research

Figure 2: Power generation breakdown (2012-2030)



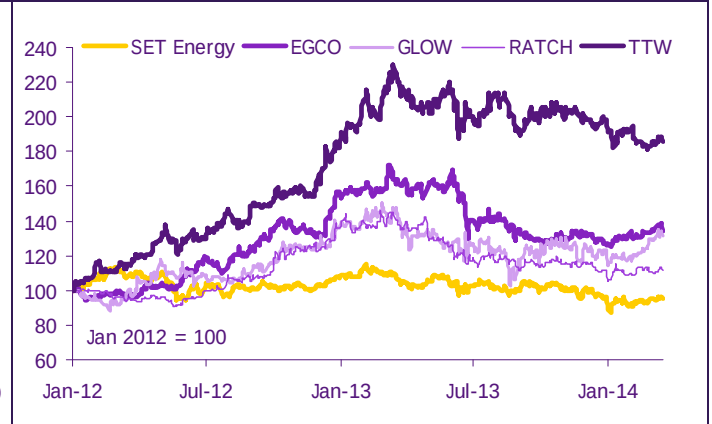
Source: EPPO (PDP 2010 revision 3), SCBS Investment Research

Figure 3: Regional peer P/B-ROE



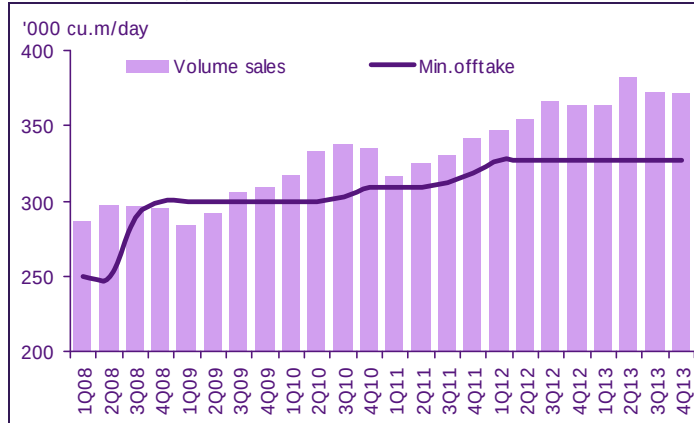
Source: Bloomberg Finance LP, SCBS Investment Research

Figure 4: Share price performance



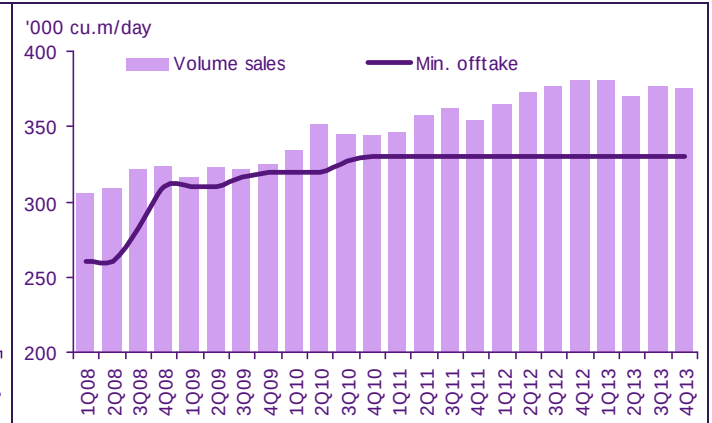
Source: Bloomberg Finance LP, SCBS Investment Research

Figure 5: TTW's water off-take (Nakorn Pathom & Samut Sakorn)



Source: TTW, SCBS Investment Research

Figure 6: PTW's water off-take in Pathum Thani



Source: TTW, SCBS Investment Research

คำแนะนำการลงทุน

ราคา ณ วันที่ : 21 มี.ค. 57

Company	Rec.	Price (Bt)	12-mth Target Price	% Up/(Down)	12-mth BB-CON	Core Profit (Btm)			Core EPS (Bt)			Core EPS growth (%)			Core PER (x)			BVPS(Bt)			P/BV (x)			ROE (%)		
						13A	14F	15F	13A	14F	15F	13A	14F	15F	13A	14F	15F	13A	14F	15F	13A	14F	15F	13A	14F	15F
Agribusiness						1,504	1,675	1,741							11.3	10.1	9.7				2.27	1.96	1.72	22%	19%	40%
GFPT	Buy	13.50	14.50	7.4	13.9	1,504	1,675	1,741	1.20	1.34	1.39	3583%	11%	4%	11.3	10.1	9.7	5.9	6.9	7.9	2.27	1.96	1.72	22%	19%	40%
Automotive						2,844	2,856	3,255							8.8	8.9	7.8				1.21	1.11	1.01	14%	13%	13%
AH	Sell	13.50	13.80	2.2	21.1	610	556	683	1.89	1.72	2.12	-18%	-9%	23%	7.1	7.8	6.4	17.0	18.1	19.5	0.80	0.75	0.69	12%	10%	11%
SAT	Neutral	15.80	18.00	13.9	18.7	811	765	846	1.91	1.80	1.99	4%	-6%	11%	8.3	8.8	7.9	11.5	12.6	13.9	1.38	1.25	1.13	18%	15%	15%
STANLY	Neutral	205.00	240.00	17.1	232.9	1,423	1,535	1,725	18.57	20.04	22.51	-11%	8%	12%	11.0	10.2	9.1	141.2	154.2	168.8	1.45	1.33	1.21	14%	14%	14%
Banking						26.8									11.1	10.3	9.3				1.42	1.28	1.16	15%	14%	14%
Large Banks																										
BBL	Buy	175.50	228.00	29.9	238.5	35,906	35,985	38,694	18.81	18.85	20.27	9%	0%	8%	9.3	9.3	8.7	155.0	167.3	181.0	1.13	1.05	0.97	13%	12%	12%
KBANK	Buy	170.50	214.00	25.5	225.1	41,325	45,697	51,912	17.27	19.09	21.69	17%	11%	14%	9.9	8.9	7.9	91.6	107.2	125.1	1.86	1.59	1.36	20%	19%	19%
KTB	Buy	18.40	24.00	30.4	25.4	33,928	32,906	36,631	2.43	2.35	2.62	45%	-3%	11%	7.6	7.8	7.0	14.7	16.1	17.8	1.25	1.14	1.03	18%	15%	15%
SCB	No rec	152.50	214.00	40.3	198.0	50,232	54,311	60,302	14.78	15.98	17.74	25%	8%	11%	10.3	9.5	8.6	72.5	83.2	95.3	2.10	1.83	1.60	22%	21%	20%
Mid/small banks																										
BAY	Neutral	34.50	33.00	(4.3)	38.0	11,867	16,395	18,921	1.95	2.70	3.11	-19%	38%	15%	17.7	12.8	11.1	20.0	21.9	24.2	1.73	1.58	1.43	10%	13%	14%
KKP	Neutral	42.50	43.00	1.2	55.4	4,418	3,989	4,226	5.27	4.76	5.04	29%	-10%	6%	8.1	8.9	8.4	41.7	43.5	46.0	1.02	0.98	0.92	13%	11%	11%
LHBANK	Sell	1.22	1.10	(9.8)	1.5	893	909	967	0.07	0.07	0.08	23%	2%	6%	17.4	17.1	16.0	1.2	1.2	1.3	1.03	1.00	0.96	6%	6%	6%
TCAP	Neutral	35.75	36.00	0.7	40.7	9,231	5,035	5,572	7.22	3.94	4.36	68%	-45%	11%	4.9	9.1	8.2	37.1	39.5	42.3	0.96	0.90	0.85	20%	10%	11%
TISCO	Buy	40.25	48.00	19.3	47.0	4,249	4,483	5,210	5.31	5.60	6.51	4%	6%	16%	7.6	7.2	6.2	28.7	31.9	36.0	1.40	1.26	1.12	21%	18%	19%
TMB	Neutral	2.36	2.40	1.7	2.5	5,737	8,159	9,356	0.13	0.19	0.21	354%	42%	15%	17.9	12.6	11.0	1.4	1.6	1.7	1.67	1.51	1.37	10%	13%	13%
Commerce						17.3									30.3	23.3	20.9				8.32	6.84	6.14	28%	29%	31%
BIGC	Neutral	179.00	205.00	14.5	207.9	7,224	7,781	8,684	8.46	11.90	11.90	14%	41%	0%	21.2	15.0	15.0	44.9	47.5	47.5	3.99	3.76	3.76	21%	20%	20%
CPALL	Buy	43.25	52.00	20.2	45.8	11,035	13,590	18,244	1.23	1.51	2.03	0%	23%	34%	35.2	28.6	21.3	3.7	4.3	5.4	11.77	10.09	7.99	37%	38%	42%
HMPRO	Neutral	9.75	10.00	2.6	12.7	3,068	3,534	4,184	0.32	0.50	0.50	-16%	57%	0%	30.5	19.5	19.5	1.3	2.2	2.2	7.35	4.40	4.40	27%	25%	25%
MAKRO	Buy	31.50	35.00	11.1	28.3	4,299	5,424	6,530	0.90	1.13	1.36	22%	26%	20%	35.2	27.9	23.2	2.3	2.6	3.0	13.72	12.00	10.61	39%	46%	49%
ROBINS	Buy	51.75	75.00	44.9	61.1	1,951	2,225	2,786	1.76	2.01	2.01	2%	15%	0%	29.5	25.7	25.7	10.8	13.2	13.2	4.78	3.93	3.93	17%	17%	17%
Construction Materials						27.1									16.6	15.0	13.5				3.53	3.38	3.13	23%	24%	25%
Cement																										
SCC	Buy	414.00	540.00	30.4	520.0	34,221	39,153	44,757	28.52	32.63	37.30	45%	14%	14%	14.5	12.7	11.1	156.0	173.6	195.2	2.65	2.38	2.12	20%	20%	20%
SCCC	Neutral	345.00	400.00	15.9	455.0	4,917	5,251	5,775	21.38	22.83	25.11	27%	7%	10%	16.1	15.1	13.7	83.7	91.5	100.6	4.12	3.77	3.43	27%	26%	26%
TPIPL	Buy	11.20	13.50	20.5	16.2	1,029	1,179	1,308	0.51	0.58	0.65	418%	15%	11%	22.0	19.2	17.3	28.6	31.1	31.6	0.39	0.36	0.35	2%	2%	2%
Ceramics																										
DCC	Neutral	52.50	55.00	4.8	63.1	1,298	1,413	1,602	3.18	3.46	3.93	3%	9%	13%	16.5	15.2	13.4	6.8	6.8	7.3	7.76	7.73	7.23	47%	51%	56%
DRT	Sell	6.00	6.40	6.7	8.9	451	476	524	0.43	0.46	0.50	-10%	6%	10%	13.8	13.1	11.9	2.2	2.3	2.4	2.71	2.65	2.49	20%	20%	22%
Electronic Components						9.1									14.8	10.5	9.1				2.01	1.71	1.55	11%	17%	17%
CCET	Neutral	2.72	3.90	43.4	4.0	792	1,573	1,978	0.19	0.39	0.49	38%	99%	26%	14.0	7.1	5.6	3.9	4.2	4.5	0.69	0.65	0.61	5%	10%	11%
DELTA	Buy	57.00	60.00	5.3	54.5	4,883	5,680	6,254	3.91	4.55	5.01	16%	16%	10%	14.6	12.5	11.4	20.3	22.2	24.4	2.81	2.57	2.34	20%	21%	22%
HANA	Buy	29.25	30.00	2.6	25.3	1,456	2,157	2,368	1.81	2.68	2.94	35%	48%	10%	16.2	10.9	9.9	20.6	23.5	24.9	1.42	1.25	1.17	9%	12%	12%
KCE	Buy	29.00	34.00	17.2	24.8	1,052	1,248	1,442	2.19	2.60	3.00	1731%	19%	16%	13.3	11.2	9.7	8.6	11.4	13.7	3.39	2.55	2.12	29%	26%	24%
SMT	Sell	6.75	7.00	3.7	8.4	-301	301	348	-0.72	0.72	0.83	49%	n.m.	15%	n.m.	9.4	8.1	4.6	5.0	5.2	1.47	1.35	1.31	-16%	15%	16%
SVI	Buy	4.32	4.40	1.9	4.3	602	821	972	0.27	0.36	0.43	56%	36%	18%	16.2	11.9	10.0	1.9	2.3	2.5	2.30	1.89	1.72	18%	17%	18%
Energy & Utilities						34.0									23.2	17.9	12.8				1.72	1.59	1.48	10%	12%	13%
Oil & Gas and Coal																										
BANPU	Buy	26.00	36.00	38.5	30.6	3,147	4,956	5,814	1.16	1.92	2.25	-47%	66%	17%	22.5	13.5	11.5	27.1	29.2	30.4	0.96	0.89	0.85	4%	7%	8%
PTT	Buy	289.00	400.00	38.4	366.1	94,397	102,341	104,125	33.05	35.83	36.45	-12%	8%	2%	8.7	8.1	7.9	288.2	316.9	346.4	1.00	0.91	0.83	12%	12%	11%
PTTEP	Buy	152.50	210.00	37.7	184.6	59,238	65,987	64,871	14.92	16.62	16.34	-23%	11%	-2%	10.2	9.2	9.3	96.9	107.9	117.7	1.57	1.41	1.30	17%	16%	14%
Refineries																										
BCP	Buy	30.00	44.00	46.7	41.1	4,616	4,801	5,234	3.35	3.49	3.80	120%	4%	9%	8.9	8.6	7.9	25.2	27.3	29.7	1.19	1.10	1.01	14%	13%	13%
ESSO	Sell	6.15	7.00	13.8	7.2	-379	1,319	2,597	-0.11	0.38	0.75	78%	n.m.	97%	n.m.	16.1	8.2	6.5	6.9	7.6	0.94	0.89	0.81	-2%	6%	10%
IRPC	Sell	3.28	3.40	3.7	3.6</																					

คำแนะนำการลงทุน

ราคา ณ วันที่ : 21 มี.ค. 57

Company	Rec.	Price (Bt)	12-mth Target Price	% Up/(Down)	12-mth BB-CON	Core Profit (Btm)			Core EPS (Bt)			Core EPS growth (%)			Core PER (x)			BVPS(Bt)			P/BV (x)			ROE (%)		
						13A	14F	15F	13A	14F	15F	13A	14F	15F	13A	14F	15F	13A	14F	15F	13A	14F	15F	13A	14F	15F
Food & Beverage					19.5	6,123	24,482	32,289							23.3	18.4	13.3				3.04	2.69	2.32	14%	15%	25%
CPF	Buy	28.00	35.00	25.0	30.8	-1,458	13,640	19,782	-0.20	1.85	2.68	n.m.	n.m.	45%	n.m.	15.2	10.5	17.5	17.9	18.7	1.60	1.56	1.50	-1%	10%	15%
MINT	Neutral	24.60	27.00	9.8	29.3	3,806	4,318	5,028	0.97	1.10	1.28	19%	13%	16%	25.4	22.4	19.2	6.8	7.6	8.4	3.59	3.25	2.92	17%	15%	16%
OISHI	Sell	85.00	88.00	3.5	146.3	566	531	1,130	3.02	2.83	6.03	-19%	-6%	113%	28.2	30.0	14.1	18.2	19.6	23.7	4.68	4.33	3.59	17%	15%	28%
PM	Buy	8.30	11.00	32.5	12.8	408	481	531	0.68	0.80	0.89	0%	18%	10%	12.2	10.3	9.4	2.3	3.1	3.9	3.56	2.70	2.14	29%	24%	53%
TUF	Buy	67.25	80.00	19.0	68.8	2,801	5,512	5,819	2.44	4.80	5.07	-33%	97%	6%	27.6	14.0	13.3	37.8	42.2	46.8	1.78	1.59	1.44	7%	12%	11%
Health Care Services					26.9	9,165	10,378	12,376							31.5	26.7	22.9				5.58	5.24	4.65	19%	20%	21%
BGH	Buy	135.00	175.00	29.6	164.1	6,113	6,839	8,438	3.95	4.42	5.46	6%	12%	23%	34.1	30.5	24.7	27.6	30.7	34.0	4.90	4.40	3.97	15%	15%	17%
BH	Neutral	90.25	105.00	16.3	105.5	2,466	2,742	2,994	2.84	3.16	3.45	35%	11%	9%	31.7	28.6	26.1	11.1	12.1	13.9	8.16	7.45	6.51	27%	27%	27%
BCH	Buy	6.70	9.00	34.3	7.3	585	798	943	0.23	0.32	0.38	-36%	36%	18%	28.6	20.9	17.7	1.8	1.7	1.9	3.68	3.87	3.49	14%	18%	21%
Information & Communication Technology					11.8	58,082	72,020	85,678							18.3	15.4	13.8				8.21	7.91	8.54	26%	30%	36%
Mobile																										
ADVANC	Neutral	225.00	250.00	11.1	288.3	36,507	39,091	45,502	12.28	13.15	15.30	5%	7%	16%	18.3	17.1	14.7	15.4	16.3	17.4	14.58	13.80	12.95	82%	83%	91%
DTAC	Neutral	115.50	125.00	8.2	125.6	11,820	15,359	17,287	4.99	6.49	7.30	6%	30%	13%	23.1	17.8	15.8	13.8	16.0	16.2	8.36	7.24	7.11	35%	44%	45%
TRUE	Neutral	6.75	6.50	(3.7)	6.9	-9,141	-3,428	-1,310	-0.63	-0.24	-0.09	-38%	63%	62%	n.m.	n.m.	n.m.	0.3	0.3	0.2	20.69	21.92	31.10	-98%	-75%	-34%
Internet																										
CSL	Buy	10.60	13.00	22.6	14.4	439	467	499	0.74	0.79	0.84	10%	6%	7%	14.3	13.5	12.6	2.0	2.1	2.2	5.19	5.01	4.78	37%	38%	39%
THCOM	Buy	40.75	46.00	12.9	43.6	1,449	1,906	2,309	1.32	1.74	2.11	73%	32%	21%	30.8	23.4	19.3	14.2	15.5	16.8	2.87	2.63	2.42	10%	12%	13%
Other																										
INTUCH	Buy	76.25	90.00	18.0	106.1	13,571	14,635	17,204	4.23	4.56	5.37	13%	8%	18%	18.0	16.7	14.2	4.4	4.4	4.4	17.16	17.16	17.16	95%	103%	121%
JMART	Buy	19.90	24.00	20.6	28.0	400	508	560	0.96	1.22	1.35	20%	27%	10%	20.7	16.3	14.8	4.6	5.4	6.3	4.36	3.69	3.17	22%	24%	23%
SAMART	Buy	17.00	24.00	41.2	25.5	1,464	1,629	1,693	1.47	1.63	1.69	53%	11%	4%	11.6	10.5	10.1	8.3	10.0	11.8	2.04	1.70	1.44	19%	18%	15%
SAMTEL	Buy	13.30	18.00	35.3	23.5	775	920	923	1.26	1.49	1.50	4%	18%	0%	10.5	8.9	8.9	5.2	5.9	6.6	2.57	2.26	2.00	26%	27%	24%
SIM	Buy	3.14	4.80	52.9	4.8	798	932	1,012	0.18	0.21	0.23	390%	17%	9%	17.2	14.7	13.6	0.7	0.8	1.0	4.31	3.70	3.21	28%	27%	25%
Insurance					18.4	1,964	6,855	8,114							19.6	14.1	11.8				4.92	3.99	3.27	-9%	31%	30%
BLA	Buy	65.50	77.00	17.6	72.4	4,381	5,248	6,190	3.62	4.33	5.11	33%	20%	18%	18.1	15.1	12.8	18.4	21.9	26.0	3.56	2.99	2.52	21%	22%	21%
THRE	Buy	3.04	4.30	41.4	5.5	-2,799	1,157	1,376	-0.80	0.33	0.39	36%	n.m.	19%	n.m.	9.2	7.8	0.8	1.2	1.6	3.78	2.61	1.91	-89%	33%	28%
THREL	Neutral	13.50	13.00	(3.7)	14.3	383	450	547	0.64	0.75	0.91	44%	17%	22%	21.1	18.0	14.8	1.8	2.1	2.5	7.42	6.36	5.38	42%	38%	39%
Media & Publishing					0.9	8,000	7,513	7,223							16.8	17.8	18.3				5.51	5.38	5.24	33%	29%	28%
TV broadcasting																										
BEC	Sell	51.50	52.00	1.0	64.8	5,589	5,366	5,133	2.79	2.68	2.57	17%	-4%	-4%	18.4	19.2	20.1	4.6	4.6	4.8	11.30	11.10	10.75	64%	58%	54%
MCOT	Sell	28.75	25.00	(13.0)	37.7	1,527	1,200	1,019	2.22	1.75	1.48	-13%	-21%	-15%	12.9	16.5	19.4	11.6	11.8	11.9	2.48	2.44	2.41	19%	15%	13%
Cinema																										
MAJOR	Neutral	18.80	22.00	17.0	26.1	884	948	1,071	1.00	1.07	1.21	13%	7%	13%	18.9	17.6	15.6	6.9	7.3	7.4	2.74	2.59	2.55	15%	15%	16%
Petrochemicals & Chemicals					24.5	33,066	43,110	46,302							9.4	20.6	17.0				1.57	1.47	1.38	6%	10%	10%
IVL	Neutral	22.70	24.00	5.7	23.6	-631	3,287	4,123	-0.13	0.68	0.86	-1897%	n.m.	25%	n.m.	33.2	26.5	12.6	13.1	13.7	1.81	1.74	1.66	-1%	5%	6%
PTTGC	Buy	70.25	92.00	31.0	89.5	33,697	39,822	42,179	7.47	8.83	9.35	7%	18%	6%	9.4	8.0	7.5	52.9	58.3	63.5	1.33	1.21	1.11	14%	15%	14%
Property Development					32.9	33,343	39,694	44,080							13.4	11.9	11.5				1.94	1.93	1.73	16%	17%	17%
Contractors																										
CK	Buy	16.30	22.00	35.0	28.3	831	1,452	1,576	0.50	0.88	0.95	1031%	75%	9%	32.4	18.6	17.1	10.2	9.2	9.8	1.60	1.77	1.66	7%	9%	10%
ITD	Buy	3.64	4.50	23.6	6.4	832	967	1,086	0.17	0.20	0.22	-16%	16%	12%	21.3	18.3	16.3	2.5	2.7	2.8	1.43	1.36	1.28	8%	8%	8%
NWR	Neutral	1.96	2.40	22.4	3.2	-49	282	330	-0.02	0.13	0.15	n.m.	n.m.	17%	n.m.	15.5	13.2	1.5	1.7	1.7	1.35	1.18	1.13	-2%	8%	9%
STEC	Buy	16.40	21.00	28.0	27.4	1,439	1,516	1,566	0.94	0.99	1.03	2%	5%	3%	17.4	16.5	16.0	5.1	5.7	6.2	3.22	2.88	2.64	21%	18%	17%
Industrial Estate																										
AMATA	Buy	14.50	20.00	37.9	24.9	1,516	1,498	1,807	1.42	1.40	1.69	1%	-1%	21%	10.2	10.3	8.6	9.6	10.4	11.5	1.52	1.39	1.26	16%	14%	15%
HEMRAJ	Buy	3.16	4.40	39.2	4.4	2,092	3,028	3,115	0.22	0.31	0.32	-6%	45%	3%	14.7	10.1	9.8	1.5	1.7	1.9	2.09	1.91	1.70	16%	20%	18%
ROJNA	Neutral	7.00	7.30	4.3	7.5	-828	1,171	423	-0.58	0.82	0.30	n.m.	n.m.	-64%	n.m.	8.6	23.7	6.8	7.7	7.6	1.03	0.91	0.92	-9%	11%	4%
TICON	Buy	17.40	30.00	72.4	23.9	1,414	1,810	2,001	1.60	1.98	2.19	-2%	24%	11%	10.9	8.8	7.9	9.8	10.5	11.4	1.77	1.66	1.52	17%	20%	20%
WHA	Buy	32.00	40.00	25.0	45.5	1,463	1,47																			

Company	Rec.	Price (Bt)	12-mth		% Up/(Down)	12-mth BB-CON	Core Profit (Btm)			Core EPS (Bt)			Core EPS growth (%)			Core PER (x)			BVPS(Bt)			P/BV (x)			ROE (%)		
			Target	Price			13A	14F	15F	13A	14F	15F	13A	14F	15F	13A	14F	15F	13A	14F	15F	13A	14F	15F	13A	14F	15F
WHAPF	Buy	9.70		14.00	44.3	12.2	388	550	706	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	10.6	10.5	10.8	0.92	0.92	0.90	n.a.	n.a.	n.a.
Office																											
QHPF	Buy	8.85		10.50	18.6	10.5	888	659	470	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	10.9	10.9	10.7	0.81	0.81	0.82	n.a.	n.a.	n.a.
POPF	Buy	11.80		12.00	1.7	12.0	349	357	363	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	11.2	11.2	11.3	1.05	1.05	1.05	n.a.	n.a.	n.a.
Tourism & Leisure							1,461	1,695	2,601							51.5	61.3	24.3				2.67	2.57	2.37	8%	8%	12%
CENTEL	Buy	29.50		38.00	28.8	44.5	1,334	1,595	2,288	0.99	1.18	1.70	25%	20%	43%	29.8	25.0	17.4	8.3	9.0	10.0	3.57	3.29	2.95	13%	14%	18%
ERW	Buy	3.94		5.00	26.9	6.2	127	100	313	0.05	0.04	0.13	409%	-25%	213%	73.1	97.7	31.2	2.2	2.1	2.2	1.77	1.85	1.78	3%	2%	6%
Transportation & Logistics							9,793	13,189	25,613							40.1	29.7	17.5				1.38	1.44	1.41	3%	4%	7%
Aviation																											
AAV	Buy	3.98		5.20	30.7	5.8	901	884	1,365	0.19	0.18	0.28	5%	-2%	54%	21.4	21.8	14.1	4.0	4.2	4.5	1.00	0.95	0.89	5%	4%	7%
AOT	Buy	188.50		235.00	24.7	210.7	9,935	12,435	14,432	6.95	8.70	10.10	43%	25%	16%	27.1	21.7	18.7	64.2	68.0	74.6	2.94	2.77	2.53	12%	13%	14%
NOK	Buy	18.30		25.00	36.6	31.6	1,066	905	1,277	1.88	1.45	2.04	25%	-23%	41%	9.7	12.6	9.0	8.0	8.2	9.5	2.29	2.22	1.92	39%	19%	23%
THAI	Sell	14.30		13.00	(9.1)	19.3	-3,747	-5,941	1,006	-1.72	-2.72	0.46	n.m.	-59%	n.m.	n.m.	n.m.	31.0	26.0	23.2	23.7	0.55	0.62	0.60	-6%	-11%	2%
Mass Transit																											
BMCL	Neutral	0.89		1.00	12.4	1.0	-774	-752	-1,037	-0.06	-0.04	-0.05	23%	42%	-38%	n.m.	n.m.	n.m.	0.7	0.4	0.3	1.25	2.28	2.62	-16%	-9%	-14%
BTS	Buy	8.35		10.00	19.8	10.2	1,516	2,023	2,569	0.15	0.18	0.22	39%	16%	27%	54.9	47.4	37.3	5.1	5.1	4.8	1.64	1.62	1.72	4%	4%	5%
Shipping																											
PSL	Neutral	28.00		15.50	(44.6)	20.8	514	605	1,650	0.49	0.58	1.59	n.m.	18%	173%	56.6	48.1	17.7	15.0	15.1	15.9	1.86	1.85	1.76	3%	4%	10%
RCL	Neutral	6.35		7.60	19.7	7.2	-1,595	102	750	-1.92	0.12	0.90	28%	n.m.	632%	n.m.	51.4	7.0	11.2	13.8	14.6	0.57	0.46	0.43	-16%	1%	6%
TTA	Neutral	21.40		16.00	(25.2)	21.8	156	641	1,239	0.22	0.91	1.75	n.m.	311%	93%	97.1	23.6	12.2	36.5	37.3	38.7	0.59	0.57	0.55	1%	2%	5%
Tollroads																											
BECL	Neutral	33.25		37.00	11.3	46.0	1,821	2,286	2,362	2.36	2.97	3.07	27%	26%	3%	14.1	11.2	10.8	29.7	31.1	32.5	1.12	1.07	1.02	8%	10%	10%
mai							485	1,994	3,459							70.3	19.2	12.7				3.83	2.96	2.22	11%	24%	29%
AGE	Neutral	2.44		3.00	23.0	2.9	85	189	245	0.06	0.14	0.18	n.m.	113%	30%	38.0	17.8	13.7	3.7	4.1	4.5	0.65	0.60	0.54	7%	15%	17%
EA	Neutral	9.95		10.00	0.5	9.1	268	1,507	2,812	0.07	0.40	0.75	113%	462%	87%	138.5	24.6	13.2	1.2	1.5	2.2	8.51	6.45	4.59	10%	30%	41%
UAC	Buy	8.15		11.00	35.0	10.6	131	298	402	0.24	0.54	0.73	-12%	127%	35%	34.4	15.1	11.2	3.5	4.5	5.4	2.34	1.83	1.52	16%	27%	30%
SCBS Coverage		1360.50			23.6		641,110	744,228	838,318	86.18	100.05	112.70	9.7%	16.1%	12.6%	15.8	13.6	12.1				2.0	1.8	1.7	14%	15%	15%

คำแนะนำการลงทุน

ราคา ณ วันที่ : 21 มี.ค. 57

Company	Rec.	Price (Bt)	12-mth Target Price	% Up/(Down)	12-mth BB-CON	DPS (Bt)			Dividend Yield (%)			EV/EBITDA (x)			EBITDA Growth (%)			Net Debt (Btm)			Shares (m Shrs.)	Mkt. Cap. (Btm)	% Mkt.Cap / SET
						13A	14F	15F	13A	14F	15F	13A	14F	15F	13A	14F	15F	13A	14F	15F			
Agribusiness									2.59	2.97	3.09	8.94	8.54	7.95	104.85	9.32	2.59	4,386	5,335	4,317		16,927	0.14
GFPT	Buy	13.50	14.50	7.4	13.9	0.35	0.40	0.42	2.59	2.97	3.09	8.94	8.54	7.95	104.85	9.32	2.59	4,386	5,335	4,317	1,254	16,927	0.14
Automotive									3.76	3.53	4.06	4.85	5.09	4.30	12.10	-10.70	7.22	4,541	2,030	-865		26,781	0.22
AH	Sell	13.50	13.80	2.2	21.1	0.49	0.43	0.53	3.63	3.19	3.92	3.80	5.69	4.95	38.86	-38.51	5.14	4,430	3,725	3,046	323	4,355	0.04
SAT	Neutral	15.80	18.00	13.9	18.7	0.75	0.63	0.70	4.75	3.99	4.41	5.50	5.10	4.31	5.25	-2.04	6.86	2,200	1,395	610	425	6,718	0.06
STANLY	Neutral	205.00	240.00	17.1	232.9	5.94	7.01	7.88	2.90	3.42	3.84	5.25	4.49	3.63	-7.81	8.44	9.66	(2,090)	(3,089)	(4,522)	77	15,708	0.13
Banking									3.73	3.80	4.24											1,960,141	16.23
Large Banks																							
BBL	Buy	175.50	228.00	29.9	238.5	6.60	6.60	7.09	3.76	3.76	4.04							-	-	-	1,909	335,002	2.77
KBANK	Buy	170.50	214.00	25.5	225.1	3.50	3.82	4.34	2.05	2.24	2.54							-	-	-	2,393	408,051	3.38
KTB	Buy	18.40	24.00	30.4	25.4	0.97	0.94	1.05	5.28	5.12	5.70							-	-	-	13,976	257,160	2.13
SCB	No rec	152.50	214.00	40.3	198.0	5.25	5.59	6.21	3.44	3.67	4.07							-	-	-	3,399	518,377	4.29
Mid/small banks																							
BAY	Neutral	34.50	33.00	(4.3)	38.0	0.80	0.81	0.93	2.32	2.35	2.71							-	-	-	6,074	209,558	1.74
KKP	Neutral	42.50	43.00	1.2	55.4	2.70	2.44	2.58	6.35	5.74	6.08							-	-	-	839	35,657	0.30
LHBANK	Sell	1.22	1.10	(9.8)	1.5	0.03	0.03	0.03	2.30	2.34	2.49										12,720	15,518	0.13
TCAP	Neutral	35.75	36.00	0.7	40.7	1.50	1.60	1.70	4.20	4.48	4.76							-	-	-	1,278	45,682	0.38
TISCO	Buy	40.25	48.00	19.3	47.0	2.40	2.40	2.93	5.96	5.96	7.27							-	-	-	801	32,226	0.27
TMB	Neutral	2.36	2.40	1.7	2.5	0.04	0.06	0.06	1.67	2.38	2.73							-	-	-	43,606	102,911	0.85
Commerce									1.82	3.28	3.46	18.89	11.52	11.18	12.14	52.47	7.99	178,141	161,347	147,281		838,369	6.94
BIGC	Neutral	179.00	205.00	14.5	207.9	2.55	5.95	5.95	1.42	3.32	3.32	13.11	6.43	7.08	4.91	59.73	0.00	19,622	18,215	18,215	825	147,675	1.22
CPALL	Buy	43.25	52.00	20.2	45.8	0.90	0.91	1.02	2.08	2.10	2.35	27.06	16.41	13.36	16.98	62.56	19.89	159,627	151,858	138,752	8,983	388,519	3.22
HMPRO	Neutral	9.75	10.00	2.6	12.7	0.13	0.47	0.47	1.31	4.86	4.86	16.63	8.33	9.93	18.56	35.97	0.00	2,672	-3,301	-3,301	9,590	93,498	0.77
MAKRO	Buy	31.50	35.00	11.1	28.3	0.80	1.02	1.22	2.54	3.23	3.89	21.86	18.12	15.00	14.60	20.75	20.08	-1,679	-1,489	-2,449	4,800	151,200	1.25
ROBINS	Buy	51.75	75.00	44.9	61.1	0.89	1.50	1.50	1.73	2.90	2.90	15.82	8.29	10.54	5.68	83.36	0.00	-2,100	-3,936	-3,936	1,111	57,477	0.48
Construction Materials									4.02	4.26	4.76	10.28	9.03	7.88	22.16	10.20	8.84	175,971	163,506	144,185		626,470	5.19
Cement																							
SCC	Buy	414.00	540.00	30.4	520.0	15.37	14.68	16.78	3.71	3.55	4.05	10.26	8.77	7.77	46.87	15.81	10.91	162,424	155,382	144,082	1,200	496,800	4.11
SCCC	Neutral	345.00	400.00	15.9	455.0	15.00	15.98	17.57	4.35	4.63	5.09	11.55	11.00	10.04	26.55	5.28	7.55	4,506	4,688	3,124	230	79,350	0.66
TIPL	Buy	11.20	13.50	20.5	16.2	0.06	0.09	0.10	0.54	0.78	0.87	8.84	6.20	4.30	33.74	16.70	6.89	6,580	1,298	-4,917	2,019	22,613	0.19
Ceramics																							
DCC	Neutral	52.50	55.00	4.8	63.1	3.18	3.46	3.93	6.06	6.60	7.48	12.16	11.26	9.97	0.09	7.38	11.99	1,018	884	714	408	21,420	0.18
DRT	Sell	6.00	6.40	6.7	8.9	0.33	0.34	0.38	5.43	5.73	6.31	8.59	7.91	7.33	3.54	5.83	6.86	1,443	1,255	1,182	1,048	6,287	0.05
Electronic Components									3.14	4.65	5.30	16.08	7.08	6.04	45.02	141.57	12.28	-2,045	-2,457	-7,680		134,292	1.11
CCET	Neutral	2.72	3.90	43.4	4.0	0.08	0.17	0.22	2.94	6.38	8.02	8.96	6.37	5.32	-2.85	45.62	13.42	15,428	16,371	14,920	4,086	11,115	0.09
DELTA	Buy	57.00	60.00	5.3	54.5	2.70	2.80	3.00	4.74	4.91	5.26	9.75	8.34	7.38	14.33	15.69	9.57	-14,286	-14,897	-16,589	1,247	71,101	0.59
HANA	Buy	29.25	30.00	2.6	25.3	1.50	1.50	1.50	5.13	5.13	5.13	6.21	4.19	3.53	13.24	33.86	8.58	-6,694	-8,322	-9,634	805	23,543	0.19
KCE	Buy	29.00	34.00	17.2	24.8	0.75	0.70	0.75	2.59	2.41	2.59	10.43	9.42	8.22	141.40	13.24	14.36	4,439	4,868	4,817	549	15,922	0.13
SMT	Sell	6.75	7.00	3.7	8.4	0.00	0.30	0.42	0.00	4.44	6.15	52.75	6.47	5.67	n.m.	726.20	10.92	1,017	1,067	960	418	2,823	0.02
SVI	Buy	4.32	4.40	1.9	4.3	0.15	0.20	0.20	3.47	4.63	4.63	8.35	7.70	6.10	58.96	14.80	16.80	-1,949	-1,544	-2,154	2,266	9,788	0.08
Energy & Utilities									3.54	3.81	4.37	15.04	10.65	8.97	9.60	20.49	12.15	667,958	668,753	679,178		2,022,477	16.75
Oil & Gas and Coal																							
BANPU	Buy	26.00	36.00	38.5	30.6	1.20	1.00	1.10	4.62	3.85	4.23	10.03	9.64	7.95	-32.74	1.75	21.04	91,324	91,230	91,040	2,582	67,129	0.56
PTT	Buy	289.00	400.00	38.4	366.1	13.00	13.00	13.00	4.50	4.50	4.50	4.94	4.32	4.26	-0.29	13.33	2.91	322,473	312,357	327,126	2,856	825,471	6.84
PTTEP	Buy	152.50	210.00	37.7	184.6	6.00	6.60	6.50	3.93	4.33	4.26	4.07	3.69	3.78	4.50	13.40	0.79	54,666	74,390	96,237	3,970	605,423	5.01
Refineries																							
BCP	Buy	30.00	44.00	46.7	41.1	1.35	1.40	1.60	4.50	4.67	5.33	5.50	5.57	5.09	52.72	-0.28	4.92	10,575	11,076	8,902	1,377	41,308	0.34
ESSO	Sell	6.15	7.00	13.8	7.2	0.00	0.10	0.30	0.00	1.63	4.88	15.20	8.41	5.46	7.61	50.57	33.85	21,982	14,789	10,033	3,461	21,284	0.18
IRPC	Sell	3.28	3.40	3.7	3.6	0.02	0.02	0.04	0.61	0.61	1.22	20.97	14.31	11.47	69.60	69.91	21.82	37,906	54,599	51,751	20,434	67,025	0.56
TOP	Buy	51.75	70.00	35.3	70.4	2.30	2.30	2.80	4.44	4.44	5.41	5.37	5.47	4.49	12.95	-3.79	15.25	18,718	16,258	9,514	2,040	105,571	0.87
Utilities																							
EGCO	Buy	127.50	145.00	13.7	155.6	6.00	6.00	6.00	4.71	4.71	4.71	13.33	13.52	12.63	54.96	-5.48	2.15	41,308	36,765	32,003	526	67,124	0.56
GLOW	Buy	70.00	87.00	24.3	76.8	2.80	3.00	3.20	4.00	4.29	4.57	8.74	7.86	7.45	39.35	3.65	-1.11	56,545	45,641	36,454	1,463	102,401	0.85
GUNKUL	Buy	15.30	18.00	17.6	20.7	0.03	0.16	0.19	0.19	1.05	1.24	73.95	37.80	28.07	-75.73	89.89	33.57	330	-77	-182	660	10,098	0.08
RATCH	Neutral	49.75	56.00	12.6	61.4	2.30	2.30	2.30	4.62	4.62	4.62	8.78	8.27	8.14	-19.45	5.54	5.59	10,319	9,812	13,015	1,450	72,138	0.60
TTW	Buy	9.40	12.00	27.7	11.3	0.60	0.66	0.71	6.38	7.03	7.52	9.62	8.98	8.85	1.73	7.40	5.02	1,813	1,912	3,285	3,990	37,506	0.31
Finance & Securities									8.38	6.65	6.98											50,754	0.42
Credit card																							
AEONTS	Buy	88.50	110.00	24.3	118.0	3.98	4.51	5.13	4.49	5.10	5.80										250	22,125	0.18
KTC	Neutral	37.00	35.00	(5.4)	36.8	2.00	1.90	2.23	5.41	5.14	6.03										258	9,540	0.08
Securities																							
ASP	Neutral	3.40	3.70	8.8	4.2	0.40	0.30	0.29	11.76	8.73	8.58										2,106	7,159	0.06
MBKET	Sell	20.90	20.00	(4.3)	22.6	2.48	1.59	1.57	11.87	7.63	7.53										571	11,930	0.10

คำแนะนำการลงทุน

ราคา ณ วันที่ : 21 มี.ค. 57

Company	Rec.	Price (Bt)	12-mth Target Price	% Up/(Down)	12-mth BB-CON	DPS (Bt)			Dividend Yield (%)			EV/EBITDA (x)			EBITDA Growth (%)			Net Debt (Btm)			Shares (m Shrs.)	Mkt. Cap. (Btm)	% Mkt.Cap / SET
						13A	14F	15F	13A	14F	15F	13A	14F	15F	13A	14F	15F	13A	14F	15F			
Food & Beverage						19.5			2.60 3.34 4.16			18.21 10.74 9.25			-7.56 59.56 17.33			246,632 252,144 246,102			413,744		3.43
CPF	Buy	28.00	35.00	25.0	30.8	0.50	1.10	1.60	1.79	3.93	5.71	33.81	12.48	10.39	-38.33	180.52	18.72	177,805	191,577	186,896	7,743	216,802	1.80
MINT	Neutral	24.60	27.00	9.8	29.3	0.35	0.37	0.43	1.42	1.50	1.74	15.47	14.14	12.03	16.74	9.65	15.44	19,791	20,034	17,944	4,001	98,433	0.82
OISHI	Sell	85.00	88.00	3.5	146.3	1.30	1.42	3.01	1.53	1.67	3.54	12.25	7.57	6.34	18.93	21.67	35.21	1,934	(2,500)	(707)	188	15,938	0.13
PM	Buy	8.30	11.00	32.5	12.8	0.50	0.50	0.50	6.02	6.02	6.02	9.56	7.76	6.54	-6.12	21.67	10.36	(28)	(93)	(430)	650	5,395	0.04
TUF	Buy	67.25	80.00	19.0	68.8	1.49	2.40	2.54	2.22	3.57	3.77	19.97	11.76	10.93	-29.02	64.31	6.95	47,130	43,127	42,399	1,148	77,176	0.64
Health Care Services						26.9			1.90 1.93 2.24			16.16 14.80 12.06			3.51 16.19 13.45			21,247 17,607 11,196			291,592		2.41
BGH	Buy	135.00	175.00	29.6	164.1	1.62	1.77	2.18	1.20	1.31	1.62	20.42	18.69	15.27	2.91	7.53	19.91	18,460	14,869	10,387	1,549	209,128	1.73
BH	Neutral	90.25	105.00	16.3	105.5	1.90	1.88	2.06	2.11	2.09	2.28	15.97	14.10	12.75	22.70	12.29	9.04	(165)	(707)	(1,632)	729	65,756	0.54
BCH	Buy	6.70	9.00	34.3	7.3	0.16	0.16	0.19	2.39	2.39	2.82	12.09	11.60	8.16	-15.07	28.73	11.41	2,952	3,445	2,441	2,494	16,708	0.14
Information & Communication Technology						11.8			3.80 4.30 4.71			11.44 9.40 8.40			24.42 21.08 10.08			161,929 163,664 168,710			1,383,429		11.46
Mobile																							
ADVANC	Neutral	225.00	250.00	11.1	288.3	12.15	13.15	15.30	5.40	5.84	6.80	10.74	9.84	8.71	3.31	8.72	14.07	9,404	6,303	13,327	2,973	668,946	5.54
DTAC	Neutral	115.50	125.00	8.2	125.6	4.46	6.49	7.30	3.86	5.62	6.32	10.11	8.28	7.43	8.98	23.79	10.52	25,988	30,014	27,477	2,368	273,482	2.27
TRUE	Neutral	6.75	6.50	(3.7)	6.9	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	13.29	9.32	8.32	-6.55	45.03	13.61	109,896	113,618	116,417	14,530	98,079	0.81
Internet																							
CSL	Buy	10.60	13.00	22.6	14.4	0.70	0.72	0.76	6.60	6.79	7.17	8.89	7.84	7.26	4.55	11.06	5.42	-51	-180	-330	595	6,302	0.05
THCOM	Buy	40.75	46.00	12.9	43.6	0.45	0.78	0.95	1.10	1.92	2.33	13.22	8.72	7.40	-3.64	39.88	14.25	4,915	1,081	-312	1,096	44,659	0.37
Other																							
INTUCH	Buy	76.25	90.00	18.0	106.1	4.23	4.56	5.37	5.55	5.99	7.04	17.84	16.55	14.08	12.97	7.78	17.53	-2,096	-2,132	-2,123	3,206	244,490	2.02
JMART	Buy	19.90	24.00	20.6	28.0	0.48	0.61	0.67	2.42	3.07	3.38	15.46	12.76	11.62	35.38	22.85	11.32	1,986	2,133	2,274	420	8,350	0.07
SAMART	Buy	17.00	24.00	41.2	25.5	0.75	0.80	0.80	4.41	4.71	4.71	5.54	5.09	4.82	35.35	11.44	4.29	6,399	6,858	6,580	1,006	17,108	0.14
SAMTEL	Buy	13.30	18.00	35.3	23.5	0.75	0.75	0.75	5.64	5.64	5.64	5.24	5.27	5.13	22.89	12.58	4.06	3,509	5,003	5,176	618	8,215	0.07
SIM	Buy	3.14	4.80	52.9	4.8	0.09	0.11	0.12	2.99	3.45	3.75	14.10	10.34	9.28	130.97	27.63	5.72	1,979	966	223	4,394	13,798	0.11
Insurance						18.4			1.57 1.85 2.23												98,151		0.81
BLA	Buy	65.50	77.00	17.6	72.4	0.91	1.09	1.29	1.39	1.66	1.96										1,212	79,373	0.66
THRE	Buy	3.04	4.30	41.4	5.5	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00										3,512	10,678	0.09
THREL	Neutral	13.50	13.00	(3.7)	14.3	0.45	0.52	0.64	3.31	3.89	4.73										600	8,100	0.07
Media & Publishing						0.9			5.90 5.07 4.95			9.12 10.44 10.57			0.34 -2.81 0.85			-3,925 9,148 10,391			139,441		1.15
TV broadcasting																							
BEC	Sell	51.50	52.00	1.0	64.8	2.60	2.41	2.31	5.05	4.69	4.49	10.56	11.63	11.90	9.00	-1.65	-1.42	-5,575	2,506	3,394	2,000	103,000	0.85
MCOT	Sell	28.75	25.00	(13.0)	37.7	2.11	1.57	1.34	7.34	5.47	4.64	7.07	10.66	11.80	-14.37	-13.81	-7.37	-2,649	2,478	3,049	687	19,754	0.16
Cinema																							
MAJOR	Neutral	18.80	22.00	17.0	26.1	1.00	0.95	1.08	5.32	5.06	5.72	9.73	9.03	8.03	6.40	7.03	11.33	4,299	4,165	3,948	888	16,686	0.14
Petrochemicals & Chemicals						24.5			2.57 3.38 3.79			11.70 7.57 7.19			-5.60 40.30 -6.66			154,541 77,372 27,776			426,030		3.53
IVL	Neutral	22.70	24.00	5.7	23.6	0.10	0.24	0.30	0.44	1.06	1.32	15.69	10.70	9.36	-3.80	33.48	9.95	80,884	63,834	57,209	4,814	109,284	0.91
PTTGC	Buy	70.25	92.00	31.0	89.5	3.30	4.00	4.40	4.70	5.69	6.26	7.71	4.44	5.03	-7.40	47.11	-23.28	73,656	13,538	-29,433	4,509	316,747	2.62
Property Development						32.9			3.70 4.53 4.84			3.07 10.26 9.73			31.78 8.04 9.16			247,745 230,852 227,511			427,364		3.54
Contractors																							
CK	Buy	16.30	22.00	35.0	28.3	0.40	0.40	0.40	2.45	2.45	2.45	14.26	12.98	11.43	46.66	-0.32	4.88	33,471	27,863	23,686	1,653	26,937	0.22
ITD	Buy	3.64	4.50	23.6	6.4	0.00	0.10	0.11	0.00	2.73	3.07	10.24	11.99	10.20	4.23	-10.40	10.57	36,824	39,504	36,093	4,860	17,692	0.15
NWR	Neutral	1.96	2.40	22.4	3.2	0.00	0.06	0.07	0.00	3.23	3.79	7.50	4.64	4.67	-13.26	51.97	3.22	2,242	1,386	1,613	1,975	3,871	0.03
STEC	Buy	16.40	21.00	28.0	27.4	0.50	0.50	0.50	3.05	3.05	3.05	10.08	9.59	8.53	26.21	3.56	6.70	-1,979	-2,335	-3,481	1,525	25,012	0.21
Industrial Estate																							
AMATA	Buy	14.50	20.00	37.9	24.9	0.56	0.55	0.66	3.83	3.79	4.57	7.53	8.62	7.17	7.93	-10.41	17.76	5,730	6,250	5,817	1,067	15,472	0.13
HEMRAJ	Buy	3.16	4.40	39.2	4.4	0.17	0.12	0.12	5.35	3.73	3.84	9.19	9.56	9.38	34.90	6.40	2.29	9,148	13,410	13,587	9,705	30,668	0.25
ROJNA	Neutral	7.00	7.30	4.3	7.5	0.22	0.45	0.16	3.19	6.43	2.32	-110.47	8.79	18.99	n.m.	n.m.	-51.33	17,032	8,478	9,434	1,433	10,032	0.08
TICON	Buy	17.40	30.00	72.4	23.9	1.00	1.28	1.42	5.75	7.36	8.13	12.35	11.60	11.30	9.57	14.51	8.85	14,203	15,979	17,888	912	15,876	0.13
WHA	Buy	32.00	40.00	25.0	45.5	0.76	0.76	0.90	2.38	2.38	2.82	10.36	16.01	14.01	305.45	9.78	18.76	3,504	4,816	6,225	918	29,376	0.24
Residential																							
AP	Buy	5.25	8.00	52.4	6.7	0.25	0.28	0.33	4.76	5.43	6.37	10.22	8.71	7.08	-4.28	15.93	19.18	14,541	14,193	13,279	2,860	15,015	0.12
LH	Buy	9.40	11.50	22.3	13.5	0.40	0.55	0.63	4.26	5.89	6.67	14.36	13.09	11.									

Company	Rec.	Price	12-mth	%	12-mth	DPS (Bt)			Dividend Yield (%)			EV/EBITDA (x)			EBITDA Growth (%)			Net Debt (Btm)			Shares (m Shrs.)	Mkt. Cap. (Btm)	% Mkt.Cap / SET
		(Bt)	Target Price	Up/(Down)	BB-CON	13A	14F	15F	13A	14F	15F	13A	14F	15F	13A	14F	15F	13A	14F	15F			
WHAPF	Buy	9.70	14.00	44.3	12.2	0.72	0.66	0.73	7.42	6.84	7.52	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	939	9,109	0.08
Office																							
QHPF	Buy	8.85	10.50	18.6	10.5	0.80	0.00	0.00	9.05	0.00	0.00	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	797	7,053	0.06
POPF	Buy	11.80	12.00	1.7	12.0	0.99	1.01	1.03	8.38	8.58	8.73	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	342	4,036	0.03
Tourism & Leisure				28.4					2.60	1.00	1.76	12.60	11.98	9.49	10.87	5.48	22.61	16,823	16,193	14,058		49,576	0.41
CENTEL	Buy	29.50	38.00	28.8	44.5	0.40	0.47	0.68	1.36	1.60	2.30	12.96	12.05	9.61	18.90	6.76	20.83	10,620	10,237	8,439	1,350	39,825	0.33
ERW	Buy	3.94	5.00	26.9	6.2	0.15	0.02	0.05	3.85	0.39	1.23	12.23	11.92	9.38	2.84	4.20	24.38	6,203	5,956	5,619	2,475	9,751	0.08
Transportation & Logistics				14.8					1.92	1.99	3.17	14.33	14.34	18.97	35.60	14.88	18.64	227,114	203,902	217,295		536,585	4.44
Aviation																							
AAV	Buy	3.98	5.20	30.7	5.8	0.00	0.00	0.07	0.00	0.00	1.77	7.30	7.21	5.00	66.07	8.69	43.58	1,708	3,242	3,175	4,850	19,303	0.16
AOT	Buy	188.50	235.00	24.7	210.7	4.60	3.48	4.04	2.44	1.85	2.14	12.60	12.14	11.10	25.60	5.62	12.81	2,514	7,235	15,843	1,429	269,285	2.23
NOK	Buy	18.30	25.00	36.6	31.6	1.03	0.72	1.02	5.63	3.96	5.58	4.37	6.64	4.89	40.65	-7.70	48.88	-5,365	-4,388	-3,715	625	11,437	0.09
THAI	Sell	14.30	13.00	(9.1)	19.3	0.00	0.00	0.12	0.00	0.00	0.81	9.73	10.02	7.25	-27.71	-0.63	35.89	169,403	173,978	170,742	2,183	31,214	0.26
Mass Transit																							
BMCL	Neutral	0.89	1.00	12.4	1.0	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	23.33	50.71	110.91	51.24	-36.04	-53.30	8,578	8,911	9,494	20,500	18,245	0.15
BTS	Buy	8.35	10.00	19.8	10.2	0.39	0.52	0.61	4.65	6.26	7.31	23.18	16.87	18.98	27.82	2.36	-5.84	6,172	-29,241	-25,259	11,914	99,484	0.82
Shipping																							
PSL	Neutral	28.00	15.50	(44.6)	20.8	0.40	0.39	0.95	1.43	1.39	3.40	30.38	14.65	9.78	2.22	86.92	43.22	6,046	2,573	1,205	1,040	29,107	0.24
RCL	Neutral	6.35	7.60	19.7	7.2	0.00	0.03	0.23	0.00	0.49	3.56	15.38	9.08	5.94	117.67	69.54	45.75	6,909	6,915	6,344	829	5,263	0.04
TTA	Neutral	21.40	16.00	(25.2)	21.8	0.06	0.23	0.44	0.26	1.06	2.04	8.96	7.89	6.83	52.56	14.95	14.57	13,530	13,889	13,631	1,292	27,645	0.23
Tollroads																							
BECL	Neutral	33.25	37.00	11.3	46.0	1.60	1.63	1.69	4.81	4.91	5.07	8.05	8.22	9.04	-0.10	5.13	0.81	17,621	20,788	25,835	770	25,603	0.21
mai									0.84	2.07	2.93	57.88	17.57	12.69	130.67	264.49	44.36	6,864	12,397	16,284		44,992	0.37
AGE	Neutral	2.44	3.00	23.0	2.9	0.03	0.05	0.07	1.05	2.25	2.91	26.03	18.33	14.65	285.66	51.05	21.05	2,094	2,315	2,131	1,378	3,362	0.03
EA	Neutral	9.95	10.00	0.5	9.1	0.03	0.13	0.23	0.30	1.31	2.31	88.00	20.34	12.09	138.27	383.98	82.09	4,487	9,419	13,235	3,730	37,113	0.31
UAC	Buy	8.15	11.00	35.0	10.6	0.09	0.22	0.29	1.16	2.64	3.56	59.61	14.03	11.33	-31.92	358.43	29.93	284	662	918	554	4,517	0.04
SCBS Coverage		1360.50		23.6					3.5%	3.8%	4.3%	11.21	9.34	8.74	4.90	18.36	6.49	2,101,058	1,969,398	1,889,454		9,442,123	78.20

ข้อมูลในรายงานนี้เป็นข้อมูลที่มีการเปิดเผยต่อสาธารณะ ซึ่งมักจะถูกสามารถเข้าถึงได้โดยทั่วไป และเป็นข้อมูลที่เชื่อว่าน่าเชื่อถือหรือไม่ แต่ทั้งนี้ บริษัทฯ ขอสงวนสิทธิ์ โดยพาดพิงว่า จากที่ (บริษัทฯ) มีได้ยินย่นหรือรับรองถึงความถูกต้อง หรือสมมูลกันของข้อมูลดังกล่าวแต่อย่างใด ความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานนี้เป็นเพียงการนำเสนอในรูปแบบของของบริษัทฯ และเป็นความคิดเห็น ณ วันที่ที่ปรากฏในรายงานเท่านั้น ซึ่งอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังข้อเท็จจริง โดยบริษัทฯ ไม่จำเป็นต้องแจ้งให้สาธารณชน หรือมีหลักฐาน รายงานนี้จัดทำขึ้นเพื่อเผยแพร่ข้อมูลให้แก่ผู้ลงทุนเท่านั้น บริษัทฯ ไม่รับผิดชอบต่อการนำข้อมูลหรือความคิดเห็นใดๆ ไปใช้ในทุกกรณี ดังนั้นผู้ลงทุนจึงควรระมัดระวังในการพิจารณาตัดสินใจก่อนการลงทุน นอกจากนี้ บริษัทฯ และ/หรือ บริษัทในเครือของบริษัทฯ อาจมีส่วนเกี่ยวข้องกับหรือผลประโยชน์ทางกับบริษัทที่เกี่ยวข้องกล่าวถึงในรายงานนี้ได้

SCBS สอนหลักการในการใช้ซอฟต์แวร์เพื่อเพิ่มประสิทธิภาพในการทำงานขององค์กร โดยมีขั้นตอนการสอน ดังนี้ เอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นเพื่อเป็นคู่มือสำหรับผู้ใช้งาน และมีการจัดทำเอกสารฉบับนี้ขึ้นเพื่อเป็นคู่มือสำหรับผู้ใช้งาน และมีการจัดทำเอกสารฉบับนี้ขึ้นเพื่อเป็นคู่มือสำหรับผู้ใช้งาน

The disclosure of the survey result of the Thai Institute of Directors Association ("IOD") regarding corporate governance is made pursuant to the policy of the Office of the Securities and Exchange Commission. The survey of the IOD is based on the information of a company listed on the Stock Exchange of Thailand and the Market for Alternative Investment disclosed to the public and able to be accessed by a general public investor. The result, therefore, is from the perspective of a third party. It is not an evaluation of operation and is not based on inside information. The survey result is as of the date appearing in the Corporate Governance Report of Thai Listed Companies. As a result, the survey result may be changed after that date. SCB Securities Company Limited does not confirm nor certify the accuracy of such survey result.

สำนักงานใหญ่

เลขที่ 19 อาคาร 3 ชั้น 20-21, 101 อาคาร RCP ชั้น G
ไทยพาณิชย์ มาร์เก็ต พลาซ่า, ถนนรัชดาภิเษก แขวงจตุจักร
เขตจตุจักร กรุงเทพฯ 10900
โทร: (662) 949-1000
โทรสาร: (662) 949-1001

สาขาธนบุรี

9 ชั้น LB ถนนรัชดาภิเษก
แขวงจตุจักร เขตจตุจักร กรุงเทพฯ 10900
โทร: (662) 949-1351
โทรสาร: (662) 949-1344

สาขาสันทร

130-132 อาคารสันทร ทาวเวอร์ 1 ชั้น G
ถนนวิภาวดี แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน กรุงเทพฯ 10330
โทร: (662) 686-2068
โทรสาร: (662) 263-3822

สาขาเฉลิมนคร

269 มุมถนนเจริญกรุง-วรจักร
แขวงน้อมปราม เขตน้อมปรามศัตรูพ่าย กรุงเทพฯ 10100
โทร: (662) 688-9200
โทรสาร: (662) 688-9020

สาขาชิดลม

1060 ชั้น G ถนนเพชรบุรีตัดใหม่
แขวงมีนบุรี เขตราชเทวี กรุงเทพฯ 10400
โทร: (662) 949-1352
โทรสาร: (662) 687-3195

สาขาสี่แยกสนามบินเชียงใหม่

166 หมู่ 1 ชั้น 2 ถนนเชียงใหม่-ฮอด
ต.ป่าแดด อ.เมืองเชียงใหม่ จังหวัดเชียงใหม่ 50000
โทร: (66-53) 203-505
โทรสาร: (66-53) 203-750

สำนักงานสาขาท่าแพ

17 ชั้น 2 ถนนท่าแพ
ตำบลช้างคลาน อำเภอเมือง จังหวัดเชียงใหม่ 50000
โทร: (66-53) 818-422
โทรสาร: (66-53) 818-433

สาขากมลาไสย (หาดใหญ่)

16/4 ชั้น 2 ถนนราชมงคล
ตำบลหาดใหญ่ อำเภอหาดใหญ่ จังหวัดสงขลา 90110
โทร: (66-74) 209-788
โทรสาร: (66-74) 209-737

