

แนวโน้มตลาดหุ้นไทยไตรมาส 3/57



ความเหมือน...ที่แตกต่าง

Research Group

กรรมการผู้จัดการ สายงานวิจัย

เกียรติศักดิ์ (แอนดี้) เอนวิทากุล, CFA

นักวิเคราะห์การลงทุนวิจัยพื้นฐานด้านหลักทรัพย์
andy@scb.co.th, (662) 949-1022

ยานยนต์

ฐานิดา ทรงพัฒนชัย

นักวิเคราะห์การลงทุนวิจัยพื้นฐานด้านหลักทรัพย์

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

ธนาคาร เงินทุน ประกัน หลักทรัพย์

กิตติมา สัตยพันธ์, CFA

นักวิเคราะห์การลงทุนวิจัยพื้นฐานด้านหลักทรัพย์

kittima.sattayapan@scb.co.th, (662) 949-1003

วัสดุก่อสร้าง พลาสติก ยาง

ศิริมา ดิสราร, CFA

นักวิเคราะห์การลงทุนวิจัยพื้นฐานด้านหลักทรัพย์

sirima.dissara@scb.co.th, (662) 949-1004

รับเหมาก่อสร้าง อาหาร

วชิราลักขณ์ แสงเลิศศิลปชัย

นักวิเคราะห์การลงทุนวิจัยพื้นฐานด้านหลักทรัพย์

vajiralux.sanglerdsillapachai@scb.co.th, (662) 949-1033

พลังงาน ปิโตรเคมี

ชัยพัชร ธนวัฒน์

นักวิเคราะห์การลงทุนวิจัยพื้นฐานด้านหลักทรัพย์

chaipat.thanawattano@scb.co.th, (662) 949-1005

การแพทย์ ก่อ่งเกี่ยว

รวีอนุช ปิยศรียงไกร

นักวิเคราะห์การลงทุนวิจัยพื้นฐานด้านหลักทรัพย์

raweenuch.piyakriengkai@scb.co.th, (662) 949-1002

อสังหาริมทรัพย์ นิคมอุตสาหกรรม

สิริกาน์ ครุณีพิพัทธ์

นักวิเคราะห์การลงทุนวิจัยพื้นฐานด้านหลักทรัพย์

sirikarn.krisnipat@scb.co.th, (662) 949-1020

เทคโนโลยีสารสนเทศและสื่อสาร ชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์ สื่อและบันเทิง

ภูทิภาค บวาวัตน์

นักวิเคราะห์การลงทุนวิจัยพื้นฐานด้านหลักทรัพย์

phatipak.navawatana@scb.co.th, (662) 949-1007

นักวิเคราะห์การลงทุนวิจัยพื้นฐานด้านสินค้าและของส่งออก

บันยารต์ กองกชาน

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

นักวิเคราะห์การลงทุนวิจัยพื้นฐานด้านตลาดทุน

เอกภาวิน ลุนทราภิชาติ

ekpawin.suntarapichard@scb.co.th, (662) 949-1029

นักวิเคราะห์การลงทุนวิจัยพื้นฐานด้านตลาดทุน

ดุริต ตันศิริ

durit.tansiri@scb.co.th, (662) 949-1017

ผู้ช่วยนักวิเคราะห์

วรวิฑูรี ชีระชน

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

ผู้ช่วยนักวิเคราะห์

วรุตม์ วงศ์วโรทัย

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

ผู้ช่วยนักวิเคราะห์

กฤตภาส จิราphanumes

krittapas.jiraphanumes@scb.co.th, (662) 949-1019

เลขานุการ

กันยารัตน์ กาวิชัย

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

ฐานข้อมูล

สุรีย์พร เจริญทองสุข

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

ฐานข้อมูล

อมรรัตน์ คณานันกุล

amornrat.kananankul@scb.co.th, (662) 949-1023

บรรณาธิการ

Riki Kongtong

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

แปลและเรียบเรียง

ปองกนิษฐ์ พาจอริณ

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

จัดพิมพ์

สรานจิตร์ อ่อนอารีย์

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

SCBS Market Strategy Report



2556



2555



2554



ดูข้อสงวนสิทธิ์และปฏิเสธความรับผิดชอบสำหรับบทวิเคราะห์ได้ในส่วนท้ายของรายงานฉบับนี้

สารบัญ

ความเหมือน...ที่แตกต่าง.....	1
ภาพรวมเศรษฐกิจทั่วโลก	2

Stock Picks

เอพี (ไทยแลนด์) (AP)	11
ช.การช่าง (CK)	15
ซีพี ออลล์ (CPALL).....	19
อิตาเลียนไทย ดีเวลล็อปเมนต์ (ITD).....	23
แอล.พี.เอ็น.ดีเวลล็อปเมนต์ (LPN).....	27
ห้างสรรพสินค้าโรบินสัน (ROBINS)	31

กลุ่มอุตสาหกรรม

เกษตรและอาหาร.....	35
ยานยนต์.....	37
ธนาคาร	39
พาณิชย์	41
วัสดุก่อสร้าง	43
บริการรับเหมาก่อสร้าง	45
พลังงาน	47
เงินทุน	49
การแพทย์	51
นิคมอุตสาหกรรม	53
ประกัน	55
สื่อ	57
ปิโตรเคมี	59
พัฒนาโครงการที่อยู่อาศัย	61
หลักทรัพย์	63
สื่อสาร	65
ท่องเที่ยว.....	67
สาธารณูปโภค	69
SCBS Stock Universe	71

This page is left blank intentionally



ความเหมือน...ที่แตกต่าง

เกียรติศักดิ์ เณรวิภากร CFA

นักวิเคราะห์การลงทุนวิจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1022

andy@scb.co.th

วรฤทธิ์ จีระชน

ผู้ช่วยนักวิเคราะห์

0-2949-1014

varorith.chirachon@scb.co.th

“ความเหมือนที่แตกต่าง” อธิบายภาวะตลาดหุ้นไทยในปัจจุบันได้เป็นอย่างดี เนื่องจากตอนนี้ SET index อยู่ที่ระดับเกือบเท่ากับเมื่อ 12 เดือนก่อน แต่แนวโน้มแตกต่างกันอย่างสิ้นเชิง การทำรัฐประหารเมื่อไม่นานนี้ช่วยให้สถานการณ์ความไม่สงบทางการเมืองที่ส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจไทยเป็นเวลาหลายเดือนคลี่คลายลง อันที่จริงแล้ว ตลาดปรับตัวขึ้นมาแล้ว 4% นับตั้งแต่เกิดรัฐประหาร แต่นักลงทุนในตลาดน่าจะยอมรับความเสี่ยงในระดับสูงต่อไปได้ในช่วง 6 เดือนที่เหลือของปีนี้เนื่องจากเศรษฐกิจจะกลับมาขยายตัวตามปกติ เราปรับเป้าหมาย SET index ปลายปี 2557 เพิ่มขึ้นสู่ระดับ 1,600 จุด และแนะนำหุ้น domestic plays สำหรับไตรมาส 3/57

ความเสี่ยงที่ยอมรับได้น่าจะยังอยู่ในระดับสูง ตลาดหุ้นไทยปรับตัวขึ้นเหนือระดับ 1,400 จุดหลังจากกองทัพทำรัฐประหาร เพราะมีความคาดหวังเชิงบวกว่าจะมีการเปลี่ยนแปลงในทางที่ดีเกิดขึ้นหลังจากสถานการณ์ความไม่สงบทางการเมืองส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจเป็นเวลาหลายเดือน เริ่มจากงบประมาณปี 2558 น่าจะสามารถจัดทำได้ตามกำหนดเวลา ซึ่งจะช่วยให้เศรษฐกิจขับเคลื่อนไปในทิศทางที่ดีได้ คสช.ทำงานได้อย่างรวดเร็ว นับตั้งแต่ทำรัฐประหาร และจากผลสำรวจที่สวนดุสิตโพลล์เปิดเผยเมื่อวันที่ 22 มิ.ย. พบว่าประชาชนให้คะแนนผลงาน 1 เดือนของ คสช. 8.82 คะแนน จากเต็ม 10 คะแนน สถานการณ์เช่นนี้เปิดโอกาสให้ต่อนักลงทุนในตลาดหุ้นมาให้ความสนใจกับแนวโน้มเศรษฐกิจซึ่งเราเชื่อว่ากำลังจะเข้าสู่วัฏจักรการลงทุนรอบใหม่ หลังวิกฤตการเงินปี 2540 สิ้นสุดลง การอุปโภคบริโภคภาคเอกชนของประเทศไทยก็ฟื้นตัวกลับขึ้นมาอยู่ที่เส้น 3% GDP trend line ในปี 2546 และเคลื่อนไหวอยู่บริเวณ trend line ดังกล่าวนับตั้งแต่ต้นปีมา ในขณะที่การลงทุนของประเทศไทยปรับตัวลดลงมากและอยู่ต่ำกว่าเส้น trend line ดังกล่าวถึง 40% ในปี 2556

เป้า SET index ปลายปี 2557 ที่ปรับใหม่อยู่ที่ 1,600 จุด เราปรับเป้า SET index ปลายปี 2557 เพิ่มขึ้นสู่ 1,600 จุด แม้กำไรสุทธิโดยรวมของหุ้นในการวิเคราะห์ของ SCBS ไม่ได้เปลี่ยนแปลงมากนัก แต่เรามองว่าความเสี่ยงที่ยอมรับได้มีแนวโน้มที่จะยังอยู่ในระดับสูงในระยะ 6 เดือนข้างหน้าเมื่อพิจารณาจากพัฒนาการเชิงบวกทางการเมืองและแนวโน้มเศรษฐกิจ ดังนั้นเราจึงปรับ PE เป้าหมายของตลาดเพิ่มขึ้นสู่ 16 เท่า โดยอิงกับ earnings yield gap ที่ลดลงสู่ 2.5% (ค่าเฉลี่ยในช่วงปี 2555-2556)

Top picks ไตรมาส 3/57 หุ้น top picks ประจำไตรมาส 3/57 ของเราเน้นไปที่หุ้น domestic plays เกี่ยวกับการอุปโภคบริโภคและการลงทุน โดยกลุ่มที่เกี่ยวข้องกับการอุปโภคบริโภค เราชอบหุ้นอาหาร (AP และ LPN) และค้าปลีก (CPALL และ ROBINS) ส่วนกลุ่มที่เกี่ยวข้องกับการลงทุน เราเลือกหุ้นรับเหมาก่อสร้าง คือ CK และ ITD

- **AP** มีแนวโน้มทำยอดขายได้ตามเป้าที่บริษัทวางไว้ในปี 2557 ที่ 1.8 หมื่นล้านบาท เพิ่มขึ้น 19% YoY หุ้นซื้อขายที่ PE 7 เท่า และ PBV 1.1 เท่า ราคาเป้าหมายของเราที่ 8.5 บาทให้ upside 43%
- **CK** แผนพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานด้วยงบลงทุน 3 ล้านล้านบาทของรัฐบาล ซึ่ง CK คาดว่าจะชนะประมูล 20-25% จะส่งผลดีอย่างมากต่อกลุ่มรับเหมาก่อสร้าง ราคาเป้าหมายของเราที่ 30 บาทให้ upside 34%
- **CPALL** กำไรจะเพิ่มขึ้นโดยได้รับปัจจัยหนุนจากอัตราเติบโตของยอดขายสาขาเดิมที่ฟื้นตัวดีขึ้น อัตรากำไรที่เพิ่มขึ้น และภาระหนี้สินที่ลดลง ราคาเป้าหมายของเราที่ 58 บาทให้ upside 21%
- **ITD** ลำหลังหุ้นรับเหมาก่อสร้างตัวอื่นๆ ในช่วง 2-3 ปีที่ผ่านมา แต่ยังคงมีผลงานที่ดีที่สุดซึ่งจะช่วยเพิ่มโอกาสให้บริษัทชนะการประมูล ราคาเป้าหมายของเราที่ 8.5 บาทให้ upside 67%
- **LPN** ความกังวลหมดไป ในขณะที่กำไรมีแนวโน้มเติบโตและรายได้มีความแน่นอนมากขึ้น หุ้นซื้อขายที่ PE 13.6 เท่า แต่จะลดลงสู่ 9.3 เท่าในปีหน้า ราคาเป้าหมายของเราที่ 23 บาทให้ upside 22%
- **ROBINS** เป็นหุ้น laggard ในกลุ่มพาณิชย์ เนื่องจากการจ่ายสินค้าฟุ่มเฟือยได้รับผลกระทบจากเศรษฐกิจชะลอตัวมากกว่าสินค้าจำเป็น แต่จะฟื้นตัวได้เร็วกว่า ราคาเป้าหมายของเราที่ 70 บาทให้ upside 23%

Top picks ไตรมาส 3/57 – 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
AP	Buy	5.95	8.5	47.6	8.5	7.0	6.3	-4.5	21.8	11.1	1.2	1.1	1.0	15.1	16.5	16.3	4.2	4.7	5.3	12.6	10.6	9.7
CK	Buy	22.40	30.0	35.7	44.6	26.1	25.2	n.m.	70.5	3.5	2.2	2.4	2.2	6.7	8.9	9.1	1.9	1.8	1.8	16.2	16.8	15.4
CPALL	Buy	48.00	58.0	22.7	39.1	34.6	25.9	0.2	12.8	33.9	13.1	11.5	9.3	36.6	35.3	39.9	1.9	1.9	1.9	29.2	18.3	15.2
ITD	Buy	5.10	8.5	68.2	27.2	25.6	20.3	-8.2	6.2	26.1	2.0	1.9	1.8	7.6	7.6	9.0	0.0	1.6	2.0	8.5	9.7	9.3
LPN	Buy	18.90	23.0	26.1	12.0	13.6	9.3	6.8	-12.2	46.9	2.9	2.7	2.3	26.3	20.4	26.5	4.4	4.4	5.4	11.5	13.4	9.2
ROBINS	Buy	56.75	70.0	25.1	32.3	29.2	23.7	2.3	10.8	23.0	5.2	4.8	4.3	17.1	17.2	19.1	1.6	1.7	2.1	16.4	15.1	12.2
Average					27.3	22.7	18.5	-0.7	18.3	24.1	4.4	4.0	3.5	18.2	17.6	20.0	2.3	2.7	3.1	15.7	14.0	11.8

Source: SCBS Investment Research

ภาค GDP โลกโต 2.8% ใน
ปี 2557, 3.4% ในปี
2558, และ 3.6% ในปี
2559

ภาพรวมเศรษฐกิจทั่วโลก

ในรายงาน *Global Economic Prospect* ฉบับเดือน มิ.ย. ของ World Bank ระบุว่า GDP โลกขยายตัว 1.0% ในไตรมาส 1/57 (อัตราารายปีปรับฤดูกาล) ภูมิภาคเอเชียแปซิฟิกตะวันออกเป็นภูมิภาคที่แข็งแกร่งที่สุดโดยเศรษฐกิจขยายตัว 5% ในขณะที่เศรษฐกิจของประเทศที่มีรายได้สูงยังคงอ่อนแอ เพราะหดตัวลง -0.4%

ในรายงานฉบับดังกล่าว World Bank ได้ปรับประมาณการอัตราการขยายตัวของ GDP โลกปี 2557 ลดลงจาก 3.2% ในรายงานฉบับเดือน ม.ค. สู่ 2.8% และคงประมาณการอัตราการขยายตัวของ GDP สำหรับปี 2558 และปี 2559 ไว้ที่ 3.4% และ 3.6% ตามลำดับ การปรับประมาณการลดลงมีสาเหตุมาจากสภาพอากาศที่เลวร้ายในสหรัฐฯ ความผันผวนของตลาดการเงิน และวิกฤตการณ์เมืองใหญ่ในยุโรป อย่างไรก็ตาม World Bank คาดว่าอัตราการขยายตัวของ GDP โลกจะปรับตัวเพิ่มขึ้นภายหลังในปีนี้ โดยได้รับปัจจัยหนุนจากอุปสงค์ที่เพิ่มขึ้นของประเทศที่มีรายได้สูง

Figure 1: ประมาณการ GDP โลก

	2012	2013E	2014F	2015F	2016F
GLOBAL CONDITIONS					
World trade volume (GNFS)	2.7	2.6	4.1	5.2	5.4
CPI inflation, G-7 Countries ^{1,2}	1.8	1.3	1.8	1.9	2.0
CPI inflation, United States	2.1	1.5	1.7	2.0	2.2
Non-oil commodity price in USD	-8.6	-7.2	-2.5	-0.6	0.1
Oil price (US\$ per barrel) ³	105.0	104.1	102.8	99.3	98.1
Oil PRICE (percent change)	1.0	-0.9	-1.2	-3.4	-1.2
Manufactures unit export value ⁴	-1.2	-1.4	0.5	2.2	1.4
USA 6-month LIBOR interest rate (percent)	0.7	0.4	0.4	0.7	1.3
Euro Area 6-month LIBOR interest rate (percent)	0.8	0.3	0.2	0.2	0.5
REAL GDP GROWTH⁶					
World	2.5	2.4	2.8	3.4	3.5
Memo item: World (2010 PPP weights)	3.2	3.1	3.4	4.0	4.2
High income	1.5	1.3	1.9	2.4	2.5
OECD countries	1.3	1.2	1.8	2.4	2.5
Euro Area	-0.6	-0.4	1.1	1.8	1.9
Japan	1.4	1.5	1.3	1.3	1.5
United States	2.8	1.9	2.1	3.0	3.0
Non-OECD countries	3.4	2.5	2.4	2.9	3.4
Developing countries	4.8	4.8	4.8	5.4	5.5
East Asia and Pacific	7.4	7.2	7.1	7.1	7.0
China	7.7	7.7	7.6	7.5	7.4
Indonesia	6.3	5.8	5.3	5.6	5.6
Thailand	6.5	2.9	2.5	4.5	4.5
Europe and Central Asia	1.9	3.6	2.4	3.7	4.0
Kazakhstan	5.0	6.0	5.1	5.9	6.0
Turkey	2.1	4.0	2.4	3.5	3.9
Romania	0.4	3.5	2.8	3.2	2.9
Latin America and Caribbean	2.6	2.4	1.9	2.9	3.5
Brazil	0.9	2.3	1.5	2.7	3.1
Mexico	4.0	1.1	2.3	3.5	4.0
Argentina ⁷	0.9	3.0	0.0	1.5	2.8
Middle East and North Africa	0.6	-0.1	1.9	3.6	3.5
Egypt ⁸	2.2	2.1	2.4	2.9	3.2
Iran	-5.6	-1.7	1.5	2.0	2.3
Algeria	3.3	2.7	3.3	3.5	3.6
South Asia	5.0	4.7	5.3	5.9	6.3
India ^{8,9}	4.5	4.7	5.5	6.3	6.6
Pakistan ^{8,9}	3.8	3.7	3.7	3.9	4.0
Bangladesh ⁸	6.2	6.0	5.4	5.9	6.2
Sub-Saharan Africa	3.7	4.7	4.7	5.1	5.1
South Africa	2.5	1.9	2.0	3.0	3.5
Nigeria	6.5	7.0	6.7	6.5	6.1
Angola	6.8	4.1	5.2	6.5	6.8
MEMORANDUM					
Broader geographic region incl. recently high-income countries					
Europe and Central Asia	2.3	2.2	1.7	2.7	3.2
Latin America and Caribbean	2.8	2.5	1.9	3.0	3.5
Middle East and North Africa	2.2	1.4	2.7	3.8	3.8
Sub-Saharan Africa	3.6	4.6	4.6	5.0	5.0
Developing countries excluding China and India	2.8	3.2	2.9	3.8	4.1

Source: World Bank.

Notes: PPP – purchasing power parity; e – estimate; f – forecast.

1. Canada, France, Germany, Italy, Japan, the United Kingdom, and the United States.

2. In local currency, aggregated using 2010 GDP weights.

3. Simple average of Dubai, Brent, and West Texas Intermediate.

4. Unit value index of manufactured exports from major economies, expressed in USD.

5. This edition of Global Economic Prospects introduces a new methodology for measuring international capital flows based more closely on the definitions implemented in the sixth edition of the IMF's Balance of Payments Manual. Using this methodology, capital flows to developing countries are about 0.5 percentage points higher than those reported in earlier editions of GEP, which combined data from the earlier version 5 of the Balance of Payments and the World Bank's International Debt Statistics.

6. Aggregate growth rates calculated using constant 2010 dollars GDP weights.

7. Data was recently rebased; missing data up to 2003 was spliced with the earlier series.

8. In keeping with national practice, data for Bangladesh, Egypt, India, and Pakistan are reported on a fiscal year basis in table 1.1. Aggregates that depend on these countries are calculated using data compiled on a calendar year basis.

9. Real GDP at factor cost, consistent with reporting practice in Pakistan and India.

GDP หดตัวในไตรมาส
1/57 แต่เกิดจากสภาพ
อากาศที่เลวร้าย และยังคง
มีแนวโน้มฟื้นตัวดีขึ้น

มาตรการ QE มีแนวโน้ม
จะยุติลงในเดือน ต.ค.
2557 สิ่งที่ต้องจับตา
ในตอนนี้คือกำหนดเวลา
ปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ย
นโยบาย

ตลาดหุ้นสำหรับทำ
จุดสูงสุดเป็นประวัติการณ์

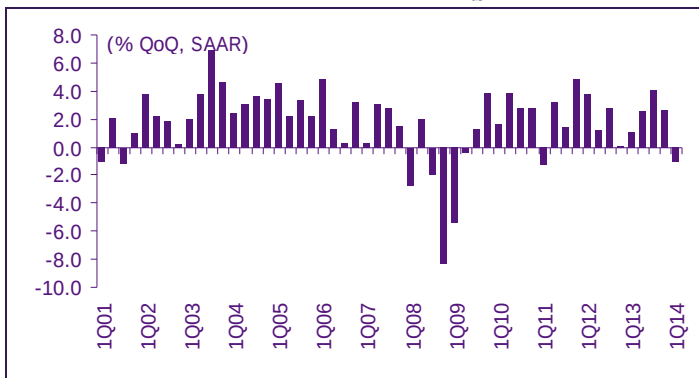
สหรัฐฯ

เมื่ออิงกับตัวเลขประมาณการครั้งที่ 2 ของ US Bureau of Economic Analysis พบว่าความจริงแล้ว GDP สหรัฐฯ หดตัวลง -1% QoQ (อัตรารายปีปรับฤดูกาล) ในไตรมาส 1/57 (เทียบกับตัวเลขก่อนหน้านี้จาก advance estimate ที่ 0.1% QoQ) แสดงถึงการปรับตัวลดลงอย่างมากจากระดับ +2.6% ในไตรมาส 4/56 การหดตัวของเศรษฐกิจสหรัฐฯ ส่วนใหญ่เกิดจากการระบายสินค้าคงคลังที่มีสาเหตุมาจากยอดขายช่วงเทศกาลคริสต์มาสที่ย่ำแย่และสภาพอากาศที่เลวร้าย ส่งผลทำให้ World Bank ปรับลดประมาณการอัตราการขยายตัวของ GDP สหรัฐฯ ปี 2557 ลงสู่ 2.1% จากประมาณการเดิมที่ 2.8% อย่างไรก็ตาม อัตราการขยายตัวของ GDP รายไตรมาส น่าจะฟื้นตัวดีขึ้นในช่วงที่เหลือของปีนี้โดยได้รับปัจจัยหนุนจากการใช้มาตรการรัดเข็มขัดทางการคลังลดน้อยลง ตลาดแรงงานที่ดีขึ้น และการใช้จ่ายลงทุนเพิ่มขึ้น World Bank ประมาณการอัตราการขยายตัวของ GDP ปี 2558 และปี 2559 ที่ 3% ทั้งสองปี

การปรับลดวงเงินมาตรการ QE ยังคงเกิดขึ้นโดยการประชุมธนาคารกลางสหรัฐฯ (FOMC) ครั้งล่าสุดเมื่อวันที่ 19 มิ.ย. มีการปรับลดวงเงินมาตรการ QE ลงอีก 1 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐฯ/เดือน สู่ 3.5 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐฯ/เดือน ด้วยอัตราการปรับลดวงเงินมาตรการ QE ในระดับนี้ มาตรการ QE น่าจะสิ้นสุดลงในเดือน ต.ค. 2557 ประเด็นสำคัญของตลาดในตอนนี้พุ่งไปที่การคาดการณ์ถึงการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยครั้งแรก นางเจนเน็ต เยลเลน ประธานเฟด ระบุว่าคงอัตราดอกเบี้ยไว้ใกล้ระดับศูนย์ต่อไปอีกระยะหนึ่งขึ้นอยู่กับอัตราการฟื้นตัวของเศรษฐกิจ

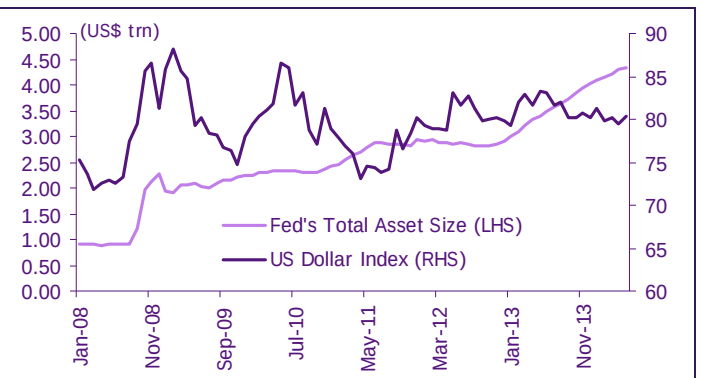
ตลาดหุ้นสหรัฐฯ ปรับตัวเพิ่มขึ้นโดยไม่สนใจกับความกังวลเกี่ยวกับการปรับลดวงเงินมาตรการ QE เราเคยกล่าวไว้มาแล้วนับตั้งแต่มีการพูดถึงการลดวงเงินมาตรการ QE ในตอนแรกว่าตลาดตอบสนองมากเกินไปต่อการเปลี่ยนแปลงในนโยบายการเงิน และทิศทางของตลาดหุ้นสหรัฐฯ น่าจะถูกขึ้นนำโดยพัฒนาการทางเศรษฐกิจ ในขณะที่เรากำลังจัดทำรายงานฉบับนี้ ดัชนี S&P 500 index ปิดที่ระดับสูงสุดใหม่เป็นประวัติการณ์เหนือ 1,960 จุด คิดเป็น PE 16.4 เท่า และ PBV 2.7 เท่าในปี 2557

Figure 2: อัตราการขยายตัวของ real GDP สหรัฐฯ



Source: US Bureau of Economic Analysis

Figure 3: ขนาดสินทรัพย์ทั้งหมดของเฟด และ US dollar index



Source: Federal Reserve

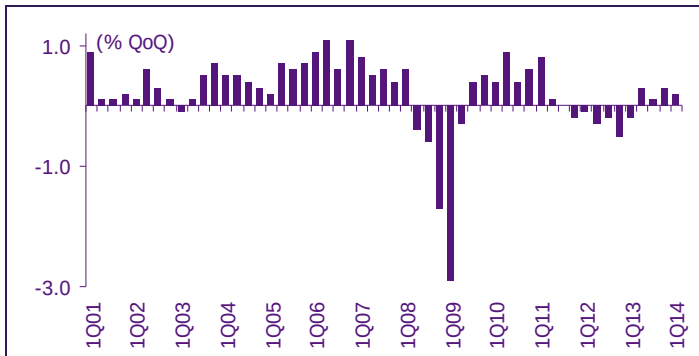
ยุโรป

เริ่มเห็นสัญญาณฟื้นตัว
ในขณะนี้ ECB ยังคงกระตุ้น
เศรษฐกิจอย่างต่อเนื่อง
ด้วยอัตราดอกเบี้ยติดลบ
และมาตรการ LTRO

เศรษฐกิจยูโรโซนขยายตัว 0.2% QoQ ในไตรมาส 1/57 และ World Bank ยังคงประมาณการอัตราการขยายตัวของ GDP ของยูโรโซนไว้ที่ 1.1% ในปี 2557, 1.8% ในปี 2558, และ 1.9% ในปี 2559 เศรษฐกิจของยูโรโซนยังอยู่ในช่วงเริ่มฟื้นตัว เพราะการอุปโภคบริโภคภาคเอกชนยังต่ำกว่าระดับก่อนวิกฤตเกือบ 10% ปัจจัยเสี่ยงสำคัญต่อการฟื้นตัวของเศรษฐกิจยูโรโซน คือ ภาวะเงินฝืด เพราะอัตราเงินเฟ้ออยู่ในช่วง 0.5% ถึง 0.8% ในช่วง 5 เดือนแรกของปีนี้ ธนาคารกลางยุโรป (ECB) ปรับอัตราดอกเบี้ยนโยบายลงจาก 0.25% สู่ 0.15% รวมทั้งปรับอัตราดอกเบี้ยเงินฝากลงสู่ระดับติดลบเป็นครั้งแรกจาก 0% ลงสู่ -0.1% ด้วย นอกจากนี้ ECB ยังออกมาตรการปล่อยกู้ระยะยาวเป็นกรณีพิเศษ (TLTRO) วงเงิน 4 แสนล้านยูโรด้วย

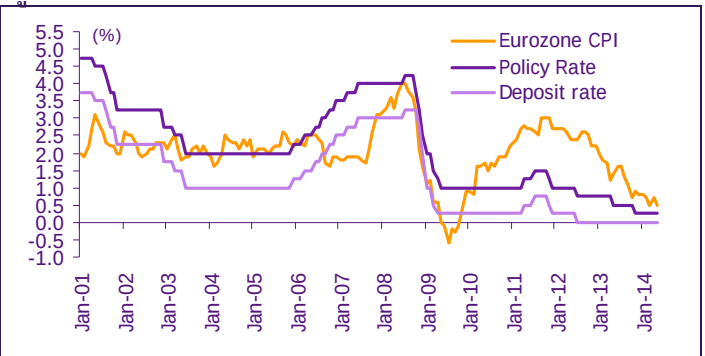
ตลาดหุ้นในยูโรโซน (ใช้ดัชนี STOXX600 เป็นตัวแทน) ปรับตัวเพิ่มขึ้นเหนือระดับสูงสุดเป็นประวัติการณ์ในไตรมาส 2/57 หลังจากได้รับสัญญาณจากนายมาริโอ ดรากี ประธาน ECB ในการประชุมเดือน พ.ค. ว่า ECB มีแนวโน้มที่จะลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลงในการประชุมเดือน มิ.ย. ประกอบกับตัวเลขเศรษฐกิจสหรัฐฯ ที่ดีขึ้น sentiment ที่ดีช่วยหนุนให้ดัชนี STOXX600 ปรับขึ้นสู่ระดับ ~350 จุด และค่าเงินยูโรปรับตัวลดลงจาก 1.39 สู่ 1.36 ดอลลาร์สหรัฐฯต่อยูโร ดัชนี STOXX600 ในตอนนี้ซื้อขายที่ 346 จุด คิดเป็น PE 15.5 เท่า และ PBV 1.9 เท่าในปี 2557

Figure 4: อัตราการขยายตัวของ real GDP ยูโรโซน



Source: Eurostat

Figure 5: อัตราเงินเฟ้อ อัตราดอกเบี้ยนโยบาย และอัตราดอกเบี้ยของยูโรโซน



Source: Eurostat, European Central Bank

ญี่ปุ่น

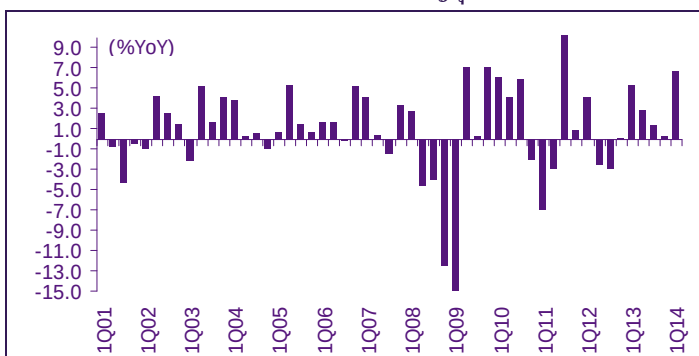
soqwan: ทุนหลักชั้น
VAT 11% BoJ อาจลดภาษี
เงินได้นิติบุคคลลงเพื่อ
กระตุ้นเศรษฐกิจต่อ

GDP ญี่ปุ่นขยายตัว +6.7% เทียบรายปีในไตรมาส 1/57 ซึ่งเป็นอัตราเติบโตเร็วที่สุดนับตั้งแต่ไตรมาส 3/54 ญี่ปุ่นเป็นประเทศพัฒนาแล้วเพียงแห่งเดียวที่เศรษฐกิจน่าจะชะลอตัวลงในปีนี้ (สู่ 1.3% เทียบกับ 1.5% ในปี 2556) แต่อัตราการขยายตัวทางเศรษฐกิจน่าจะฟื้นตัวสู่ระดับ 1.5% ในปี 2559 โดยได้รับปัจจัยหนุนจากการปฏิรูปโครงสร้างและนโยบายสนับสนุน

หลังจากไตรมาส 1 สิ้นสุดลงไม่นาน รัฐบาลญี่ปุ่นก็ตัดสินใจปรับภาษี VAT เพิ่มขึ้นจาก 5% สู่ 8% เป็นครั้งแรกในรอบ 17 ปี เพื่อลดระดับหนี้สาธารณะลง ผลกระทบจากการขึ้นภาษีจะมีให้เห็นในรายงานเศรษฐกิจไตรมาส 2/57 ในขณะที่ผลกระทบอาจจะไม่ร้ายแรงอย่างที่ตลาดกังวล แกล้งการณ์ของนายกรัฐมนตรี ผู้ว่าการธนาคารกลางญี่ปุ่น มองเศรษฐกิจในเชิงบวกทั้งๆ ที่ความเชื่อมั่นผู้บริโภคปรับตัวลดลงในเดือน มี.ค. และเม.ย. แต่การปรับตัวเพิ่มขึ้นในเดือน พ.ค. เป็นครั้งแรกในรอบ 6 เดือนเป็นปัจจัยที่ช่วยสนับสนุนให้รัฐบาลญี่ปุ่นคงเป้าอัตราเงินเฟ้อไว้ที่ระดับ 2% เราอาจจะเห็นเศรษฐกิจญี่ปุ่นหดตัวในไตรมาส 2/57 ตามการคาดการณ์ของตลาด อย่างไรก็ตาม ไรก็ดี การลดอัตราภาษีเงินได้นิติบุคคลยังคงเป็นตัวเลือกที่ธนาคารกลางญี่ปุ่นอาจนำมาใช้ภายในกลางปี 2558

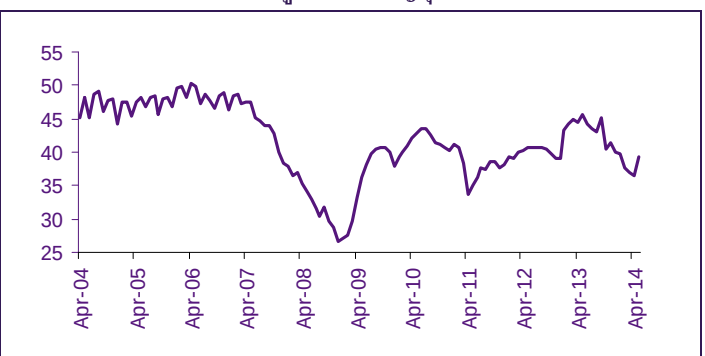
ตลาดหุ้นญี่ปุ่น (ใช้ดัชนี Nikkei 225 เป็นตัวแทน) เคลื่อนไหวอยู่ในช่วง 14,000-15,000 จุด โดยแกว่งตัวอยู่ในช่วงดังกล่าวภายหลังการขึ้นภาษีการขายและมีการคาดการณ์ว่าความเชื่อมั่นผู้บริโภคจะปรับตัวลดลง อย่างไรก็ตาม ตลาดหุ้นญี่ปุ่นเริ่มปรับตัวเพิ่มขึ้นในทิศทางเดียวกับตลาดหุ้นประเทศที่พัฒนาแล้วอื่นๆ ในช่วงกลางเดือน พ.ค. เนื่องจากผลกระทบจากการขึ้นภาษีน่าจะมีน้อยกว่าที่ตลาดคาดการณ์ไว้ ดัชนี Nikkei ฟื้นตัวขึ้น 1.82% QTD และในตอนนี้ก็ซื้อขายสูงกว่าระดับ 15,000 จุดอยู่เล็กน้อย โดยคิดเป็น PE 17.1 เท่า และ PBV 1.5 เท่าในปี 2557

Figure 6: อัตราการขยายตัวของ real GDP ญี่ปุ่น



Source: Economic and Social Research Institute Japan

Figure 7: ดัชนีความเชื่อมั่นผู้บริโภคของญี่ปุ่น



Source: Economic and Social Research Institute Japan

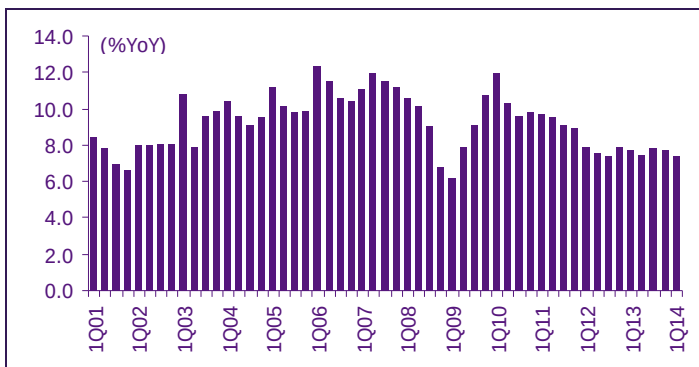
จีน

แม้ปัจจัยลบกดดัน แต่ตัวเลข GDP ยังคงแสดงถึงเศรษฐกิจที่ชะลอตัวอย่างค่อยเป็นค่อยไปอย่างต่อเนื่อง

GDP ไตรมาส 1/57 ของจีนขยายตัว 7.4% YoY ต่ำกว่าระดับที่คาดการณ์ไว้ทั้งปีที่ 7.5% เล็กน้อย เศรษฐกิจจีนที่ชะลอตัวลงเป็นปัจจัยสำคัญที่สร้างความกังวลแก่ตลาดในตอนนี้ เนื่องจากรัฐบาลจีนพยายามที่จะรักษาระดับการขยายตัวของเศรษฐกิจเอาไว้ รวมถึงปรับปรุงมาตรฐานการครองชีพ ลดระดับมลพิษ และเปลี่ยนตัวขับเคลื่อนเศรษฐกิจจากการลงทุนมาเป็นการอุปโภคบริโภค World Bank คาดว่าจีนจะรายงานอัตราการขยายตัวทางเศรษฐกิจได้ตามเป้าหมายไว้ในปีนี้อย่างแน่นอน แต่เพื่อให้บรรลุเป้าหมายดังกล่าว จีนจะต้องออกมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจและปฏิรูปโครงสร้างทางการเงินเพื่อแก้ปัญหาหนี้ ธนาคารกลางจีน (PBOC) ได้อัดฉีดเงินให้แก่สถาบันการเงินเพื่อนำไปปล่อยกู้ให้แก่โครงการขนาดใหญ่โดยหวังว่าจะช่วยกระตุ้นการใช้จ่าย และน่าจะเห็นมาตรการกระตุ้นเพิ่มเติมออกมาอีกในช่วงครึ่งหลังปี 57 เนื่องจากรัฐบาลจีนต้องการให้เศรษฐกิจขยายตัว 7.5% ตามเป้าหมายไว้ในปีนี้

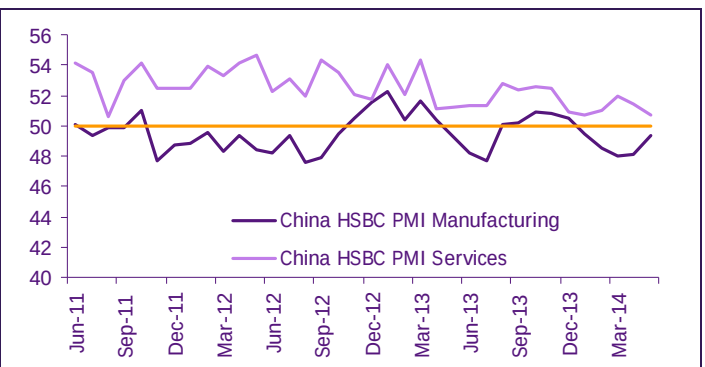
ตลาดหุ้นจีน (ใช้ดัชนีเซี่ยงไฮ้คอมโพสิต หรือ SHCOMP เป็นตัวแทน) แกว่งตัวอยู่ในกรอบ 2000 ถึง 2150 จุดค่อนข้างเงียบในช่วง 12 เดือนที่ผ่านมา ตั้งแต่ต้นไตรมาส 2/57 ถึงปัจจุบัน ดัชนี SHCOMP ให้ผลตอบแทนรวม 1.84% underperform ดัชนี MSCI APxJ อยู่ 3.46% อย่างไรก็ตาม ดัชนี SHCOMP เป็นหนึ่งในตลาดที่ถูกที่สุดในกลุ่มตลาดเกิดใหม่ที่กำลังเผชิญกับความเสี่ยงจากเศรษฐกิจชะลอตัว

Figure 8: อัตราการขยายตัวของ real GDP จีน



Source: National Bureau of Statistics of China

Figure 9: ดัชนี HSBC PMI จีน



Source: Markit

เศรษฐกิจไทย

GDP หดตัวลงในไตรมาส 1/57 แต่แนวโน้มเปลี่ยนแปลงไปนับตั้งแต่เกิดรัฐประหาร

GDP ไตรมาส 1/57 ของประเทศไทยหดตัวลง 0.6% YoY หลังจากเติบโต 0.6% ในไตรมาส 4/56 ประมาณการล่าสุดของ SCB EIC (ศูนย์วิจัยเศรษฐกิจและธุรกิจของธนาคารไทยพาณิชย์) คาดการณ์อัตราการขยายตัวของ GDP ที่ 1.6% ในปี 2557 ใกล้เคียงกับประมาณการ GDP ที่ธนาคารแห่งประเทศไทย (ธปท.) ปรับใหม่เป็น 1.5% ในขณะที่ World Bank คาดการณ์อัตราการขยายตัวของ GDP ปี 2558 และปี 2559 ที่ 4.5% ทั้งสองปี

Figure 10: ประมาณการเศรษฐกิจไทย

Key Indicators	Share	Unit	2013					2014				
			Q1	Q2	Q3	Q4	Full Year	Q1	Q2F	Q3F	Q4F	Full Year
Real GDP growth		% YOY	5.4%	2.9%	2.7%	0.6%	2.9%	-0.6%	0.0%	2.2%	4.7%	1.6%
Demand-side												
Private consumption	51%	% YOY	4.4%	2.5%	-1.2%	-4.1%	0.3%	-3.0%	-1.9%	0.5%	2.6%	-0.5%
Public consumption	10%	% YOY	2.9%	7.6%	7.3%	0.8%	4.9%	2.9%	2.0%	3.0%	3.0%	2.7%
Investment (GFCF)	22%	% YOY	5.8%	4.7%	-6.3%	-11.4%	-2.0%	-9.8%	-10.6%	-4.8%	13.0%	-3.7%
Private investment	17%	% YOY	2.9%	2.0%	-3.1%	-13.2%	-2.8%	-7.3%	-11.7%	-4.6%	15.1%	-2.9%
Public investment	5%	% YOY	18.8%	15.4%	-16.2%	-4.7%	1.3%	-19.3%	-6.6%	-5.6%	5.4%	-6.6%
Supply-side												
Agriculture	8%	% YOY	0.8%	2.5%	-0.3%	2.1%	1.4%	0.8%	1.8%	2.1%	2.7%	1.9%
Manufacturing	38%	% YOY	4.9%	-1.1%	-0.5%	-2.8%	0.1%	-2.7%	-1.2%	1.9%	3.3%	0.3%
Services	54%	% YOY	6.5%	6.1%	5.4%	3.0%	5.2%	0.8%	0.6%	2.5%	6.1%	2.5%
External sector												
Export of Goods (USD)		% YOY	3.9%	-2.2%	-1.7%	-1.0%	-0.3%	-1.0%	2.3%	5.0%	9.5%	4.0%
Import of Goods (USD)		% YOY	8.8%	2.8%	-2.0%	-7.9%	0.3%	-15.4%	-5.3%	6.4%	19.6%	0.8%
Current account		USD bln	0.5	-6.7	0.4	3.0	-2.8	8.2	-2.8	0.6	-1.0	5.0
Key rates												
Headline inflation		% YOY	3.1%	2.3%	1.7%	1.7%	2.2%	2.0%	2.6%	3.0%	3.2%	2.7%
Core inflation		% YOY	1.5%	1.0%	0.7%	0.8%	1.0%	1.2%	1.7%	1.8%	1.6%	1.6%
Policy rate (RP-1D) (end period)		% p.a.	2.75%	2.50%	2.50%	2.25%	2.25%	2.00%	2.00%	1.75%	1.75%	1.75%
THB/USD (end period)		THB/USD	29.8	29.9	31.4	31.7	31.7	32.6	33.0	33.0	33.0	33.0
Oil prices –Brent (period avg.)		USD/bbl	113	103	110	109	109	108	103	106	107	106

Source: Forecast by SCB EIC as of 21 May 2014

ผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียน

กำไรสุทธิไตรมาส 1/57 ของบริษัทจดทะเบียนในการวิเคราะห์ของ SCBS มีจำนวน 1.77 แสนล้านบาท ลดลง 17% YoY แต่เพิ่มขึ้น 28% QoQ ผลการดำเนินงานที่อ่อนแอไม่ใช่เรื่องที่น่าแปลกใจ เนื่องจาก GDP หดตัวลง 0.6% QoQ เพราะได้รับผลกระทบจากความเชื่อมั่นผู้บริโภคระดับต่ำและสถานการณ์ความไม่สงบทางการเมือง ในขณะที่ผลการดำเนินงานอาจจะแย่ลงต่อเนื่องในไตรมาส 2/57 แต่แนวโน้มในช่วงครึ่งหลังปี 57 ดูดีขึ้นมาก เนื่องจากสถานการณ์ความไม่สงบทางการเมืองสิ้นสุดลงแล้ว กำไรสุทธิโดยรวมของบริษัทในการวิเคราะห์ของ SCBS จะเติบโต 13% ในปี 2557 (กำไรสุทธิไตรมาส 1/57 คิดเป็น 24% ของประมาณการกำไรทั้งปี) และ 12% ในปี 2558 ทั้งนี้เมื่อเศรษฐกิจฟื้นตัวดีขึ้น เรามีแนวโน้มที่จะปรับประมาณการกำไรปี 2558 เพิ่มขึ้นอีก

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	11.0	10.1	10.0	3,583	9	1	2.22	1.92	1.69	22	20	18
Automotive	9.9	10.9	9.5	(8)	(10)	15	1.43	1.31	1.20	14	13	13
Banking	11.2	11.0	9.5	23	2	15	1.75	1.57	1.41	16	15	16
Commerce	36.2	31.6	25.7	8	15	23	8.66	7.41	6.36	26	25	27
Construction Materials	15.8	14.6	12.6	49	8	15	2.57	2.33	2.13	16	17	18
Electronic Components	13.3	11.2	11.1	13	18	1	2.17	1.94	1.79	13	16	17
Energy & Utilities	11.2	10.1	9.8	(9)	11	3	1.27	1.17	1.08	12	12	11
Finance & Securities	9.1	10.1	9.4	92	(9)	7	2.33	2.16	1.95	27	22	22
Food & Beverage	28.5	17.4	13.1	(46)	64	33	2.08	1.97	1.84	3	12	14
Health Care Services	38.5	33.2	28.4	(17)	16	17	6.35	5.77	5.16	19	21	22
ICT	23.8	17.9	14.7	8	32	22	9.98	6.42	6.26	21	38	44
Insurance	60.5	17.5	14.2	n.m.	246	23	4.54	3.74	3.07	8	23	24
Media & Publishing	15.8	17.2	17.9	11	(8)	(4)	5.58	5.50	5.37	35	32	30
Petrochemicals & Chemicals	12.6	11.0	10.2	(6)	14	8	1.42	1.32	1.22	11	12	12
Property Development	11.5	12.6	11.5	43	(9)	10	2.34	2.13	1.94	17	17	18
Tourism & Leisure	26.4	36.0	23.2	37	(27)	55	3.64	3.44	3.15	10	10	14
Transportation & Logistics	96.2	24.8	22.2	(77)	288	12	1.84	1.76	1.72	3	4	8
mai	158.2	42.0	23.1	123	276	82	11.91	9.40	7.11	10	25	35
SCBS Universe	15.5	13.8	12.3	4	13	12	2.16	1.96	1.79	14	15	15

Source: SCBS Investment Research



สถานการณ์ความไม่สงบ
ทางการเมืองที่ส่งผลกระทบ
ต่อเศรษฐกิจมานาน
หลายเดือนคลี่คลายลง

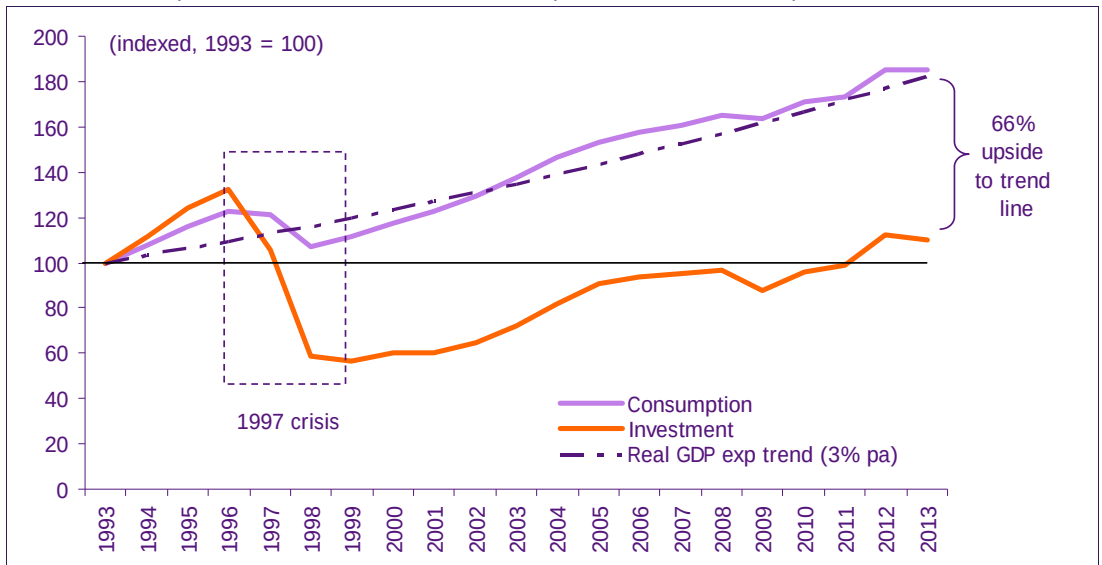
ตลาดพร้อมมองไปถึง
เศรษฐกิจที่ฟื้นตัวขึ้น โดย
ได้รับปัจจัยกระตุ้นจากฟื้น
ตัวกลับมาของวัฏจักรการ
ลงทุน

การลงทุนไทยต่ำกว่า trend
อยู่ 40%

แนวโน้มตลาดหุ้นไตรมาส 3/57 และกลยุทธ์การลงทุน

SET index แกว่งตัวอยู่บริเวณ 1,400 จุดในเดือน เม.ย.-พ.ค. ก่อนปรับขึ้นเหนือระดับ 1,400 จุดหลังการประกาศใช้กฎหมายการศึกษาและทำรัฐประหาร ทั้งนี้เมื่อดูอย่างผิวเผินปฏิกิริยาตอบสนองของตลาดอาจจะดูค่อนข้างขัดกับความรู้สึกของคนทั่วไป แต่การทำรัฐประหารก็ช่วยให้สถานการณ์ความไม่สงบทางการเมืองที่ส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจมานานหลายเดือนคลี่คลายไปในทางที่ดีขึ้น คสช.ทำงานได้อย่างรวดเร็วนับตั้งแต่ทำรัฐประหาร และจากผลสำรวจที่สวนดุสิตโพลล์เปิดเผยเมื่อวันที่ 22 มิ.ย. พบว่าประชาชนให้คะแนนผลงาน 1 เดือนของ คสช. 8.82 คะแนน จากเต็ม 10 คะแนน และแสดงให้เห็นว่าประชาชนพอใจ คสช. ที่นำความสงบกลับคืนมาให้แก่ประเทศและทำให้การชุมนุมคัดค้านรัฐบาลของ กปปส. สิ้นสุดลง ทำให้ตอนนี้เราเชื่อว่านักลงทุนในตลาดจะเปลี่ยนมุมมองในเชิงบวกมากขึ้นและพร้อมที่จะมองไปถึงเศรษฐกิจที่ฟื้นตัวดีขึ้น ทั้งนี้หลังจากวิกฤตการเงินปี 2540 สิ้นสุดลง การอุปโภคบริโภคภาคเอกชนของประเทศไทยก็ฟื้นตัวกลับขึ้นมาอยู่ที่เส้น 3% GDP trend line ในปี 2546 และเคลื่อนไหวอยู่บริเวณ trend line ดังกล่าวนับตั้งแต่นั้นมา ในขณะที่การลงทุนของประเทศไทยยังอยู่ในระดับต่ำและอยู่ต่ำกว่าเส้น trend line ดังกล่าวถึง 40% ในปี 2556

Figure 12: การอุปโภคบริโภคภาคเอกชนและการสะสมทุนถาวรเบื้องต้น (การลงทุน)

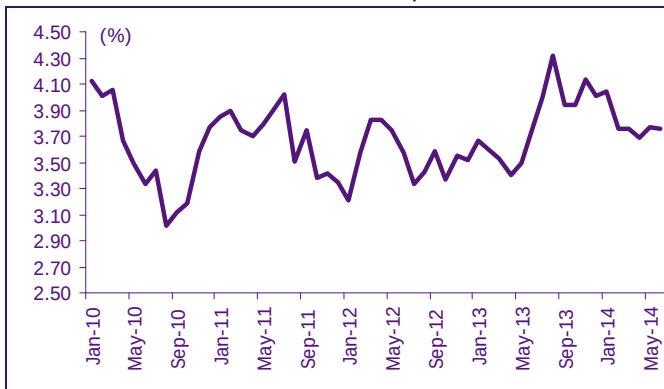


Source: SCBS Investment Research

เป้า SET index ปลายปี
2557 ของเราอยู่ที่ 1,600
จุด

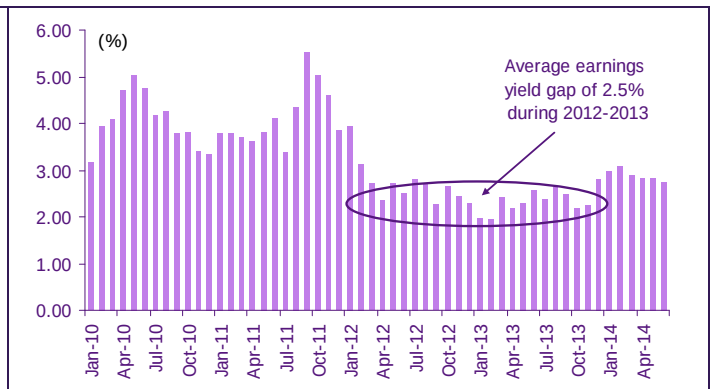
เราคาดว่านักลงทุนในตลาดจะยอมรับความเสี่ยงได้มากขึ้นในระยะ 6 เดือนข้างหน้า เนื่องจากในตอนนี้มีเหตุผลเพิ่มมากขึ้นที่ทำให้คาดว่าเศรษฐกิจจะฟื้นตัว เพราะสถานการณ์การเมืองคลี่คลายไปในทางที่ดีขึ้น ดังนั้นเราจึงปรับสมมติฐาน earnings yield gap สำหรับตลาดลดลงสู่ 2.5% (เท่ากับค่าเฉลี่ยในปี 2555-2556 ก่อนที่สถานการณ์ความไม่สงบทางการเมืองจะรุนแรงขึ้น) ส่งผลทำให้ PE เป้าหมายปรับขึ้นมาอยู่ที่ 16.0 เท่า และได้เป้า SET index ปลายปี 2557 ใหม่ที่ 1,600 จุด

Figure 13: ผลตอบแทนพันธบัตรไทยอายุ 10 ปี



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				
		3.25	3.50	3.75	4.00	4.25
Yield gap	2.00	19.0	18.2	17.4	16.7	16.0
	2.25	18.2	17.4	16.7	16.0	15.4
	2.50	17.4	16.7	16.0	15.4	14.8
	2.75	16.7	16.0	15.4	14.8	14.3

SET index target		10-year bond yield				
		3.25	3.50	3.75	4.00	4.25
Yield gap	2.00	1,900	1,820	1,740	1,670	1,600
	2.25	1,820	1,740	1,670	1,600	1,540
	2.50	1,740	1,670	1,600	1,540	1,480
	2.75	1,670	1,600	1,540	1,480	1,430

Source: SCBS Investment Research

Top picks ไตรมาส 3/57

เน้นหุ้น domestic plays ใน
ไตรมาส 3/57

หุ้น top picks ประจำไตรมาส 3/57 ของเราเน้นไปที่หุ้น domestic plays ทั้งหมด เนื่องจากเราคาดว่าตลาดจะมองไปถึงเศรษฐกิจที่ฟื้นตัวดีขึ้น สำหรับหุ้นที่เกี่ยวข้องกับการอุปโภคบริโภคในประเทศ เราชอบหุ้นอสังหาฯ (AP และ LPN) และค้าปลีก (CPALL และ ROBINS) ส่วนหุ้นที่เกี่ยวข้องกับการลงทุนในประเทศ เราเลือกหุ้นรับเหมาก่อสร้าง คือ CK และ ITD

- **AP** มีแนวโน้มทำยอดขายได้ตามเป้าที่บริษัทวางไว้ในปี 2557 ที่ 1.8 หมื่นล้านบาท เพิ่มขึ้น 19% YoY หุ้นซื้อขายที่ PE 7 เท่า และ PBV 1.1 เท่า ราคาเป้าหมายของเราที่ 8.5 บาทให้ upside 43%
- **CK** แผนพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานด้วยงบลงทุน 3 ล้านล้านบาทของรัฐบาล ซึ่ง CK คาดว่าจะชนะประมูล 20-25% จะส่งผลดีอย่างมากต่อกลุ่มรับเหมาก่อสร้าง ราคาเป้าหมายของเราที่ 30 บาทให้ upside 34%
- **CPALL** กำไรจะเพิ่มขึ้นโดยได้รับปัจจัยหนุนจากอัตราเติบโตของยอดขายสาขาเดิมที่ฟื้นตัวดีขึ้น อัตรากำไรที่เพิ่มขึ้น และภาระหนี้สินที่ลดลง ราคาเป้าหมายของเราที่ 58 บาทให้ upside 21%
- **ITD** ล้างหุ้นรับเหมาก่อสร้างตัวอื่นๆ ในช่วง 2-3 ปีที่ผ่านมา แต่ยังคงมีผลงานดีที่สุดในกลุ่มจะช่วยเพิ่มโอกาสให้บริษัทชนะการประมูล ราคาเป้าหมายของเราที่ 8.5 บาทให้ upside 67%
- **LPN** ความกังวลหมดไป ในขณะที่กำไรมีแนวโน้มเติบโตและรายได้มีความแน่นอนมากขึ้น หุ้นซื้อขายที่ PE 13.6 เท่า แต่จะลดลงสู่ 9.3 เท่าในปีหน้า ราคาเป้าหมายของเราที่ 23 บาทให้ upside 22%
- **ROBINS** เป็นหุ้น laggard ในกลุ่มพาณิชย์ เนื่องจากการจ่ายสินค้าฟุ่มเฟือยได้รับผลกระทบจากเศรษฐกิจชะลอตัวมากกว่าสินค้าจำเป็น แต่จะฟื้นตัวได้เร็วกว่า ราคาเป้าหมายของเราที่ 70 บาทให้ upside 23%

Figure 16: Top picks ไตรมาส 3/57 – 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
AP	Buy	5.95	8.5	47.6	8.5	7.0	6.3	-4.5	21.8	11.1	1.2	1.1	1.0	15.1	16.5	16.3	4.2	4.7	5.3	12.6	10.6	9.7
CK	Buy	22.40	30.0	35.7	44.6	26.1	25.2	n.m.	70.5	3.5	2.2	2.4	2.2	6.7	8.9	9.1	1.9	1.8	1.8	16.2	16.8	15.4
CPALL	Buy	48.00	58.0	22.7	39.1	34.6	25.9	0.2	12.8	33.9	13.1	11.5	9.3	36.6	35.3	39.9	1.9	1.9	1.9	29.2	18.3	15.2
ITD	Buy	5.10	8.5	68.2	27.2	25.6	20.3	-8.2	6.2	26.1	2.0	1.9	1.8	7.6	7.6	9.0	0.0	1.6	2.0	8.5	9.7	9.3
LPN	Buy	18.90	23.0	26.1	12.0	13.6	9.3	6.8	-12.2	46.9	2.9	2.7	2.3	26.3	20.4	26.5	4.4	4.4	5.4	11.5	13.4	9.2
ROBINS	Buy	56.75	70.0	25.1	32.3	29.2	23.7	2.3	10.8	23.0	5.2	4.8	4.3	17.1	17.2	19.1	1.6	1.7	2.1	16.4	15.1	12.2
Average					27.3	22.7	18.5	-0.7	18.3	24.1	4.4	4.0	3.5	18.2	17.6	20.0	2.3	2.7	3.1	15.7	14.0	11.8

Source: SCBS Investment Research

Top Picks

This page is left blank intentionally



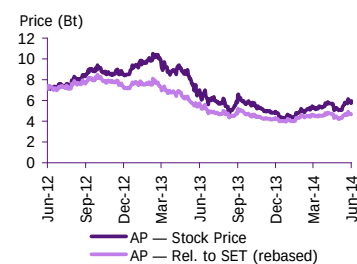
ข้อ

Stock Data

Last close (Jun 20) (Bt)	5.95
12-m target price (Bt)	8.50
Upside (Downside) to TP (%)	42.86
Mkt cap (Btbn)	17.02
Mkt cap (US\$m)	524

Bloomberg code	AP TB
Reuters code	AP.BK
Risk rating	M
Mkt cap (%) SET	0.13
Sector % SET	6.50
Shares issued (mn)	2,860
Par value (Bt)	1
12-m high / low (Bt)	7 / 4.1
Avg. daily 6m (US\$m)	2.24
Foreign limit / actual (%)	30 / 23
Free float (%)	67.5
Dividend policy (%)	≤ 50

Price Performance



Source: SET, SCBS Investment Research

Share performance

	1M	3M	12M
Absolute	16.7	11.2	-9.2
Relative to SET	11.5	3.1	-13.3

Source: SET, SCBS Investment Research

สิริกร ศุภณัฐพัชร

นักวิเคราะห์การลงทุนวิจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1020

sirikarn.krisnipat@scb.co.th

Valuation ถูก ยอดขายสูง

AP มีแนวโน้มที่จะทำยอดขายได้ถึงเป้าทั้งปีของบริษัทวางไว้ที่ 1.8 หมื่นล้านบาท เติบโต 19% YoY สูงกว่าคู่แข่ง ความเชื่อมั่นผู้บริโภคที่ฟื้นตัวขึ้นสนับสนุนให้ AP วางแผนเปิดตัวคอนโดเพิ่มอีก 1 โครงการ ซึ่งจะทำให้ยอดขายปี 2557 มีแนวโน้มปรับเพิ่มขึ้นได้อีกและรองรับรายได้ในปี 2559 ราคาหุ้น AP ที่ปรับตัวเพิ่มขึ้น 14% QTD ยังไม่ได้สะท้อนยอดขายที่มีแนวโน้มเติบโตสูงถึง 120% QoQ และนำเสนอคู่แข่งที่ราคาหุ้นปรับขึ้นเฉลี่ย 18% เทียบกับยอดขายที่เติบโตเพียง 48% เราเชื่อว่า valuation ของ AP อยู่ในระดับต่ำ โดยซื้อขายที่ PER เพียง 7.0 เท่า และ PBV 1.1 เท่าในปี 2557 ต่ำที่สุดในจำนวนบริษัทพัฒนาที่อยู่อาศัยชั้นนำ 7 ราย และต่ำกว่า mid-range valuation ของบริษัท เราแนะนำ “ซื้อ” AP

ยอดขายฟื้นตัวขึ้นมากในไตรมาส 2/57 ยอดขายของ AP เพิ่มขึ้นจาก 2.2 พันล้านบาทในไตรมาส 1/57 สู่ 3.9 พันล้านบาทในเดือน เม.ย.-พ.ค. ส่งผลทำให้ยอดขายทั้งหมดในช่วง 5 เดือนแรกปี 57 มีจำนวน ~6 พันล้านบาท คิดเป็น 33% ของยอดขายที่บริษัทตั้งเป้าไว้ทั้งปี ยอดขายที่เพิ่มขึ้นเนื่องจากกระแสดอรับที่ดีกว่าคาดต่อคอนโดที่เปิดตัวไปเมื่อไม่นานนี้ คือ Rhythm สุขุมวิท 36 และ Rhythm อโศก 2 และเหตุการณ์ที่มีลูกค้ายกเลิกสัญญาจำนวนมากที่โครงการ Rhythm สาทร ในเดือน ธ.ค. 2556 - มี.ค. 2557 ได้สิ้นสุดลงแล้ว ทำให้ความเสี่ยงที่จะพลาดเป้าลดลง แม้ในกรณีที่เรานำสมมติฐานยอดขายคอนโดเป็นศูนย์และยอดขายบ้านแนวราบทรงตัวในเดือน มิ.ย. ยอดขายทั้งหมดก็จะยังคงเติบโตอย่างน่าประทับใจถึง 120% YoY สู่ 4.8 พันล้านบาทในไตรมาส 2/57

คาดว่าจะทำยอดขายได้ตามเป้าและมีโอกาสสูงกว่าเป้า ความเชื่อมั่นผู้บริโภคที่ฟื้นตัวขึ้นและโมเมนตัมที่เป็นบวกทำให้เราคาดว่ายอดขายในช่วงครึ่งหลังปี 57 จะเพิ่มขึ้นจากครึ่งปีแรก เมื่อใช้สมมติฐานอัตราการขาย 30% ของสต็อกที่มีอยู่ (สต็อกคงเหลือ ณ สิ้นปี 2556 บวกกับโครงการเปิดใหม่ในปี 2557) สำหรับคอนโดและบ้านแนวราบแต่ละโครงการ ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยในปี 2551-2556 ที่ 40% และ 57% ตามลำดับ AP จะทำยอดขายได้ตามเป้าที่บริษัทวางไว้ทั้งปี 1.8 หมื่นล้านบาท เติบโต 19% YoY อย่างไรก็ดี ยอดขายอาจจะสูงกว่าเป้าจากการเปิดตัวคอนโดเพิ่มอีก 1 โครงการในไตรมาส 4/57 คือ คอนโดแบรนด์ “Aspire” มูลค่า 3 พันล้านบาท เมื่อใช้สมมติฐานอัตราการขาย 30% หมายความว่ายอดขายในปีนี้จะปรับขึ้นได้อีก 5%

รายได้จะเติบโต QoQ อย่างต่อเนื่องและสูงสุดในไตรมาส 4/57 เราคาดว่ารายได้จะเติบโต 45% QoQ ในไตรมาส 2/57 โดยได้รับปัจจัยหนุนจากโครงการ Life รัชดาภิเษก (ยอดขายรอรับรายได้มีจำนวน 2.7 พันล้านบาท) ที่ก่อสร้างเสร็จ การก่อสร้างโครงการ Aspire พระราม 9 (2.2 พันล้านบาท) เสร็จจะช่วยสนับสนุนให้รายได้เติบโตในไตรมาส 3/57 ต่อจากนั้นก็ตามมาด้วยคอนโดอีก 4 โครงการในไตรมาส 4/57 คือ Rhythm สาทร-นราธิวาส (1.5 พันล้านบาท), Rhythm สาทร (2 พันล้านบาท), Aspire สุขุมวิท 48 (1.3 พันล้านบาท), Aspire รัตนวิเศษ (900 ล้านบาท) ปัจจุบัน AP มียอดขายรอรับรายได้รวม 2.3 หมื่นล้านบาท รองรับรายได้ 77% ที่เราคาดการณ์ไว้ในปี 2557

คาดการณ์กำไรในระยะ 3 ปีข้างหน้าเติบโตเฉลี่ย 14% ต่อปี เราปรับประมาณการกำไรของ AP โดยเลื่อนโครงการ Aspire งามวงศ์วาน ไปยังปี 2559 ส่งผลทำให้กำไรปี 2558 ปรับลดลง 6% สู่ 2.7 พันล้านบาท และทำให้กำไรปี 2559 ปรับเพิ่มขึ้น 3% สู่ 3.0 พันล้านบาท เราคาดว่า AP จะมีอัตรากำไรขั้นต้นในระดับทรงตัวที่ 33% และอัตราส่วนค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารต่อยอดขายจะลดลงจาก 19% ในปี 2556 สู่ 18% โดยเกิดจากการควบคุมต้นทุนการตลาดอย่างเข้มงวดและไม่มีค่าใช้จ่ายเกี่ยวกับการซ่อมแซมโครงการ Rhythm สาทร เกิดขึ้นอีก นอกจากนี้เราใช้สมมติฐานว่า AP จะใช้ผลประโยชน์ทางภาษีจำนวน 80 ล้านบาทของโครงการ Rhythm สาทร ในปีนี้ สำหรับปี 2558 เราคาดว่ารายได้จะเติบโต 13% เพราะ economies of scale จะช่วยให้อัตราส่วนค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารต่อยอดขายลดลงสู่ระดับ 17.5%

Forecasts and valuation

Year to 31 Dec	Unit	2012	2013	2014F	2015F	2016F
Revenue	(Btmn)	17,310	19,989	20,698	23,370	24,136
EBITDA	(Btmn)	3,022	2,894	3,367	3,860	4,099
Core Profit	(Btmn)	2,095	2,009	2,447	2,718	2,995
Reported Profit	(Btmn)	2,186	2,013	2,447	2,718	2,995
Core EPS	(Bt)	0.74	0.70	0.86	1.0	1.0
DPS	(Bt)	0.25	0.25	0.28	0.3	0.3
P/E, core	(x)	8.2	8.5	7.0	6.3	5.7
EPS growth, core	(%)	25.0	(4.5)	21.8	11.1	10.2
P/BV, core	(x)	1.3	1.2	1.1	1.0	0.9
ROE	(%)	18.0	15.1	16.5	16.3	16.0
Dividend yield	(%)	4.2	4.2	4.7	5.2	5.8
EV/EBITDA	(x)	11.0	12.7	10.7	9.8	9.3

Source: SCBS Investment Research

Financial statement

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	2012	2013	2014F	2015F	2016F
Total revenue	17,310	19,989	20,698	23,370	24,136
Cost of goods sold	11,273	13,238	13,741	15,555	15,996
Gross profit	6,036	6,750	6,956	7,816	8,140
SG&A	3,037	3,870	3,636	4,078	4,167
Other income	76	67	67	67	67
Interest expense	213	293	343	375	398
Pre-tax profit	2,760	2,549	2,971	3,430	3,642
Corporate tax	664	539	514	686	728
Equity a/c profits	0	-1	-10	-26	81
Minority interests	0	0	0	0	0
Core profit	2,095	2,009	2,447	2,718	2,995
Extra-ordinary items	90	5	0	0	0
Net Profit	2,186	2,013	2,447	2,718	2,995
EBITDA	3,022	2,893	3,356	3,835	4,180
Core EPS (Bt)	0.74	0.70	0.86	0.95	1.05
Net EPS (Bt)	0.77	0.70	0.86	0.95	1.05
DPS (Bt)	0.25	0.25	0.28	0.31	0.35

Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	2012	2013	2014F	2015F	2016F
Total current assets	28,753	33,158	34,326	37,573	40,192
Total fixed assets	719	1,252	961	965	967
Total assets	29,472	34,410	35,287	38,539	41,159
Total loans	12,282	15,430	15,179	16,429	16,929
Total current liabilities	8,396	9,667	11,734	15,574	16,096
Total long-term liabilities	8,396	10,735	7,814	5,314	5,314
Total liabilities	16,792	20,402	19,548	20,889	21,411
Paid-up capital	2,848	2,860	2,860	2,860	2,860
Total equity	12,680	14,007	15,739	17,650	19,748
BVPS (Bt)	4.45	4.90	5.50	6.17	6.90

Cash Flow Statement (Btmn)

FY December 31	2012	2013	2014F	2015F	2016F
Core Profit	2,095	2,009	2,447	2,718	2,995
Depreciation and amortization	49	53	53	55	58
Operating cash flow	2,492	-2,669	574	-818	498
Investing cash flow	216	-89	238	-60	-60
Financing cash flow	-2,401	2,903	-966	443	-397
Net cash flow	306	145	-153	-435	41

Key Financial Ratios

	2012	2013	2014F	2015F	2016F
Gross margin (%)	34.9	33.8	33.6	33.4	33.7
Operating margin (%)	17.3	14.4	16.0	16.0	16.5
EBITDA margin (%)	17.5	14.5	16.2	16.4	17.3
EBIT margin (%)	17.2	14.2	16.0	16.2	17.1
Net profit margin (%)	12.6	10.1	11.8	11.6	12.4
ROE (%)	18.0	15.1	16.5	16.3	16.0
ROA (%)	7.1	6.3	7.0	7.4	7.5
Net gearing (x)	0.9	1.0	0.9	0.9	0.8
Payout Ratio (%)	32.6	35.5	33.0	33.0	33.0

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14
Total revenue	2,848	4,286	4,445	8,410	3,523
Cost of goods sold	1,888	2,824	2,956	5,571	2,364
Gross profit	960	1,461	1,490	2,839	1,159
SG&A	645	849	911	1,571	753
Other income	17	11	18	21	15
Interest expense	50	75	84	84	84
Pre-tax profit	281	549	513	1,206	336
Corporate tax	59	97	107	276	67
Equity a/c profits	0	0	0	-1	-9
Minority interests	0	0	0	0	0
Core profit	223	452	406	928	260
Extra-ordinary items	0	0	0	5	0
Net Profit	223	452	406	933	260
EBITDA	401	680	645	1,379	455
Core EPS (Bt)	0.10	0.19	0.17	0.40	0.11
Net EPS (Bt)	0.10	0.19	0.17	0.40	0.11

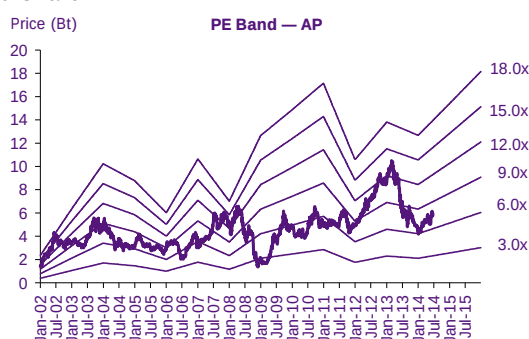
Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14
Total current assets	31,255	32,764	34,277	33,158	34,521
Total fixed assets	698	974	976	1,252	1,328
Total assets	31,953	33,738	35,253	34,410	35,848
Total Loans	14,291	16,509	17,519	15,430	16,949
Total current liabilities	10,513	11,245	11,419	9,667	10,926
Total long-term liabilities	8,508	9,824	10,759	10,735	10,658
Total liabilities	19,021	21,069	22,178	20,402	21,584
Paid-up capital	2,860	2,860	2,860	2,860	2,860
Total equity	12,931	12,668	13,074	14,007	14,264
BVPS (Bt)	4.52	4.43	4.57	4.90	4.99

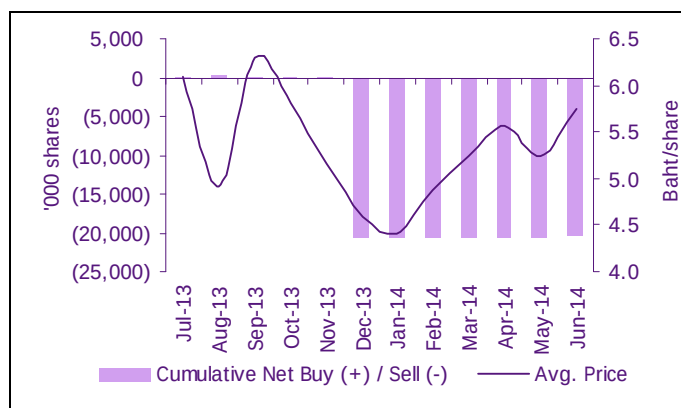
Main Assumptions

	2012	2013	2014F	2015F	2016F
SDH+TH revenue (Btmn)	9,324	10,092	10,200	10,259	11,237
Condo revenue (Btmn)	8,039	9,761	10,357	12,964	12,744
Presales (Btmn)	20,238	15,184	18,329	20,612	22,088
Land acquisition (Btmn)	3,160	6,500	6,000	6,000	6,000
S&A/Revenue (%)	18.1	19.9	17.9	17.5	17.3
Effective tax rate (%)	24.1	21.1	17.3	20.0	20.0

PE Band Chart

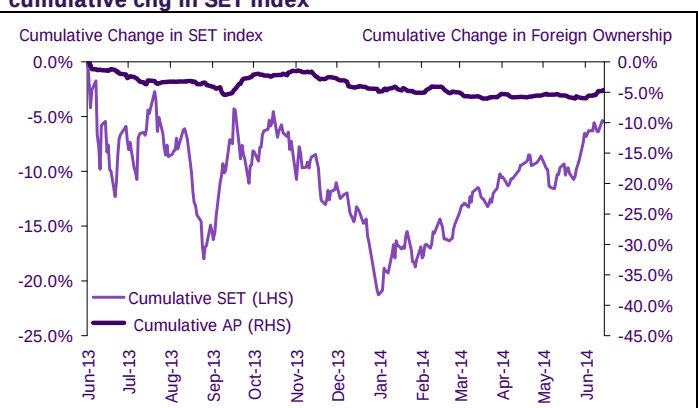


12-Month Cumulative directors trade



Source: SEC

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



Source: SET, SCBS Investment Research

Figure 1: Low-rise presales

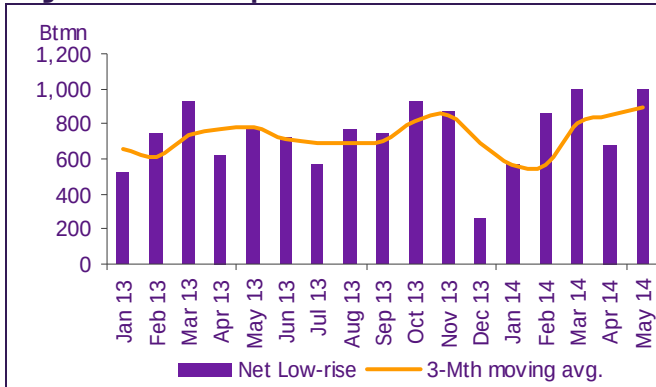


Figure 2: Condo presales

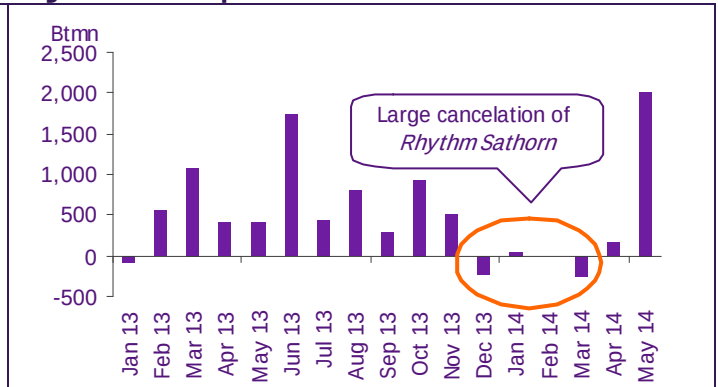


Figure 3: Presales hiccup in 2013, but growth in 2014

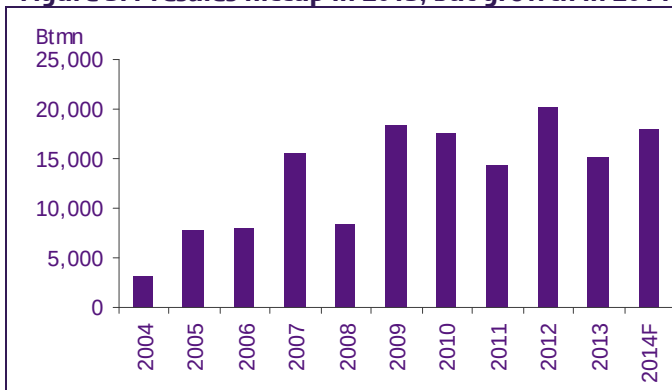


Figure 4: New launches during 2004-2014F

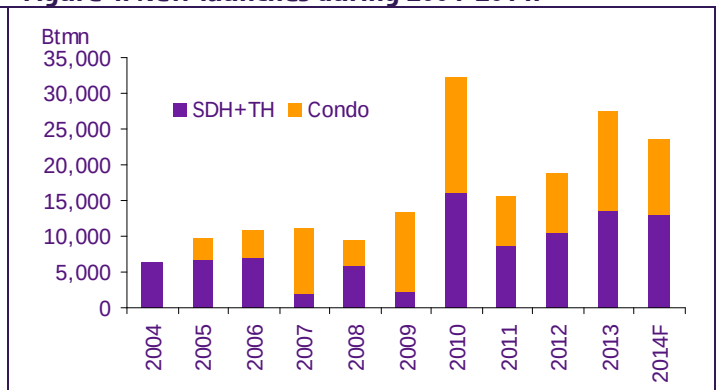


Figure 5: New launches in 2014

Planned-to-be-launched projects in 2014	Rat	No of units	Project value (Btmn)	% sold (in unit) (as of 31 Mar 14)	Land acquisition	Launch year	Completion (last unit transferred)
Single Detached House							
1. Soul Ratchada 68	8.4	30	920	13%	Q1 2013	Q1 2014	2015
2. The City Ram Indra	28.6	95	940		Q2 2013	Q2 2014	2017
3. The Palazzo Ratchaphreuk	18.1	43	1,050		Q3 2013	Q2 2014	2017
4. SDH Tiwanon	23.2	79	1,000		Q1 2014	Q3 2014	2017
Total SDH			4,610				
Townhouse							
1. Baan Klang Muang Piboonsongkram	13.3	125	790	11%	Q3 2013	Q1 2014	2016
2. Pleno Srinakarin	25.2	280	720		Q4 2012	Q2 2014	2017
3. Baan Klang Muang Vipawadee 64	19.2	207	1,290		Q3 2013	Q2 2014	2017
4. Baan Klang Muang Sukaswet	32.7	392	2,200		Q3 2013	Q2 2014	2018
5. Baan Klang Muang Phaholyothin 34	9.3	92	780		Q1 2013	Q2 2014	2015
6. Baan Klang Muang Town in Town	6.6	35	870		Q3 2013	Q3 2014	2016
7. Pleno Petchakarn 81	18.4	192	460		Q1 2014	Q3 2014	2017
8. Baan Klang Muang Sukhumvit 77	18.5	222	1,250		Q4 2013	Q4 2014	2017
Total TH			8,360				
Condominium							
1. Rhythm Sukhumvit 36-38*	2.7	496	2,850		Q2 2013	Q2 2014	2017
2. Aspire Ratchada-Wongsawang*	5.7	1,232	2,700		Q3 2013	Q2 2014	2017
3. Rhythm Asoke 2*	1.6	338	1,500		Q1 2014	Q2 2014	2017
4. Aspire Ladprao 113	2.2	266	490		Q1 2014	Q3 2014	2016
5. Aspire Sathorn-Taksin phase 3	3.5	632	1,290		Q4 2007	Q3 2014	2017
6. Life Sukhumvit 48	3.7	613	1,800		Q1 2011	Q4 2014	2018
Total Condo			10,630				
Total planned-to-be-launched projects in 2014			23,600				

Source: Company

Figure 6: Ongoing projects

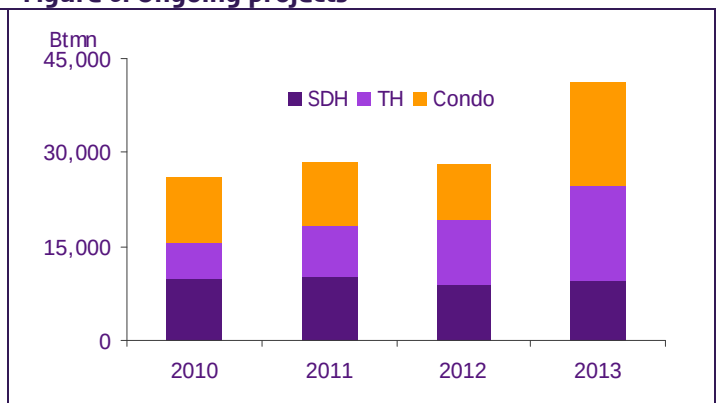


Figure 7: AP – Historical PER

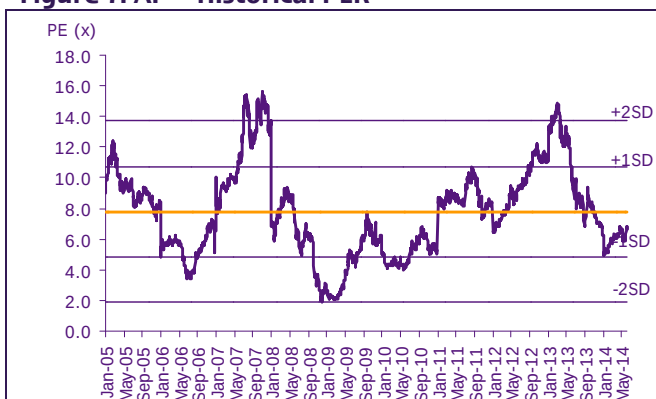
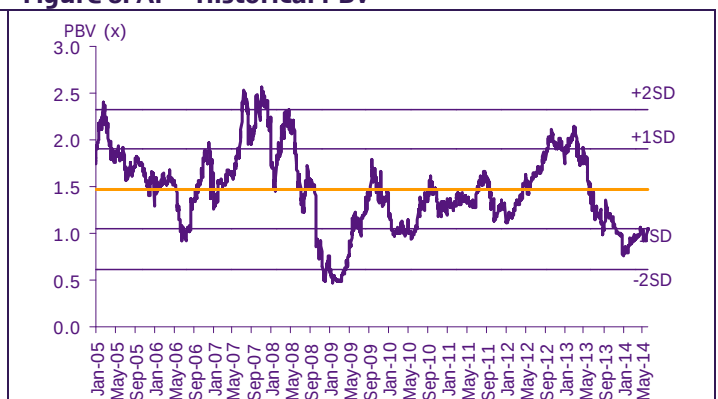


Figure 8: AP – Historical PBV



This page is left blank intentionally



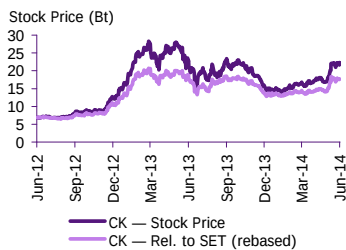
ข้อ

Stock data

Last close (Jun 20) (Bt)	22.40
12-m target price (Bt)	30.00
Upside (Downside) to TP (%)	33.93
Mkt cap (Btbn)	37.94
Mkt cap (US\$mn)	1,169

Bloomberg code	CK TB
Reuters code	CK.BK
Risk rating	M
Mkt cap (%) SET	0.29
Sector % SET	1.58
Shares issued (mn)	1,694
Par value (Bt)	1
12-m high / low (Bt)	23.5 / 13
Avg. daily 6m (US\$mn)	12.85
Foreign limit / actual (%)	25 / 8
Free float (%)	60.3
Dividend policy (%)	≥ 40

Price Performance



Source: SET, SCBS Investment Research

Share performance

	1M	3M	12M
Absolute	24.4	36.7	7.3
Relative to SET	19.0	26.7	2.4

Source: SET, SCBS Investment Research

วชิราลักษณ์ แสงเลิศศิลป์

นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1033

vajiralux.sanglersillapachai@scb.co.th

อุปสรรคกำลังจะหมดไป จะกลับมาเติบโตได้ตามปกติ

โครงการลงทุนขนาดใหญ่จะกลับมาเดินหน้าต่ออีกครั้งเพราะ คสช.ให้คำมั่นว่าจะผลักดันการลงทุนในโครงสร้างพื้นฐาน ส่งผลทำให้ธุรกิจรับเหมาก่อสร้างกลับมามีแนวโน้มที่ดีอีกครั้ง ซึ่งรวมถึง CK ด้วย CK คาดว่าจะได้ส่วนแบ่งงาน 20-25% ของโครงการขนาดใหญ่ที่เปิดประมูลในแต่ละปี หรือคิดเป็นงานใหม่ที่มีเข้ามาเพิ่มขึ้นปีละ 3.0-6.5 หมื่นล้านบาทในระหว่างปี 2558-2565 เรากลับมาใช้วิธี sum-of-the-parts ในการคำนวณราคาเป้าหมายของ CK ซึ่งประกอบด้วยมูลค่าธุรกิจก่อสร้างที่คำนวณด้วยวิธี DCF (15 บาท) และมูลค่าเงินลงทุนในบริษัทย่อย (15 บาท) ซึ่งให้ราคาเป้าหมายของ CK ที่ 30 บาท และปรับคำแนะนำสำหรับ CK ขึ้นจาก “Neutral” สู่ “ซื้อ”

พร้อมและกำลังรอการกลับมาของโครงการพัฒนาระบบโครงสร้างพื้นฐาน คณะรักษาความสงบแห่งชาติ (คสช.) วางแผนเร่งเดินหน้าโครงการพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานและระบบขนส่งมวลชน วงเงิน 2-3 ล้านล้านบาท คิดเป็นงานมูลค่า ~1.5 แสนล้านบาทต่อปี อัตราเติบโตเฉลี่ย 11% ต่อปีในปี 2558-2565 โดย CK คาดว่าจะได้รับส่วนแบ่งงาน 20-25% ของโครงการดังกล่าว นอกจากนี้มาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจโดยรวมก็น่าจะส่งผลทำให้มีโครงการภาคเอกชนเพิ่มมากขึ้นด้วย เช่น โครงการที่อยู่อาศัย และโรงไฟฟ้า ดังนั้นด้วยภาพรวมที่ดีขึ้น อุตสาหกรรมรับเหมาก่อสร้างจึงน่าจะเติบโตได้อย่างรวดเร็วในปี 2558-2565 และจะทำให้ CK มีงานใหม่เพิ่มขึ้นเฉลี่ยปีละ ~4.6 หมื่นล้านบาท โดยจะเริ่มต้นที่ 3 หมื่นล้านบาทในปี 2558 (20% ของงบประมาณลงทุนในโครงสร้างพื้นฐาน)

โครงการไฮเวย์บุรี รถไฟฟ้า MRT และทางด่วนยังคงเป็นโครงการที่สร้างรายได้ส่วนใหญ่ในปี 2557 เราคาดการณ์รายได้ในปี 2557 ที่ 3.4 หมื่นล้านบาท โดย 30% มาจากโครงการโรงไฟฟ้าพลังน้ำไฮเวย์บุรีในลาวซึ่งยังมีงานมูลค่า 4.8 หมื่นล้านบาทที่จะรับรู้เป็นรายได้ไปจนถึงกลางปี 2562 นอกจากนี้บริษัทก็มีงานรถไฟฟ้าสายสีม่วงสัญญาที่ 4 ที่ยังเหลืออีก 2 หมื่นล้านบาท งานรถไฟฟ้าสายสีเขียวที่เหลืออีก 1 หมื่นล้านบาท และงานทางด่วนศรีรัชที่เหลืออีก 1.9 หมื่นล้านบาท

จะเห็นสัญญาณใหม่มูลค่า 2.2 หมื่นล้านบาทในช่วงครึ่งหลังปี 57 ณ ไตรมาส 1/57 CK มีงานใหม่มูลค่าสูงถึง 1.04 แสนล้านบาทจาก 18 โครงการ บริษัทจะเห็นสัญญาณก่อสร้างโครงการไฟฟ้าบางปะอิน โฉนดเนอเรน (SPP) มูลค่า 5 พันล้านบาทในเดือน ต.ค. 2557 หลังจากนั้นก็จะเห็นสัญญาณก่อสร้างโครงการโรงไฟฟ้าบางปะอิน มูลค่า 1.7 หมื่นล้านบาท กับรัฐบาลลาวภายในสิ้นปีนี้ ดังนั้นงานใหม่จะเพิ่มขึ้นอีกอย่างน้อย 2.2 หมื่นล้านบาทในปี 2557

ปรับคำแนะนำขึ้นสู่ “ซื้อ” และปรับราคาเป้าหมายเพิ่มขึ้นสู่ 30 บาท (จาก 23 บาท) ในปี 2555-2556 ซึ่งเป็นช่วงที่มีการเสนอแผนพัฒนาโครงสร้างพื้นฐาน วงเงิน 2 ล้านล้านบาทเป็นครั้งแรก เรามีมุมมองเชิงบวกต่อธุรกิจรับเหมาก่อสร้าง แต่หลังจากนั้นแนวโน้มธุรกิจก็เริ่มปรับตัวลงเนื่องจากเกิดสถานการณ์ความไม่สงบทางการเมืองในประเทศไทยและโครงการทุกโครงการหยุดชะงักลง ตอนนั้นสถานการณ์คลี่คลายไปในทางที่ดีขึ้น และ คสช.ก็กำลังเร่งเดินหน้าผลักดันแผนพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานด้วยแนวโน้มธุรกิจที่กลับมาดีขึ้น เราจึงกลับมาใช้วิธี sum-of-the-parts ในการคำนวณราคาเป้าหมายของ CK โดยใช้วิธี DCF 8 ปี ประเมินมูลค่าธุรกิจรับเหมาก่อสร้างของบริษัทได้ 15 บาท บวกกับมูลค่าเงินลงทุนในบริษัทย่อยที่ 15 บาท (TTW ที่ 5.5 บาท/หุ้น, BECL ที่ 3.5 บาท/หุ้น, BMCL ที่ 3.8 บาท/หุ้น, และ CKP ที่ 2.2 บาท/หุ้น) แนวโน้มที่ดีในระยะยาวของ CK จะเกิดจาก BMCL ที่จะเปลี่ยนมาสร้างกำไรให้แก่บริษัทหลังจากถึงจุดคุ้มทุน (คาดในปี 2559) และ EBITDA กับกำไรสุทธิจะปรับเพิ่มขึ้นอย่างมากตั้งแต่ปี 2560 เป็นต้นไป

ปัจจัยเสี่ยง 1) บริษัทรับเหมาก่อสร้างที่เน้นงานก่อสร้างโครงสร้างพื้นฐานจะประสบกับปัญหาความไม่แน่นอนทางการเมือง แต่ในครั้งนี้นั้น คสช.อาจจะเร่งดำเนินการให้ทุกอย่างเดินหน้าไปได้อย่างรวดเร็วสำหรับ CK ความเสี่ยงนี้จะถูกชดเชยด้วยการรับงานในกลุ่มอื่นๆ 2) การขาดแคลนแรงงานอาจจะทำให้โครงการล่าช้า และ 3) อัตราค่าใรออาจจะหดตัวเพราะต้นทุนผันผวน โดยเฉพาะต้นทุนค่าแรง และราคาปูนซีเมนต์และเหล็ก

Forecasts and valuation

Year to 31 Dec	Unit	2012	2013	2014F	2015F	2016F
Revenue	(Btmn)	20,895	32,788	34,177	38,495	40,852
EBITDA	(Btmn)	2,889	4,237	4,252	4,742	5,025
Core profit	(Btmn)	73	831	1,452	1,503	1,711
Reported profit	(Btmn)	584	7,674	1,452	1,503	1,711
Core EPS	(Bt)	0.04	0.50	0.86	0.89	1.01
DPS	(Bt)	0.35	0.43	0.40	0.40	0.40
P/E, core	(x)	504.0	44.6	26.1	25.2	22.2
EPS growth, core	(%)	(105.4)	1,030.8	70.5	3.5	13.8
P/BV, core	(x)	4.5	2.2	2.4	2.2	2.1
ROE	(%)	1.0	6.7	8.9	9.1	9.8
Dividend yield	(%)	1.6	1.9	1.8	1.8	1.8
EV/EBITDA	(x)	15.1	16.2	16.8	15.4	14.4

Source: SCBS Investment Research

Financial statement

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	2012	2013	2014F	2015F	2016F
Total revenue	20,895	32,788	34,177	38,495	40,852
Cost of goods sold	18,457	29,233	30,657	34,530	36,644
Gross profit	2,438	3,555	3,520	3,965	4,208
SG&A	1,571	1,505	1,538	1,732	1,838
Other income	689	1,476	1,978	1,825	1,575
Interest expense	1,421	1,538	1,563	1,649	2,262
Pre-tax profit	135	1,988	2,397	2,409	1,682
Corporate tax	296	630	369	377	428
Equity a/c profits	268	(489)	(552)	(524)	456
Minority interests	(33)	(38)	(24)	(5)	0
Core profit	73	831	1,452	1,503	1,711
Extraordinaries	510	6,843	0	0	0
Net profit	584	7,674	1,452	1,503	1,711
EBITDA	2,889	4,237	4,252	4,742	5,025
Core EPS (Bt)	0.04	0.50	0.86	0.89	1.01
Net EPS (Bt)	0.35	4.64	0.86	0.89	1.01
DPS (Bt)	0.35	0.43	0.40	0.40	0.40

Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	2012	2013	2014F	2015F	2016F
Total current assets	30,677	41,136	40,239	45,520	48,369
Total fixed assets	20,544	30,899	33,771	34,249	34,683
Total assets	51,221	72,034	74,010	79,769	83,053
Total loans	20,431	28,010	29,447	32,240	31,225
Total current liabilities	3,779	1,541	5,252	7,349	9,144
Total long-term liabilities	18,502	25,643	24,050	24,050	24,050
Total liabilities	42,712	55,194	58,749	63,639	64,419
Paid-up capital	1,653	1,653	1,694	1,694	1,694
Total equity	8,509	16,841	15,261	16,130	18,634
BVPS (Bt)	4.97	10.02	9.50	9.99	10.60

Cash Flow Statement (Btmn)

FY December 31	2012	2013	2014F	2015F	2016F
Core Profit	913	9,245	3,408	3,534	4,401
Depreciation and amortization	451	697	732	777	817
Operating cash flow	(1,274)	(6,087)	3,528	4,330	3,802
Investing cash flow	(2,199)	849	(969)	(164)	(634)
Financing cash flow	5,602	7,444	(982)	(893)	(79)
Net cash flow	(46)	(60)	(379)	1,243	400

Key Financial Ratios

FY December 31	2012	2013	2014F	2015F	2016F
Gross margin (%)	11.7	10.8	10.3	10.3	10.3
Operating margin (%)	4.1	6.3	5.8	5.8	5.8
EBITDA margin (%)	13.8	12.9	12.4	12.3	12.3
EBIT margin (%)	8.7	9.3	10.0	9.2	10.8
Net profit margin (%)	0.4	2.5	4.2	3.9	4.2
ROE (%)	1.0	6.7	8.9	9.1	9.8
ROA (%)	1.3	12.5	2.0	2.0	2.1
Net D/E (x)	2.6	1.9	2.1	2.1	1.9
Payout Ratio (%)	99.1	85.1	46.7	45.1	39.6

12-Month Cumulative directors trade

NA

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14
Total revenue	8,131	8,429	8,580	7,647	8,658
Cost of goods sold	7,298	7,551	7,734	6,650	7,672
Gross profit	833	879	846	998	987
SG&A	322	330	393	460	441
Other income	350	287	652	(188)	314
Interest expense	382	256	475	425	414
Pre-tax profit	479	579	630	300	446
Corporate tax	84	75	7	140	1
Equity a/c profits	(72)	(180)	(116)	(120)	(76)
Minority interests	(4)	(12)	(12)	(10)	(4)
Core profit	320	311	495	291	365
Extraordinaries	4,750	937	443	127	0
Net profit	5,070	1,248	938	418	365
Core EPS (Bt)	0.19	0.19	0.30	0.18	0.22
Net EPS (Bt)	3.07	0.76	0.57	0.25	0.22

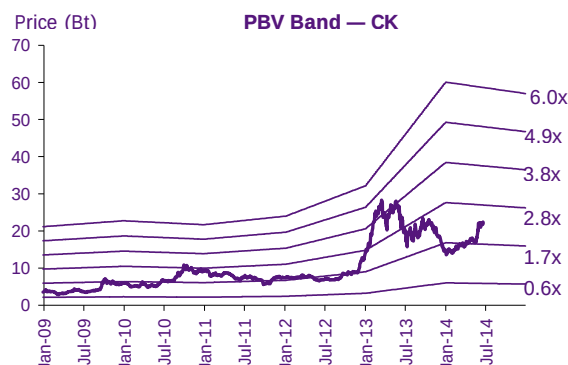
Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14
Total current assets	33,125	38,348	39,387	41,136	40,239
Total fixed assets	28,249	27,624	28,324	30,899	33,771
Total assets	61,374	65,972	67,711	72,034	74,010
Total loans	29,978	33,150	34,088	28,010	29,447
Total current liabilities	27,156	29,709	29,059	1,541	5,252
Total long-term liabilities	17,848	20,160	22,113	25,643	24,050
Total liabilities	45,003	49,869	51,172	55,194	58,749
Paid-up capital	1,653	1,653	1,653	1,653	1,694
Total equity	16,371	16,103	16,539	16,841	15,261
BVPS (Bt)	9.91	9.74	10.01	10.02	9.50

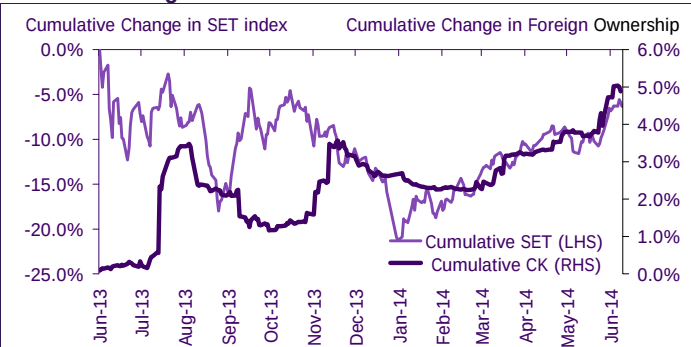
Main Assumptions

FY December 31	2012	2013	2014F	2015F	2016F
New Project Backlog (Bt mn)	102,169	24,532	40,000	44,000	50,000
Year End Backlog (Btmn)	120,729	112,473	118,557	124,374	133,898
Revenues from construction	20,685	32,570	33,916	38,182	40,477
Gross margin of construction business (%)	10.8	10.5	10.3	10.3	10.3
SG&A to Sales (%)	7.5	5.3	4.5	4.5	4.5

PBV Band Chart



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



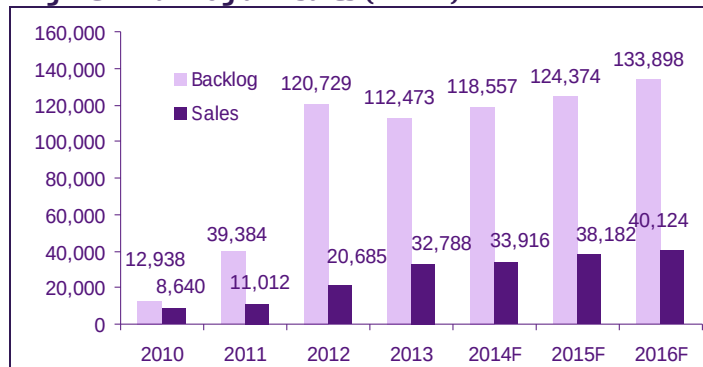
Source: SET, SCBS Investment Research

Figure 1: CK's backlog (as of the end of 1Q14)

Current Projects (As of March 31, 2014)	Period	Contract Value (MB)	Remaining Value Backlog (MB) (E)	Progress
1. Purple Line				
- Elevated Structure, Contract 1	2009 - 2014	14,687	206	98.0%
- Supply and Installation of M&E System in the MRT, Contract 4	2013 - 2016	20,011	19,671	1.7%
2. The Manhole and Underground Electricity Cable Duct of Purple Line	2010 - 2014	351	0	100.0%
3. Water Diversion from Eastern Chaopraya to Bangpra Reservoir	2010 - 2014	2,169	107	91.8%
4. Blue Line				
- Underground Civil (Sanam Chai-Tha Phra), Contract 2	2011 - 2016	9,988	4,415	55.8%
- Trackwork, Contract 5	2011 - 2016	4,672	2,112	54.8%
5. Chiangrai Solar Power Project	2012 - 2013	857	0	100.0%
6. Bangpa-In Cogeneration Project (SPP)	2011 - 2013	4,539	0	100.0%
7. New Tobacco Production Plants Project	2011 - 2014	4,619	1,654	64.2%
8. Royal Thai Consulate General and Residence in LAO PDR.	2012 - 2014	98	0	100.0%
9. Green Line				
- Elevated Structure and Depot, Contract 1	2012 - 2015	13,167	7,966	39.5%
- Trackwork, Contract 2	2013 - 2017	2,243	1,839	18.0%
10. Structure of the Expressway Period 3 Phase 1	2012 - 2013	87	0	100.0%
11. Bangpa-In Estate Rehabilitation Projects	2012 - 2013	671	67	90.0%
12. Xayaburi : A Run-off-river Hydropower Project	2011 - 2019	76,000	45,303	39.2%
13. Si Rat (Sector B+) Expressway	2012 - 2016	22,500	19,404	13.6%
14. Poodoo-Paklay Road Construction Project	2012 - 2014	660	66	90.0%
15. The Repair of Si Rat Expressway (Sector C, Some Parts of Sector B & A)	2013 - 2014	67	17	74.0%
16. Water Improvement Expansion of Provincial Waterworks Authority in Lampang Province	2013 - 2015	615	440	28.5%
17. Multipurpose Building of General Prem Tinsulanonda Foundation, the Royal Thai Army (Plan 1)	2013 - 2014	31	16	49.0%
18. Other Projects	2012 - 2014	5,446	1,089	78.5%
Total		183,478	104,408	

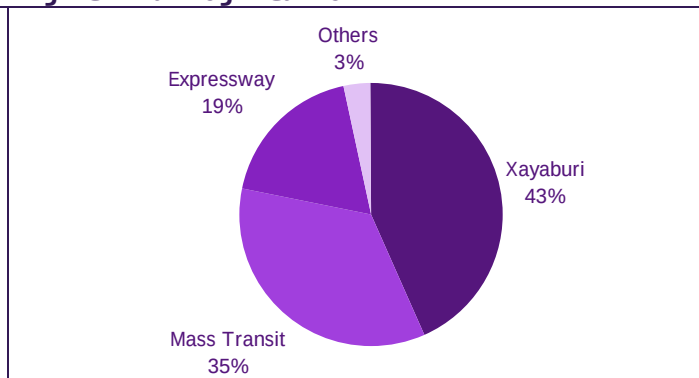
Source: Prachachart Turakit, SCBS Investment Research

Figure 2: Backlog and sales (Bt mn)



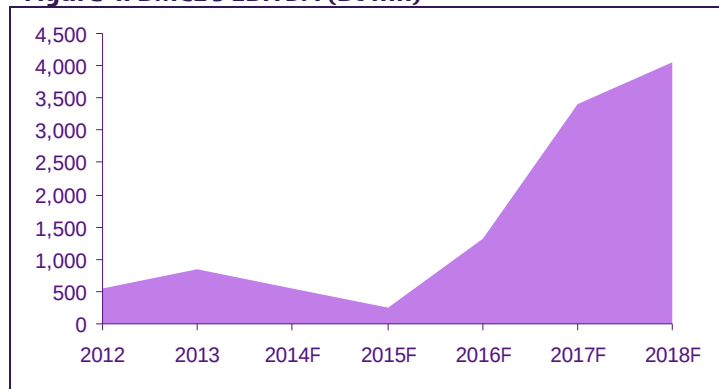
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 3: Backlog breakdown



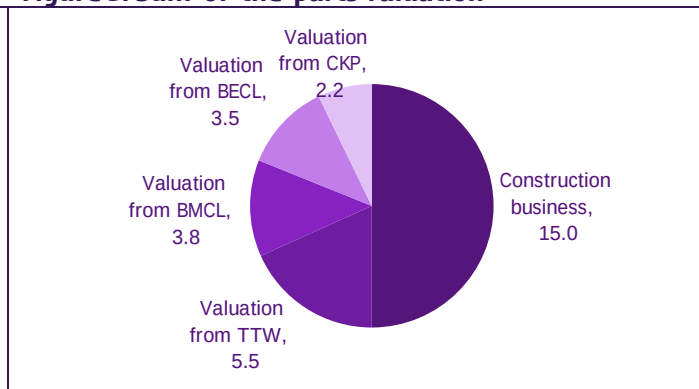
Source: Company data, SCB EIC, and SCBS Investment Research

Figure 4: BMCL's EBITDA (Bt mn)



Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 5: Sum-of-the-parts valuation



Source: Company data and SCBS Investment Research

This page is left blank intentionally



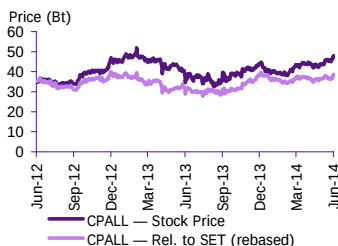
ชื่อ

Stock Data

Last close (Jun 20) (Bt)	48.00
12-m target price (Bt)	58.00
Upside (Downside) to TP (%)	20.83
Mkt cap (Btbn)	431.19
Mkt cap (US\$mn)	13,284

Bloomberg code	CPALL TB
Reuters code	CPAL.BK
Risk rating	L
Mkt cap (%) SET	3.28
Sector % SET	8.99
Shares issued (mn)	8,983
Par value (Bt)	1
12-m high / low (Bt)	48.3 / 32
Avg. daily 6m (US\$mn)	21.66
Foreign limit / actual (%)	49 / 30
Free float (%)	58.6
Dividend policy (%)	50

Price Performance



Source: SET, SCBS Investment Research

Share performance

	1M	3M	12M
Absolute	10.3	11.0	32.4
Relative to SET	5.5	2.9	26.4

Source: SET, SCBS Investment Research

ศิริมา ดิสรสา, CFA

นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1004

sirima.dissara@scb.co.th

ทำไมเราจะทำจุดสูงสุดใหม่ตั้งแต่ไตรมาส 3/57 เป็นต้นไป

กำไรของ CPALL มีแนวโน้มที่จะทำจุดสูงสุดใหม่ตั้งแต่ไตรมาส 3/57 เป็นต้นไป เนื่องจากอัตราเติบโตของยอดขายฟื้นตัวดีขึ้น อัตรากำไรเพิ่มขึ้นจากการดำเนินงานที่ดีขึ้น, และเริ่มได้รับประโยชน์จาก MAKRO (การพลิกพลังทางธุรกิจและไม่มีค่าใช้จ่ายเกี่ยวกับการเข้าซื้อกิจการอีกต่อไป) เนื่องจากดอกเบี้ยจ่ายคิดเป็น 70% ของกำไร ดังนั้นการนำกระแสเงินสดมาใช้ชำระคืนหนี้จะเป็นอีกปัจจัยหนึ่งที่ช่วยสนับสนุนให้กำไรเติบโตในระยะ 10 ปีข้างหน้า (เฉลี่ย 5.5% ต่อปี) เราคาดว่า CPALL จะรายงาน EPS ในระยะ 2 ปีข้างหน้าเติบโตเฉลี่ย 27% ต่อปี สูงที่สุดในกลุ่มพาณิชย์ และแนะนำ "ซื้อ" ด้วยราคาเป้าหมายกลางปี 58 ที่คำนวณได้จากวิธี DCF ที่ 58 บาท

อัตราเติบโตของยอดขายมีแนวโน้มฟื้นตัวดีขึ้น อัตราเติบโตของยอดขายสาขาเดิมของ CPALL ทำจุดสูงสุดที่ 23% ในไตรมาส 4/55 และหลังจากนั้นก็ปรับตัวลดลงติดต่อกัน 5 ไตรมาสสู่ระดับ -1.1% ในไตรมาส 1/57 ตามการเปลี่ยนแปลงของการอุปโภคบริโภคภาคเอกชน อย่างไรก็ตาม เราคาดว่าไตรมาส 1/57 จะเป็นจุดต่ำสุดของปีนี้ และอัตราเติบโตของยอดขายสาขาเดิมจะฟื้นตัวดีขึ้นในช่วงที่เหลือของปีนี้ โดยได้รับปัจจัยหนุนจากอากาศที่กลับมาร้อนตามปกติ (หลังจากอากาศเย็นผิดปกติส่งผลกระทบต่อยอดขายในไตรมาส 1/57) ความเชื่อมั่นที่ฟื้นตัวขึ้นหลังสถานการณ์ความไม่สงบทางการเมืองคลี่คลายลง และฐานต่ำที่เกิดจากเศรษฐกิจชะลอตัวที่เริ่มขึ้นตอนกลางปี 2556 และสถานการณ์ความไม่สงบทางการเมืองที่เริ่มเกิดขึ้นในเดือน พ.ย. 2556 เราคาดการณ์อัตราเติบโตของยอดขายสาขาเดิมที่ 4% ในปี 2557 และ 5% ในปี 2558 ซึ่งสะท้อนถึงการฟื้นตัวแล้ว แต่ยังต่ำกว่าค่าเฉลี่ย 5 ปีในอดีตที่ 8.6%

EBIT margin จะเพิ่มขึ้นมากที่สุดในกลุ่มพาณิชย์ เราคาดว่า EBIT margin ของ CPALL จะเพิ่มขึ้นมากที่สุดในกลุ่มพาณิชย์ที่ +1.4% ในปี 2557 และ +0.7% ในปี 2558 (เทียบกับค่าเฉลี่ยของกลุ่มพาณิชย์ที่ -0.1% ในปี 2557 และ +0.5% ในปี 2558) โดยได้รับปัจจัยหนุนจากค่าใช้จ่ายเกี่ยวกับการเข้าซื้อ MAKRO ที่ปรับตัวลดลงตั้งแต่ไตรมาส 3/57 เป็นต้นไป อัตรากำไรจากการดำเนินงานที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นจากการมุ่งเน้นขายผลิตภัณฑ์ให้อัตรากำไรสูง (+0.20% ทั้ง CPALL และ MAKRO ในปี 2557-58) และประโยชน์จากการพลิกพลังร่วมทางธุรกิจระหว่าง CPALL กับ MAKRO (จะทำให้อัตรากำไรของ CPALL ปรับขึ้นได้อีก 0.15-0.20% และอัตรากำไรของ MAKRO ปรับเพิ่มขึ้นได้อีก 0.10-0.15% ในปี 2557-58)

ทำไมเราจะทำจุดสูงสุดใหม่ตั้งแต่ไตรมาส 3/57 เป็นต้นไป; กำไรในระยะ 2 ปีข้างหน้าจะเติบโตสูงที่สุดในกลุ่มพาณิชย์ อัตราเติบโตของยอดขายสาขาเดิมที่ฟื้นตัวดีขึ้น อัตรากำไรที่เพิ่มขึ้น และการขยายสาขาอย่างต่อเนื่อง ทำให้เราคาดว่ากำไรของ CPALL จะทำจุดสูงสุดใหม่ตั้งแต่ไตรมาส 3/57 เป็นต้นไป นอกจากนี้ CPALL น่าจะรายงาน EPS ในระยะ 2 ปีข้างหน้าเติบโตเฉลี่ย 27% ต่อปี สูงที่สุดในกลุ่มพาณิชย์ (เทียบกับ 18% ของกลุ่มพาณิชย์) และมีอัตราส่วน PEG ในระยะ 2 ปีข้างหน้าต่ำที่สุดในกลุ่มพาณิชย์ที่ 1.3 เท่า

Upside จากการลดภาระหนี้สินลงได้เร็วกว่าคาด CPALL รีไฟแนนซ์หนี้เงินกู้ bridging loan สกุลดอลลาร์สหรัฐ ระยะเวลา 1 ปี เพื่อนำเงินมาใช้ซื้อหุ้น MAKRO (1.83 แสนล้านบาท) เป็นหนี้ระยะยาวเสร็จเรียบร้อยแล้ว โดย 50% เป็นหุ้นกู้สกุลบาท อัตราดอกเบี้ยคงที่ อายุ 3-10 ปี และอีก 50% เป็นหุ้นกู้สกุลบาทกับเงินกู้สกุลดอลลาร์สหรัฐ อัตราดอกเบี้ยลอยตัว อายุ 2-6 ปี เราคาดว่า CPALL จะสามารถชำระคืนหนี้ระยะยาวภายใน 10 ปี โดยอิงกับอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงเฉลี่ย 5.3% การชำระหนี้ได้เร็วกว่าคาดจะเพิ่ม upside ให้แก่ประมาณการของเรา ทั้งนี้การวิเคราะห์ความอ่อนไหวของเราพบว่า การชำระคืนหนี้เงินต้นทุก ๆ 1 หมื่นล้านบาท (5.5%) ของหนี้สินระยะยาวทั้งหมด จะส่งผลทำให้ดอกเบี้ยจ่ายลดลงและหนุนให้ประมาณการกำไรของเราปรับเพิ่มขึ้นได้อีก 3%

ปัจจัยเสี่ยง 1) การเปลี่ยนแปลงของอัตราเติบโตโดยยอดขายสาขาเดิม; 2) การขยายสาขาตามแผนที่วางไว้ได้สำเร็จ; 3) การเปลี่ยนแปลงในต้นทุนพนักงานและค่าใช้จ่ายด้านสาธารณูปโภค; 4) การเจรจาขอส่วนลดกับซัพพลายเออร์; และ 5) การแข่งขัน

Forecasts and valuation

Year to 31 Dec	Unit	2012	2013	2014F	2015F	2016F
Revenue	(Btmn)	188,702	272,286	376,792	423,561	472,967
EBITDA	(Btmn)	17,318	20,258	31,856	37,723	43,150
Core profit	(Btmn)	11,010	11,035	12,452	16,678	21,353
Reported profit	(Btmn)	11,049	10,537	12,629	16,678	21,353
Core EPS	(Bt)	1.23	1.23	1.39	1.86	2.38
DPS	(Bt)	0.90	0.90	0.90	0.93	1.19
P/E, core	(x)	39.16	39.07	34.63	25.85	20.19
EPS growth, core	(%)	41.45	0.23	12.84	33.94	28.03
P/BV, core	(x)	15.76	13.06	11.48	9.35	7.29
ROE	(%)	44.89	36.56	35.29	39.86	40.56
Dividend yield	(%)	1.88	1.88	1.88	1.93	2.48
EV/EBITDA	(x)	22.87	29.16	18.35	15.20	12.88

Source: SCBS Investment Research

Financial statement

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	2012	2013	2014F	2015F	2016F
Total revenue	188,702	272,286	376,792	423,561	472,967
Cost of goods sold	(140,091)	(210,657)	(299,001)	(334,892)	(373,087)
Gross profit	48,611	61,629	77,791	88,669	99,880
SG&A	(43,736)	(58,309)	(67,575)	(74,904)	(83,178)
Other income	9,075	12,313	16,680	18,850	21,186
Interest expense	(0)	(2,214)	(8,889)	(9,202)	(8,708)
Pre-tax profit	13,950	13,419	18,007	23,413	29,180
Corporate tax	(2,913)	(2,292)	(5,362)	(6,506)	(7,561)
Equity a/c profits	0	0	0	0	0
Minority interests	(26)	(91)	(193)	(229)	(266)
Core profit	11,010	11,035	12,452	16,678	21,353
Extra-ordinary items	39	(498)	177	0	0
Net Profit	11,049	10,537	12,629	16,678	21,353
EBITDA	17,318	20,258	31,856	37,723	43,150
Core EPS (Bt)	1.23	1.23	1.39	1.86	2.38
Net EPS (Bt)	1.23	1.17	1.41	1.86	2.38
DPS (Bt)	0.90	0.90	0.90	0.93	1.19

Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	2012	2013	2014F	2015F	2016F
Total current assets	48,854	53,963	71,375	75,405	78,909
Total fixed assets	23,313	234,703	246,925	257,567	268,099
Total assets	72,168	288,665	318,299	332,972	347,008
Total loans	0	185,309	185,309	175,309	158,468
Total current liabilities	41,025	200,798	98,777	120,907	144,814
Total long-term liabilities	3,788	54,860	181,971	165,929	143,045
Total liabilities	44,813	255,658	280,748	286,837	287,858
Paid-up capital	8,983	8,983	8,983	8,983	8,983
Total equity	27,355	33,007	37,551	46,135	59,150
BVPS (Bt)	3.05	3.67	4.18	5.14	6.58

Cash Flow Statement (Btmn)

FY December 31	2012	2013	2014F	2015F	2016F
Core Profit	11,010	11,035	12,452	16,678	21,353
Depreciation and amortization	3,368	4,625	4,960	5,109	5,262
Operating cash flow	24,084	26,105	31,839	34,930	41,656
Investing cash flow	(9,807)	(204,982)	(16,439)	(15,751)	(15,794)
Financing cash flow	(5,394)	180,424	(8,085)	(18,094)	(25,180)
Net cash flow	8,883	1,547	7,315	1,085	683

Key Financial Ratios

	2012	2013	2014F	2015F	2016F
Gross margin(%)	25.8	22.6	20.6	20.9	21.1
Operating margin(%)	2.6	1.2	2.7	3.2	3.5
EBITDA margin(%)	9.2	7.4	8.5	8.9	9.1
EBIT margin(%)	7.4	5.7	7.1	7.7	8.0
Net profit margin(%)	5.9	3.9	3.4	3.9	4.5
ROE (%)	40.4	31.9	33.6	36.1	36.1
ROA (%)	15.3	3.7	4.0	5.0	6.2
Net D/E (x)	(1.3)	4.8	4.1	3.1	2.1
Interest coverage (x)	n.a.	9.1	3.6	4.1	5.0
Payout Ratio (%)	73.2	76.7	65.0	50.0	50.0

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14
Total revenue	50,439	51,082	82,351	88,414	86,158
Cost of goods sold	(37,389)	(37,655)	(65,138)	(70,475)	(68,152)
Gross profit	13,050	13,427	17,213	17,939	18,006
SG&A	(11,582)	(12,624)	(16,436)	(17,668)	(16,449)
Other income	2,463	2,479	3,805	3,566	2,991
Interest expense	(0)	(127)	(910)	(1,177)	(1,346)
Pre-tax profit	3,932	3,155	3,672	2,660	3,203
Corporate tax	(741)	(534)	(586)	(431)	(643)
Equity a/c profits	0	0	0	0	0
Minority interests	(8)	(8)	(36)	(40)	(31)
Core profit	3,183	2,612	3,051	2,189	2,528
Extra-ordinary items	3	37	(391)	(147)	177
Net Profit	3,186	2,649	2,660	2,042	2,705
EBITDA	4,769	4,160	5,832	5,189	5,877
Core EPS (Bt)	0.35	0.29	0.34	0.24	0.28
Net EPS (Bt)	0.35	0.29	0.30	0.23	0.30

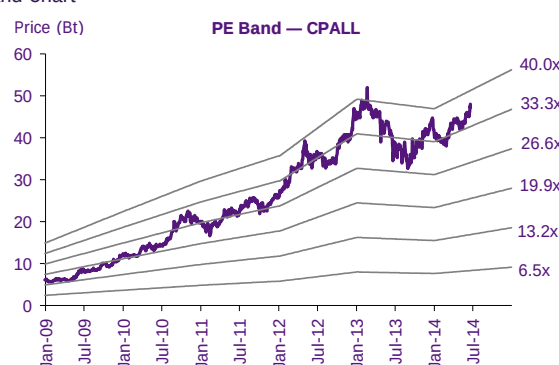
Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14
Total current assets	48,592	60,595	44,849	53,963	49,723
Total fixed assets	24,854	172,358	232,798	234,703	253,093
Total assets	73,445	232,953	277,647	288,665	302,816
Total loans	0	143,333	186,157	185,309	186,825
Total current liabilities	39,148	200,245	242,227	200,798	63,402
Total long-term liabilities	3,938	4,495	4,659	54,860	203,768
Total liabilities	43,086	204,741	246,886	255,658	267,170
Paid-up capital	8,983	8,983	8,983	8,983	8,983
Total equity	30,359	28,212	30,762	33,007	35,646
BVPS (Bt)	3.38	3.14	3.42	3.67	3.97

Main Assumptions

	2012	2013	2014F	2015F	2016F
SSS growth (%) - CPALL	13.0%	5.7%	4.0%	5.0%	5.0%
No. of new stores - CPALL	546	607	600	600	600
No. of stores (year end) - CPALL	6,822	7,429	8,029	8,629	9,229
SSS growth (%) - MAKRO	8.5%	7.8%	6.0%	6.0%	5.5%
No. of new stores - MAKRO	5	7	7	7	7
No. of stores (year end) - MAKRO	57	64	71	78	85

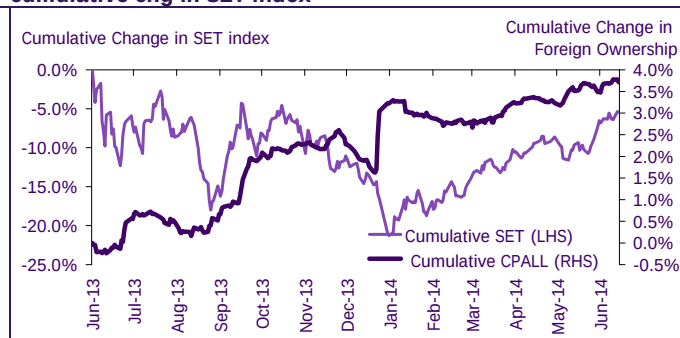
PE Band Chart



12-Month Cumulative directors trade

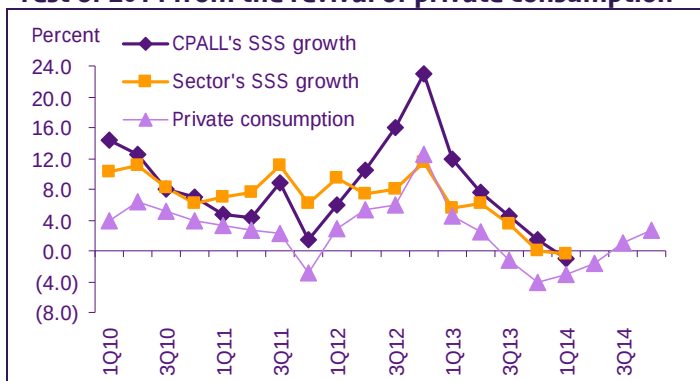
NA

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



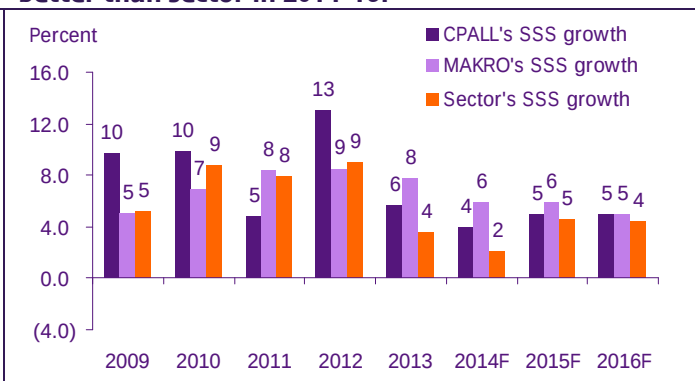
Source: SET, SCBS Investment Research

Figure 1: CPALL's SSS growth set to recover for the rest of 2014 from the revival of private consumption



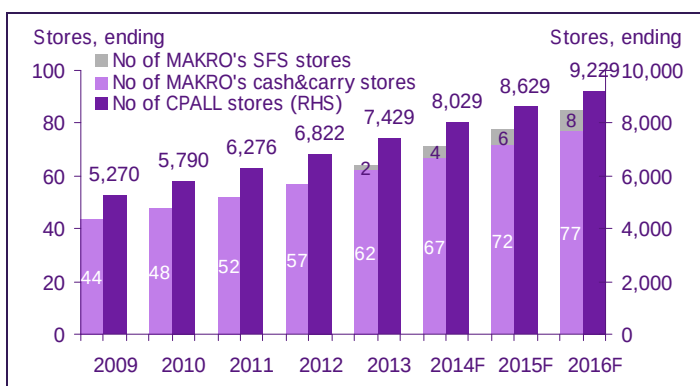
Source: Company data, SCB EIC and SCBS Investment Research

Figure 2: SSS growth for CPALL and MAKRO to be better than sector in 2014-16F



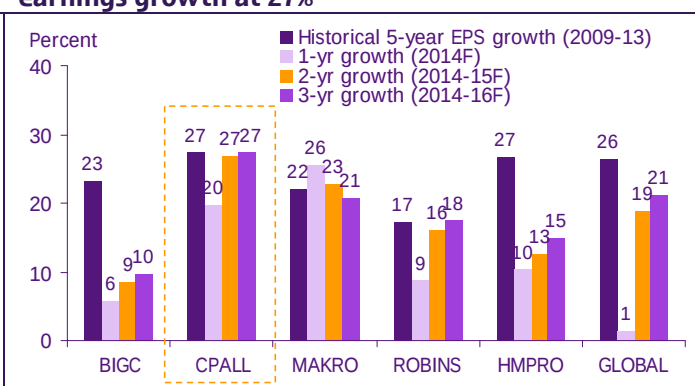
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 3: Store expansion on course



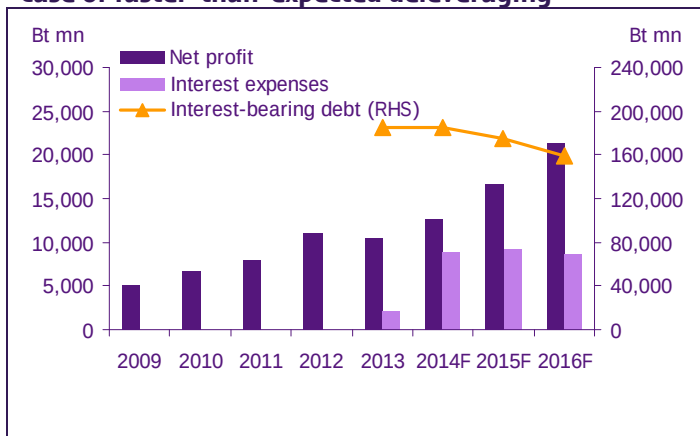
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 4: CPALL showed the sector's best 2-year earnings growth at 27%



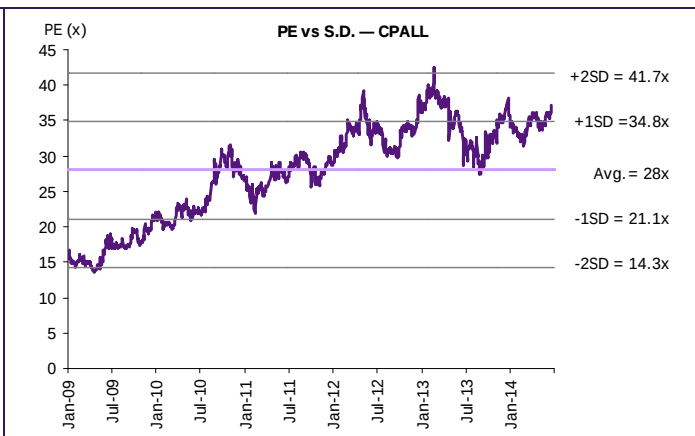
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 5: Upside from lower interest expenses, in the case of faster-than-expected deleveraging



Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 6: CPALL's 5-year PE band



Source: SCBS Investment Research

This page is left blank intentionally



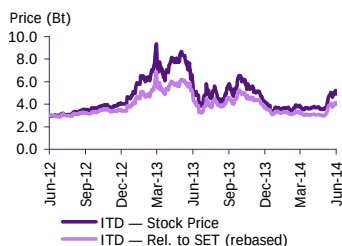
ชื่อ

Stock data

Last close (Jun 20) (Bt)	5.10
12-m target price (Bt)	8.50
Upside (Downside) to TP (%)	66.67
Mkt cap (Btbn)	24.79
Mkt cap (US\$mn)	764

Bloomberg code	ITD TB
Reuters code	ITD.BK
Risk rating	H
Mkt cap (%) SET	0.19
Sector % SET	1.58
Shares issued (mn)	4,860
Par value (Bt)	1
12-m high / low (Bt)	6.7 / 3.2
Avg. daily 6m (US\$mn)	9.56
Foreign limit / actual (%)	32 / 7
Free float (%)	66.2
Dividend policy (%)	≥ 40

Price Performance



Source: SET, SCBS Investment Research

Share performance

	1M	3M	12M
Absolute	37.8	37.1	-0.5
Relative to SET	31.8	27.1	-5.0

Source: SET, SCBS Investment Research

บริษัทฯ ปรึกษาการลงทุน

นักวิเคราะห์การลงทุนวิจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1033

vajiralux.sanglerdsillapachai@scb.co.th

ได้ประโยชน์จากการผลักดันการลงทุนในโครงสร้างพื้นฐาน

ITD จะได้รับประโยชน์จากการกลับมาเดินหน้าผลักดันโครงการพัฒนาระบบโครงสร้างพื้นฐานในประเทศ ซึ่งเมื่อรวมกับโครงการในต่างประเทศแล้วจะสร้างรายได้ให้แก่บริษัทเป็นเวลานานถึง 5-6 ปี ITD คาดว่าจะได้ส่วนแบ่งงานมูลค่า 5.13 แสนล้านบาทจากโครงการพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานใหม่ 2558-2565 นอกจากนี้ยังจะมีรายได้จากโครงการที่ไม่ซับซ้อนเข้ามาอีกปีละ 2.4-3.0 หมื่นล้านบาทตั้งแต่ปี 2559-2562 ด้วย เราปรับราคาเป้าหมายของ ITD เพิ่มขึ้นสู่ 8.50 บาท และแนะนำ "ซื้อ"

พร้อมรอยยิ้มที่จุดเริ่มต้น บริษัทรับเหมาก่อสร้างขนาดใหญ่ทุกแห่ง นำโดย ITD มีแนวโน้มที่จะได้รับประโยชน์จากการเร่งผลักดันโครงการพัฒนาระบบโครงสร้างพื้นฐานของ คสช. ที่คาดว่าจะอย่างน้อยที่สุดจะมีงบลงทุนเท่ากับหรืออาจจะสูงกว่างบลงทุน 2 ล้านล้านบาทของรัฐบาลชุดก่อน ITD มีแนวโน้มที่จะชนะการประมูลสัญญางานส่วนใหญ่ที่จะเปิดประมูล บริษัทวางแผนเข้าประมูลโครงการพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานในประเทศ มูลค่า 5.13 แสนล้านบาท ซึ่งหมายความว่ายังมีรายได้เพิ่มเติมเข้ามาเฉลี่ยปีละ 6.4 หมื่นล้านบาทในระยะ 8 ปีข้างหน้าจากโครงการในประเทศเพียงอย่างเดียว

งานในมือทั้งหมดมีมูลค่า 3.24 แสนล้านบาทซึ่งมีโครงการใหม่ขนาดใหญ่รวมอยู่ด้วย ITD มีงานก่อสร้างและบริหารจัดการทางรถไฟและท่าเรือในโมซัมบิก มูลค่า 1.2 แสนล้านบาท และโครงการเหมืองถ่านหินในกัมพูชาในเมียนมาร์ มูลค่า 4 หมื่นล้านบาท บวกกับสัญญางานอื่นๆ มูลค่า ~2.3 หมื่นล้านบาทเพิ่มเข้ามาในรายงานงานในมือล่าสุดของบริษัท ส่งผลทำให้ ITD มีงานในมือมากที่สุดในกลุ่มรับเหมาก่อสร้างที่ 3.22 แสนล้านบาท เพิ่มขึ้น 132% จากปลายปีที่ผ่านมา

โครงการในโมซัมบิก ITD เห็นสัญญากับรัฐบาลโมซัมบิกในเดือน ธ.ค. 2556 เพื่อก่อสร้างและดำเนินงานท่าเรือและทางรถไฟสายโมติเซ ถึงมาคูซี โครงการนี้มีมูลค่า 4 พันล้านดอลลาร์สหรัฐ (1.2 แสนล้านบาท) ระยะเวลาก่อสร้างนาน 4-5 ปี เริ่มตั้งแต่ปี 2559 นอกจากนี้ ITD ยังจะได้รับสัมปทานให้ดำเนินงานระบบขนถ่ายสินค้าของทางรถไฟและท่าเรือดังกล่าวเป็นระยะเวลา 30 ปีหลังจากโครงการนี้ก่อสร้างเสร็จในปี 2562 ด้วย โดยบริษัทย่อยของ ITD คือ ITD Mozambique Limitada และ Thai Mozambique Logistics SA จะเป็นผู้ดูแลโครงการนี้ แม้ปัจจุบัน ITD ถือหุ้น 100% ในบริษัทย่อยสองแห่งนี้ แต่บริษัทวางแผนหาพันธมิตรร่วมทุนเข้ามาและจะลดสัดส่วนการถือหุ้นลงสู่ 30% โครงการนี้จะสร้างรายได้ก่อสร้างให้แก่บริษัทปีละ 2.4-3.0 หมื่นล้านบาทตั้งแต่ปี 2559

โครงการทวายเดินหน้า แต่ไม่ได้อยู่ภายใต้ ITD ITD ถอนตัวออกมาจากโครงการทวาย โดยโอนโครงการนี้ให้อยู่ภายใต้การดูแลของรัฐบาลไทยและเมียนมาร์ตอนต้นปี 2557 เพราะประสบปัญหาในการบริหารจัดการด้านการเงิน ITD ใช้เงินลงทุนในโครงการทวายไปแล้ว 6 พันล้านบาท (~189 ล้านดอลลาร์สหรัฐ) ซึ่งบริษัทคาดว่าจะได้รับเงินคืนเต็มจำนวนบวกดอกเบี้ย ITD วางแผนเข้าร่วมประมูลโครงการมูลค่า 2 พันล้านดอลลาร์สหรัฐในเฟสแรกของโครงการทวายในเมียนมาร์ภายในปี 2557 และสนใจเข้าร่วมประมูลในเฟสที่ 2 และ 3 ในปี 2558 เรามองว่าโครงการทวายเป็นโครงการที่น่าสนใจมากเพราะตั้งอยู่ในทำเลยุทธศาสตร์และเป็นที่สนใจของหลายๆ ประเทศ

ปรับคำแนะนำขึ้นสู่ "ซื้อ" และปรับราคาเป้าหมายเพิ่มขึ้นสู่ 8.5 บาท (จาก 5.5 บาท) โครงการในประเทศและต่างประเทศจะสร้างรายได้ให้แก่ ITD ในระยะ 5-6 ปีข้างหน้า สถานการณ์ในประเทศเกี่ยวกับโครงการพัฒนาระบบโครงสร้างพื้นฐานปรับตัวดีขึ้น และด้วยเหตุนี้เราจึงปรับมูลค่าเหมาะสมธุรกิจก่อสร้างหลังจากหักหนี้สินสุทธิของ ITD เพิ่มขึ้นสู่ 6.5 บาท/หุ้น บวกกับมูลค่าโครงการในโมซัมบิกที่ 2 บาท/หุ้น (งานก่อสร้างอย่างเดียว ไม่รวมสัมปทาน) แต่เรายังไม่ได้นำโครงการทวายเข้ามา เราปรับคำแนะนำสำหรับ ITD ขึ้นจาก "Neutral" สู่ "ซื้อ"

ปัจจัยเสี่ยง 1) บริษัทรับเหมาก่อสร้างที่เน้นงานก่อสร้างโครงสร้างพื้นฐานจะประสบกับปัญหาความไม่แน่นอนทางการเมือง แต่ในครั้งนี้ คสช.อาจจะเร่งดำเนินการให้ทุกอย่างเดินหน้าไปได้อย่างรวดเร็ว 2) การขาดแคลนแรงงานอาจจะทำให้โครงการล่าช้า และ 3) อัตราค่าใรออาจจะหดตัวเพราะต้นทุนผันผวน โดยเฉพาะต้นทุนค่าแรง และราคาปูนซีเมนต์และเหล็ก

Forecasts and valuation

Year to 31 Dec	Unit	2012	2013	2014F	2015F	2016F
Revenue	(Btbn)	46,291	43,913	45,558	47,428	70,248
EBITDA	(Btbn)	5,106	5,412	4,769	4,948	5,891
Core profit	(Btbn)	856	832	967	1,219	1,889
Reported profit	(Btbn)	134	907	967	1,219	1,889
Core EPS	(Bt)	0.20	0.19	0.20	0.25	0.39
DPS	(Bt)	0.00	0.00	0.08	0.10	0.16
P/E, core	(x)	25.0	27.2	25.6	20.3	13.1
EPS growth, core	(%)	(168.1)	(8.2)	6.2	26.1	54.9
P/BV, core	(x)	2.2	2.0	1.9	1.8	1.6
ROE	(%)	9.3	7.6	7.6	9.0	12.9
Dividend yield	(%)	0.0	0.0	1.6	2.0	3.0
EV/EBITDA	(x)	9.0	8.5	9.7	9.3	7.8

Source: SCBS Investment Research

Financial statement

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	2012	2013	2014F	2015F	2016F
Total revenue	46,291	43,913	45,558	47,428	70,248
Cost of goods sold	(41,165)	(39,258)	(41,332)	(43,029)	(63,733)
Gross profit	5,126	4,655	4,225	4,399	6,515
SG&A	(2,485)	(2,047)	(2,331)	(2,550)	(3,803)
Other income	679	827	900	1,050	1,066
Interest expense	(2,286)	(2,204)	(1,693)	(1,434)	(1,541)
Pre-tax profit	1,034	1,230	1,101	1,464	2,237
Corporate tax	(212)	(336)	(225)	(298)	(453)
Equity a/c profits	7	22	25	28	30
Minority interests	26	(85)	66	25	75
Core profit	856	832	967	1,219	1,889
Extraordinaries	(722)	75	0	0	0
Net profit	134	907	967	1,219	1,889
EBITDA	5,106	5,412	4,769	4,948	5,891
Core EPS (Bt)	0.20	0.19	0.20	0.25	0.39
Net EPS (Bt)	0.03	0.20	0.20	0.25	0.39
DPS (Bt)	0.00	0.00	0.08	0.10	0.16

Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	2012	2013	2014F	2015F	2016F
Total current assets	33,604	35,414	35,310	34,039	41,381
Total fixed assets	24,910	29,737	31,191	21,428	22,231
Total assets	58,513	65,151	66,501	55,467	63,612
Total loans	22,886	18,816	16,874	15,000	15,171
Total current liabilities	31,581	35,441	31,346	30,063	37,075
Total long-term liabilities	17,417	17,327	22,000	22,000	22,000
Total liabilities	48,998	52,767	53,346	52,063	59,075
Paid-up capital	4,194	4,860	4,860	4,860	4,860
Total equity	9,516	12,383	13,155	14,041	15,204
BVPS (Bt)	2.27	2.55	2.71	2.89	3.13

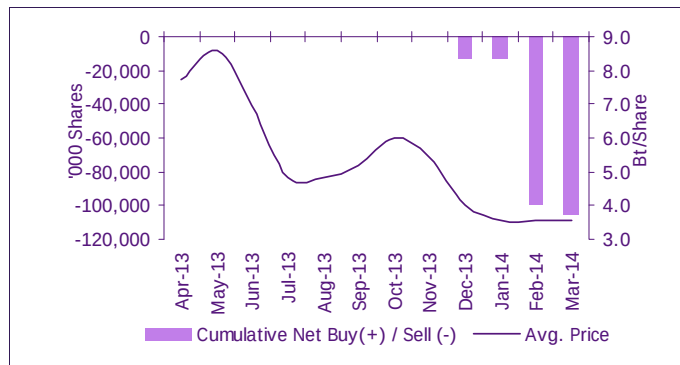
Cash Flow (Btmn)

FY December 31	2012	2013	2014F	2015F	2016F
Pretax profit	320	1,328	1,126	1,492	2,267
Depreciation and amortization	1,786	1,978	1,974	2,049	2,113
Operating cash flow	(28)	5,807	2,925	3,004	3,052
Investing cash flow	(4,156)	(4,715)	(2,813)	(2,988)	(2,987)
Financing cash flow	2,192	(1,267)	6,673	898	111
Net cash flow	136	(441)	6,626	641	(202)

Key Financial Ratios

FY December 31	2012	2013	2014F	2015F	2016F
Gross margin (%)	11.1	10.6	9.3	9.3	9.3
Operating margin (%)	5.7	5.9	4.2	3.9	3.9
EBITDA margin (%)	11.0	12.3	10.5	10.4	8.4
EBIT margin (%)	7.2	7.9	6.2	6.2	5.4
Net profit margin (%)	1.8	1.9	2.1	2.6	2.7
ROE (%)	9.3	7.6	7.6	9.0	12.9
ROA (%)	0.2	1.5	1.5	1.8	2.7
Net D/E (x)	3.3	2.6	2.5	2.1	2.0
Payout Ratio (%)	0.0	0.0	40.0	40.0	40.0

12-Month Cumulative directors trade



Source: SEC

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14
Total revenue	10,640	10,254	10,782	12,237	10,882
Cost of goods sold	(9,576)	(9,137)	(9,662)	(10,883)	(9,779)
Gross profit	1,064	1,117	1,119	1,355	1,103
SG&A	(571)	(548)	(496)	(431)	(563)
Other income	338	123	129	237	132
Interest expense	(565)	(533)	(527)	(579)	(570)
Pre-tax profit	265	158	225	582	102
Corporate tax	(54)	(110)	(86)	(86)	(33)
Equity a/c profits	9	(5)	20	(1)	21
Minority interests	(25)	(20)	(18)	(23)	9
Core profit	195	23	142	472	99
Extraordinaries	147	67	(119)	(20)	57
Net profit	342	90	24	452	156
EBITDA	1,272	1,163	1,237	1,603	1,149
Core EPS (Bt)	0.05	0.01	0.03	0.10	0.02
Net EPS (Bt)	0.08	0.02	0.00	0.09	0.03

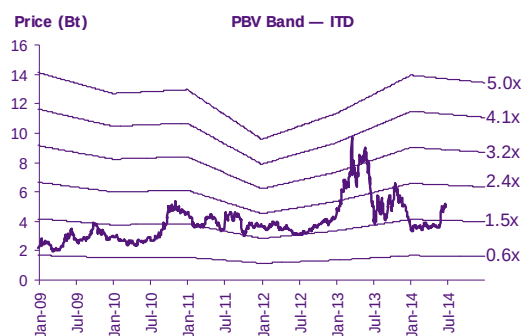
Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14
Total current assets	34,263	33,203	33,623	35,414	38,067
Total fixed assets	27,092	27,634	28,306	29,737	30,432
Total assets	61,354	60,837	61,929	65,151	68,500
Total loans	20,799	20,348	27,155	16,874	18,624
Total current liabilities	30,732	35,836	32,949	35,441	38,526
Total long-term liabilities	20,581	15,286	17,158	17,327	17,415
Total liabilities	51,314	51,121	50,106	52,767	55,941
Paid-up capital	4,194	4,194	4,860	4,860	4,860
Total equity	10,041	9,716	11,823	12,383	12,559
BVPS (Bt)	2.39	2.32	2.43	2.55	2.69

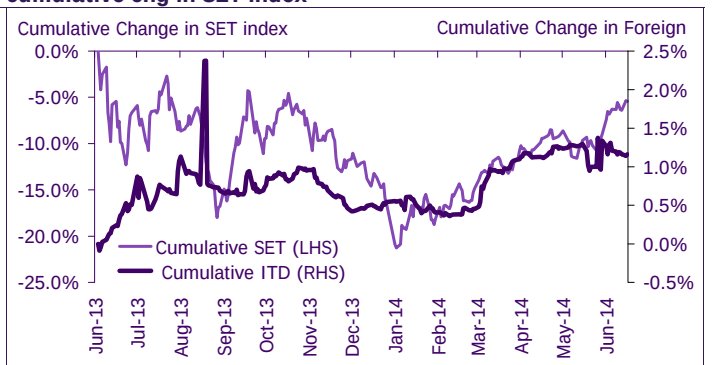
Main Assumptions

FY December 31 (Btmn)	2012	2013	2014F	2015F	2016F
Yearly additional backlog	40,406	149,380	50,000	50,000	64,000
Total backlog exc. water management	126,620	276,000	282,327	281,861	293,518
Revenues from construction work	44,467	44,371	43,673	50,466	52,342
Sales and service	1,823	42,426	1,885	2,178	2,259
SG&A to sales	5.40%	5.44%	5.12%	5.25%	5.35%

PBV Band Chart

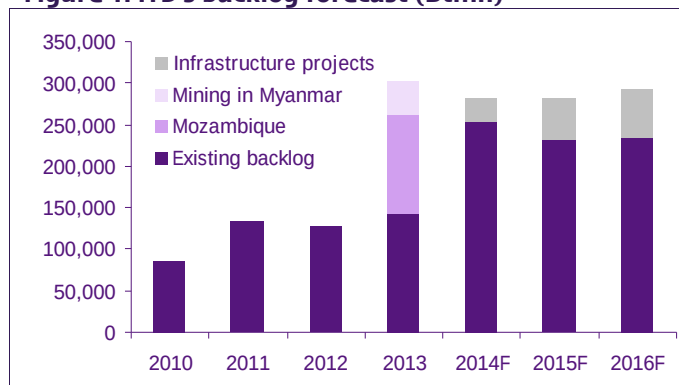


12 Month cumulative chg in foreign ownership versus cumulative chg in SET index



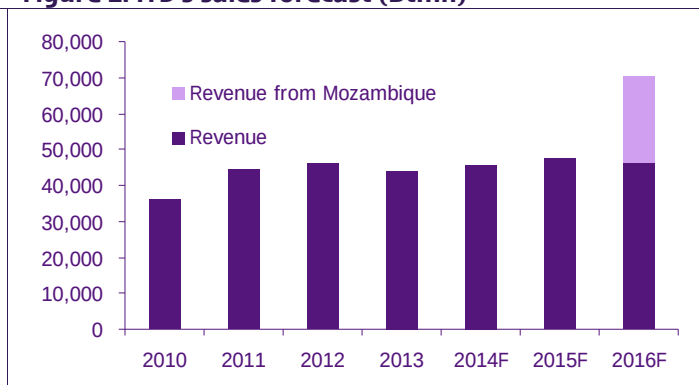
Source: SET, SCBS Investment Research

Figure 1: ITD's backlog forecast (Btmn)



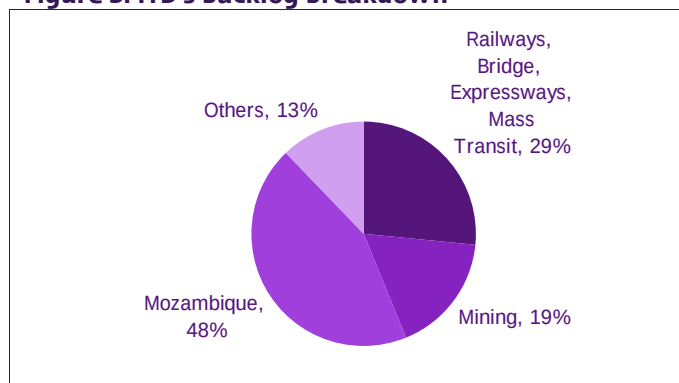
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 2: ITD's sales forecast (Btmn)



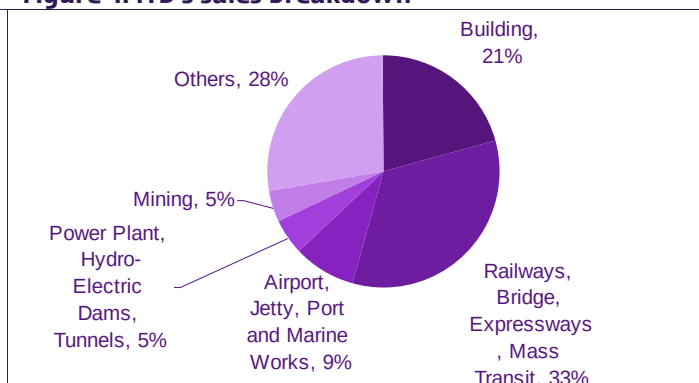
Source: Company data, SCB EIC, and SCBS Investment Research

Figure 3: ITD's backlog breakdown



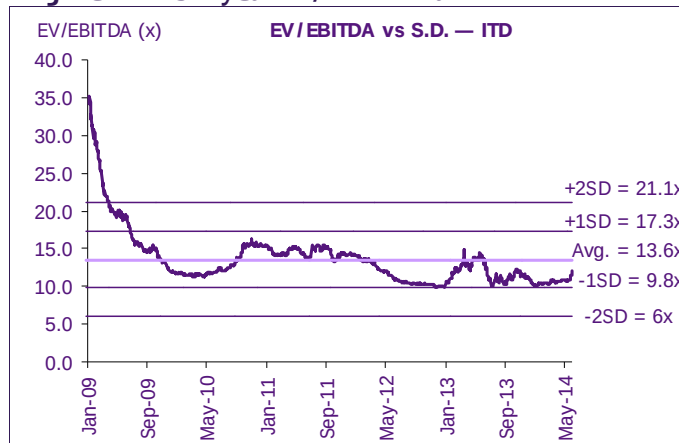
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 4: ITD's sales breakdown



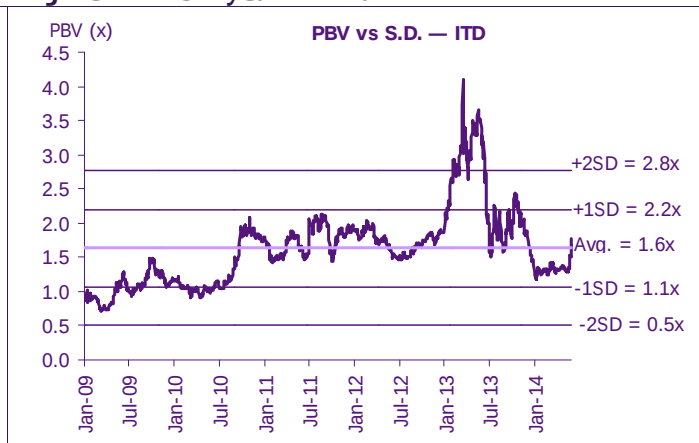
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 5: ITD's 5-year EV/EBITDA band



Source: SCBS Investment Research

Figure 6: ITD's 5-year PBV band



Source: SCBS Investment Research

This page is left blank intentionally



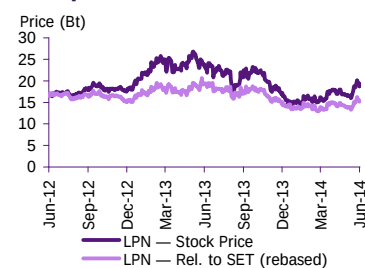
ข้อ

Stock Data

Last close (Jun 20) (Bt)	18.90
12-m target price (Bt)	23.00
Upside (Downside) to TP (%)	21.69
Mkt cap (Btbn)	27.89
Mkt cap (US\$mn)	859

Bloomberg code	LPN TB
Reuters code	LPN.BK
Risk rating	M
Mkt cap (%) SET	0.21
Sector % SET	6.50
Shares issued (mn)	1,476
Par value (Bt)	1
12-m high / low (Bt)	24.7 / 14
Avg. daily 6m (US\$mn)	3.78
Foreign limit / actual (%)	39 / 33
Free float (%)	82.9
Dividend policy (%)	≥ 50

Price performance



Source: SET, SCBS Investment Research

Share performance

	1M	3M	12M
Absolute	15.2	18.9	-17.8
Relative to SET	10.2	10.2	-21.6

Source: SET, SCBS Investment Research

สิริกรย์ กฤษณิพัทธ์

นักวิเคราะห์การลงทุนวิจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1020

sirikarn.krisnipat@scb.co.th

ความกังวลหมดไป คาดกำไรเติบโตก้าวกระโดดในปี 2558

การเลื่อนโครงการ Lumpini Township รังสิต คลอง 1 ช่วยให้ความกังวลหมดไป และหนุนให้กำไรมีแนวโน้มเติบโตและรายได้มีความแน่นอนมากขึ้น ดังนั้นเราจึงปรับประมาณการกำไรปี 2557-2559 เพิ่มขึ้น เราคาดว่าผลการดำเนินงานในช่วงครึ่งหลังปี 57 จะปรับตัวดีขึ้นจากครึ่งปีแรก และกำไรจะเติบโตสูงถึง 47% ในปีหน้า ยอดขายรอรับรายได้จำนวนมากและสัดส่วนยอดขายรอรับรายได้ต่อรายได้ในระดับสูง (90% ในปี 2557 และ 96% ในปี 2558) ทำให้เรามั่นใจว่า LPN จะทำได้ตามประมาณการของเรา เนื่องจากประเด็น EIA น่าเป็นห่วงน้อยลงในปีหน้า ปัจจุบัน LPN ซื้อขายที่ PER 13.6 เท่า และ PBV 2.7 เท่า แต่จะลดลงสู่ระดับเพียง 9.3 เท่า และ 2.3 เท่า ในปีหน้า ราคาหุ้นที่ปรับลดลงได้สะท้อนปัจจัยลบไปแล้ว เราแนะนำ “ซื้อ”

ความกังวลหมดไป โครงการ Lumpini Township รังสิต คลอง 1 ยังไม่ได้รับอนุมัติรายงานผลกระทบทางสิ่งแวดล้อม (EIA) ซึ่งเป็นปัจจัยที่สร้างแรงกดดันต่อราคาหุ้น LPN เรื่อยมา อย่างไรก็ตาม LPN น่าจะได้รับอนุมัติ EIA ภายในสิ้นปีนี้และการก่อสร้างโครงการนี้คาดว่าจะแล้วเสร็จภายในกลางปี 2558 ด้วยต้นทุนที่สูงขึ้น

กำไรก้าวกระโดดในปี 2558 เราคาดว่ากำไรจะเติบโตก้าวกระโดด 47% สู่ 3 พันล้านบาทในปีหน้า โดยได้รับปัจจัยสนับสนุนจากรายได้ที่เติบโตอย่างแข็งแกร่งและอัตรากำไรขั้นต้นโดยรวมสูงถึง 33.9% สูงสุดนับตั้งแต่ปี 2554 เนื่องจากอัตรากำไรขั้นต้นสูงถึง 34-38% ของโครงการ The Lumpini 24, Lumpini Place สถานีศรีนครินทร์-หัวหมาก, Lumpini Park รัตนาธิเบศร์-งามวงศ์วาน, Lumpini Park พระราม 9-รัชดา, และ Lumpini Place บรมราชชนนี โครงการเหล่านี้เปิดขายเมื่อตลาดอยู่ในภาวะที่ดีและ LPN สามารถตั้งราคาขายได้ดีด้วย โครงการ The Lumpini 24 น่าจะให้อัตรากำไรสูงถึง 38% เพราะบริษัทซื้อที่ดินมาในราคาไม่แพง ทั้งนี้ประมาณการของเราใช้หลักอนุรักษนิยมมากกว่าข้อมูลที่ได้จากบริษัท และต่ำกว่าตลาดคาดอยู่ 13% ในปี 2557 และ 5% ในปี 2558

รายได้มีความแน่นอนสูง ปัจจุบัน LPN มียอดขายรอรับรายได้รวม 2.35 หมื่นล้านบาท รอรับรายได้ 90% ที่เราคาดการณ์ไว้ในปี 2557 และ 96% ในปี 2558 เนื่องจากโครงการส่วนใหญ่ได้รับอนุมัติ EIA แล้ว และการก่อสร้างก็มีความคืบหน้า ทำให้ไม่มีความกังวลว่าจะเกิดความล่าช้า โครงการ Lumpini Township รังสิต คลอง 1 ยังไม่ได้รับอนุมัติ EIA แต่คาดว่าจะคิดเป็นสัดส่วนเพียง 6% ของรายได้ปี 2558

เปิดตัวโครงการใหม่เพิ่มมากขึ้น อุปสงค์คอนโดฟื้นตัวเพิ่มขึ้น ดังเห็นได้จากอัตราการขายที่เพิ่มขึ้นสู่ระดับ 25-100% สำหรับโครงการที่ LPN เพิ่งเปิดตัวไป เทียบกับ 20% สำหรับ 2 โครงการที่เปิดตัวในเดือน ม.ค. ดังนั้น LPN จะเปิดตัวโครงการใหม่เพิ่มอีก 4-5 โครงการ มูลค่า ~1 หมื่นล้านบาทในช่วงครึ่งหลังปี 57 ซึ่งจะส่งผลทำให้โครงการเปิดตัวใหม่ทั้งหมดในปี 2557 มีมูลค่ารวม 2.1 หมื่นล้านบาท สูงกว่าประมาณการเดิมของเราอยู่ 30% เรามองว่าบริษัทอาจจะเปิดตัวโครงการเพิ่มถ้า sentiment ตลาดปรับตัวดีขึ้นอย่างต่อเนื่อง โดยเฉพาะคอนโดในชะอำและหัวหินที่บริษัทมีที่ดินอยู่แล้ว

Forecasts and valuation

Year to 31 Dec	Unit	2012	2013	2014F	2015F	2016F
Revenue	(Btmn)	13,325	14,347	13,567	17,204	21,040
EBITDA	(Btmn)	2,914	3,002	2,629	3,831	4,523
Core Profit	(Btmn)	2,181	2,329	2,045	3,005	3,557
Reported Profit	(Btmn)	2,229	2,329	2,045	3,005	3,557
Core EPS	(Bt)	1.48	1.58	1.39	2.04	2.41
DPS	(Bt)	0.76	0.84	0.83	1.02	1.21
P/E, core	(x)	12.8	12.0	13.6	9.3	7.8
EPS growth, core	(%)	14.2	6.8	(12.2)	46.9	18.4
P/BV, core	(x)	3.5	2.9	2.7	2.3	2.0
ROE	(%)	28.5	26.3	20.4	26.5	26.9
Dividend yield	(%)	4.0	4.4	4.4	5.4	6.4
EV/EBITDA	(x)	11.9	11.5	13.4	9.2	8.1

Source: SCBS Investment Research

Financial statement

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	2012	2013	2014F	2015F	2016F
Total revenue	13,325	14,347	13,567	17,204	21,040
Cost of goods sold	9,008	9,657	9,255	11,439	14,383
Gross profit	4,317	4,690	4,312	5,764	6,657
SG&A	1,547	1,779	1,754	2,005	2,206
Other income	41	54	35	35	35
Interest expense	10	12	36	38	40
Pre-tax profit	2,801	2,954	2,557	3,756	4,447
Corporate tax	688	625	511	751	889
Equity a/c profits	68	0	0	0	0
Minority interests	0	-0	0	0	0
Core profit	2,181	2,329	2,045	3,005	3,557
Extra-ordinary items	49	0	0	0	0
Net Profit	2,229	2,329	2,045	3,005	3,557
EBITDA	2,914	3,002	2,629	3,831	4,523
Core EPS (Bt)	1.48	1.58	1.39	2.04	2.41
Net EPS (Bt)	1.51	1.58	1.39	2.04	2.41
DPS (Bt)	0.76	0.84	0.83	1.02	1.21

Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	2012	2013	2014F	2015F	2016F
Total current assets	14,451	16,025	17,687	19,947	22,849
Total fixed assets	1,680	1,396	1,462	1,456	1,449
Total assets	16,131	17,420	19,149	21,402	24,298
Total loans	4,276	5,274	6,284	6,284	6,484
Total current liabilities	6,638	7,480	8,249	8,724	9,564
Total long-term liabilities	1,432	315	469	469	469
Total liabilities	8,071	7,794	8,718	9,193	10,033
Paid-up capital	1,476	1,476	1,476	1,476	1,476
Total equity	8,061	9,626	10,431	12,209	14,264
BVPS (Bt)	5.46	6.52	7.07	8.27	9.67

Cash Flow Statement (Btmn)

FY December 31	2012	2013	2014F	2015F	2016F
Core Profit	2,181	2,329	2,045	3,005	3,557
Depreciation and amortization	35	37	37	37	37
Operating cash flow	(689)	(1,238)	596	1,728	768
Investing cash flow	320	(12)	(103)	(30)	(30)
Financing cash flow	1,242	1,274	(229)	(1,227)	(1,303)
Net cash flow	872	24	263	471	(564)

Key Financial Ratios

	2012	2013	2014F	2015F	2016F
Gross margin (%)	32.4	32.7	31.8	33.5	31.6
Operating margin (%)	20.8	20.3	18.9	21.9	21.2
EBITDA margin (%)	21.9	20.9	19.4	22.3	21.5
EBIT margin (%)	21.1	20.7	19.1	22.1	21.3
Net profit margin (%)	16.7	16.2	15.1	17.5	16.9
ROE (%)	28.5	26.3	20.4	26.5	26.9
ROA (%)	16.9	13.9	11.2	14.8	15.6
Net D/E (x)	0.4	0.4	0.5	0.4	0.4
Debt service cover (x)	4.8	1.0	0.5	0.6	0.7
Payout Ratio (%)	50.3	53.2	60.0	50.0	50.0

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14
Total revenue	2,473	4,302	3,462	4,110	2,502
Cost of goods sold	1,650	2,813	2,282	2,912	1,692
Gross profit	823	1,489	1,180	1,198	811
SG&A	387	474	408	509	365
Other income	15	10	11	18	8
Interest expense	0	5	3	3	9
Pre-tax profit	450	1,020	780	704	445
Corporate tax	90	220	166	150	94
Equity a/c profits	0	0	0	0	0
Minority interests	0	0	0	-0	0
Core profit	360	800	614	554	351
Extra-ordinary items	0	0	0	0	0
Net Profit	360	800	614	554	351
EBITDA	459	1,034	792	716	464
Core EPS (Bt)	0.24	0.54	0.42	0.38	0.24
Net EPS (Bt)	0.24	0.54	0.42	0.38	0.24

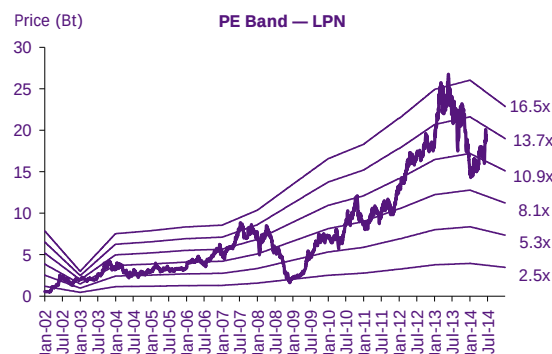
Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14
Total current assets	14,451	14,898	15,433	16,025	17,306
Total fixed assets	1,680	1,191	1,203	1,396	1,512
Total assets	16,131	16,089	16,636	17,420	18,818
Total Loans	4,276	4,314	5,040	5,274	6,092
Total current liabilities	6,638	6,672	7,335	7,480	9,419
Total long-term liabilities	1,432	556	210	315	277
Total liabilities	8,071	7,228	7,545	7,794	9,697
Paid-up capital	1,476	1,476	1,476	1,476	1,476
Total equity	8,061	8,861	9,091	9,626	9,121
BVPS (Bt)	5.46	6.00	6.16	6.52	6.18

Main Assumptions

	2012	2013	2014F	2015F	2016F
Land acquisition budget (Btmn)	3,000	3,000	3,000	3,000	3,000
Presales (Btmn)	18,741	23,535	20,000	24,000	28,800
Revenue from condo (Btmn)	12,279	13,566	11,725	14,122	17,580
Revenue from low-rise (Btmn)	671	305	500	1,000	1,500

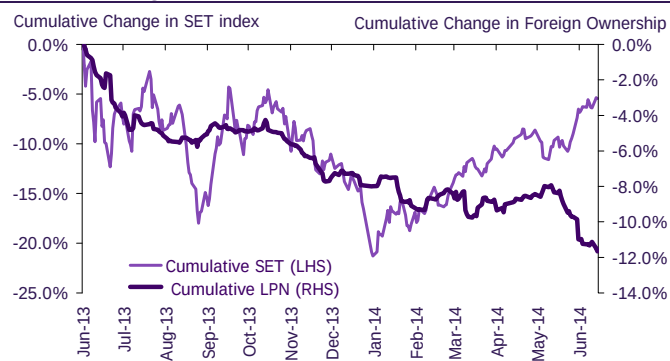
PE Band Chart



12-Month Cumulative directors trade

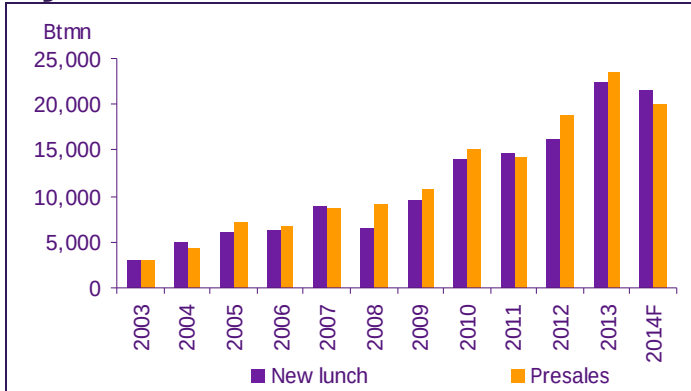
NA

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



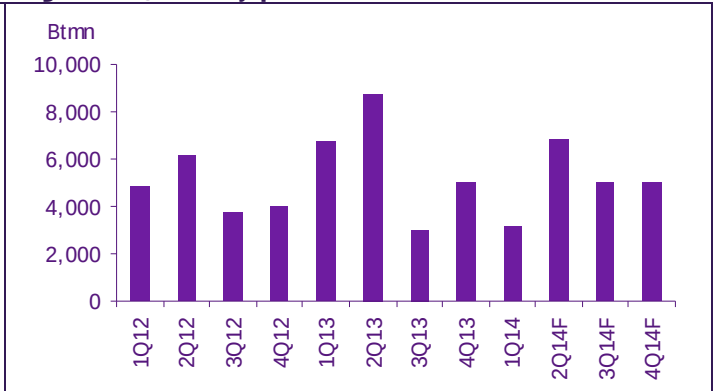
Source: SET, SCBS Investment Research

Figure 1: Presales and new launches



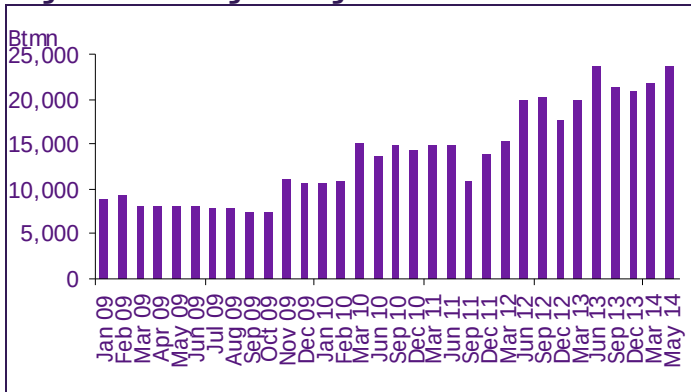
Source: LPN, SCBS Investment Research

Figure 2: Quarterly presales



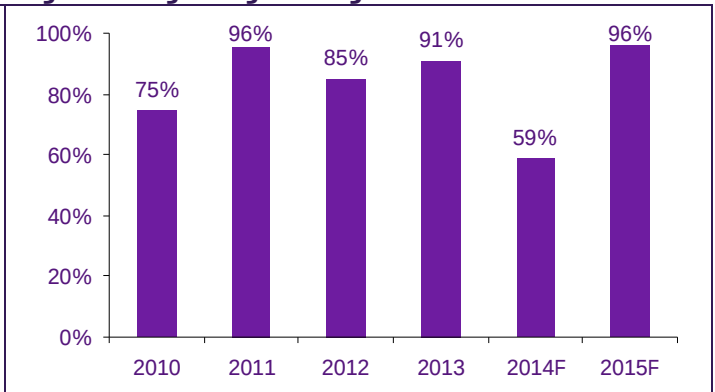
Source: LPN

Figure 3: Growing backlog



Source: LPN

Figure 4: Beginning backlog/revenue



Source: LPN, SCBS Investment Research

Figure 5: Planned new launches

Project	Units	Value (Btmn)	Launch
Lumpini Ville Onnut 46	1,450	1,400	Jan-14
Lumpini Ville Onnut-Pattanakarn	1,594	1,800	Jan-14
Lumpini SeaView Jomtien	1,150	1,280	May-14
Lumpini Park Petchakasem	2,600	3,350	Jun-14
Lumpini Place Borommaratchachonnani	900	1,660	Jun-14
Lumpini Park Nawamin-Sriburapha	1,600	2,000	Jun-14
Lumpini CondoTown Romklao-Suvarnabhumi	1,650	1,500	3Q14
Lumpini Ville Onnut-Ladkrabang 2	1,050	1,100	4Q14
2-3 new projects	n.a.	7,400	
Total		21,490	

Source: LPN

This page is left blank intentionally



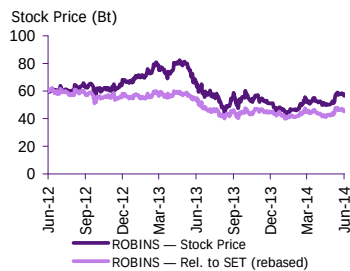
ชื่อ

Stock data

Last close (Jun 20) (Bt)	56.75
12-m target price (Bt)	70.00
Upside (Downside) to TP (%)	23.35
Mkt cap (Btbn)	63.03
Mkt cap (US\$mn)	1,942

Bloomberg code	ROBINS TB
Reuters code	ROBI.BK
Risk rating	L
Mkt cap (%) SET	0.48
Sector % SET	8.99
Shares issued (mn)	1,111
Par value (Bt)	4
12-m high / low (Bt)	66 / 40.8
Avg. daily 6m (US\$mn)	1.51
Foreign limit / actual (%)	49 / 25
Free float (%)	38.8
Dividend policy (%)	40

Price Performance



Source: SET, SCBS Investment Research

Share performance

	1M	3M	12M
Absolute	7.6	8.6	-13.4
Relative to SET	2.9	0.7	-17.3

Source: SET, SCBS Investment Research

ศิริมา ดิษฐา, CFA

นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1004

sirima.dissara@scb.co.th

หุ้น laggard play ในขณะที่ยังมีแนวโน้มฟื้นตัวดีขึ้น

ROBINS เป็นหุ้น laggard play ในกลุ่มพาณิชย์ เพราะราคาหุ้นปรับตัวลดลงมาแล้ว 30% ตั้งแต่ทำจุดสูงสุดในเดือน พ.ค. 2556 เทียบกับกลุ่มพาณิชย์ที่ลดลงเฉลี่ย 14% และ SET index ที่ลดลงเฉลี่ย 11% ซึ่งเรามองว่าตลาดตอบสนองมากเกินไปต่ออัตราเติบโตของยอดขายสาขาเดิมระดับต่ำ YTD ซึ่งถือว่าเป็นเรื่องปกติ เนื่องจากบริษัทขายสินค้าฟุ่มเฟือยซึ่งได้รับผลกระทบจากเศรษฐกิจชะลอตัวมากกว่าสินค้าจำเป็น แต่จะฟื้นตัวได้เร็วกว่า เราคาดว่ากำไรในระยะ 3 ปีข้างหน้าของ ROBINS เติบโตเฉลี่ย 18% ต่อปี และแนะนำ "ซื้อ" ด้วยราคาเป้าหมายกลางปี 58 ที่คำนวณจากวิธี DCF ที่ 70 บาท

หุ้น laggard play ที่กำไรในระยะ 3 ปีข้างหน้ามีแนวโน้มเติบโตสูง ROBINS เป็นหุ้น laggard play ของกลุ่มพาณิชย์ โดยราคาหุ้นปรับตัวลดลงมาแล้ว 30% เทียบกับกลุ่มพาณิชย์ที่ลดลง 14% และ SET ที่ลดลง 11% จากจุดสูงสุดในเดือน พ.ค. 2556 ซึ่งเรามองว่าเป็นการตอบสนองมากเกินไปต่ออัตราเติบโตของยอดขายสาขาเดิมระดับต่ำในปี 2557 ที่มีสาเหตุมาจากความเชื่อมั่นที่ลดลงและผลกระทบจากการแข่งขันยอดขายระหว่างสาขา และเป็นโอกาสที่ดีในการเข้าซื้อสะสมหุ้น ROBINS เราคิดว่ากำไรในระยะ 3 ปีข้างหน้าจะเติบโตอย่างแข็งแกร่งเฉลี่ย 18% ต่อปี โดยได้รับปัจจัยหนุนจากการฟื้นตัวอย่างรวดเร็วของอัตราเติบโตของยอดขายสาขาเดิมและแผนขยายสาขาเชิงรุกมากขึ้น

อัตราเติบโตของยอดขายมีแนวโน้มฟื้นตัวดีขึ้น อัตราเติบโตของยอดขายสาขาเดิมของ ROBINS ทำจุดสูงสุดที่ 10.7% ในไตรมาส 4/55 และหลังจากนั้นก็ปรับตัวลดลงติดต่อกัน 5 ไตรมาสสู่ระดับ -3.3% ในไตรมาส 1/57 ตามการเปลี่ยนแปลงของการอุปโภคบริโภคภาคเอกชน เพราะได้รับผลกระทบจากความเชื่อมั่นที่ลดลงและการแข่งขันยอดขายระหว่างสาขาจากการเปิดห้างสรรพสินค้าเซ็นทรัลแห่งใหม่ (เชียงใหม่และหาดใหญ่ในไตรมาส 4/56) เราคิดว่าอัตราเติบโตของยอดขายสาขาเดิมจะทำให้จุดต่ำสุดในช่วงครึ่งแรกปี 57 และหลังจากนั้นจะปรับตัวเพิ่มขึ้นในช่วงที่เหลือของปี โดยได้รับปัจจัยหนุนจากความเชื่อมั่นผู้บริโภคที่ฟื้นตัวขึ้นหลังสถานการณ์ความไม่สงบทางการเมืองคลี่คลายลง และผลกระทบจากการแข่งขันยอดขายระหว่างสาขาที่ลดน้อยลงในไตรมาส 4/57 เราคาดว่ากำไรอัตราเติบโตของยอดขายสาขาเดิมเป็นศูนย์ในปี 2557 ตามด้วย 6% ในปี 2558 ซึ่งสะท้อนถึงการฟื้นตัวแล้ว แต่ยังต่ำกว่าค่าเฉลี่ย 5 ปีในอดีตของบริษัทที่ 7%

ขยายสาขาเชิงรุกมากขึ้น เราคาดว่า ROBINS จะเปิดสาขาใหม่เพิ่ม 6-7 สาขาต่อปีในปี 2557-59 ปรับตัวเร่งขึ้นจาก 5 สาขา/ปีในปี 2556 โดยแบ่งเป็น 5 สาขาในประเทศ และ 1-2 สาขาในเวียดนาม บริษัทวางแผนเร่งขยายสาขาในปี 2557-59 ในจำนวนที่สูงกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่มพาณิชย์โดยรวม โดยคิดเป็นอัตราเติบโตเฉลี่ย 16% ต่อปี เทียบกับค่าเฉลี่ยของกลุ่มพาณิชย์ที่ 14% ผู้บริหารมองบวกต่อการขยายสาขาในต่างจังหวัดโดยได้รับปัจจัยหนุนจากการขยายตัวของความเป็นเมือง และในเวียดนามซึ่งบริษัทเชื่อว่าตลาดที่นั่นเหมาะกับรูปแบบสาขาของบริษัทและการแข่งขันต่ำในตลาดระดับกลางถึงล่าง เรามองว่าบริษัทน่าจะขยายสาขาได้สำเร็จตามเป้าหมายเมื่อพิจารณาจากความสำเร็จในการขยายสาขาที่ผ่านมา บวกกับฐานะเงินสดสุทธิที่ 2 พันล้านบาท ณ สิ้นปี 2556

เพิ่มยอดขาย/ตร.ม. ในระยะ 3-5 ปีข้างหน้า นอกเหนือจากการขยายสาขาอย่างต่อเนื่องแล้ว ROBINS ยังจะเน้นเพิ่มยอดขาย/ตร.ม.มากขึ้นผ่านทาง 1) กลยุทธ์ผู้นำด้านประเภทสินค้า โดยจะเน้นไปที่ผลิตภัณฑ์ที่มีศักยภาพสูง เช่น รองเท้า เครื่องสำอาง ยินส์ ผลิตภัณฑ์ที่ใช้ในบ้านและกระเป๋า 2) ใช้ประโยชน์พื้นที่ขายให้ตรงกับความต้องการของลูกค้าในแต่ละสาขา และ 3) เน้นสินค้าแบรนด์ของของตัวเอง (8% ของยอดขายในปัจจุบัน) แผนดังกล่าวจะนำมาใช้กับสาขาใหม่ในปี 2557 และสาขาเดิมภายในกลางปี 2558

ปัจจัยเสี่ยง 1) การเปลี่ยนแปลงของอัตราเติบโตของยอดขายสาขาเดิม; 2) การขยายสาขาตามแผนที่วางไว้ได้สำเร็จ; 3) การเปลี่ยนแปลงในต้นทุนพนักงานและค่าใช้จ่ายด้านสาธารณูปโภค; 4) การเจรจาขอส่วนลดกับซัพพลายเออร์; และ 5) การแข่งขัน

Forecasts and valuation

Year to 31 Dec	Unit	2012	2013	2014F	2015F	2016F
Revenue	(Btmn)	21,620	24,300	27,019	31,972	36,651
EBITDA	(Btmn)	3,312	3,707	4,137	5,162	6,181
Core profit	(Btmn)	1,906	1,951	2,160	2,657	3,209
Reported profit	(Btmn)	1,658	1,986	2,160	2,657	3,209
Core EPS	(Bt)	1.72	1.76	1.95	2.39	2.89
DPS	(Bt)	1.03	0.88	0.97	1.20	1.44
P/E, core	(x)	33.07	32.31	29.17	23.73	19.64
EPS growth, core	(%)	31.18	2.34	10.75	22.96	20.80
P/BV, core	(x)	5.81	5.25	4.79	4.28	3.80
ROE	(%)	19.13	17.06	17.17	19.06	20.48
Dividend yield	(%)	1.82	1.56	1.71	2.11	2.55
EV/EBITDA	(x)	17.80	16.44	15.05	12.19	10.19

Source: SCBS Investment Research

Financial statement

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	2012	2013	2014F	2015F	2016F
Total revenue	21,620	24,300	27,019	31,972	36,651
Cost of goods sold	(16,310)	(18,386)	(20,403)	(24,079)	(27,530)
Gross profit	5,309	5,914	6,616	7,893	9,121
SG&A	(4,782)	(5,686)	(6,599)	(7,673)	(8,681)
Other income	1,727	2,061	2,459	2,909	3,409
Interest expense	0	0	0	0	0
Pre-tax profit	2,255	2,289	2,476	3,129	3,849
Corporate tax	(517)	(456)	(495)	(626)	(770)
Equity a/c profits	402	358	447	470	493
Minority interests	(234)	(241)	(268)	(317)	(363)
Core profit	1,906	1,951	2,160	2,657	3,209
Extra-ordinary items	(248)	35	0	0	0
Net Profit	1,658	1,986	2,160	2,657	3,209
EBITDA	3,312	3,707	4,137	5,162	6,181
Core EPS (Bt)	1.72	1.76	1.95	2.39	2.89
Net EPS (Bt)	1.49	1.79	1.95	2.39	2.89
DPS (Bt)	1.03	0.88	0.97	1.20	1.44

Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	2012	2013	2014F	2015F	2016F
Total current assets	6,411	4,810	4,497	5,378	5,996
Total fixed assets	10,749	14,020	17,339	20,457	23,255
Total assets	17,160	18,830	21,836	25,835	29,251
Total loans	0	0	800	1,800	2,000
Total current liabilities	6,147	6,629	8,489	10,876	12,377
Total long-term liabilities	157	188	196	232	266
Total liabilities	6,304	6,818	8,686	11,108	12,644
Paid-up capital	3,943	3,943	3,943	3,943	3,943
Total equity	10,856	12,013	13,151	14,727	16,608
BVPS (Bt)	9.77	10.82	11.84	13.26	14.95

Cash Flow Statement (Btmn)

FY December 31	2012	2013	2014F	2015F	2016F
Core Profit	1,906	1,951	2,160	2,657	3,209
Depreciation and amortization	1,058	1,418	1,661	2,033	2,332
Operating cash flow	2,516	2,138	3,002	3,546	4,043
Investing cash flow	(2,005)	(2,449)	(4,398)	(3,356)	(3,022)
Financing cash flow	128	(829)	(222)	(80)	(1,128)
Net cash flow	639	(1,141)	(1,618)	109	(108)

Key Financial Ratios

	2012	2013	2014F	2015F	2016F
Gross margin(%)	24.6	24.3	24.5	24.7	24.9
Operating margin(%)	2.4	0.9	0.1	0.7	1.2
EBITDA margin(%)	15.3	15.3	15.3	16.1	16.9
EBIT margin(%)	10.4	9.4	9.2	9.8	10.5
Net profit margin(%)	7.7	8.2	8.0	8.3	8.8
ROE (%)	15.3	16.5	16.4	18.0	19.3
ROA (%)	9.7	10.5	9.9	10.3	11.0
Net D/E (x)	(0.4)	(0.2)	(0.1)	(0.0)	(0.0)
Debt service coverage (x)	nm	nm	nm	nm	nm
Payout Ratio (%)	60.3	50.3	50.0	50.0	50.0

12-Month Cumulative directors trade

NA

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14
Total revenue	6,305	5,560	5,869	6,567	5,941
Cost of goods sold	(4,812)	(4,174)	(4,474)	(4,927)	(4,447)
Gross profit	1,493	1,386	1,395	1,640	1,494
SG&A	(1,291)	(1,351)	(1,433)	(1,611)	(1,449)
Other income	474	492	516	580	602
Interest expense	0	0	0	0	(1)
Pre-tax profit	676	526	478	608	646
Corporate tax	(134)	(102)	(93)	(126)	(130)
Equity a/c profits	80	75	90	114	92
Minority interests	(70)	(51)	(51)	(68)	(70)
Core profit	552	447	425	527	539
Extra-ordinary items	0	0	0	35	0
Net Profit	552	447	425	562	539
EBITDA	916	802	790	958	973
Core EPS (Bt)	0.50	0.40	0.38	0.47	0.49
Net EPS (Bt)	0.50	0.40	0.38	0.51	0.49

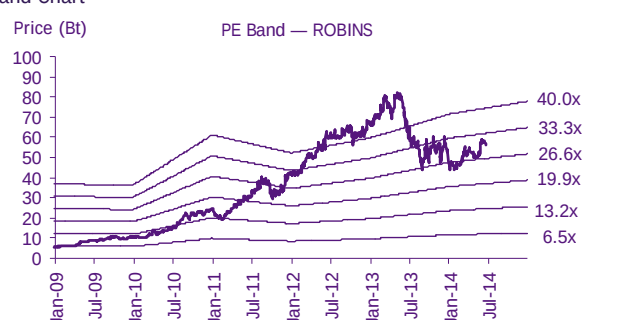
Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14
Total current assets	6,090	3,824	3,673	4,810	3,817
Total fixed assets	11,474	12,829	13,063	14,020	15,003
Total assets	17,565	16,653	16,736	18,830	18,820
Total loans	0	0	0	0	600
Total current liabilities	5,905	5,564	5,162	6,629	6,014
Total long-term liabilities	177	184	193	188	191
Total liabilities	6,082	5,747	5,355	6,818	6,205
Paid-up capital	3,943	3,943	3,943	3,943	3,943
Total equity	11,483	10,905	11,381	12,013	12,615
BVPS (Bt)	10.34	9.82	10.25	10.82	11.36

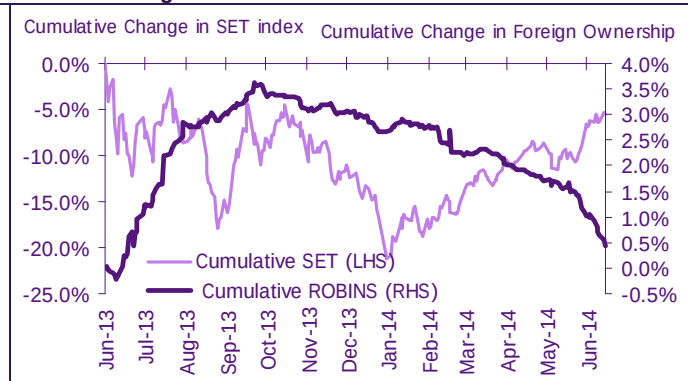
Main Assumptions

	2012	2013	2014F	2015F	2016F
SSS growth (%)	10.3%	2.9%	0.0%	6.0%	5.0%
No. of new stores (Stores)	5	4	7	6	6
No. of ending stores (Stores)	30	34	41	47	53
- Thailand	30	34	39	44	49
- Vietnam	0	0	2	3	4

PE Band Chart

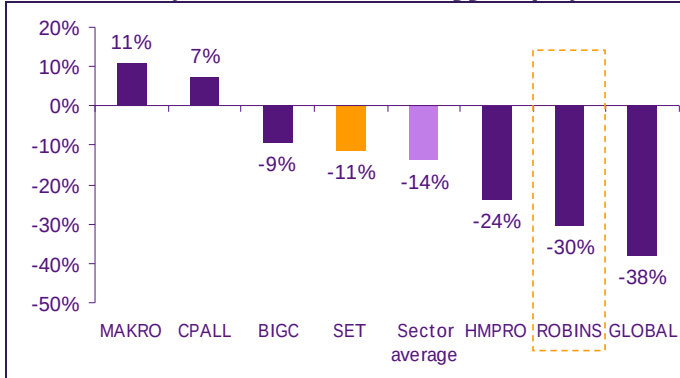


12 Month cumulative chg in foreign ownership versus cumulative chg in SET index



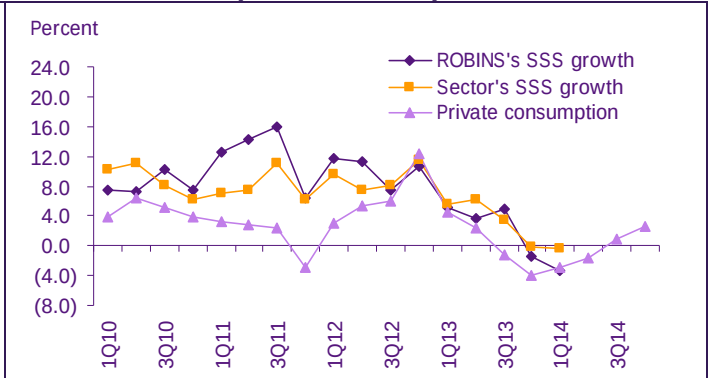
Source: SET, SCBS Investment Research

Figure 1: Share price performance since recent peak of SET in May 2013 – ROBINS is a laggard play



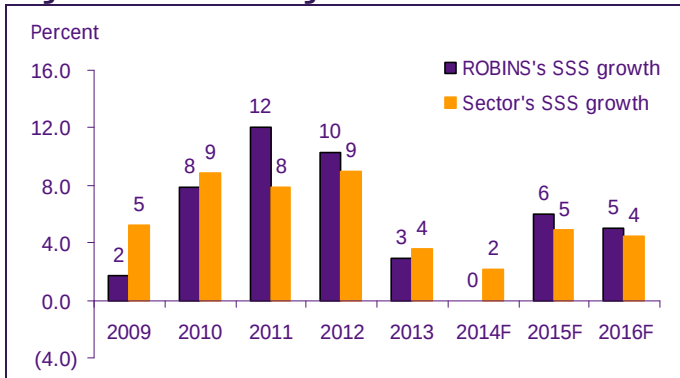
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 2: ROBINS's SSS growth set to show recovery in tandem with the private consumption



Source: Company data, SCB EIC, and SCBS Investment Research

Figure 3: ROBINS's SSS growth to recover in 2015-16F



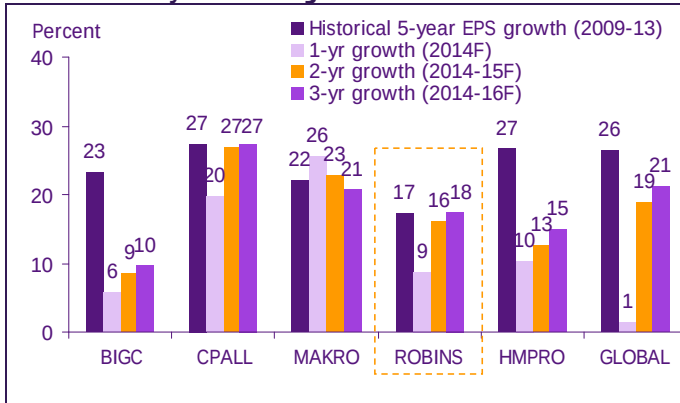
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 4: More aggressive expansion plan in 2014-16F



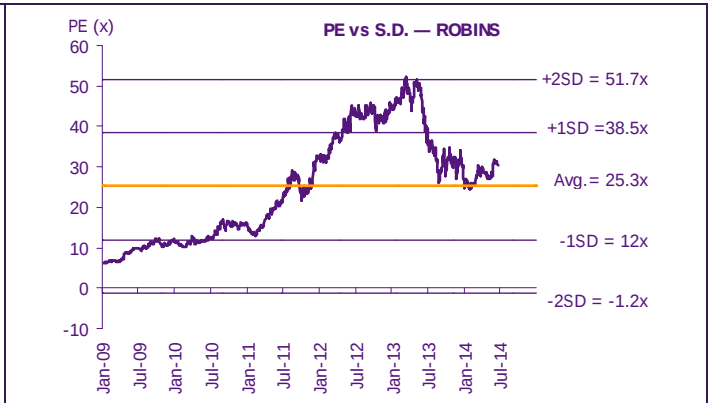
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 5: ROBINS to show solid LT growth, above its historical 5-year average



Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 6: ROBINS's 5-year PE band



Source: Company data and SCBS Investment Research

กลุ่มอุตสาหกรรม

วชิราลักษณ์ แสงเลิศศิลป์ชัย

นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1033

vajiralux.sanglersdillapachai@scb.co.th

Sentiment ไย แต่ฟื้นตัวต่อเนื่อง

- การฟื้นตัวของธุรกิจไก่และหมูในช่วงครึ่งแรกปี 57 น่าจะเกิดขึ้นต่อเนื่องในช่วงครึ่งหลังปี 57
- ต้นทุนลดลงเพราะราคาวัตถุดิบอาหารสัตว์ปรับลดลง
- ราคาไก่ลดลง สัญญาณที่ดีต่อผลการดำเนินงานไตรมาส 3/57
- ความรับผิดชอบต่อสังคมเป็นงานที่ทำหาย
- TUF และ CPF เป็น top picks ของเรา

การฟื้นตัวของธุรกิจไก่และหมูในช่วงครึ่งแรกปี 57 น่าจะเกิดขึ้นต่อเนื่องในช่วงครึ่งหลังปี 57 ราคาไก่และหมูอยู่ในระดับสูงในช่วงครึ่งแรกปี 57 ส่วนต่างราคาไก่และหมูกับต้นทุนวัตถุดิบอาหารสัตว์ที่กว้างขึ้นส่งผลทำให้ต้นทุนของธุรกิจไก่และหมูของ CPF ปรับเพิ่มขึ้นสู่ 16.4% ในไตรมาส 1/57 จากระดับต่ำที่ 12% ในปี 2556 ราคาวัตถุดิบอาหารสัตว์ที่เพิ่มขึ้นในเดือน มี.ค. ถึงเดือน เม.ย. หยุดปรับขึ้นในเดือน พ.ค. ส่งสัญญาณที่ดีว่าธุรกิจจะฟื้นตัวดีขึ้น โดยคาดว่าจะเกิดขึ้นในไตรมาส 2-3 ที่เป็น high season ของการส่งออก ราคาไก่ในประเทศน่าจะอยู่ที่ 42 บาท/กก. ในไตรมาส 3/57 ซึ่งเป็นระดับที่เราคาดการณ์ไว้ในปี 2557 ขณะที่ราคาหมูในประเทศน่าจะทรงตัวอยู่ที่ 76-80 บาท/กก. สูงกว่าระดับที่เราคาดการณ์ไว้ในปี 2557 ที่ 72 บาท/กก. (เพิ่มขึ้นจากประมาณการเดิมที่ 68 บาท/กก.) อย่างมาก การปรับตัวเพิ่มขึ้นของราคาไก่ในประเทศและฤดูส่งออก (ไตรมาส 2-3) เป็นปัจจัยบวกสำหรับผู้ผลิตไก่ระดับโลกอย่าง CPF และ GFPT การส่งออกไก่ไปยังญี่ปุ่นจะปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างมากตั้งแต่ไตรมาส 2/57 เราคาดว่าจะมีการบริโภคอาหารจำนวนมากทั่วโลกในช่วงเทศกาลฟุตบอลโลก (12 มิ.ย.-13 ก.ค.)

ต้นทุนลดลงเพราะราคาวัตถุดิบอาหารสัตว์ลดลง ราคาวัตถุดิบอาหารสัตว์อาจจะหยุดปรับตัวขึ้น ซึ่งถือเป็นข่าวดีสำหรับส่วนต่างระหว่างราคาผลิตภัณฑ์กับต้นทุนวัตถุดิบอาหารสัตว์ของธุรกิจเนื้อสัตว์และอาหารทะเล เราคาดว่าส่วนต่างจะเพิ่มขึ้นในไตรมาส 3/57 และอัตรากำไรจะเพิ่มขึ้น ซึ่งจะทำให้ความกังวลว่าอัตรากำไรจะหดตัวลงในช่วงครึ่งหลังปี 57 หดหายไป

ราคากุ้งลดลง สัญญาณที่ดีสำหรับไตรมาส 3/57 ราคากุ้งล่าสุดอยู่ที่ 240 บาท/กก. ลดลง 11% โดยนับเป็นการลดลงอย่างแท้จริงเป็นครั้งแรกจากที่ทรงตัวอยู่ในระดับสูงที่ 270-285 บาท/กก. เป็นเวลานาน 8 เดือน เราคาดว่าอุปทานกุ้งในประเทศจะเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง เนื่องจากราคากุ้งที่ลดลงจะกระตุ้นให้ผู้ผลิตผลิตภัณฑ์กุ้งเพิ่มการผลิต แม้ธุรกิจจะมีแนวโน้มฟื้นตัว เนื่องจากอุปทานกุ้งเข้าสู่ตลาดล่าช้าในไตรมาส 2/57 โดยมีสาเหตุมาจากสภาพอากาศที่ย่ำแย่ผิดปกติ ทำให้เราคาดว่าผลการดำเนินงานของ CPF TUF และผู้ผลิตผลิตภัณฑ์กุ้งจะฟื้นตัวดีขึ้นตั้งแต่ไตรมาส 3/57 เป็นต้นไป

ความรับผิดชอบต่อสังคมเป็นงานที่ทำหาย ธุรกิจอาหารทะเลไทยกำลังประสบปัญหาเรื่องการละเมิดสิทธิมนุษยชนในธุรกิจปลาป่น หนังสือพิมพ์อังกฤษ The Guardian รายงานว่า ผู้ผลิตปลาป่นไทยบางรายมีส่วนเกี่ยวข้องกับการค้ามนุษย์หรือใช้แรงงานทาส โดยอ้างเจาะจงถึง CPF ในขณะที่ CPF จะขอหลักฐานและชื่อของผู้ผลิตปลาป่นจากหนังสือพิมพ์ฉบับดังกล่าวเพื่อที่บริษัทจะสามารถตรวจสอบและหลีกเลี่ยงการใช้ปลาป่นจากผู้ผลิตเหล่านั้น ปลาป่นถูกนำมาใช้เป็นส่วนประกอบเล็กน้อยเพียง 10-20% ในอาหารกุ้ง แต่ CPF มีส่วนแบ่งในตลาดอาหารสัตว์และกุ้งมากถึง ~50% และอาหารสัตว์คิดเป็นสัดส่วน ~12% ของรายได้ทั้งหมด (10% เป็นอาหารสัตว์บก และ 2% เป็นอาหารกุ้ง) ข่าวนี้อาจส่งผลทำให้ CPF อยู่ในสถานะที่เปราะบางมากกว่า TUF (รายได้ 20% มาจากธุรกิจกุ้งซึ่งมีรายได้จากอาหารกุ้ง ~3%) และ GFPT (ไม่มีธุรกิจกุ้ง อาหารกุ้ง ~2-3%)

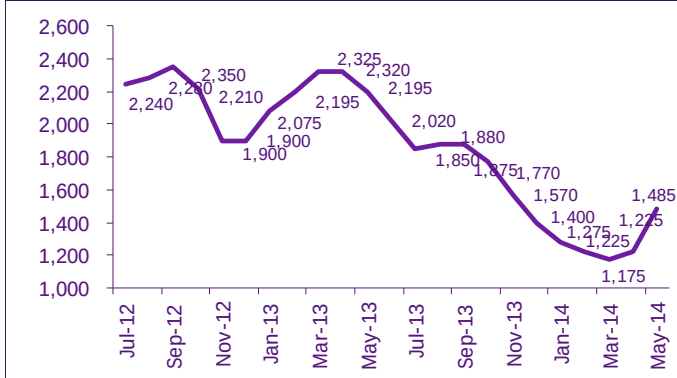
Top pick: TUF และ CPF เราชอบ TUF (ซื้อ ราคาเป้าหมาย 80 บาท) และ CPF (ซื้อ ราคาเป้าหมาย 35 บาท) มากที่สุด แต่มองว่า GFPT (Neutral ราคาเป้าหมาย 14.50 บาท) น่าซื้อเก็งกำไร สถานการณ์ของปีนี้สดใสมากสำหรับไตรมาส 2 และไตรมาส 3 ซึ่งเป็นช่วง high season สำหรับการส่งออกไก่และกุ้ง โดยต้นทุนวัตถุดิบอาหารสัตว์ลดลง เงินบาทอ่อนค่า และความกังวลเกี่ยวกับโรค EMS ผ่อนคลายลง ดังนั้นเราคาดว่าจะเห็นผลการดำเนินงานของ TUF ฟื้นตัวได้ดีและแข็งแกร่งโดยจะเติบโต 96% YoY ขณะที่ผลการดำเนินงานของ CPF จะพลิกฟื้นดีขึ้นมากจากขาดทุนปกติ ผลการดำเนินงานของ GFPT ปรับตัวดีขึ้นในปีที่ผ่านมา และกลับมาเติบโตตามปกติที่ 9.2% YoY ทำให้น่าซื้อเก็งกำไรจนกว่าจะขึ้นมาถึงราคาเป้าหมายที่ 14.50 บาท

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	27.5	35.0	31.3	n.m.	14.7	10.2	n.m.	n.m.	44.2	1.57	1.53	1.47	(1.2)	10.5	14.7	1.8	4.0	5.8	33.5	12.3	10.3
GFPT	Neutral	13.2	14.5	12.8	11.0	10.1	10.0	n.m.	9.2	1.2	2.22	1.92	1.69	22.4	19.0	16.9	2.7	3.0	3.0	8.8	8.2	7.7
MINT	Neutral	28.0	30.0	8.5	28.9	26.0	22.3	18.6	11.3	16.4	4.09	3.78	3.40	16.6	15.3	16.1	1.3	1.3	1.6	17.2	16.0	13.7
PM	Buy	9.9	11.0	15.8	14.6	12.5	11.6	0.0	17.2	7.4	4.27	3.85	3.47	28.7	28.2	27.1	5.0	5.2	5.5	11.5	9.4	8.7
TUF	Buy	66.8	80.0	23.4	27.3	13.9	13.2	(33.3)	96.8	5.6	1.77	1.58	1.43	6.7	12.0	11.4	2.2	3.6	3.8	19.9	11.7	10.9
Average					20.5	15.4	13.4	(4.9)	33.6	14.9	2.78	2.53	2.29	14.6	17.0	17.2	2.6	3.4	3.9	18.2	11.5	10.2

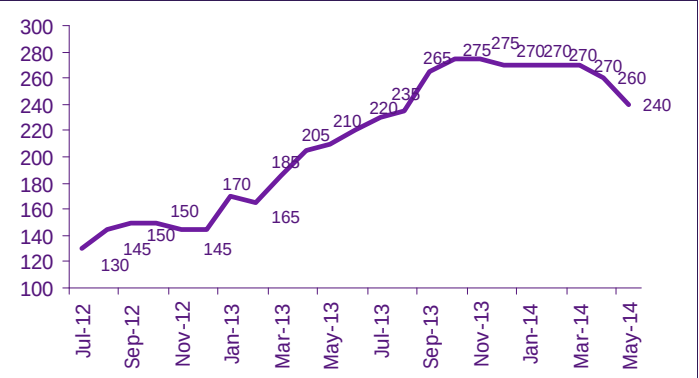
Source: SCBS Investment Research

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



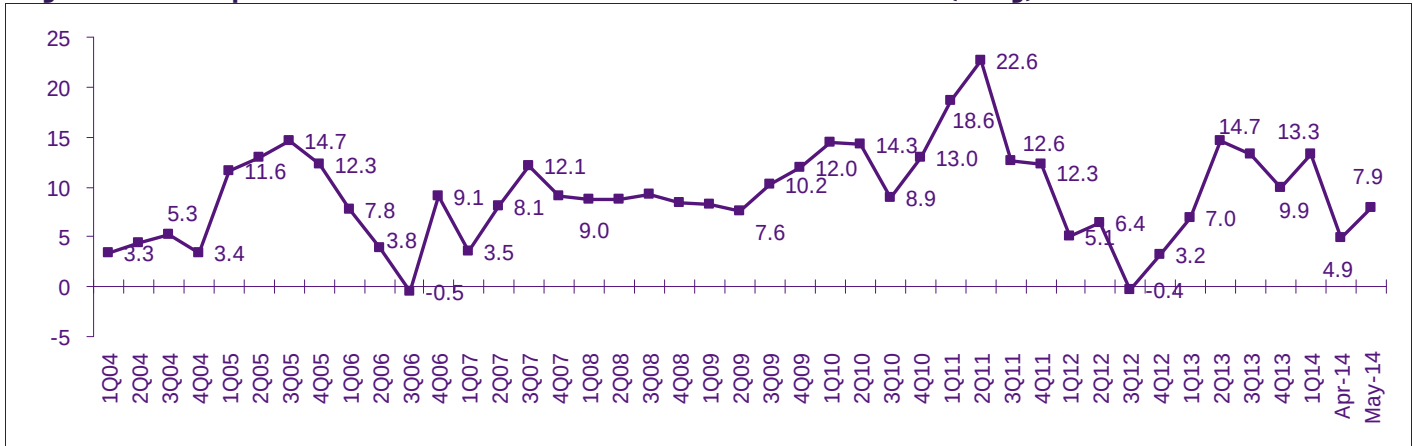
Source: Company Data, SCBS Investment Research

Figure 2: Shrimp price (Bt/kg)



Source: Company Data, SCBS Investment Research

Figure 3: Better spread for broilers with animal feed to meat ratio at 1.8:1 (Bt/kg)



ทานิดา ทรงพัฒนะโยธิน
นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน
ด้านหลักทรัพย์
0-2949-1012
tanida.songphatanayothin@scb.co.th

เริ่มเห็นสัญญาณฟื้นตัว

■ อุตสาหกรรมยานยนต์จะฟื้นตัวเล็กน้อยในไตรมาส 3/57 โดยได้รับปัจจัยหนุนจากความเชื่อมั่นผู้บริโภคที่ปรับตัวดีขึ้นเล็กน้อยและการเปิดตัวรถยนต์รุ่นใหม่

■ สินค้าคงคลังดีขึ้น - เปิดโอกาสให้เพิ่มการผลิตในอนาคต

กำไรไตรมาส 1/57 ลดลง YoY แต่ดีขึ้น QoQ กำไรปกติไตรมาส 1/57 ของหุ้นกลุ่มยานยนต์ในการวิเคราะห์ของเราปรับตัวลดลง 40% YoY แต่เพิ่มขึ้น 9% QoQ กำไรลดลงมาก YoY ตามคาด โดยเกิดจากฐานสูงที่ได้รับปัจจัยกระตุ้นจากมาตรการรถยนต์คันแรก ในขณะที่กำไรที่เพิ่มขึ้น QoQ ส่วนใหญ่เกิดจาก AH โดย AH เป็นบริษัทเพียงแห่งเดียวในกลุ่มยานยนต์ที่รายงานกำไรเติบโต QoQ แม้กำไรที่เพิ่มขึ้น QoQ ของ AH หลักๆ เกิดจากฐานต่ำที่มีสาเหตุมาจากการรับรู้ขาดทุนจากการด้อยค่าของค่าความนิยม แต่ AH ก็ยังรายงานยอดขายเพิ่มขึ้น 6% QoQ ตรงข้ามกับยอดขายรถยนต์ของอุตสาหกรรมโดยรวมที่ปรับตัวลดลง 2% นอกจากนี้กำไรจากการดำเนินงานก็ปรับตัวดีขึ้นด้วยเช่นกัน

จะฟื้นตัวเล็กน้อยในไตรมาส 3/57 เราคาดว่าไตรมาส 2/57 จะเป็นจุดต่ำสุดของปีนี้โดยมีสาเหตุมาจากปัจจัยฤดูกาลและเศรษฐกิจชะลอตัว หลังจากนั้นเราคาดว่าอุตสาหกรรมยานยนต์จะฟื้นตัวเล็กน้อยในไตรมาส 3/57 เพราะปริมาณการผลิตรถยนต์จะเริ่มกลับคืนสู่ระดับปกติเมื่อเทียบกับช่วงเดียวกันของปีก่อนหลังจากการส่งมอบรถยนต์ล็อตสุดท้ายภายใต้มาตรการรถยนต์คันแรกสิ้นสุดลงในเดือน มิ.ย. 2556 นอกจากนี้ก็มีรถยนต์รุ่นใหม่หลายรุ่นรอเปิดตัวอยู่ ได้แก่ Honda Jazz 2014, Isuzu Celerio, และ Nissan Navara NP300 โดยทั้งหมดมีกำหนดเปิดตัวในงาน Fast Auto Show Thailand ในเดือน ก.ค. นี้ ซึ่งเมื่อรวมกับความเชื่อมั่นผู้บริโภคที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นเพราะการมีเสถียรภาพมากขึ้นน่าจะช่วยให้ยอดขายรถยนต์ในประเทศค่อยๆ ปรับตัวเพิ่มขึ้นเล็กน้อยในไตรมาส 3/57

สินค้าคงคลังก็ดีขึ้น การคำนวณของเราพบว่าอัตราส่วนสินค้าคงคลังต่อปริมาณการผลิตรถยนต์ตั้งแต่ต้นปี 2557 จนถึงปัจจุบันลดลงมาอยู่ที่ -0.04 จาก 0.08 ในเดือน ม.ค. ซึ่งถือเป็นข่าวดีสำหรับอุตสาหกรรมยานยนต์ เนื่องจากระดับสินค้าคงคลังที่ปรับเพิ่มขึ้นจากมาตรการรถยนต์คันแรกยังคงเป็นประเด็นวิตกกังวลใหญ่ แต่ด้วยอุปสงค์ในปัจจุบันมีมากกว่าปริมาณการผลิต แรงกดดันที่มีสาเหตุมาจากสินค้าคงคลังสูงจึงน่าจะผ่อนคลายลงมาได้บ้าง และจะเปิดโอกาสให้ผู้ผลิตรถยนต์เพิ่มการผลิตเพื่อตอบสนองอุปสงค์ที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นซึ่งเราคาดว่าจะเกิดขึ้นในไตรมาส 3/57 และไตรมาส 4/57

ปรับประมาณการยอดขายรถยนต์ปี 2557 ลงสู่ 2.2 ล้านคัน ยอดผลิตรถยนต์เดือน พ.ค. อยู่ที่ 148,000 คัน ลดลง 36% YoY แต่เพิ่มขึ้น 17% MoM และยอดผลิตรถยนต์ในช่วง 5 เดือนแรกปี 57 อยู่ที่ 792,000 คัน ลดลง 30% YoY ในขณะที่อุปสงค์ในประเทศในช่วง 5 เดือนแรกปี 57 ลดลง 42% YoY เพราะได้รับผลกระทบจากสถานการณ์ความไม่สงบทางการเมืองยืดเยื้อ การส่งออกที่แต่เดิมคาดว่าจะช่วยชดเชยอุปสงค์ในประเทศที่ลดลง เติบโตต่ำมากเพียง 3% YoY ดังนั้นยอดผลิตรถยนต์ในปี 2557 จึงไม่น่าจะมีจำนวนถึงระดับที่เราคาดการณ์ไว้ที่ 2.4 ล้านคัน เราจึงปรับประมาณยอดขายรถยนต์ปี 2557 ลดลงสู่ 2.2 ล้านคันเพื่อสะท้อนข้อมูลล่าสุด โดยคาดการณ์ยอดขายรถยนต์ในประเทศที่ 1.0 ล้านคัน (ลดลงจาก 1.1 ล้านคัน) และยอดส่งออกรถยนต์ที่ 1.2 ล้านคัน (ลดลงจาก 1.3 ล้านคัน) แม้สภาอุตสาหกรรมแห่งประเทศไทย (ส.อ.ท.) ยังคงประมาณการยอดขายรถยนต์ปี 2557 ไว้ที่ 2.4 ล้านคัน แต่เราคาดว่า ส.อ.ท. จะปรับประมาณการลดลงในอนาคตอันใกล้

เปลี่ยนมาใช้ราคาเป้าหมายกลางปี 2558 อาจจะปรับราคาเป้าหมายเพิ่มขึ้นในอนาคต เราปรับราคาเป้าหมายหุ้นทั้งสามตัวในกลุ่มยานยนต์เป็นราคาเป้าหมายกลางปี 2558 โดยได้ราคาเป้าหมายใหม่ของ AH ที่ 16 บาท (จาก 13.20 บาท), SAT ที่ 19 บาท (จาก 18 บาท), และ STANLY ที่ 235 บาท (จาก 230 บาท) แม้ upside ยังมีน้อยมาก แต่สถานการณ์การเมืองที่มีเสถียรภาพมากขึ้นจะส่งผลดีต่ออุตสาหกรรมยานยนต์ การมีสัญญาณยืนยันถึงการฟื้นตัวของอุตสาหกรรมยานยนต์เพิ่มมากขึ้นน่าจะส่งผลทำให้มีการปรับราคาเป้าหมายเพิ่มขึ้นในอนาคต ในสถานการณ์ที่ยังไม่มีความชัดเจนเช่นนี้ เราชอบ STANLY มากที่สุด เพราะอัตรากำไรขั้นต้นสูงและฐานะการเงินแข็งแกร่ง

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
AH	Sell	16.2	16.0	1.3	8.6	9.8	8.0	(18.3)	(12.6)	22.6	0.96	0.90	0.84	11.7	9.4	10.8	3.0	2.6	3.1	4.2	6.4	5.6
SAT	Neutral	18.2	19.0	7.9	9.5	10.1	9.1	3.8	(5.8)	10.7	1.59	1.44	1.31	18.0	14.9	15.0	4.1	3.5	3.8	6.1	5.7	4.9
STANLY	Neutral	225.0	235.0	7.2	12.1	12.3	12.0	32.7	(1.7)	2.2	1.65	1.46	1.33	14.4	12.6	11.6	2.6	2.8	2.8	6.4	5.9	5.2
Average					10.1	10.7	9.7	6.1	(6.7)	11.8	1.40	1.26	1.16	14.7	12.3	12.5	3.2	2.9	3.3	5.6	6.0	5.3

Source: SCBS Investment Research

Figure 1: 1Q14 results

	Core earnings (Bt mn)					Growth		Core earnings (Bt mn)			% YoY Growth		
	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	% YoY	% QoQ	2013	2014F	2015F	2013	2014F	2015F
AH	279	187	144	1	153	(45.2)	n.m.	610	533	654	(18.3)	(12.6)	22.6
SAT	236	192	171	212	167	(29.4)	(21.1)	811	765	846	3.7	(5.7)	10.7
STANLY*	467	394	358	327	268	(42.7)	(18.1)	1,545	1,368	1,629	7.6	(11.4)	19.0
Automotive sector	982	773	672	539	587	(40.2)	9.0	2,966	2,667	3,129	(6.9)	(29.7)	52.3

Source: SCBS Investment Research

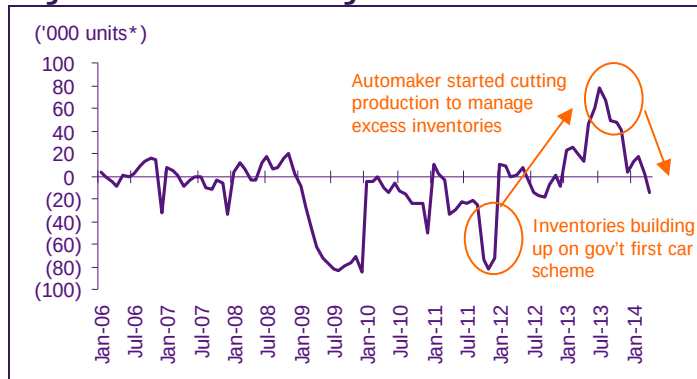
*STANLY's core earnings are calendarized

Figure 2: Auto industry data

000 Units	May-13	May-14	YoY	MoM	5M13	5M14	YoY	2014F	YoY
Domestic auto sales	111.8	69.7	-38%	-5%	635	367	-42%	1,000	-25%
Auto export	86.9	94.8	9%	36%	443	456	3%	1,200	6%
Auto production	231.9	148.2	-36%	17%	1,124	792	-29%	2,200	-10%

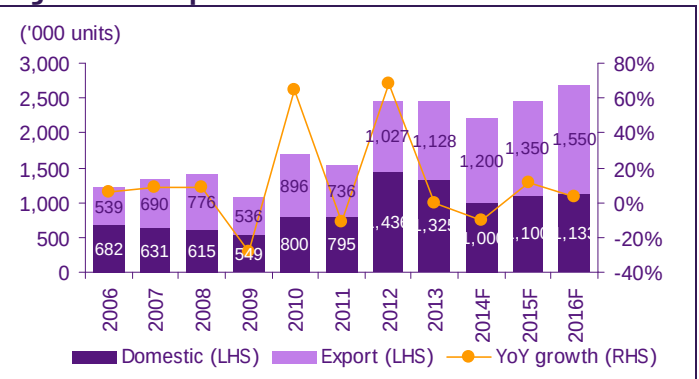
Source: The Federation of Thai Industries, SCBS Investment Research

Figure 3 Inventories at negative levels



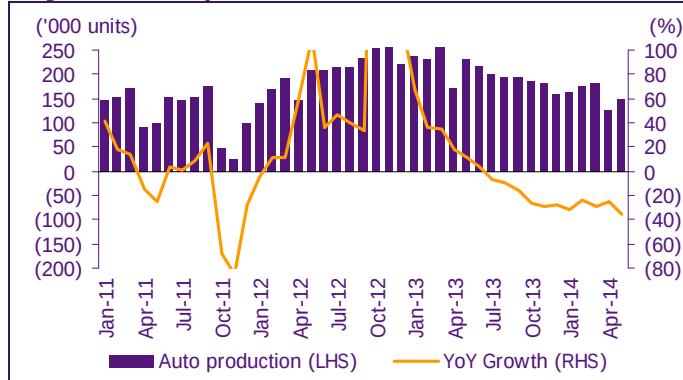
Source: The Federation of Thai Industries, SCBS Investment Research

Figure 4: Auto production forecast



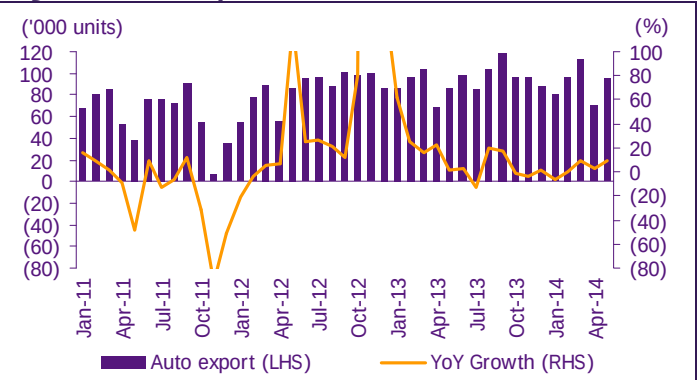
Source: The Federation of Thai Industries, SCBS Investment Research

Figure 5: Auto production



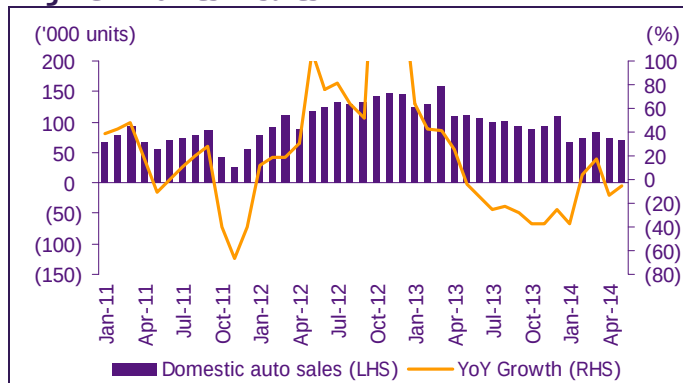
Source: The Federation of Thai Industries, SCBS Investment Research

Figure 6: Auto exports



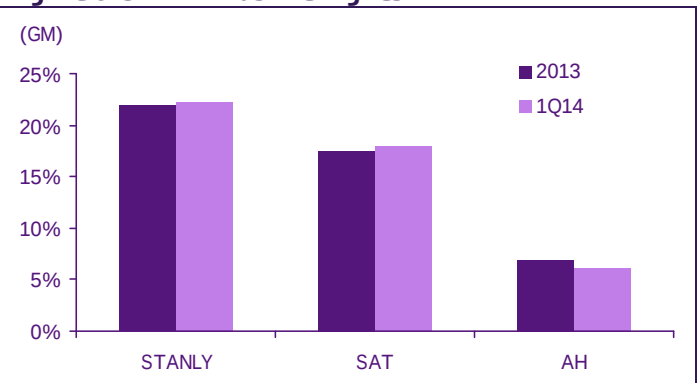
Source: The Federation of Thai Industries, SCBS Investment Research

Figure 7: Domestic sales



Source: The Federation of Thai Industries, SCBS Investment Research

Figure 8: STANLY has the highest GM



Source: STANLY, SAT, AH, SCBS Investment Research

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

การลงทุนชากลับคืนสู่วัฏจักรขาขึ้น?

- มีแนวโน้มปรับประมาณการอัตราเติบโตของรายได้ปี 2558-59 เพิ่มขึ้น เพราะการลงทุนมีแนวโน้มกลับคืนสู่วัฏจักรขาขึ้นโดยได้รับปัจจัยหนุนจากความคืบหน้าในโครงการพัฒนาโครงสร้างพื้นฐาน
- การคงอัตราดอกเบี้ยนโยบายไว้เท่าเดิมจะช่วยให้ NIM พื้นตัวตั้งแต่ไตรมาส 2/57 เมื่อต้นทุนเงินฝากลดลงตามการปรับลดอัตราดอกเบี้ยเงินฝาก
- Valuation ปี 2557 ค่อนข้างตึงตัวที่ระดับ +1SD แต่ Valuation ปี 2558 ต่ำกว่าค่าเฉลี่ย ยังไม่ได้สะท้อนการฟื้นตัวทั้งหมด
- ยังคงเลือก KBANK กับ BBL เป็น Top picks

มีแนวโน้มปรับประมาณการอัตราเติบโตของรายได้ปี 2558 และปี 2559 เพิ่มขึ้น เรามีแนวโน้มปรับประมาณการอัตราเติบโตของรายได้ปี 2558 และปี 2559 ของกลุ่มธนาคารเพิ่มขึ้น เมื่อมีการเปิดเผยรายละเอียดเกี่ยวกับมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจของคณะรักษาความสงบแห่งชาติ (คสช.) การประกาศมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจที่เน้นการลงทุนของ คสช. น่าจะสนับสนุนให้รายได้ของกลุ่มธนาคารฟื้นตัวเพิ่มขึ้นได้ในระยะยาว เราคาดว่าสินเชื่อจะขยายตัวเพิ่มขึ้นปานกลางในช่วงครึ่งหลังปี 57 โดยได้รับปัจจัยหนุนจากปัจจัยฤดูกาลและการฟื้นตัวของการส่งออก หลังจากนั้นอัตราการขยายตัวของสินเชื่อก็จะฟื้นตัวดีขึ้นมากในปี 2558 เพราะอุปสงค์ที่สะสมมาจากช่วงก่อนหน้าจะถูกปลดปล่อยออกมาและโครงการพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานกลับมาเดินหน้าอีกครั้ง อัตราการขยายตัวของสินเชื่อจะดีต่อเนื่องจนถึงปี 2559 โดยได้รับปัจจัยหนุนจากการลงทุนอย่างต่อเนื่องและการอุปโภคบริโภคภาคเอกชนที่ฟื้นตัวขึ้นหลังเลือกตั้ง เรายังคงประมาณการอัตราการขยายตัวของสินเชื่อปี 2557 ของกลุ่มธนาคารไว้ที่ 5% (เทียบกับ 0.6% ในช่วง 4 เดือนแรกปี 57) แต่มีแนวโน้มปรับประมาณการอัตราการขยายตัวของสินเชื่อปี 2558-2559 เพิ่มขึ้นสู่ตัวเลขสองหลัก จากประมาณการปัจจุบันที่ 8% เรามองว่าอัตราการขยายตัวของรายได้ที่มีใช้ดอกเบี้ยก็มีแนวโน้มอย่างเดียวกัน เรายังคงประมาณการอัตราการขยายตัวของรายได้ที่มีใช้ดอกเบี้ยของกลุ่มธนาคารไว้ว่าจะหดตัวลง 2% ในปี 2557 (เทียบกับ -5% YoY ในไตรมาส 1/57) แต่มีแนวโน้มที่จะปรับประมาณการอัตราการขยายตัวของรายได้ที่มีใช้ดอกเบี้ยปี 2558 และปี 2559 เพิ่มขึ้นจากประมาณการปัจจุบันที่ +12%

NIM: มีแนวโน้มเพิ่มขึ้นจากการหยุดใช้นโยบายการเงินแบบผ่อนคลาย ความคืบหน้าในนโยบายการคลังของ คสช. จะช่วยลดความจำเป็นในการใช้นโยบายการเงินแบบผ่อนคลาย รมท. เห็นด้วยกับเรื่องดังกล่าวดังเห็นได้จากการคงอัตราดอกเบี้ยนโยบายไว้เท่าเดิมในเดือน มิ.ย. ซึ่งจะช่วยให้ NIM พื้นตัวตั้งแต่ไตรมาส 2/57 เป็นต้นไปเมื่อต้นทุนเงินฝากลดลงตามการปรับลดอัตราดอกเบี้ยเงินฝาก เราคาดว่า NIM จะฟื้นตัวดีขึ้นต่อไปอีกในปี 2558 โดยได้รับปัจจัยหนุนจากอัตราส่วนเงินให้สินเชื่อต่อเงินฝากที่เพิ่มขึ้น

คุณภาพสินทรัพย์ที่ปรับตัวแยลงอยู่ในระดับที่สามารถจัดการได้ อัตราส่วน NPL ต่อสินเชื่อรวมของธนาคารทั้งระบบปรับตัวเพิ่มขึ้นเล็กน้อยสู่ 2.3% ณ ไตรมาส 1/57 จาก 2.2% ณ ไตรมาส 4/56 อย่างไรก็ดี อัตราส่วนสินเชื่อจัดชั้นกล่าวถึงเป็นพิเศษ (SM) ต่อสินเชื่อรวมสร้างความประหลาดใจด้วยการปรับตัวลดลงมาอยู่ที่ 2.3% ณ ไตรมาส 1/57 จาก 2.4% ณ ไตรมาส 4/56 ส่งผลทำให้อัตราการผิดนัดชำระหนี้ (NPL + SM) อยู่ในระดับทรงตัว QoQ ที่ 4.6% ณ ไตรมาส 1/57 ซึ่งชี้ให้เห็นว่า NPL ที่เพิ่มขึ้นในไตรมาส 1/57 ส่วนใหญ่เกิดจากสินเชื่อจัดชั้นกล่าวถึงเป็นพิเศษตกชั้นเป็น NPL ไม่ได้มีการผิดนัดชำระหนี้ใหม่ NPL ที่ไหลเข้าใหม่ในไตรมาส 1/57 ก่อนขยับอยู่ในระดับทรงตัว QoQ แต่ NPL ที่ไหลออกลดลงส่งผลทำให้ NPL เพิ่มขึ้นในไตรมาส 1/57 ยอด NPL เพิ่มขึ้น 5% QoQ ในไตรมาส 1/57 โดยมากกว่าครึ่งเกิดจากสินเชื่ออุปโภคบริโภค

การฟื้นตัวยังไม่ได้สะท้อนใน valuation ราคาหุ้นกลุ่มธนาคารปรับตัว outperform มาตั้งแต่ต้นปี (+31% YTD เทียบกับ SET ที่ +20%) ทำให้ราคาหุ้นมีแนวโน้ม upside จำกัดในระยะสั้นเมื่ออิงกับ valuation ปี 2557 ที่ระดับ 1 standard deviation เหนือ valuation เฉลี่ยในอดีต อย่างไรก็ตาม เราคาดว่าราคาหุ้นยังไม่ได้สะท้อนการฟื้นตัวในระยะกลางทั้งหมด เนื่องจาก valuation ปี 2558 อยู่ที่ระดับค่าเฉลี่ยในอดีต และต่ำกว่า valuation ในช่วงวัฏจักรขาขึ้น ซึ่งน่าจะเกิดขึ้นในปี 2558

ยังคงเลือก BBL กับ KBANK เป็น top picks เนื่องจากการฟื้นตัวของเศรษฐกิจน่าจะได้รับปัจจัยกระตุ้นจากการลงทุนด้านโครงสร้างพื้นฐานไม่ใช่อุปโภคบริโภค ทำให้เรายังคงเลือก BBL กับ KBANK เป็น top picks ไว้เหมือนเดิม เนื่องจาก BBL จะเป็นผู้ได้รับประโยชน์รายใหญ่จากวัฏจักรการลงทุนขาขึ้น และ KBANK จะเป็นผู้ได้รับประโยชน์รายใหญ่จากการใช้จ่ายลงทุนและมาตรการกระตุ้น SME รวมถึงอัตราส่วนค่าใช้จ่ายต่อรายได้ที่ปรับตัวลดลงหลังจากโครงการ K-transformation แล้วเสร็จในปี 2558

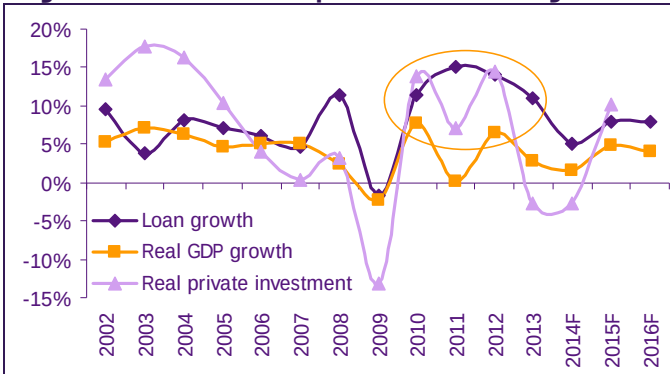
Valuation Summary

	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	Sell	42.00	28.0	(31.7)	21.5	18.1	15.0	(18.9)	18.8	20.9	2.10	1.95	1.78	10.1	11.2	12.4	1.9	1.7	2.0
BBL	Buy	193.50	228.0	21.2	10.3	10.4	9.3	8.7	(1.1)	11.7	1.25	1.14	1.06	12.6	11.5	11.8	3.4	3.4	3.8
KBANK	Buy	204.00	214.0	6.7	11.8	10.8	9.3	17.2	9.0	16.5	2.23	1.90	1.62	20.4	18.9	18.8	1.7	1.8	2.1
KKP	Sell	45.75	42.0	(3.1)	8.7	10.1	8.8	29.3	(13.9)	14.3	1.10	1.05	0.99	13.0	10.6	11.5	5.9	5.1	5.8
KTB	Buy	21.20	22.0	7.8	8.7	9.5	8.2	45.2	(7.9)	15.5	1.44	1.32	1.19	17.4	14.5	15.2	4.2	4.0	4.6
LHBANK	Sell	1.63	1.1	(30.8)	23.2	23.2	22.2	23.3	(0.1)	4.5	1.38	1.33	1.28	6.1	5.8	5.9	1.7	1.7	1.8
TCAP	Neutral	34.75	36.0	7.1	4.8	8.6	7.7	68.4	(44.2)	12.6	0.94	0.88	0.81	20.5	10.5	11.0	4.6	3.5	3.9
TISCO	Buy	41.50	47.0	18.1	7.8	7.7	6.4	4.3	1.9	20.4	1.45	1.29	1.13	20.6	17.8	18.9	4.8	4.8	5.5
TMB	Sell	2.40	2.1	(10.4)	18.2	14.2	11.8	354.3	28.5	20.0	1.69	1.55	1.41	9.6	11.4	12.5	1.6	2.1	2.5
Average					12.6	12.3	10.8	21.6	2.3	15.2	1.59	1.44	1.30	15.2	13.3	13.9	3.3	3.2	3.6

Source: SCBS Investment Research

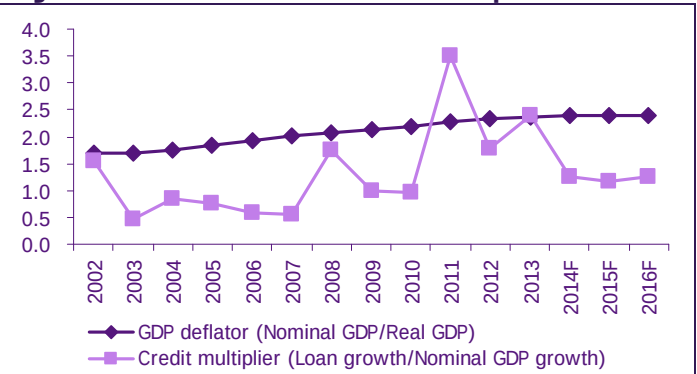
หมายเหตุสำคัญ: บริษัทหลักทรัพย์ ไทยพาณิชย์ จำกัด (SCBS) เป็นบริษัทย่อยที่ธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) (SCB) ถือหุ้นทั้งหมด ข้อมูลใด ๆ ที่เกี่ยวข้องกับ SCB มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ในการเปรียบเทียบเท่านั้น

Figure 1: Loan vs. GDP & private investment growth



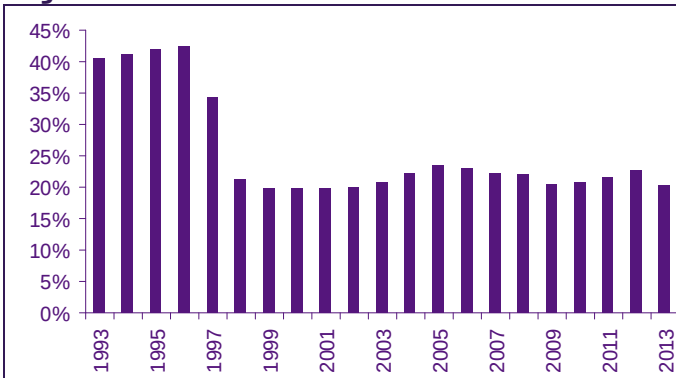
Source: BoT and SCBS Investment Research

Figure 2: GDP deflator and credit multiplier



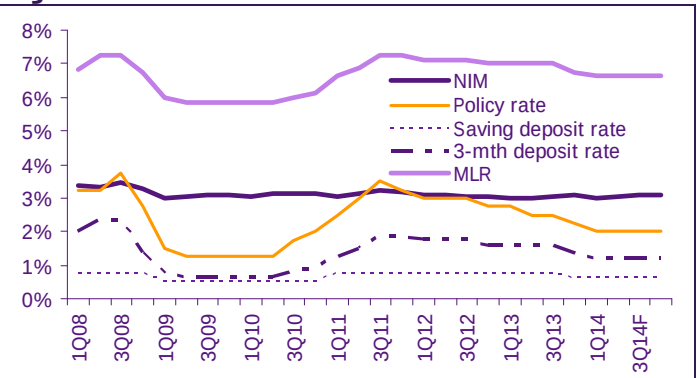
Source: BoT and SCBS Investment Research

Figure 3: Investment/GDP



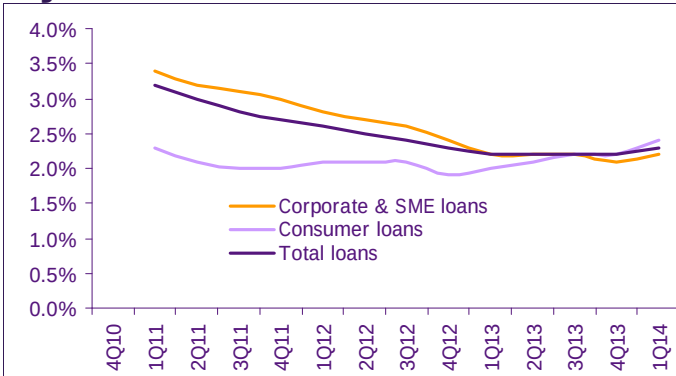
Source: BoI and SCBS Investment Research

Figure 4: NIM and interest rates



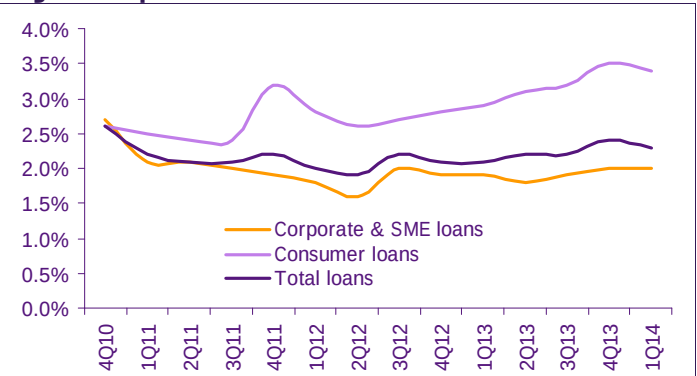
Source: NESDB and SCBS Investment Research

Figure 5: NPLs/Total loans



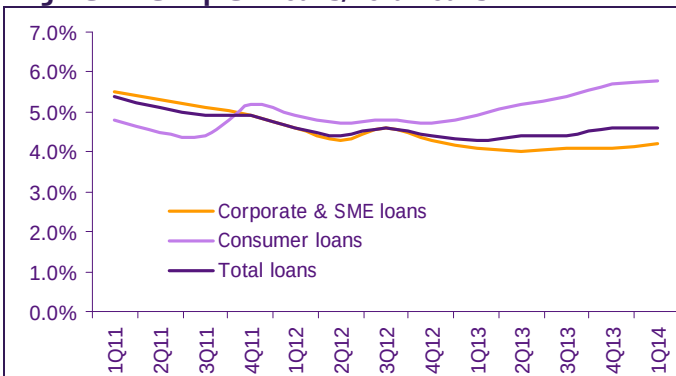
Source: BoT and SCBS Investment Research

Figure 6: Special-mention loans/Total loans



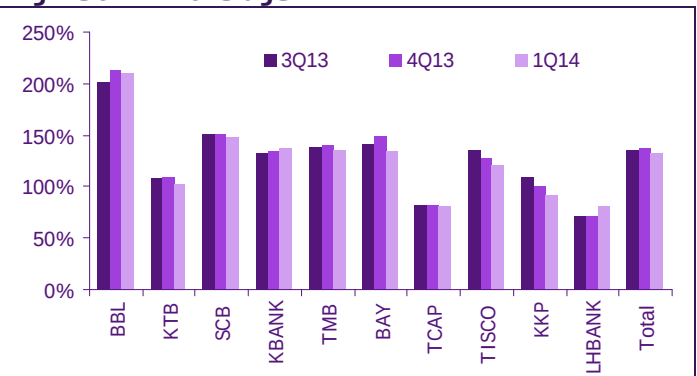
Source: BoT and SCBS Investment Research

Figure 7: Delinquent loans/Total loans



Source: BoT and SCBS Investment Research

Figure 8: LLR coverage



Source: BoT and SCBS Investment Research

เตรียมเข้าสู่ช่วงฟื้นตัว

ศิริมา ดิสรสา, CFA
นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน
ด้านหลักทรัพย์
0-2949-1004
sirima.dissara@scb.co.th

- หลังจากตลาดตึงตัวกันนาน 13 เดือน ดัชนีความเชื่อมั่นผู้บริโภคก็เริ่มฟื้นตัวในเดือน พ.ค. 2557 ส่งผลให้กลุ่มพาณิชย์
- มหกรรมฟุตบอลโลกในเดือน มิ.ย.-ก.ค. 2557 จะช่วยกระตุ้นการใช้จ่าย ส่งผลดีต่อกลุ่มสินค้าจำเป็น (สินค้าอุปโภคบริโภค) มากกว่ากลุ่มสินค้าฟุ่มเฟือย (เครื่องใช้ไฟฟ้า)
- การอุปโภคบริโภคภาคเอกชนจะฟื้นตัวในช่วงครึ่งหลังปี 57 ดีต่ออัตราเติบโตของยอดขายสาขาเดิม
- Top picks คือ CPALL (เติบโตในระยะยาวดีที่สุดในกลุ่ม) และ ROBINS (หุ้น laggard ของกลุ่มพาณิชย์)

สรุปผลประกอบการไตรมาส 1/57: ไตรมาสที่อ่อนแอ กำไรสุทธิไตรมาส 1/57 ของกลุ่มพาณิชย์ปรับตัวลดลง 6% YoY เนื่องจากการขยายสาขาอย่างต่อเนื่อง (+11% YoY) ถูกหักล้างโดยอัตราเติบโตของยอดขายสาขาเดิม (-0.4% YoY) และ EBIT margin (-1% YoY) ที่ลดลง โดยในไตรมาส 1/57 MAKRO รายงานกำไรเติบโตดีที่สุดในกลุ่ม (+26% YoY) ตามด้วย HMPRO (+5% YoY) ขณะที่บริษัทที่รายงานกำไรปรับตัวลดลง คือ ROBINS (-2% YoY), BIGC (-10% YoY), CPALL (-15% YoY), และ GLOBAL (-22% YoY) เพราะได้รับผลกระทบจากอัตราเติบโตของยอดขายสาขาที่ติดลบและค่าใช้จ่ายสูง โดยเฉพาะค่าใช้จ่ายที่สูงขึ้นจากการเข้าซื้อหุ้น MAKRO ของ CPALL และค่าเสื่อมราคาที่สูงขึ้นของ GLOBAL

ความเชื่อมั่นผู้บริโภคเริ่มปรับตัวดีขึ้น ดัชนีความเชื่อมั่นผู้บริโภคเพิ่มเป็นครั้งแรกในรอบ 14 เดือนที่ผ่านมา โดยเพิ่มขึ้นสู่ระดับ 70.7 จุดในเดือน พ.ค. 2557 จากระดับ 67.8 ในเดือน เม.ย. 2557 ส่งผลให้กลุ่มพาณิชย์ โดยเกิดจากความคาดหวังว่าสถานการณ์ความไม่สงบทางการเมืองจะคลี่คลายลง การเดินทางกระตุ้นเศรษฐกิจโดยรัฐบาลชุดใหม่ที่มีขึ้นในอนาคตจะเป็นปัจจัยบวกอีกอย่างหนึ่ง ซึ่งรวมถึงการจ่ายเงินจำนวน 9.2 หมื่นล้านบาทให้แก่ชาวนาในโครงการรับจำนำข้าว การจัดเตรียมงบประมาณปี 2558 ภายในวันที่ 1 ต.ค. และการมุ่งเน้นโครงการเร่งด่วนบางโครงการในแผนบริหารจัดการน้ำและโครงสร้างพื้นฐาน

มหกรรมฟุตบอลโลก 2014 จะกระตุ้นการใช้จ่าย รายงานจากมหาวิทยาลัยหอการค้าไทย (Figure 1) ระบุว่า การใช้จ่ายทั่วไปในช่วงมหกรรมฟุตบอลโลก 2014 (12 มิ.ย.-13 ก.ค. 2557) จะมีจำนวน 2.6 หมื่นล้านบาท เพิ่มขึ้น 15% จากช่วงฟุตบอลโลก 2010 และเพิ่มขึ้น 11% จากช่วงฟุตบอลยูโร 2012 โดยแบ่งเป็นการใช้จ่ายเพื่อซื้อสินค้าอุปโภคบริโภคและสิ่งสร์ 85% (2.2 หมื่นล้านบาท), การใช้จ่ายเพื่อซื้อเครื่องใช้ไฟฟ้าและอุปกรณ์รับสัญญาณ 10% (2.5 พันล้านบาท), และอื่นๆ เช่น ของที่ระลึก 5% (1.3 พันล้านบาท) ทั้งนี้จากการสังเกตการณ์ของเราพบว่าผลกระทบของมหกรรมฟุตบอลโลกต่อการใช้จ่ายอุปโภคบริโภคของไทยอาจจะแตกต่างกัน ขึ้นอยู่กับปัจจัยอื่นๆ ที่เกี่ยวข้องกับการตลาดในแต่ละครั้ง (Figure 2) โดยในช่วงที่มีการแข่งขันในปี 2545-2557 พบว่าดัชนีค้าปลีกและดัชนีค้าส่งเติบโตเฉลี่ย 12% และ 9% ตามลำดับ (เทียบกับค่าเฉลี่ยในอดีตที่ 8%) เมื่ออิงกับประเภทการใช้จ่ายจากมหาวิทยาลัยหอการค้าไทย ผลกระทบที่อาจเกิดขึ้นจากมหกรรมฟุตบอลโลก 2014 จะส่งผลบวกต่อกลุ่มสินค้าจำเป็น (สินค้าอุปโภคบริโภค) มากกว่ากลุ่มสินค้าฟุ่มเฟือย (เครื่องใช้ไฟฟ้า)

การอุปโภคบริโภคภาคเอกชนจะฟื้นตัวในช่วงครึ่งหลังปี 57 เป็นบวกต่ออัตราเติบโตของยอดขายสาขาเดิมของกลุ่มพาณิชย์ เมื่อมองย้อนหลังกลับไปพบว่าอุปโภคบริโภคของไทยแข็งแกร่ง เพราะสามารถฟื้นตัวได้ภายใน 2-3 ไตรมาสหลังจากเกิดเหตุการณ์ที่ส่งผลกระทบต่อตลาด SCB EIC คาดว่าการใช้จ่ายอุปโภคบริโภคภาคครัวเรือนจะฟื้นตัวในช่วงครึ่งหลังปี 57 โดยได้รับปัจจัยหนุนจากฐานต่ำเพราะเศรษฐกิจจะชะลอตัวตอนกลางปี 2556 และสถานการณ์ความไม่สงบทางการเมืองตั้งแต่เดือน พ.ย. 2556 ในอดีตที่ผ่านมา อัตราเติบโตของยอดขายสาขาเดิมของกลุ่มพาณิชย์เคลื่อนไหวในทิศทางเดียวกับอัตราเติบโตของการอุปโภคบริโภคภาคเอกชน โดยหลังจากทำจุดสูงสุดในไตรมาส 4/55 อัตราเติบโตของการอุปโภคบริโภคภาคเอกชนและยอดขายสาขาเดิมก็ชะลอตัวลงสู่ -3% YoY และ -0.4% YoY ตามลำดับ ในไตรมาส 1/57 อัตราเติบโตของการอุปโภคบริโภคภาคเอกชนที่ฟื้นตัวดีขึ้นในช่วงครึ่งหลังปี 57 จะช่วยกระตุ้นให้อัตราเติบโตของยอดขายสาขาเดิมของกลุ่มพาณิชย์ปรับตัวเพิ่มขึ้น

Top picks: CPALL และ ROBINS เราชอบ CPALL เพราะ EPS ในระยะ 2 ปีข้างหน้ามีแนวโน้มเติบโตสูงสุดในกลุ่มพาณิชย์ที่อัตราเติบโตเฉลี่ย 27% ต่อปีโดยเกิดจากการใช้จ่ายเกี่ยวกับการเข้าซื้อหุ้น MAKRO ปรับลดลงกับประโยชน์ที่ได้รับมากขึ้นจากการผนึกพลังทางธุรกิจร่วมกับ MAKRO นอกจากนี้เราก็คงชอบ ROBINS เพราะเป็นหุ้น laggard ของกลุ่มพาณิชย์ (-30% เทียบกับกลุ่มพาณิชย์ที่ -14% และ SET ที่ -11% หลังจาก SET ทำจุดสูงสุดในเดือน พ.ค. 2556) และ EPS ในระยะ 3 ปีข้างหน้ามีแนวโน้มเติบโตอย่างแข็งแกร่งเฉลี่ย 18% ต่อปี โดยได้รับปัจจัยหนุนจากอัตราเติบโตของยอดขายสาขาเดิมที่ฟื้นตัวอย่างรวดเร็วเมื่อความเชื่อมั่นปรับตัวดีขึ้นและแผนการขยายสาขาเชิงรุกมากขึ้นของบริษัท

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
BIGC	Sell	201.00	190.0	(4.1)	23.0	22.5	20.2	17.7	2.2	11.3	4.5	3.9	3.4	21.0	18.6	18.1	1.3	1.3	1.5	13.8	12.9	11.7
CPALL	Buy	48.00	58.0	22.7	39.1	34.6	25.9	0.2	12.8	33.9	13.1	11.5	9.3	36.6	35.3	39.9	1.9	1.9	1.9	29.2	18.3	15.2
GLOBAL	Neutral	13.10	15.0	14.7	41.8	44.1	32.2	49.3	(5.3)	37.2	3.8	2.8	2.6	9.8	7.3	8.2	0.1	0.2	0.3	26.4	23.2	18.8
HMPRO	Neutral	9.35	10.5	12.6	33.4	30.3	26.3	14.8	10.3	15.0	8.1	6.5	5.3	27.1	23.8	22.2	0.3	0.3	0.4	19.3	16.7	14.5
MAKRO	Buy	42.25	42.0	1.8	47.2	37.6	31.3	21.6	25.6	19.9	18.4	16.1	14.3	39.3	45.8	48.4	1.9	2.4	2.9	29.4	24.5	20.2
ROBINS	Buy	56.75	70.0	25.1	32.3	29.2	23.7	2.3	10.8	23.0	5.2	4.8	4.3	17.1	17.2	19.1	1.6	1.7	2.1	16.4	15.1	12.2
Average					36.1	33.0	26.6	17.7	9.4	23.4	8.8	7.6	6.5	25.1	24.6	26.0	1.2	1.3	1.5	22.4	18.5	15.4

Source: SCBS Investment Research

Figure 1: Expenses during World Cup 2014 to rise from World Cup 2010 and Euro 2012

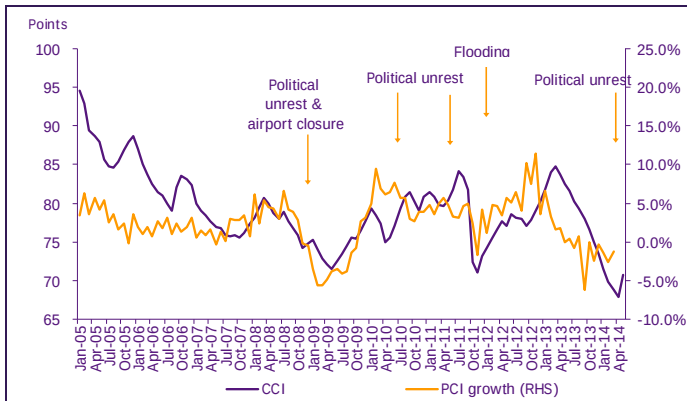
Categories	World cup 2010 (Bt mn)	EURO 2012 (Bt mn)	World Cup 2014 (Bt mn)	% change vs World Cup 2010	% change vs EURO 2012
General spending	22,465	23,218	25,716	14.5%	10.8%
- Consumer products and parties	19,025	19,671	21,917	15.2%	11.4%
- Electrical appliances and reception equipment	2,205	2,254	2,497	13.2%	10.8%
- Others (lotteries, souvenirs)	1,235	1,293	1,301	5.4%	0.7%
Gambling	37,208	41,710	43,530	17.0%	4.4%
Total	59,673	64,928	69,245	16.0 %	6.6 %

Source: UTCC and SCBS Investment Research

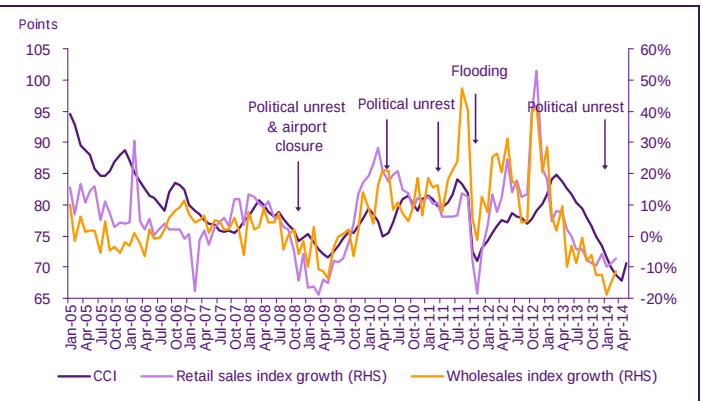
Figure 2: Effect from world football events on Thai consumption during 2002-14

Football events	Host country	Period	Retails sales index growth in Thailand	Wholesales index growth in Thailand
FIFA world cup	South Africa	11 June-11 July 2010	19.7%	8.6%
	Germany	9 June-9 July 2006	0.1%	-1.0%
	South Korea and Japan	31 May - 30 June 2002	11.1%	4.4%
UEFA European Championship	Poland and Ukraine	8 June - 1 July 2012	14.1%	17.4%
	Austria and Switzerland	7-29 June 2008	5.9%	4.1%
	Portugal	2 June - 4 July 2004	18.2%	19.0%
Average			11.5 %	8.8 %
Average in 2002-2014			8.4 %	7.5 %

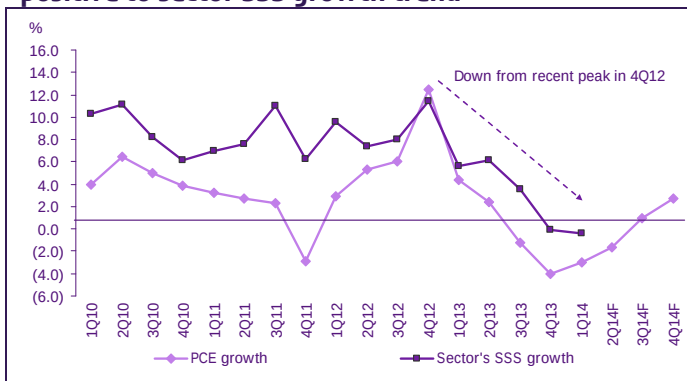
Source: BOT and SCBS Investment Research

Figure 3: Signs of recovery in CCI in May, positive to PCI

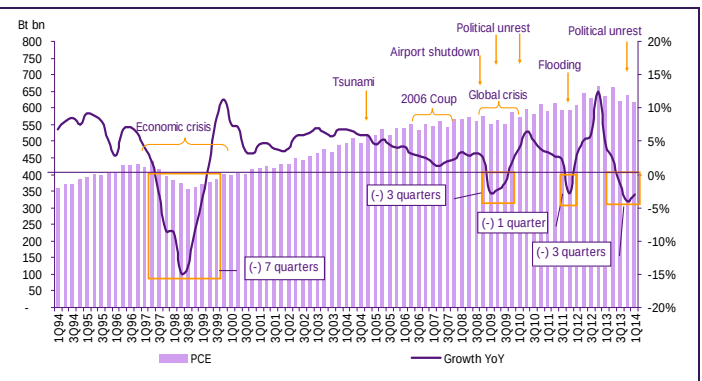
Source: UTCC, BoT and SCBS Investment Research

Figure 4: Signs of recovery in CCI in May, positive to retail sales and wholesales index

Source: UTCC, BoT and SCBS Investment Research

Figure 5: After declining from recent peak in 4Q12, private consumption is set to move up in 2H14, positive to sector SSS growth trend

Source: NESDB, SCB EIC and SCBS Investment Research

Figure 6: Thai consumption showed fast recovery just a few quarters after any adverse event

Source: NESDB and SCBS Investment Research

เริ่มเห็นแสงสว่างที่ปลายอุโมงค์

ศิริมา ดิสราร, CFA

นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1004

sirima.dissara@scb.co.th

กฤตภาส จิรภาณุเมศ

นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1019

krittapas.jiraphanumes@scb.co.th

- การกลับมาพิจารณาแผนพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานจะช่วยกระตุ้นการลงทุนภาครัฐ และส่งผลต่อเนื่องมาถึงการลงทุนภาคเอกชนซึ่งมีความสำคัญต่ออุปสงค์กลุ่มวัสดุก่อสร้างมากกว่า
- อัตรากำไรของธุรกิจปูนซีเมนต์จะย่นย่ออยู่ในระดับสูง เพราะราคาสูงและต้นทุนถ่านหินลดลง; ระวังอัตรากำไรของธุรกิจกระเบื้องเซรามิคเพราะต้นทุนก๊าซมีแนวโน้มสูงขึ้นและต้นทุนปูนซีเมนต์สูง
- **Top pick: SCC** (กำไรจะดีขึ้นในไตรมาส 2/57, เติบโตอย่างแข็งแกร่งในระยะยาว) และ **SCCC** (ตัวแทนหุ้นที่ได้รับประโยชน์จากอุปสงค์ปูนซีเมนต์ที่เพิ่มขึ้นและอัตรากำไรที่ดี)

สรุปผลการดำเนินงานไตรมาส 1/57 บริษัทที่ประกอบธุรกิจปูนซีเมนต์รายงานผลการดำเนินงานที่แข็งแกร่ง (+6% YoY) โดยได้รับปัจจัยหนุนจากอัตรากำไรปูนซีเมนต์ที่ดีขึ้นเพราะราคาขายผลิตภัณฑ์สูงขึ้น และบริษัทที่มีหลายธุรกิจด้วยกันมีส่วนต่างราคาเคมีภัณฑ์ที่กว้างขึ้น ขณะที่บริษัทที่ประกอบธุรกิจกระเบื้องเซรามิคมีผลการดำเนินงานที่ปรับตัวแย่ลง (-16% YoY) เพราะปริมาณขายและอัตรากำไรลดลง (ต้นทุนค่าก๊าซของ DCC และต้นทุนปูนซีเมนต์ของ DRT สูงขึ้น)

ความเชื่อมั่นการลงทุนหุ้นตัวดีขึ้นในเดือน พ.ค. หลังจากนโยบายรัฐบาลรักษิตทางเป็นเวลานาน 7 เดือน การเข้ามาของคณะรักษาความสงบแห่งชาติ (คสช.) จะส่งผลดีต่อความเชื่อมั่นและเศรษฐกิจ สภาอุตสาหกรรมแห่งประเทศไทย (ส.อ.ท.) เปิดเผยว่า ดัชนีความเชื่อมั่นภาคอุตสาหกรรมไทยฟื้นตัวดีขึ้นจากระดับ 84.0 จุดในเดือน เม.ย. สู่ 85.1 จุดในเดือน พ.ค. ปรับตัวเพิ่มขึ้นเป็นครั้งแรกในรอบ 7 เดือน สะท้อนถึงสถานการณ์ความตึงเครียดทางการเมืองที่คลี่คลายลงและการจ่ายเงินให้แก่ชาวนาในโครงการรับจำนำข้าว ซึ่งเป็นสัญญาณที่ดีต่ออุปสงค์กลุ่มวัสดุก่อสร้าง

แผนพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานระยะเวลา 8 ปี วงเงิน 3.2 ล้านล้านบาท ส่งผลดีต่ออุปสงค์ในระยะยาว คสช.วางแผนเร่งดำเนินการพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานระยะเวลา 8 ปี (ปี 2558-2565) ด้วยงบประมาณรวม 3 ล้านล้านบาท (หรือ 2.4 ล้านล้านบาทถ้าไม่รวมโครงการรถไฟความเร็วสูง) เทียบกับงบประมาณ 2 ล้านล้านบาทในแผนของรัฐบาลชุดก่อน งบประมาณสำหรับก่อสร้างถนนในครั้งนี้จะอยู่ที่ 1.3 ล้านล้านบาท (41% ของงบประมาณทั้งหมด) สูงกว่า 0.3 ล้านล้านบาท (14% ของงบประมาณทั้งหมด) ในแผนของรัฐบาลชุดก่อน ซึ่งส่งสัญญาณที่ดีถึงการใช้น้ำมันซีเมนต์ในระยะยาว แผนการลงทุนภาครัฐ (30-40% ของปริมาณการใช้น้ำมันซีเมนต์ทั้งหมด) ที่มีความชัดเจนมากขึ้นจะช่วยกระตุ้นการลงทุนภาคเอกชน ซึ่งมีโครงการก่อสร้างหลายโครงการที่ล่าช้าและขาดทุน (60-70% ของปริมาณการใช้น้ำมันซีเมนต์ทั้งหมด) รวมอยู่ด้วย เมื่ออุปสงค์ปูนซีเมนต์เพิ่มขึ้น อุปสงค์วัสดุก่อสร้างก็มักจะปรับตัวเพิ่มขึ้นในอีก 6 เดือนต่อมา ดังนั้นเพื่อสะท้อนอุปสงค์ตั้งแต่ต้นปีถึงปัจจุบันและการปรับตัวดีขึ้นเล็กน้อยในช่วงครึ่งหลังปี 57 เราจึงปรับประมาณการอัตราเติบโตของปริมาณขายปูนซีเมนต์เพิ่มขึ้นจาก 0% สู่ 2% ในปี 2557 (เทียบกับ +2% ในช่วง 4 เดือนแรกปี 57) และ 5% ในปี 2558 แต่ยังคงประมาณการอัตราเติบโตของปริมาณขายกระเบื้องเซรามิคเอาไว้ที่ศูนย์ในปี 2557 (เทียบกับ -4% ในช่วง 4 เดือนแรกปี 57) และ 5% ในปี 2558

อัตรากำไรของธุรกิจปูนซีเมนต์ดูดีกว่าอัตรากำไรของธุรกิจกระเบื้องเซรามิค อัตรากำไรของธุรกิจปูนซีเมนต์จะทรงตัวอยู่ในระดับสูงโดยเกิดจาก: 1) ราคาขายปูนซีเมนต์ที่สูงอย่างต่อเนื่อง (+1.6% YoY ในช่วง 5 เดือนแรกปี 57); 2) ต้นทุนถ่านหิน (35% ของต้นทุนทั้งหมด) ที่มีแนวโน้มลดลงใกล้ระดับต่ำสุดในรอบ 5 ปี (ราคาถ่านหิน spot price ในรูปเงินบาท: -13% YoY ในปี 2556 และ -5% YoY ตั้งแต่ต้นปี 2557 ถึงปัจจุบัน) เนื่องจากโดยปกติแล้วผู้ผลิตปูนซีเมนต์จะทำสัญญาซื้อขายถ่านหินล่วงหน้าไว้ 6-12 เดือน สำหรับบริษัทที่ทำธุรกิจหลายอย่างด้วยกัน ส่วนต่างราคาเคมีภัณฑ์ที่กว้างขึ้นอย่างต่อเนื่องตั้งแต่ต้นปี 2557 ถึงปัจจุบันช่วยยืนยันแนวโน้มวัฏจักรขาขึ้น: 1) ส่วนต่างราคา PE/PP-เนฟทา เพิ่มขึ้น 7-10% YoY; 2) ส่วนต่างราคา LDPE-เอทิลินเพิ่มขึ้น 8% YoY ในขณะที่เราแนะนำให้ระวังอัตรากำไรของธุรกิจกระเบื้องเซรามิค (DRT) เพราะราคาปูนซีเมนต์สูง และอัตรากำไรของธุรกิจกระเบื้องปูพื้นเซรามิค (DCC) เพราะต้นทุนก๊าซมีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้น (ราคาน้ำมัน spot price ในรูปเงินบาทเพิ่มขึ้น 6% YoY ตั้งแต่ต้นปี 2557 ถึงปัจจุบัน) เนื่องจากราคาก๊าซธรรมชาติจะปรับตัวตามหลังราคาน้ำมันโดยเฉลี่ย 6 เดือน

Top picks คือ SCC และ SCCC Top picks ของเรา คือ SCC เพราะ 1) ผลการดำเนินงานไตรมาส 2/57 มีแนวโน้มปรับตัวดีขึ้น QoQ (เทียบกับผลการดำเนินงานที่ปรับตัวลดลงตามฤดูกาลของหุ้นอื่นๆ ในกลุ่มเดียวกัน) โดยได้รับปัจจัยหนุนจากรายได้เงินปันผลตามฤดูกาลจาก Toyota; 2) ผลการดำเนินงานระยะยาวที่ดีที่สุดในกลุ่มวัสดุก่อสร้าง เพราะส่วนต่างราคาเคมีภัณฑ์ที่กว้างขึ้นจากภาวะอุปสงค์และอุปทานที่ดี ปริมาณขายผลิตภัณฑ์ที่ไม่เกี่ยวกับเคมีภัณฑ์เพิ่มขึ้น และการเติบโตจากการลงทุนใหม่ในอาเซียน นอกจากนี้เราก็คือชอบ SCCC เพราะเป็นตัวแทนหุ้นที่จะได้รับประโยชน์จากอุปสงค์ปูนซีเมนต์ที่เพิ่มขึ้นและอัตรากำไรที่ดี

Valuation summary

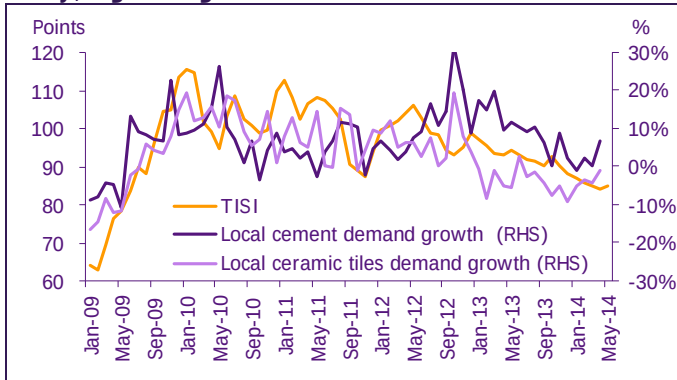
	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					13A	14F	15F	13A	14F	15F	13A	14F	15F	13A	14F	15F	13A	14F	15F	13A	14F	15F
DCC	Neutral	55.8	60.0	13.4	17.5	17.4	15.4	2.6	0.9	12.4	8.24	8.22	7.76	46.7	47.4	51.7	5.7	5.8	6.5	12.6	12.4	11.1
DRT	Sell	6.3	6.3	6.0	14.4	14.5	13.2	(9.8)	(1.0)	10.2	2.82	2.86	2.70	20.0	19.5	21.0	5.2	5.2	5.7	8.9	8.5	7.9
SCC	Buy	444.0	550.0	27.5	15.6	13.9	12.0	45.1	12.2	16.1	2.85	2.58	2.31	19.6	19.5	20.4	3.5	3.6	4.2	10.8	9.4	8.3
SCCC	Buy	446.0	500.0	16.0	20.9	18.2	15.9	27.3	14.5	14.6	5.33	4.77	4.28	26.7	27.6	28.4	3.4	3.9	4.4	14.8	13.2	11.5
TIPL	Buy	12.9	15.0	17.1	25.3	17.6	15.5	418.3	43.5	13.8	0.45	0.41	0.40	1.8	2.4	2.6	0.5	0.9	1.0	9.9	6.9	5.3
Average					18.7	16.3	14.4	96.7	14.0	13.4	3.94	3.77	3.49	23.0	23.3	24.8	3.6	3.9	4.3	11.4	10.1	8.8

Source: SCBS Investment Research

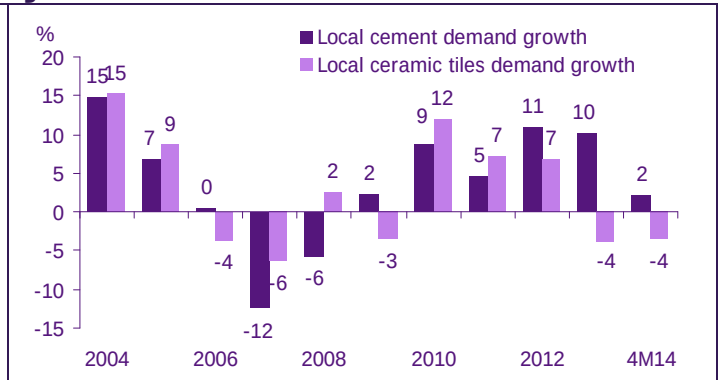
Figure 1: Bt3trn infrastructure projects (2015-2022) vs. Bt2trn projects from previous government

Bt3trn infrastructure projects (2015-2022)					Bt2trn infrastructure projects (2013-2020)	
Unit: Bt mn	Phase 1 Startup in 2015	Phase 2 Startup in 2016-17	Phase 3 Startup in 2018-19	Total	Unit: Bt mn	Total
Double track railway and high-speed trains	224,941	553,279	317,754	1,095,973	High-speed train	783,553
Public transportation in Bangkok & vicinity	147,740	639,182	409,521	1,196,443	Double track, and railway system	407,127
Public roads to accommodate the AEC	212,382	230,314	181,152	623,848	MRT	456,662
Water transportation system	7,620	55,247	34,236	97,103	Public roads	275,389
Air transportation infrastructure upgrade	128,470	8,517		136,987	Ports, terminals, custom facilities	56,219
					Contingencies	21,050
Total	721,152	1,486,539	942,663	3,150,354	Total	2,000,000

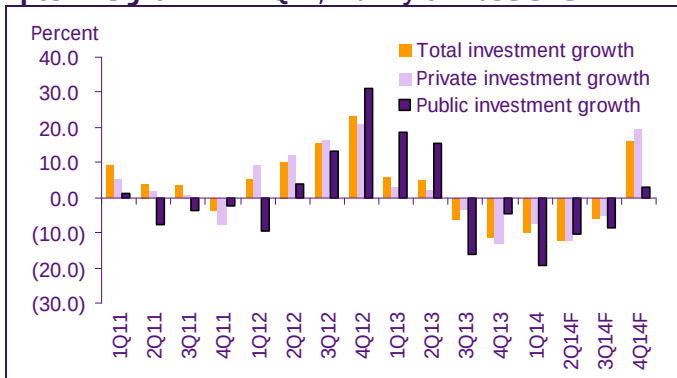
Source: Ministry of Transport, Local press, SCBS Investment Research

Figure 2: Investment sentiment turned around in May, a good sign for sector demand ahead

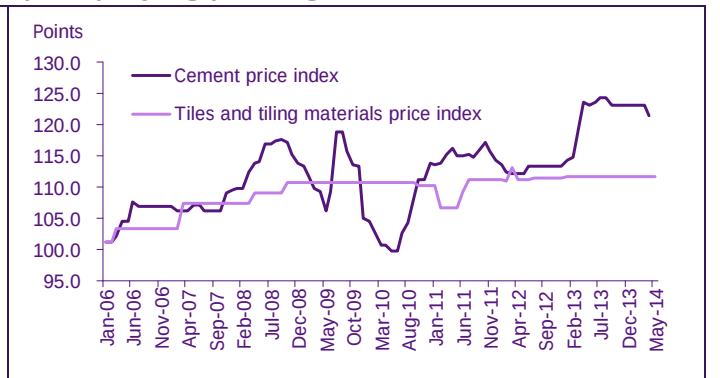
Source: FTI, OIE, BOT and SCBS Investment Research

Figure 3: Local cement and ceramic tile demand growth

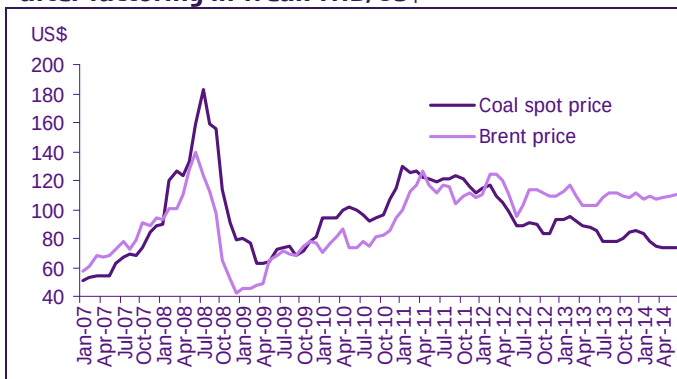
Source: OIE, BOT and SCBS Investment Research

Figure 4: Private and public investment set to show positive growth in 4Q14, mainly on base effect

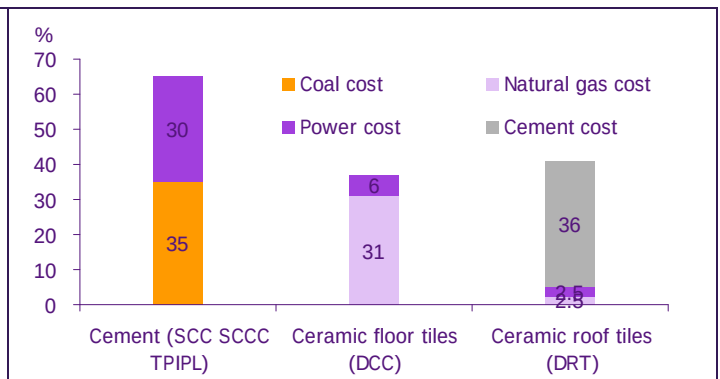
Source: NESDB, SCB EIC and SCBS Investment Research

Figure 5: Wholesale price in 5M14: +2% YoY for cement and flat for ceramic tile

Source: REIC and SCBS Investment Research

Figure 6: Fuel costs: Spot coal price hit 5-year low, oil price flat in US\$ term but rose slightly in THB term after factoring in weak THB/US\$

Source: Barlow Jucker, Bloomberg, and SCBS Investment Research

Figure 7: Proportion of key production costs for each player

Source: SCBS Investment Research

วชิราลักษณ์ แสงเลิศศิลป์ชัย

นักวิเคราะห์การลงทุนวิจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1033

vajiralux.sanglersillapachai@scb.co.th

รัดเข็มขัดให้แน่นแล้วเตรียมทะยานขึ้น

- โครงการลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานถูกนำกลับมาทบทวนใหม่และพร้อมเดินทาง
- งานในมือของบริษัทรับเหมาก่อสร้างจะเพิ่มขึ้นเพราะปริมาณงานมากขึ้นและระยะเวลาดำเนินงานนานขึ้น

Top picks: ITD และ CK

ข่าวดี: โครงการลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานถูกนำกลับมาทบทวนใหม่และพร้อมเดินทาง คณะรักษาความสงบแห่งชาติ (คสช.) วางแผนเร่งเดินหน้านำโครงการโครงสร้างพื้นฐานและระบบขนส่งมวลชนในประเทศ เนื่องจากโครงการเหล่านี้จะช่วยกระตุ้นเศรษฐกิจโดยตรงและยังจะช่วยให้ประเทศก้าวไปข้างหน้าด้วย คสช.กำลังเร่งจัดทำร่างงบประมาณปี 2558 เพื่อให้ทันการเบิกจ่ายในวันที่ 1 ต.ค. ซึ่งเป็นวันเริ่มต้นปีงบประมาณใหม่ คสช.อนุมัติรายจ่าย 2.6 ล้านล้านบาท และขาดดุลงบประมาณ 2.5 แสนล้านบาทในปีงบประมาณ 2558 แล้ว เราคาดว่าโครงการลงทุนในระบบขนส่งมวลชนและโครงสร้างพื้นฐานมูลค่า ~1.5 แสนล้านบาทในปี 2558 จะเกิดขึ้นเป็นอันดับแรกหลังจากล่าช้าเป็นเวลาเกือบ 1 ปีครึ่งโดยมีสาเหตุมาจากสถานการณ์ความไม่สงบทางการเมือง

ปี 2558-2565: งานก่อสร้างโครงการภาครัฐเติบโตเฉลี่ย 11% ต่อปี เอกชนโตเฉลี่ย 6.6% ต่อปีใกล้เคียงกับที่ SCB EIC คาดการณ์ไว้เมื่อครั้งที่รัฐบาลชุดก่อนจัดทำแผนลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานวงเงิน 2 ล้านล้านบาท และใช้สมมติฐานว่าขาดดุลงบประมาณยังอยู่ในกรอบข้อกำหนดของกฎหมาย

งานในมือจะเพิ่มขึ้นเพราะปริมาณงานมีมากขึ้นและระยะเวลาดำเนินงานนานขึ้น ในเดือน มิ.ย. กระทรวงคมนาคมได้ทบทวนโครงการลงทุนในระบบโครงสร้างพื้นฐานและตัดสินใจใช้งบลงทุน 2-3 ล้านล้านบาทในโครงการดังกล่าว (ไม่รวมโครงการรถไฟความเร็วสูง) ระยะเวลาดำเนินงานถูกปรับเพิ่มขึ้นจาก 7 ปี (2556-2562) ในแผนเดิมที่ใช้งบลงทุน 2 ล้านล้านบาท เป็น 8 ปี (2558-2565) บริษัทรับเหมาก่อสร้างในประเทศอย่าง ITD CK STEC และ NWR มีแนวโน้มที่จะได้งานในมือจำนวนมากและใช้ระยะเวลาดำเนินงานนาน CK คาดว่าจะได้ส่วนแบ่งงาน 20-25% ของโครงการลงทุนในโครงสร้างพื้นฐาน หรือจะมีงานในมือเพิ่มขึ้นมากถึงปีละ ~3 หมื่นล้านบาท ในขณะที่ ITD และ STEC ก็น่าจะได้งานใหม่ใกล้เคียงกับ CK

ทำไมบริษัทรับเหมาก่อสร้างในประเทศจึงได้รับประโยชน์มากที่สุด งบประมาณลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานที่จัดทำโดยกระทรวงคมนาคมจัดให้งานก่อสร้างถนนเป็นงานสำคัญอันดับแรก โดยคิดเป็น 39% ของงบประมาณทั้งหมด ตามมาด้วยทางรถไฟที่ 35% (มีรถไฟความเร็วสูง 2 สายรวมอยู่ด้วย) และรถไฟฟ้ามหานคร 17% กระทรวงคมนาคมจัดแผนออกเป็น 5 ยุทธศาสตร์หลัก และแบ่งการดำเนินงานเป็น 3 เฟส โดยแยกเป็นประเภทโครงการและระยะเวลา (Figure 1) เริ่มตั้งแต่ปี 2558 ไปจนถึงปี 2565 บริษัทรับเหมาก่อสร้างชั้นนำของไทย ได้แก่ ITD CK STEC และ UNIQ มีประสบการณ์ก่อสร้างสูงในโครงการทุกประเภทที่อยู่ในแผนดังกล่าว และมีแนวโน้มสูงที่จะได้งานจำนวนมากที่ใช้ระยะเวลาดำเนินงานนาน

โครงการที่จะเปิดประมูลในปี 2557 และปี 2558 โครงการ 2 ใน 3 โครงการที่คาดว่าจะเปิดประมูลในปี 2557 ถูกเลื่อนออกไปเป็นสิ้นปีเพราะต้องรอจัดตั้งรัฐบาล อย่างไรก็ตาม การประมูลผ่านระบบ e-auction สำหรับโครงการของการรถไฟแห่งประเทศไทย (รถไฟฟ้ามหานคร สายสีแดงเข้ม-แบริ่ง-คลอง 19-แบริ่ง) ส่วนแรกมูลค่าการลงทุน 1.1 หมื่นล้านบาท จะมีขึ้นในวันที่ 15 ก.ค. 2557 โดย ITD CK STEC และ UNIQ วางแผนเข้าร่วมการประมูล ขณะที่ในปี 2558 เราคาดว่าจะมีการประมูลโครงการสำคัญๆ ที่เหลือ ได้แก่ งานก่อสร้างส่วนต่อขยายรถไฟฟ้าสายสีเขียว (หมอชิต-คูคต) มูลค่า 2.6 หมื่นล้านบาท และงานก่อสร้างท่าอากาศยานสุวรรณภูมิเฟส 2 มูลค่า 4.8 หมื่นล้านบาท

Top picks: ITD และ CK เราปรับราคาเป้าหมายของบริษัทรับเหมาก่อสร้าง 4 รายใหญ่เพิ่มขึ้น: CK จาก 23 บาท สู่ 30 บาท, STEC จาก 24 บาท สู่ 30 บาท, ITD จาก 5.5 บาท สู่ 8.5 บาท (เหลือ upside สูงที่สุด) คสช.พยายามเร่งผลักดันให้เศรษฐกิจฟื้นตัวและริเริ่มโครงการที่ใช้งบลงทุนภาครัฐจำนวนมาก ทำให้ความกังวลเกี่ยวกับอุตสาหกรรมรับเหมาก่อสร้างหมดไป งานที่จะเปิดประมูลจะช่วยสร้างงานในมือให้แก่บริษัทรับเหมาก่อสร้างได้เป็นเวลาอย่างน้อย 8 ปี และไม่ว่าในที่สุดแล้วมูลค่าโครงการทั้งหมดจะอยู่ที่ 3 ล้านล้านบาท หรือ 2 ล้านล้านบาท ก็ไม่ได้มีความสำคัญ เนื่องจากความจริงแล้วการใช้จ่ายงบประมาณกำลังจะเกิดขึ้นและจะช่วยให้ธุรกิจรับเหมาก่อสร้างและประเทศก้าวเดินต่อไปข้างหน้าได้

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	22.4	30.0	35.7	44.6	26.1	25.2	1,030.8	70.5	3.5	2.24	2.36	2.24	6.6	9.0	9.6	1.9	1.8	1.8	16.6	17.3	15.8
ITD	Buy	5.1	8.5	68.2	27.2	25.6	20.3	(8.2)	6.2	26.1	1.83	1.88	1.77	7.6	7.6	9.0	0.0	1.6	2.0	11.0	12.9	11.9
NWR	Neutral	2.2	2.4	9.7	n.m.	19.6	18.8	n.m.	n.m.	4.6	1.54	1.36	1.30	(1.9)	7.4	8.2	0.0	2.5	2.7	8.9	5.2	5.8
STEC	Neutral	23.8	30.0	28.2	25.2	23.9	23.2	2.2	5.4	3.2	4.67	4.18	3.83	20.7	18.4	17.2	2.1	2.1	2.1	15.0	14.4	13.0
Average					32.3	23.8	21.9	341.6	27.4	9.4	2.57	2.45	2.28	8.3	10.6	11.0	1.0	2.0	2.1	12.9	12.4	11.6

Remark: calculated using core EPS

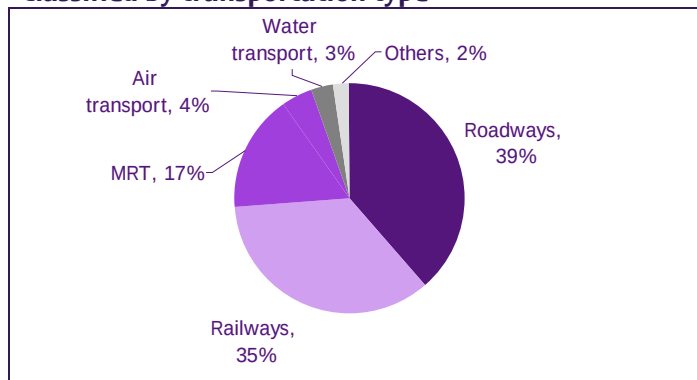
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: Draft details for Bt3trn infrastructure spending during 2015-2022

Unit: (Btbn)	Investment value	Proportion	Phase I	Phase II	Phase III
Plan 1: Railways between cities	1,096	35 %	225	553	318
Double track 17 routes	475	15%			
Railway system improvement	23	1%			
High-speed train (BKK Pitsanulok, BKK-Nongkhai)	598	19%			
Plan 2: Public transportation in BKK & vicinity	1,196	38 %	148	639	410
MRT 10 routes	531	17%			
NGV 3,183 buses	13	0%			
Roads and bridges including road along Chaopraya River	652	21%			
Plan 3: Public roads in provinces to accommodate the AEC	624	20 %	212	230	181
Asphalt roads to agricultural and tourist sites	50	2%			
Roads connecting cities and production sources	503	16%			
Corridors for AEC linkage and other road transportation facilities	71	2%			
Plan 4: Water transportation system	98	3 %	8	55	34
Ports	62	2%			
Waterway	36	1%			
Plan 5: Air transportation system	136	4 %	128	8	-
Airport and air traffic improvement	100	3%			
Raise aviation	36	1%			
Total	3,150	100 %	721	1,486	943

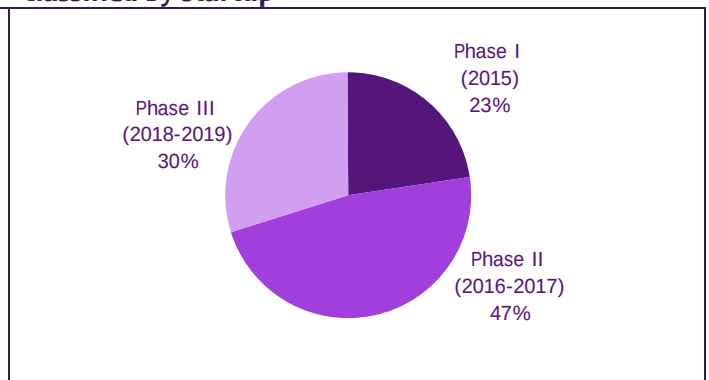
Source: Prachachart Newspaper, SCBS Investment Research

Figure 2: Proposal for Bt3trn infrastructure projects classified by transportation type



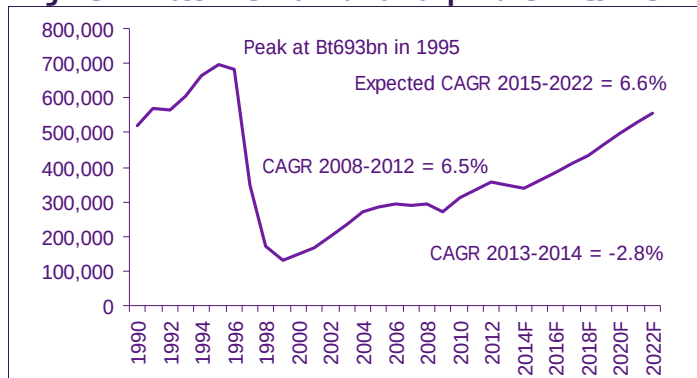
Source: Company data, SET, SCBS Investment Research

Figure 3: Bt3trn infrastructure projects (2015-2022) classified by startup



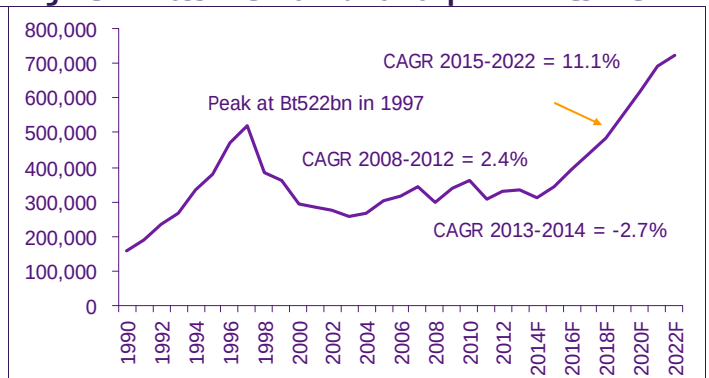
Source: Company data, SET, SCBS Investment Research

Figure 4: Gross fixed formation of private investment



Source: BOT, SCB EIC, SCBS Investment Research

Figure 5: Gross fixed formation of public investment



Source: BOT, SCB EIC, SCBS Investment Research

Figure 6: Peer Comparison

Company name	Country	Mkt Cap US mn.	PE (x)		EPS Growth (%)		PBV (x)		Div. Yield (%)		ROE (%)		EV/EBITDA (x)	
			14F	15F	14F	15F	14F	15F	14F	15F	14F	15F	14F	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

นักวิเคราะห์การลงทุนวิจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1005

chaipat.thanawattano@scb.co.th

ถูกครอบงำโดยความกังวลเกี่ยวกับการปฏิรูปพลังงาน

- ความกังวลเกี่ยวกับการปฏิรูปพลังงานอาจจะส่งผลทำให้นักลงทุนหลีกเลี่ยงหุ้นกลุ่มนี้
- ราคาหุ้นที่สูงขึ้นจะเกิดขึ้นในช่วงสั้น ๆ โดย PTTEP ได้รับประโยชน์โดยตรง
- เปลี่ยน top picks เป็น PTTEP ราคาเป้าหมาย 210 บาท/หุ้น

สรุปผลการดำเนินงานไตรมาส 1/57: ได้รับผลกระทบจากราคาน้ำมันที่ลดลง ราคาพลังงานที่ลดลงกดดันให้บริษัทในกลุ่มพลังงานรายงานกำไรปกติลดลง 25.2% YoY ในไตรมาส 1/57 โดยเฉพาะบริษัทที่ประกอบธุรกิจกลั่นน้ำมันซึ่งรับรู้กำไรจากสต็อกน้ำมันจำนวนมากในไตรมาส 1/56 ต้นทุนการดำเนินงานที่สูงขึ้นในไตรมาส 1/57 โดยเฉพาะ PTTEP หลังจากโครงการมอนทราเรียมผลิตในปี 2556 ก็ส่งผลกระทบทำให้กำไรลดลง YoY ด้วยเช่นกัน อย่างไรก็ตาม อย่างไรก็ดี PTTEP รายงานกำไรเพิ่มขึ้น QoQ เพราะผลกระทบจากเงินบาทอ่อนค่าต่อหนี้สินภาษีเงินได้รอการตัดบัญชีและขาดทุนอัตราแลกเปลี่ยนลดลง

แนวโน้มไตรมาส 2/57: ดีขึ้น QoQ แต่ยังลดลง YoY ผลกระทบที่ลดน้อยลงจากขาดทุนอัตราแลกเปลี่ยนและขาดทุนจากสต็อกน้ำมันที่ลดลงน่าจะช่วยสนับสนุนให้ผลการดำเนินงานฟื้นตัวดีขึ้น QoQ ถ้าราคาน้ำมันยืนอยู่ที่ระดับปัจจุบันไปจนถึงสิ้นไตรมาส 2/57 บริษัทที่ประกอบธุรกิจกลั่นน้ำมันน่าจะพลิกกลับมากำไรจากสต็อกน้ำมัน ~1.5 ดอลลาร์สหรัฐ/บาร์เรล ซึ่งจะมากเกินพอชดเชยค่าการกลั่นตลาดที่ลดลง ~0.4 ดอลลาร์สหรัฐ/บาร์เรลโดยอ้างอิงกับค่าการกลั่นในตลาดสิงคโปร์

ปัจจัยกดดันระยะสั้นจากการปฏิรูปพลังงาน ความกังวลของตลาดเกี่ยวกับแนวทางการปฏิรูปพลังงานของ คสช. ส่งผลทำให้กลุ่มพลังงานปรับตัว underperform SET ตั้งแต่ต้นไตรมาส 2/57 จนถึงปัจจุบัน (+3% QTD เทียบกับ SET ที่ +7%) ในขณะที่โรคระบาดการปฏิรูปพลังงานยังไม่ได้ข้อสรุป แต่เราคาดว่าโครงสร้างราคาขายปลีกพลังงานจะเป็นวาระสำคัญอันดับต้นๆ ที่จะนำมาพิจารณา และเนื่องจากยังไม่สามารถประเมินผลกระทบได้ ดังนั้นประเด็นนี้จะเป็นปัจจัยเสี่ยงกดดันกลุ่มพลังงานอย่างต่อเนื่อง ในไตรมาส 3/57 ในขณะที่ PTTEP ไม่น่าจะได้รับผลกระทบจากความเสี่ยงนี้ เนื่องจากบริษัทประกอบธุรกิจสำรวจและผลิตปิโตรเลียม (E&P) ซึ่งไม่เกี่ยวข้องกับตลาดค้าปลีก

ราคาน้ำมันที่สูงขึ้นจะเกิดขึ้นในช่วงสั้น ๆ PTTEP น่าจะได้รับประโยชน์จากราคาน้ำมันที่สูงขึ้นอันเป็นผลมาจากสถานการณ์ตึงเครียดในอิรักและอุปทานน้ำมันที่ขาดหายไปอย่างต่อเนื่องจากลิเบีย อย่างไรก็ตาม เนื่องจากอุปทานน้ำมันทั่วโลกยังมีอยู่มาก ราคาน้ำมันจึงไม่น่าจะปรับขึ้นได้นาน เพราะผู้ผลิตน้ำมันไม่ต้องการให้มีผลกระทบต่ออุปสงค์ทั่วโลก ซึ่งในที่สุดแล้วจะกลับมาส่งผลกระทบต่อผู้ผลิตน้ำมัน เราคาดว่าราคาน้ำมันดิบเบรนท์จะแกว่งตัวอยู่ในช่วง ~110-118 ดอลลาร์สหรัฐ/บาร์เรล เทียบกับ 104-114 ดอลลาร์สหรัฐ/บาร์เรลในไตรมาส 2/57

ค่าการกลั่นน่าจะลดลงต่อ ค่าการกลั่นในตลาดสิงคโปร์ตั้งแต่ต้นไตรมาส 2/57 ถึงปัจจุบันปรับตัวลดลง 5% QoQ สู่ระดับ 5.96 ดอลลาร์สหรัฐ/บาร์เรล น้อยกว่าค่าคาดหวัง ที่เป็นช่วงที่โรงกลั่นในอุตสาหกรรมภาคหยุดซ่อมบำรุง สาเหตุมาจากค่า crack spread ของผลิตภัณฑ์กลุ่ม middle distillates (น้ำมันดีเซลและน้ำมันเครื่องบิน) ปรับลดลง ในขณะที่ค่า crack spread ของน้ำมันเบนซินปรับเพิ่มขึ้น 8.2% QoQ สะท้อนถึงต้นทุนน้ำมันดิบสูงในไตรมาส 2/57 ในขณะที่อุปสงค์ผลิตภัณฑ์น้ำมันสำเร็จรูปอยู่ในระดับทรงตัว เราคาดว่าค่าการกลั่นจะลดลงต่อเนื่องในไตรมาส 3/57 เนื่องจากจะมีโรงกลั่นกลับมาเดินเครื่องผลิตเพิ่มมากขึ้น ต่อจากนั้นก็จะเป็นตัวชี้ขึ้นในช่วงปลายไตรมาส 3/57 ก่อนเข้าสู่ฤดูหนาว

ราคาก๊าซหุงต้มลดลง ราคาก๊าซหุงต้มโดยเฉลี่ยปรับตัวลดลง 7% QoQ สู่ระดับต่ำกว่า 74 ดอลลาร์สหรัฐ/ตัน ต่ำกว่าต้นทุนเงินสดของเหมืองก๊าซหุงต้มใหม่ ราคา spot price อาจจะยังไม่ฟื้นตัวในระยะสั้นเพราะสต็อกก๊าซหุงต้มของผู้ผลิตไฟฟ้าจีนซึ่งเป็นผู้นำเข้าก๊าซหุงต้มรายสำคัญอยู่ในระดับสูง (23 วัน เทียบกับต่ำสุดที่ 15 วัน) เราไม่คิดว่าจะมีการจัดเก็บสต็อกก๊าซหุงต้มจำนวนมากก่อนฤดูหนาวในปีนี้เป็นเนื่องจากเศรษฐกิจจีนชะลอตัว ราคาก๊าซหุงต้ม Newcastle โดยเฉลี่ยตั้งแต่ต้นปี 2557 ถึงปัจจุบันอยู่ที่ 75.8 ดอลลาร์สหรัฐ/ตัน (-16% YoY) เทียบกับประมาณการของเราที่ 82 ดอลลาร์สหรัฐ/ตัน

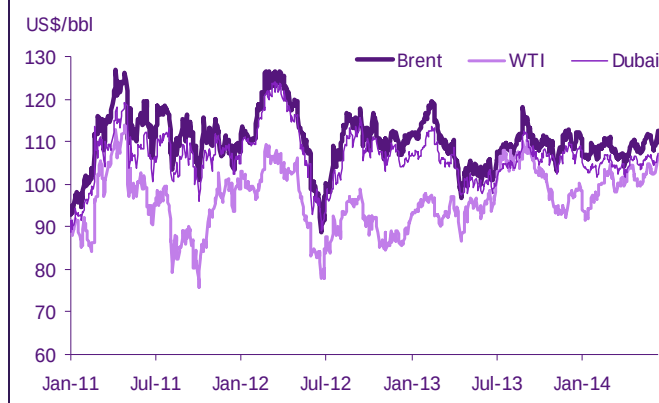
เปลี่ยนมาเลือก PTTEP เป็น top pick BCP (top pick ในไตรมาสก่อนหน้า) ปรับตัวลดลง (-3.3% เทียบกับตลาดที่ +8.1%) ซึ่งน่าจะมีสาเหตุมาจากความกังวลเกี่ยวกับแผนของ PTT ที่จะขายหุ้นที่บริษัทถืออยู่ 27.2% ใน BCP แม้เรายังคงเชื่อว่าการขายหุ้น BCP ไม่น่าจะทำให้รายได้ยากและต้องใช้เวลา แต่ประเด็นนี้จะสร้างแรงกดดันราคาหุ้น BCP อย่างต่อเนื่อง เราเปลี่ยนมาเลือก PTTEP เป็น top pick แทน เพราะแนวโน้มผลการดำเนินงานของบริษัทดีขึ้นโดยได้รับปัจจัยหนุนจากสินทรัพย์ที่ซื้อเข้ามาจาก Hess ราคาน้ำมันที่สูงขึ้น และไม่มีขาดทุนจากโครงการ Canada oil sand อีกต่อไป นอกจากนี้เรายังมองว่า PTTEP ไม่น่าจะได้รับผลกระทบจากการปฏิรูปพลังงาน valuation ปัจจุบันดูน่าสนใจ โดยซื้อขายที่ P/E ปี 2557 เพียง 9 เท่า คิดเป็นระดับ -0.6SD จาก P/E เฉลี่ย 10 ปีของบริษัท เราจึงคงราคาเป้าหมายที่คำนวณได้จากวิธี DCF ไว้ที่ 210 บาท นอกจากนี้ผลตอบแทนจากเงินปันผลที่ 4% ก็น่าสนใจด้วย

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	29.0	36.0	27.6	25.0	15.1	12.9	(47.3)	65.8	17.3	1.10	1.02	0.98	4.1	6.8	7.8	4.1	3.4	3.8	10.5	10.1	8.4
BCP	Buy	29.0	44.0	56.6	8.7	8.3	7.6	120.0	4.0	9.0	1.15	1.06	0.98	13.8	13.3	13.3	4.7	4.8	5.5	5.4	5.3	4.8
ESSO	Sell	6.1	7.0	16.4	n.m.	26.8	16.4	77.7	n.m.	63.5	0.94	0.90	0.87	(1.7)	3.4	5.4	0.0	1.6	1.6	15.1	10.0	7.8
IRPC	Sell	3.4	3.4	(0.0)	n.m.	75.4	32.0	45.1	n.m.	135.5	0.93	0.92	0.90	(2.3)	1.2	2.8	0.6	0.6	1.2	21.5	14.6	11.7
PTT	Buy	298.0	400.0	38.6	9.0	8.3	8.2	(12.3)	8.4	1.7	1.03	0.94	0.86	12.1	11.8	11.0	4.4	4.4	4.4	5.1	4.4	4.4
PTTEP	Buy	166.5	210.0	30.1	11.2	10.0	10.2	(22.8)	11.4	(1.7)	1.72	1.54	1.42	16.6	16.2	14.5	3.6	4.0	3.9	4.4	4.0	4.1
TOP	Buy	52.8	64.0	25.1	8.9	14.6	10.5	27.4	(38.9)	39.4	1.18	1.13	1.06	13.6	7.9	10.4	4.0	3.8	4.4	5.5	6.6	5.4
Average					12.6	22.7	14.0	26.8	10.1	37.8	1.15	1.07	1.01	8.0	8.7	9.3	3.0	3.2	3.5	9.7	7.9	6.7

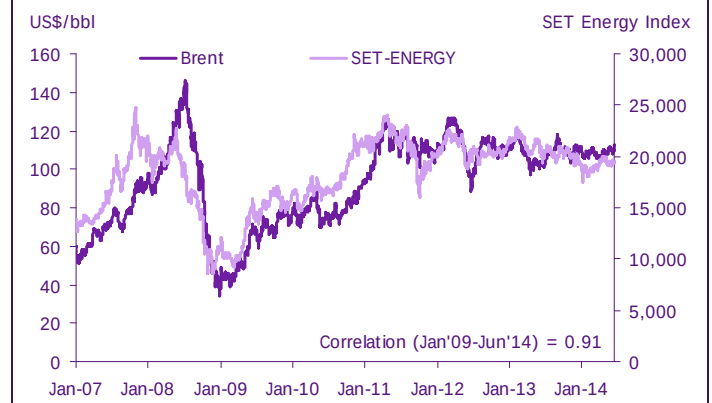
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: Benchmark crude oil price



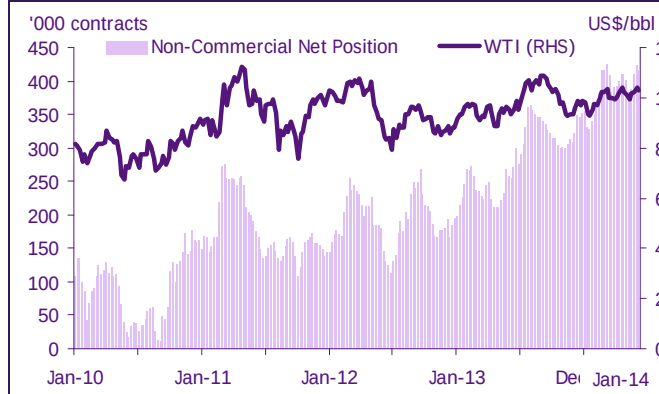
Source: Bloomberg Finance LP, SCBS Investment Research

Figure 2: Oil price vs. SET Energy Index



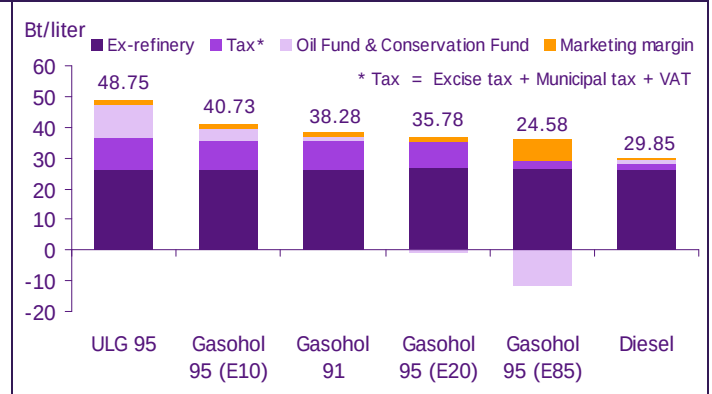
Source: Bloomberg Finance LP, SCBS Investment Research

Figure 3: CFTC non-commercial oil net position



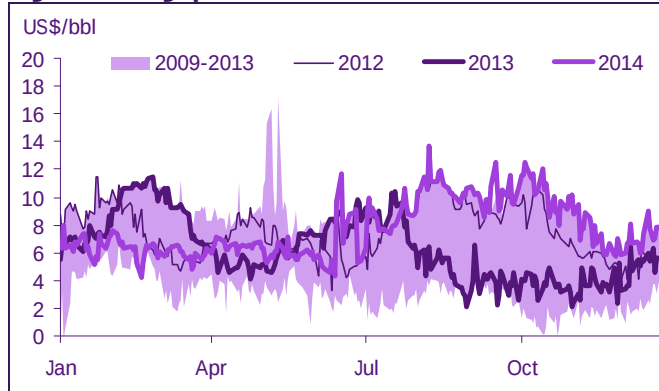
Source: CFTC, Bloomberg Finance LP, SCBS Investment Research

Figure 4: Retail oil price structure (17 June 2014)



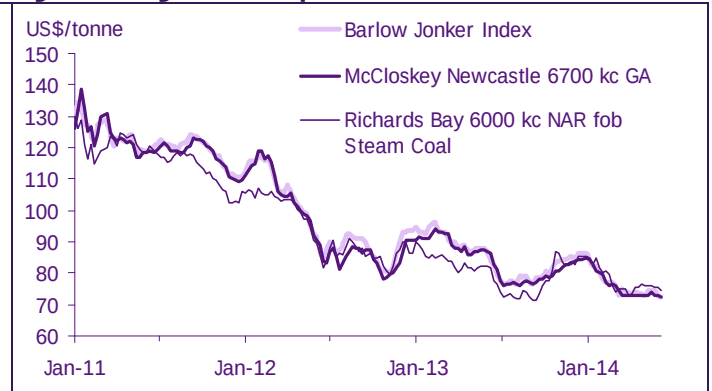
Source: EPPO, SCBS Investment Research

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
นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน
ด้านหลักทรัพย์
0-2949-1003
kittima.sattayapan@scb.co.th

ในทุกวิกฤต ย่อมมีโอกาส

- บริษัทที่ประกอบธุรกิจสินเชื่ออุปโภคบริโภคมองเศรษฐกิจขาลงว่าเป็นโอกาสที่ดีในการขยายสินเชื่อส่วนบุคคล เนื่องจากการแข่งขันจากธนาคารพาณิชย์จะลดน้อยลง
- อัตราการผิดนัดชำระหนี้มีแนวโน้มเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องเพราะหนี้ครัวเรือนสูงขึ้น โดยเฉพาะในไตรมาส 2/57 ที่เป็น high season
- ชอบ AEONTS มากกว่า KTC ในทุก ๆ ด้าน

โอกาสสำหรับสินเชื่อส่วนบุคคล บริษัทที่ประกอบธุรกิจสินเชื่ออุปโภคบริโภค โดยเฉพาะ AEONTS มองเศรษฐกิจขาลงในปัจจุบันว่าเป็นโอกาสที่ดีในการขยายสินเชื่อส่วนบุคคลในขณะที่ธนาคารพาณิชย์ชะลอการขยายธุรกิจนี้ ดังนั้น AEONTS จึงคงเป้าหมายสินเชื่อในปีบัญชี 2557 เอาไว้ที่ตัวเลขสองหลัก ธนาคารพาณิชย์หันมาใช้ความระมัดระวังมากขึ้นในการขยายสินเชื่อส่วนบุคคล และลูกค้าก็เปลี่ยนมาใช้บริการของบริษัทที่ประกอบธุรกิจสินเชื่ออุปโภคบริโภคแทน ตัวอย่างของการเปลี่ยนแปลงดังกล่าวเห็นได้จากกรณีกรุงศรี เฟิร์สช้อยส์ (บริษัทย่อยของ BAY) ปรับเพิ่มรายได้ขั้นต่ำต่อเดือนสำหรับผู้สมัครสินเชื่อส่วนบุคคลจาก 8,000 บาท สู่ 10,000 บาทมาตั้งแต่ไตรมาส 4/56 เราคาดการณ์อัตราการขยายตัวของสินเชื่อปี 2557 ที่ 15% สำหรับ AEONTS และ 10% สำหรับ KTC (เป้าหมายของบริษัทเองอยู่ที่ 15%)

อัตราการผิดนัดชำระหนี้สูงขึ้นตามฤดูกาลในไตรมาส 2/57 เราคาดว่าคุณภาพสินทรัพย์จะปรับตัวแย่มากขึ้นตามฤดูกาลในไตรมาส 2/57 เนื่องจากการติดตามหนี้ยากที่สุดได้ยากที่สุดในไตรมาส 2 เพราะมีวันหยุดหลายวัน หนี้ครัวเรือนของประเทศไทยที่เพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็วสู่ระดับ 80% ของ GDP ทำให้เราคาดว่า NPL และต้นทุนสินเชื่อของบริษัทที่ประกอบธุรกิจสินเชื่ออุปโภคบริโภคที่รวมถึง KTC และ AEONTS จะปรับตัวเพิ่มขึ้นต่อเนื่องในปี 2557 โดยเฉพาะอย่างยิ่งในงวดครึ่งแรกปี 57

AEONTS ได้รับประโยชน์จากการจ่ายเงินโครงการรับจำนำข้าวซึ่งเป็นมาตรการเร่งด่วนของ คสช. การจ่ายเงินจำนวน 9.2 หมื่นล้านบาทให้แก่ชาวนาในโครงการรับจำนำข้าวจะช่วยลดความเสี่ยงด้านคุณภาพสินทรัพย์และกระตุ้นการใช้จ่ายอุปโภคบริโภค ซึ่งจะส่งผลดีต่อ AEONTS มากกว่า KTC เนื่องจาก AEONTS มีสัดส่วนการปล่อยสินเชื่อในต่างจังหวัดสูงกว่า KTC เพราะลูกค้า ~63% ของบริษัทอยู่ในต่างจังหวัดซึ่งจะได้รับประโยชน์จากการจ่ายเงินโครงการนี้

ได้ประโยชน์จากการลดอัตราดอกเบี้ย ทั้ง KTC และ AEONTS ได้รับประโยชน์จากแนวโน้มอัตราดอกเบี้ยขาลง ดังเห็นได้จากส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยสุทธิที่เพิ่มขึ้นในไตรมาส 1/57 ในขณะที่สินเชื่อบัตรเครดิตและสินเชื่อส่วนบุคคลมีอัตราดอกเบี้ยคงที่ แต่บริษัทสามารถรีไฟแนนซ์หนี้ด้วยอัตราดอกเบี้ยที่ลดลง KTC จะได้ประโยชน์จากการลดอัตราดอกเบี้ยมากกว่า AEONTS เนื่องจาก KTC มีเงินกู้ยืมระยะสั้น (รวมเงินกู้ยืมระยะยาวที่มีกำหนดชำระคืนภายใน 1 ปี) ในสัดส่วน 48% สูงกว่า AEONTS ที่มีเงินกู้ยืมระยะสั้นในสัดส่วน 35%

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.บัตรเครดิตได้น้อยกว่า 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	104.5	110.0	9.4	10.4	9.6	8.6	48.1	8.5	12.2	2.93	2.47	2.08	31.0	27.8	26.3	3.8	4.2	4.7
KTC	Neutral	43.8	40.0	(3.9)	8.8	8.7	8.0	403.1	1.6	7.5	1.84	1.63	1.45	22.7	20.0	19.1	4.6	4.6	5.0
Average					9.6	9.1	8.3	225.6	5.1	9.9	2.39	2.05	1.77	26.8	23.9	22.7	4.2	4.4	4.8

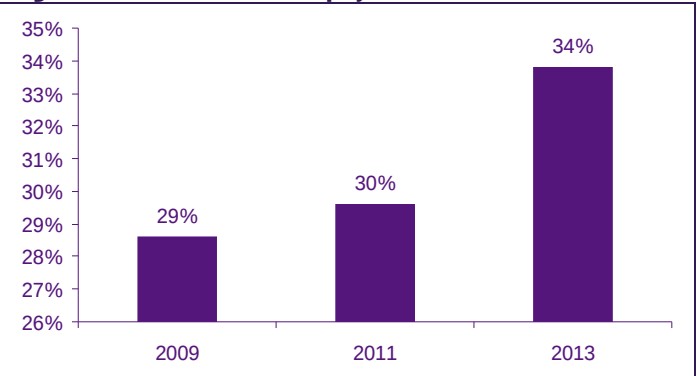
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: Household debt as a percentage of GDP



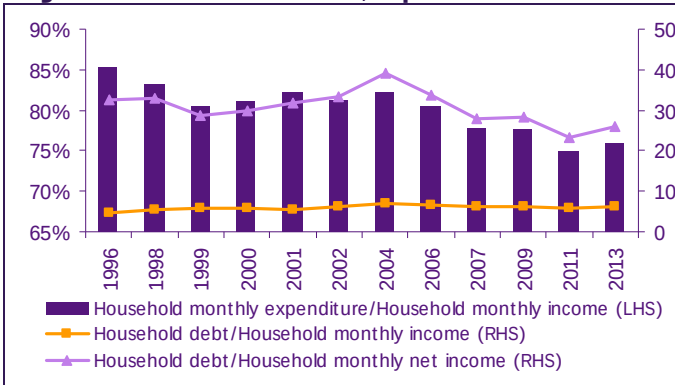
Source: SCB EIC, BoT and SCBS Investment Research

Figure 2: Household debt payments to income



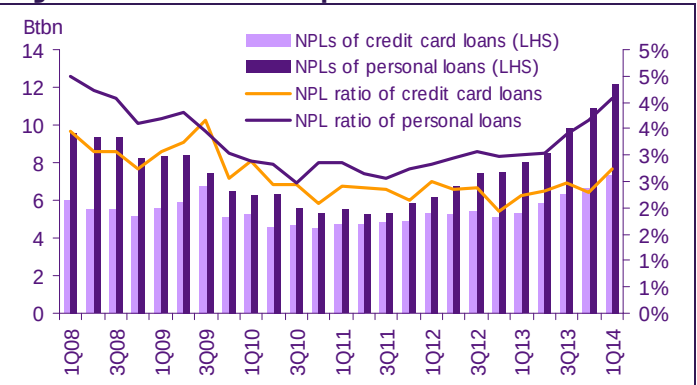
Source: BoT and SCBS Investment Research

Figure 3: Household income, expenditure and debt



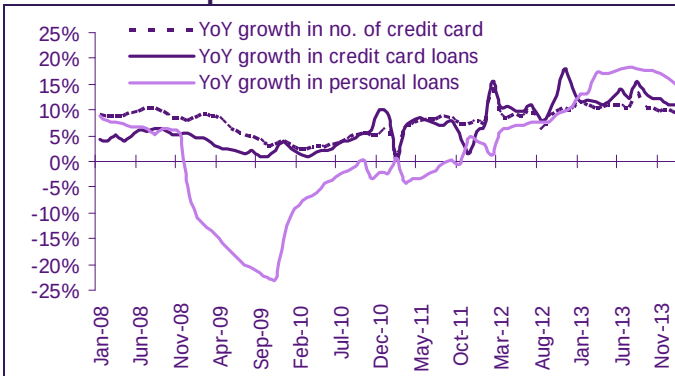
Source: BoT and SCBS Investment Research

Figure 4: Credit card and personal loan NPLs



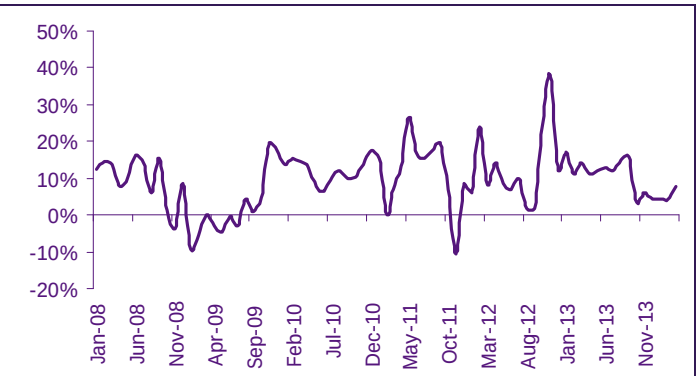
Source: BoT and SCBS Investment Research

Figure 5: YoY growth in credit card numbers, 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

รวีบุษ ปิยะกรียงไกร
นักวิเคราะห์การลงทุนวิจัยพื้นฐาน
ด้านหลักทรัพย์
0-2949-1002
raweenuch.piyakriengkai@scb.co.th

BCH และ BGH ยังคงมีโมเมนตัมดีต่อเนื่อง

- ราคาหุ้นกลุ่มการแพทย์ที่ปรับตัวขึ้นแรง YTD ได้รับปัจจัยหนุนจากผลการดำเนินงานที่แข็งแกร่ง ทั้ง ๆ ที่มีปัจจัยลบ
- เราเล็งเห็นปัจจัยที่จะช่วยสนับสนุนให้ราคาหุ้น BCH กับ BGH ปรับตัวขึ้นต่อ
- ชอบ BCH กับ BGH อัตราส่วน PE ต่ออัตราเติบโตของกำไร (PEG) ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของหุ้นกลุ่มเดียวกันในตลาดภูมิภาคเนื่องจากกำไรมีแนวโน้มเติบโตอย่างแข็งแกร่ง

ตั้งแต่ต้นปี 2557 ถึงปัจจุบัน กลุ่มการแพทย์ปรับตัว **outperform** ตลาด ตั้งแต่ต้นปี 2557 จนถึงปัจจุบัน กลุ่มการแพทย์ปรับตัวขึ้นมามากถึง 37% (BGH 41%, BCH 34%, และ BH 31%) เทียบกับ SET ที่เพิ่มขึ้น 13% เรามองว่าการที่ราคาปรับตัวขึ้นแรงได้รับปัจจัยกระตุ้นจากผลการดำเนินงานที่แข็งแกร่งของกลุ่มการแพทย์ ทั้ง ๆ ที่มีปัจจัยลบ เช่น สถานการณ์ความไม่สงบทางการเมือง และการใช้จ่ายอุปโภคบริโภคในประเทศไทยชะลอตัวลง สำหรับผลประกอบการไตรมาส 1/57 กำไรปกติของกลุ่มการแพทย์โต 4% YoY เทียบกับกำไรของหุ้นทั้งหมดในการวิเคราะห์ของ SCBS ที่ปรับตัวลดลง -14% BGH โตเด่นที่สุดในกลุ่มการแพทย์ เนื่องจากบริษัทสามารถรายงานกำไรปกติสูงสุดเป็นประวัติการณ์ เพราะรายได้แข็งแกร่งและควบคุมต้นทุนได้อย่างมีประสิทธิภาพ

กลุ่มการแพทย์จะปรับตัวขึ้นต่อหรือไม่? BCH กับ BGH มีปัจจัยบวก ธุรกิจบริการทางการแพทย์ไทยมีปัจจัยพื้นฐานดีเพราะความต้องการใช้บริการทางการแพทย์ปรับตัวเพิ่มขึ้น การปรับตัวขึ้นแรงของหุ้นกลุ่มการแพทย์ทำให้เกิดคำถามว่าราคาจะปรับตัวขึ้นต่อหรือไม่ เราเล็งเห็นปัจจัยที่จะช่วยสนับสนุนให้ราคาปรับตัวขึ้นต่อ แต่มีเฉพาะ BCH กับ BGH ที่เป็น top picks ของเรา

ปัจจัยสนับสนุนอย่างแรก – แนวโน้มกำไรขาขึ้น เราคาดว่ากำไรปกติของกลุ่มการแพทย์จะเติบโต 18% สูงกว่าค่าเฉลี่ยที่ 14% ของหุ้นในการวิเคราะห์ของ SCBS ประมาณการกำไรปี 2557 ของเราชี้ให้เห็นว่ากำไรปกติในช่วงที่เหลือของปีนี้จะเติบโตอย่างแข็งแกร่งที่ 62% YoY สำหรับ BCH, 21% YoY สำหรับ BGH, และ 10% YoY สำหรับ BH

BCH: กำไรปกติที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นของ BCH หลักๆ ได้รับปัจจัยกระตุ้นจากการดำเนินงานที่ดีขึ้นของ WMC ที่ส่งผลทำให้ภาระขาดทุนปรับลดลง เราคาดว่า WMC จะมีขาดทุนจำนวน 180 ล้านบาทในปี 2557 หรือเกือบครึ่งหนึ่งของขาดทุนจำนวน 300 ล้านบาทในปี 2556

BGH: มาตรการควบคุมต้นทุนที่ BGH เริ่มนำมาใช้ตั้งแต่ไตรมาส 4/56 ส่งผลดีต่อบริษัท และแรงกดดันด้านต้นทุนเกี่ยวกับการขยายกิจการโรงพยาบาลมีน้อยลง เราเชื่อว่าการควบคุมต้นทุนอย่างต่อเนื่องและรายได้ที่เติบโตจะช่วยสนับสนุนให้ EBITDA margin เพิ่มขึ้น YoY ตั้งแต่ไตรมาส 2/57 เป็นต้นไป

BH: รายได้ 60% ของ BH ได้มาจากตลาดต่างประเทศ เศรษฐกิจที่ปรับตัวขึ้นจะช่วยเพิ่มความเชื่อมั่นให้แก่ผู้ป่วยไทยที่ก่อนหน้านี้อาจจะเลื่อนการเข้ารับการรักษาโรคที่ไม่รุนแรงออกไปให้กลับมา อย่างไรก็ตาม เรายังคงกังวลเกี่ยวกับการกลับมาของผู้ป่วยต่างชาติ เนื่องจากมีการออกประกาศเตือนเกี่ยวกับการเดินทางมายังประเทศไทยสืบเนื่องมาจากการประกาศใช้กฎอัยการศึก

ปัจจัยสนับสนุนอย่างที่สอง – PEG ของ BCH และ BGH ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของหุ้นกลุ่มเดียวกันในตลาดภูมิภาค BGH (35 เท่า), BH (30 เท่า), BCH (25 เท่า) ซื้อขายที่ PE ระดับสูง โดยอยู่ที่ 1.5-2.0SD PE เฉลี่ยย้อนหลังในอดีตของบริษัท อย่างไรก็ตาม เมื่อเรามองที่ PEG โดยอิงกับอัตราเติบโตเฉลี่ยของกำไรปกติปี 2556-58 พบว่า BCH และ BGH มี valuation ในแง่ของ PEG ไม่แพงเมื่อเทียบกับค่าเฉลี่ยของหุ้นกลุ่มเดียวกันในตลาดภูมิภาค BCH และ BGH มี PEG อยู่ที่ 0.9 เท่า และ 1.8 เท่า ตามลำดับ เทียบกับค่าเฉลี่ยของหุ้นกลุ่มเดียวกันในตลาดภูมิภาคที่ 1.9 เท่า และ IHH (ผู้ให้บริการทางการแพทย์รายใหญ่ในภูมิภาค) ที่ 2.2 เท่า ในขณะที่ BH มี valuation ก่อนช่วงสูงที่ PEG 3.0 เท่า

ปัจจัยสนับสนุนอย่างที่สอง – BCH กับ BGH มี EV/เตียง อยู่ในระดับต่ำ ในกลุ่มการแพทย์ เรามองว่า BCH และ BGH น่าสนใจกว่า BH ในแง่ของ EV/เตียง โดย BCH และ BGH มี EV/เตียงที่ 11 ล้านบาท และ 49 ล้านบาท ตามลำดับ ต่ำกว่า BH ที่ 156 ล้านบาท และ IHH ที่ 52 ล้านบาท

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	8.1	9.5	19.3	34.5	25.3	21.4	(35.6)	36.5	18.2	4.45	4.68	4.22	13.6	18.0	20.7	2.0	2.0	2.3	14.2	13.6	9.6
BGH	Buy	16.6	19.0	15.6	42.0	35.2	29.3	6.2	19.4	20.1	6.02	5.39	4.84	15.1	16.2	17.4	1.0	1.1	1.4	24.7	21.9	18.2
BH	Sell	114.5	110.0	(2.3)	33.8	30.4	27.8	35.2	11.2	9.2	10.35	9.46	8.25	27.2	27.3	26.6	1.7	1.6	1.8	20.2	17.8	16.1
Average					36.8	30.3	26.2	1.9	22.4	15.8	6.94	6.51	5.77	18.6	20.5	21.6	1.5	1.6	1.8	19.7	17.8	14.6

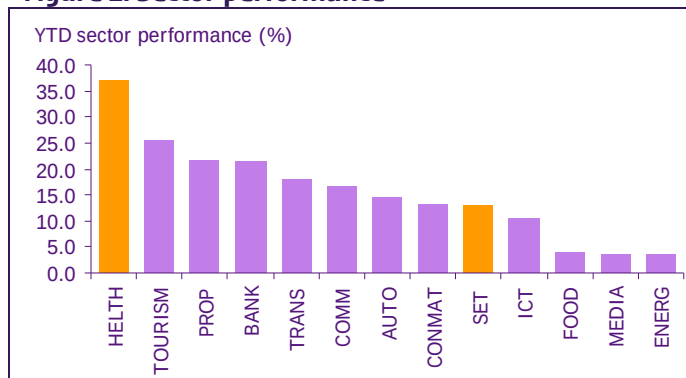
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: 1Q14 earnings review

	Core earnings (Bt mn)					Growth		Core earnings (Bt mn)			% YoY Growth		
	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	% YoY	% QoQ	2013	2014F	2015F	2013	2014F	2015F
BCH	178	106	167	133	139	(21.7)	4.6	585	798	944	(35.6)	36.5	18.2
BGH	1,948	1,216	1,549	1,400	2,075	6.5	48.2	6,113	7,313	8,780	6.2	19.6	20.1
BH	601	568	681	617	630	4.8	2.1	2,466	2,743	2,995	35.2	11.2	9.2
Sector	2,727	1,890	2,397	2,150	2,844	4.3	32.3	9,165	10,854	12,719	20.9	18.4	17.2

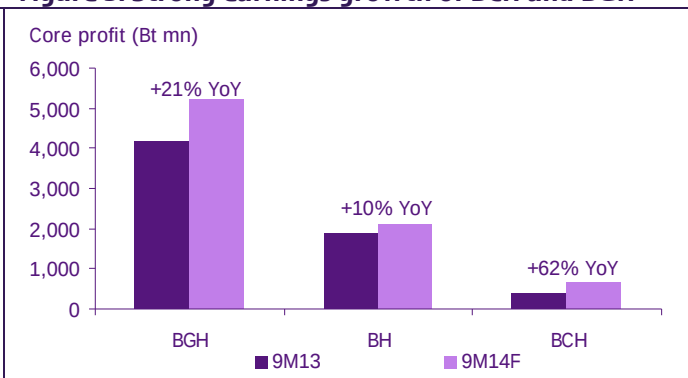
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 2: Sector performance



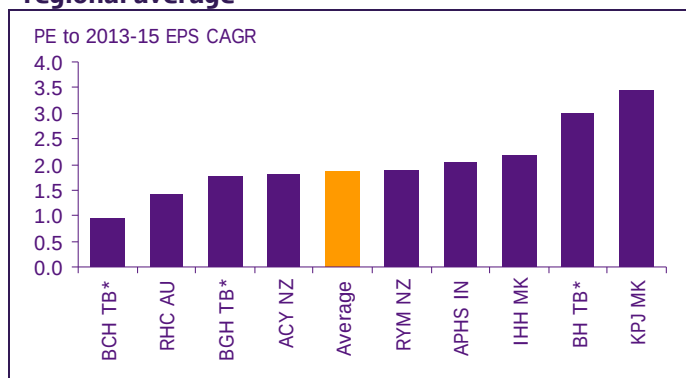
Source: SET and SCBS Investment Research

Figure 3: Strong earnings growth of BCH and BGH



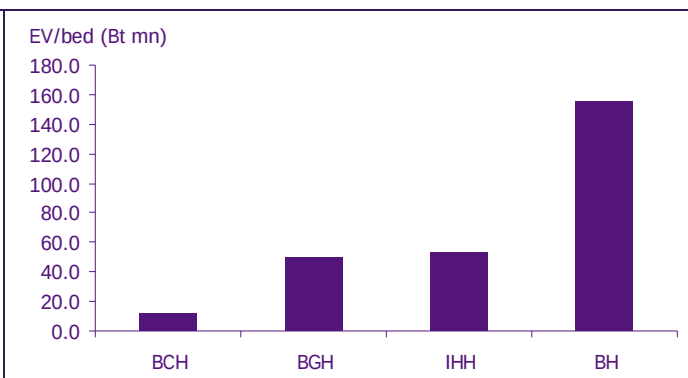
Source: SCBS Investment Research

Figure 4: BCH's and BGH's valuations are lower than regional average



Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 5: BCH and BGH are attractive with low EV/bed



Source: Bloomberg and SCBS Investment Research
* SCBS estimate

Figure 6: Regional peers comparison

Company name	Country	Mkt Cap US mn.	PE (x)			EPS Growth (%)			CAGR 13-15F	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	622	25.3	21.4	19.3	36.5	18.2	10.9	27.0	4.7	4.2	3.8	2.0	2.3	2.6	18.0	20.7	20.7	13.6	9.6	8.5
Bangkok Dusit Medical*	Thailand	7,923	35.2	29.3	24.9	19.4	20.1	17.6	19.7	5.4	4.8	4.3	1.1	1.4	1.6	16.2	17.4	18.3	21.9	18.2	15.6
Bumrungrad Hospital*	Thailand	2,570	30.4	27.8	25.2	11.2	9.2	10.4	10.2	9.5	8.3	7.2	1.6	1.8	2.0	27.3	26.6	25.7	17.8	16.1	15.2
KPJ Healthcare Bhd	Malaysia	1,058	30.0	26.9	25.4	5.7	11.7	5.6	8.7	2.8	2.6	2.5	1.7	1.9	2.0	9.7	9.8	9.8	16.7	14.6	13.0
IHH Healthcare Bhd	Malaysia	11,227	46.5	38.4	31.1	22.1	21.1	23.5	21.6	1.9	1.9	1.8	0.4	0.5	0.7	4.1	4.7	5.9	20.8	18.0	15.2
Raffles Medical Group	Singapore	1,759	30.9	27.1	22.4	-17.0	14.1	20.5	-2.7	4.3	3.9	3.4	1.3	1.4	1.6	14.4	15.1	16.9	23.5	20.7	16.8
Apollo Hospitals Enterpris	India	2,277	35.9	29.8	25.2	14.1	20.5	18.2	17.3	4.3	3.9	3.6	0.7	0.8	1.0	12.3	13.5	14.0	18.8	15.9	13.2
Ramsay Health Care	Australia	8,789	24.7	21.6	19.4	20.7	14.6	11.0	17.6	5.2	4.7	4.2	2.1	2.4	2.7	20.7	21.3	21.0	12.7	10.4	9.2
Ryman Healthcare	New Zealand	3,699	29.9	25.7	22.1	15.3	16.2	16.5	15.7	4.3	3.7	3.3	1.5	1.7	2.0	14.0	14.2	14.6	24.9	22.3	18.8
Average			32.1	27.6	23.9	14.2	16.2	14.9	15.0	4.7	4.2	3.8	1.4	1.6	1.8	15.2	15.9	16.3	19.0	16.2	13.9
Thailand			30.3	26.2	23.1	22.4	15.8	13.0	19.0	6.5	5.8	5.1	1.6	1.8	2.1	20.5	21.6	21.6	17.8	14.6	13.1
Average Regional excl. Thailand			33.0	28.2	24.3	10.1	16.4	15.9	13.0	3.8	3.5	3.1	1.3	1.5	1.7	12.5	13.1	13.7	19.5	17.0	14.4

Source: Bloomberg and SCBS Investment Research

* BCH, BGH and BH are SCBS estimate

สิริภรณ์ ฤกษ์นิพัทธ์

นักวิเคราะห์การลงทุนวิจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1020

sirikarn.krisnipat@scb.co.th

ขอบธุรกิจโลจิสติกส์มากกว่าธุรกิจขายที่ดิน

- ไตรมาส 1/57: ยอดขายที่ดินต่ำเพราะการเมืองไม่สงบและบีโอไออ่อนแอ
- แนวโน้มยอดขายที่ดินยังต่ำเนื่องจากความเชื่อมั่นนักลงทุนยังไม่ฟื้นและหลักเกณฑ์ใหม่ของบีโอไอให้สิทธิประโยชน์ที่ดึงดูดน้อยลง
- สิทธิประโยชน์ทางภาษีจากบีโอไอที่ลดลงจะส่งผลกระทบต่อ HEMRAJ AMATA และ TICON
- อุปสงค์/อุปทานคลังสินค้าและโรงงานสำเร็จรูปเพิ่มขึ้น แต่อัตราการเข้าใช้พื้นที่ลดลงเพราะคลังสินค้าสำเร็จรูปขยายตัวอย่างรวดเร็วและอุปสงค์โรงงานสำเร็จรูปในพื้นที่น้ำท่วมต่ำ
- Top pick: WHA เพราะทำธุรกิจโลจิสติกส์เพียงอย่างเดียว

ยอดขายที่ดินต่ำในไตรมาส 1/57 ยอดขายที่ดินลดลงสู่จำนวนเพียง 209 ไร่ในไตรมาส 1/57 ต่ำสุดนับตั้งแต่ไตรมาส 1/52 (วิกฤตแฮมเบอร์เกอร์) โดยมีสาเหตุมาจากสถานการณ์ความไม่สงบทางการเมืองและการอนุมัติสิทธิประโยชน์จากบีโอไอล่าช้า HAMRAJ มีส่วนแบ่งยอดขายที่ดินมากที่สุดที่ 57% ตามมาด้วย NNCL 22%, AMATA 5%, และอื่นๆ 16% ราคาขายทรงตัวเนื่องจากอุปสงค์ลดลง ผลการดำเนินงานดีเพราะมีการโอนจากยอดขายที่ดินรับรู้รายได้จำนวนมาก

บีโอไออ่อนแอให้โครงการที่ค้างอยู่เดินหน้าได้ เมื่อไม่นานนี้มีบีโอไอได้อนุมัติส่งเสริมการลงทุน 18 โครงการ มูลค่ารวม 1.2 แสนล้านบาท โดยโครงการที่สำคัญ คือ โครงการขยายกำลังการผลิตถั่วคั่วของโตโยต้า และโครงการผลิตรถยนต์นั่งของบริษัท เอสเอไอซี มอเตอร์-ซีพี ขณะที่คาดว่าโครงการที่เหลือ มูลค่า 6 แสนล้านบาท จะได้รับอนุมัติภายใน 2-3 เดือนข้างหน้า

ความเชื่อมั่นนักลงทุนยังไม่ฟื้น ดัชนี Baseline Profitability Index (BPI) ของนิตยสาร Foreign Policy ซึ่งแสดงถึงความน่าลงทุนของแต่ละประเทศ จัดให้ประเทศไทยอยู่อันดับ 57 ในปีนี้ ลดจากอันดับ 47 ในปีที่ผ่านมา โดยอันดับดังกล่าวยังไม่ดีสะท้อนการมีรัฐประหารเมื่อไม่นานนี้ ซึ่งหมายความว่าอันดับในปีหน้าจะลดลงอีก นอกจากนี้ Moody's Investors Service ก็มีมุมมองในทางเดียวกันนี้ด้วยชี้ให้เห็นว่านักลงทุนต่างชาติมองว่าความเสี่ยงจากสถานการณ์ความไม่แน่นอนทางการเมืองยังมีอยู่ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อบรรยากาศการลงทุนในประเทศไทย

หลักเกณฑ์ใหม่ของบีโอไอกลับมาพิจารณาอีกครั้ง บีโอไอกำลังพิจารณาหลักเกณฑ์ใหม่ ข้อเสนอคล้ายกับร่างฉบับเดิม คือ ปรับเปลี่ยนสิทธิประโยชน์ในการส่งเสริมการลงทุนมาอิงกับประเภทอุตสาหกรรมแทนทำเลที่ตั้งโรงงาน โดยจะเน้นส่งเสริมการลงทุนในอุตสาหกรรมบางประเภท เช่น ใช้เทคโนโลยีขั้นสูง และ/หรือพลังงานทดแทน และ/หรือ อุตสาหกรรมที่เป็นมิตรต่อสิ่งแวดล้อม โดยจะให้สิทธิประโยชน์แก่อุตสาหกรรมเหล่านี้มากขึ้น และในเวลาเดียวกันก็จะลดหรือยกเลิกสิทธิประโยชน์สำหรับอุตสาหกรรมอื่นๆ การเลือกส่งเสริมการลงทุนเป็นสิ่งที่ดี แต่ FDI อาจจะปรับลดลง ขณะที่มีความกังวลว่าผู้ประกอบการนิคมอุตสาหกรรมจะมีคุณสมบัติในการได้รับการยกเว้นภาษีหรือไม่ HEMRAJ AMATA และ TICON จะได้รับผลกระทบถ้าบีโอไอปรับลดสิทธิประโยชน์ทางภาษีลดลง แต่ WHA จะได้รับผลกระทบน้อยที่สุด

อุปสงค์ในด้านโลจิสติกส์มีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้น การขยายตัวด้านโลจิสติกส์ส่งผลบวกกับอุปสงค์คลังสินค้าสำเร็จรูป อุปสงค์คลังสินค้าสำเร็จรูปเติบโต 3.4% ในไตรมาส 1/57 สูงกว่าอุปสงค์โรงงานสำเร็จรูปที่เติบโต 2.3% แต่อุปทานเติบโตในอัตราที่เร็วกว่าอุปสงค์ ส่งผลให้อัตราการเข้าใช้พื้นที่คลังสินค้าสำเร็จรูปปรับลดลงจาก 81% สู่ 77% โดยมีสาเหตุมาจากการขยายการลงทุนอย่างรวดเร็วของ TICON และการปรับปรุงคลังสินค้าที่ WHA ในขณะเดียวกันอัตราการเข้าใช้พื้นที่โรงงานสำเร็จรูปก็ปรับตัวลดลงจาก 78% สู่ 77% เนื่องจากอุปสงค์โรงงานสำเร็จรูปในพื้นที่น้ำท่วมยังต่ำ เราคาดว่าอุปสงค์โรงงานสำเร็จรูปจะเติบโตอย่างต่อเนื่องโดยได้รับปัจจัยหนุนจากธุรกิจโมเดิร์นเทรดและ e-commerce ที่กำลังเติบโตอย่างรวดเร็ว

Top pick – WHA เราเชื่อว่า WHA เป็นตัวเลือกลงทุนที่ดีในสถานการณ์ปัจจุบัน เนื่องจากธุรกิจของ WHA พึ่งพา FDI และสิทธิประโยชน์ทางภาษีจากบีโอไอน้อยที่สุด แนวโน้มของบริษัทมีความสัมพันธ์กับวัฏจักรการใช้จ่ายลงทุนขาขึ้นในปัจจุบันของผู้ประกอบการร้านค้าปลีกและโมเดิร์นเทรดมากกว่า FDI นอกจากนี้บริษัทยังมีแนวโน้มร่วมทุนกับนักลงทุนต่างชาติด้วย

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	17.0	20.0	20.9	12.0	12.1	10.0	1.0	(1.2)	20.6	1.78	1.63	1.47	15.9	14.1	15.4	3.3	3.2	3.9	8.5	9.7	8.1
HEMRAJ	Buy	3.7	4.4	21.5	13.4	11.9	11.6	20.5	12.7	2.9	2.46	2.25	2.00	20.9	19.7	18.3	4.5	3.2	3.3	10.4	10.7	10.5
ROJNA	Neutral	8.1	7.3	(4.9)	n.m.	10.0	27.5	n.m.	n.m.	(63.8)	1.19	1.06	1.06	(8.7)	11.2	3.8	2.7	5.5	2.0	(117.2)	9.5	20.4
TICON	Buy	17.8	30.0	75.7	11.1	9.0	8.1	(2.1)	24.1	10.6	1.81	1.69	1.56	17.0	19.8	20.0	5.6	7.2	8.0	13.9	13.3	12.9
WHA	Buy	30.0	40.0	36.0	19.8	18.7	15.7	287.7	5.6	19.4	6.96	5.82	4.91	41.6	33.9	34.0	2.5	2.7	3.2	16.5	16.8	14.3
Average					14.1	12.3	14.6	76.8	10.3	(2.1)	2.84	2.49	2.20	17.3	19.7	18.3	3.7	4.4	4.1	(13.6)	12.0	13.2

Source: SCBS Investment Research

Figure 1: Demand/supply imbalance during 2010-2012 shoved IE land prices up

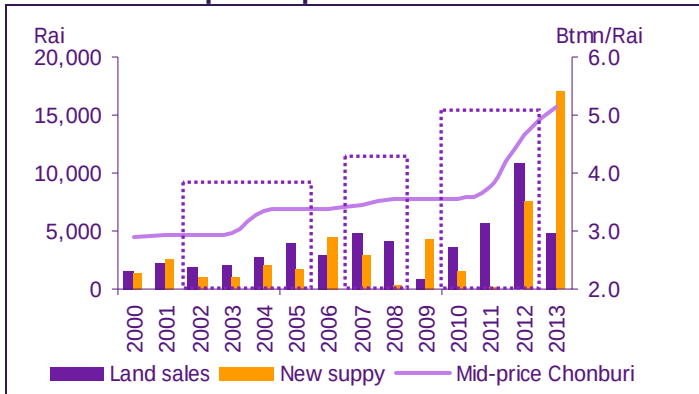


Figure 2: Selling prices stable in 1Q14

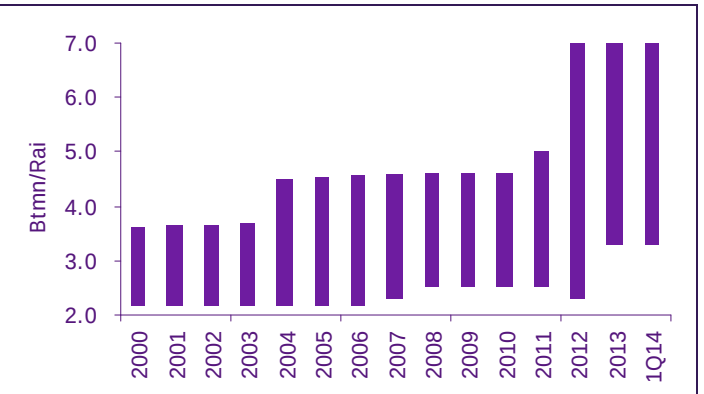


Figure 3: Bol applications heading south

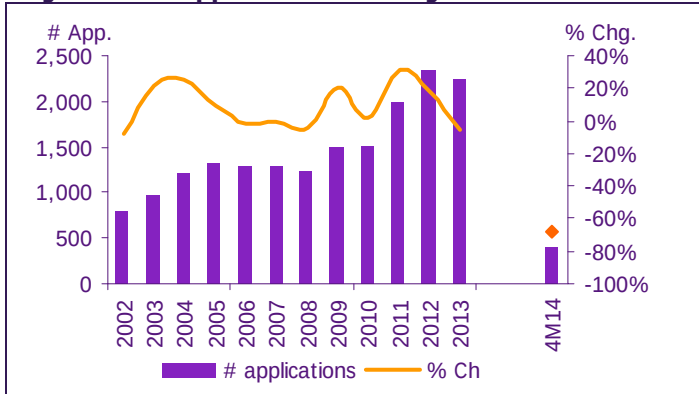


Figure 4: ... as are approvals

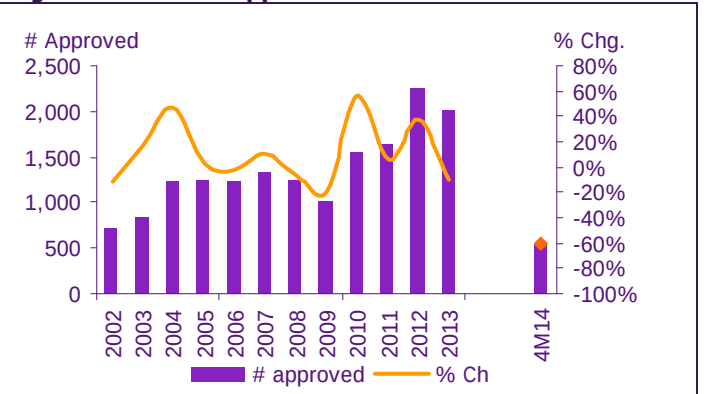


Figure 5: Demand/supply of RBF

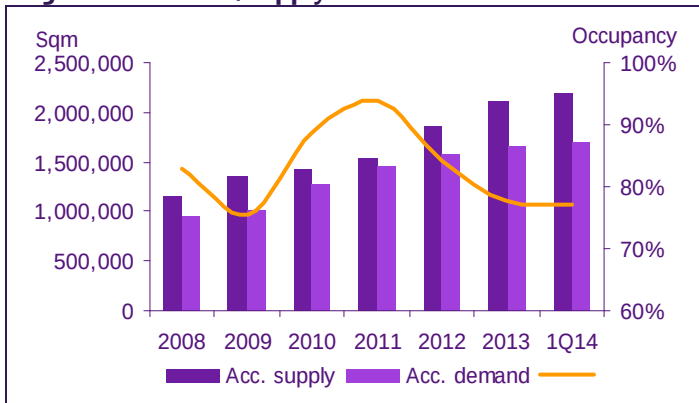
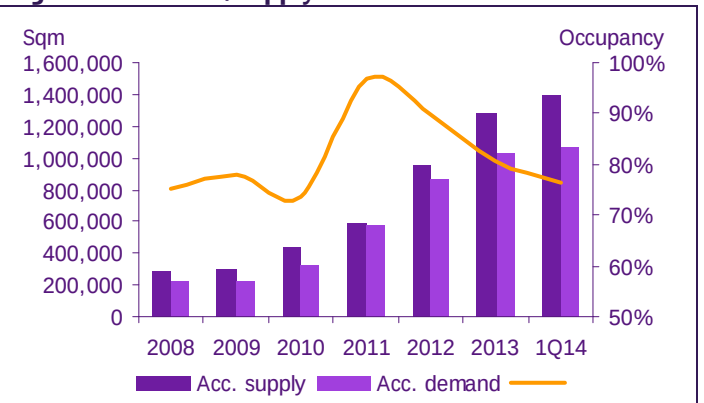


Figure 6: Demand/supply of RBW



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

เติบโตสูงในปี

- การแข่งขันแย่งชิงเงินฝากลดน้อยลงจากราคาพาณิชย์เปิดโอกาสดีให้บริษัทประกันชีวิตขยายเบี้ยประกันในปี
- THRE จะมีผลการดำเนินงานที่ฟื้นตัวดีขึ้นในปี 2557 หลังจากตั้งสำรองน้ำท่วมครบในปี 2556
- ราคาหุ้น THREL สะท้อนเบี้ยประกันที่มีแนวโน้มเติบโตอย่างโดดเด่นในปี 2557 อันเป็นผลมาจากการขยายฐานลูกค้าและความสามารถในการทำกำไรที่แข็งแกร่งอย่างต่อเนื่องไปค่อนข้างมากแล้ว

BLA: เติบโตสูงในปี การแข่งขันระดมเงินฝากลดน้อยลงของธนาคารพาณิชย์หนุนให้เบี้ยประกันเติบโตสูง ดังเห็นได้จากเบี้ยประกันรับสุทธิในไตรมาส 1/57 ของ BLA ที่เติบโตสูงสุดเป็นประวัติการณ์ที่ 106% YoY และ 220% QoQ โดยหลักๆ ได้รับปัจจัยกระตุ้นจากเบี้ยประกันแบบชำระครั้งเดียวที่เพิ่มขึ้นมาก BLA ปรับเป้าเบี้ยประกันรับรายใหม่ในปี 2557 ของบริษัทเพิ่มขึ้นจาก 1.6 หมื่นล้านบาท (+51%) สู่ 2.3 หมื่นล้านบาท (+118%) เนื่องจากเบี้ยประกันรับรายใหม่ในไตรมาส 1/57 คิดเป็นสัดส่วน 93% ของเป้าเดิมแล้ว ดังนั้นเพื่อสะท้อนผลการดำเนินงานไตรมาส 1/57 และเป้าที่ BLA ปรับใหม่ เราจึงปรับประมาณการเบี้ยประกันรับสุทธิในปี 2557 เพิ่มขึ้นจากเดิมที่คาดว่าจะเติบโต 18% สู่ 39% เนื่องจากเราปรับประมาณการอัตราเติบโตของเบี้ยประกันรับรายใหม่เพิ่มขึ้นเป็นสามเท่าจาก 30% สู่ 105% ในขณะที่เรายังคงประมาณการอัตราเติบโตของเบี้ยประกันรับต่อไปไว้ที่ 16% เบี้ยประกันรับรายใหม่ในไตรมาส 1/57 คิดเป็น 68% ของประมาณการเบี้ยประกันรับรายใหม่ทั้งปีที่เราปรับปรุงใหม่ BLA วางแผนชะลอการเติบโตลงและเน้นเพิ่มความสามารถในการทำกำไรมากขึ้นโดยออกผลิตภัณฑ์ที่ให้อัตรากำไรสูง (เช่น ผลิตภัณฑ์คุ้มครองชีวิตและผลิตภัณฑ์ระยะยาว) ในช่วงที่เหลือของปีนี้

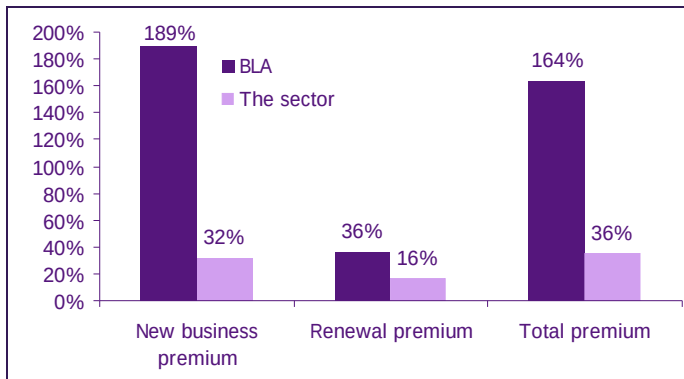
THRE: เข้าสู่ช่วงฟื้นตัว เราคาดว่าผลการดำเนินงานของ THRE จะฟื้นตัวอย่างต่อเนื่องในไตรมาส 2/57 หลังจากตั้งสำรองน้ำท่วมครบในปี 2556 สำหรับปี 2557 THRE ตั้งเป้าเบี้ยประกันรับสุทธิโต 15% สำหรับประกันภัย โดยหลักๆ เกิดจากผลิตภัณฑ์ประกันประเภท non-conventional และเบี้ยประกันรับสุทธิโตไม่ต่ำกว่า 20% สำหรับประกันชีวิต ซึ่งหมายความว่าเบี้ยประกันรับสุทธิทั้งหมดจะเติบโตไม่ต่ำกว่า 16% นอกจากนี้ combined ratio ก็น่าจะปรับตัวดีขึ้นอีก อันเป็นผลมาจากการเปลี่ยนแปลงส่วนผสมผลิตภัณฑ์ที่มีผลิตภัณฑ์ประกันประเภท non-conventional เพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง (76% ของเบี้ยประกันรับทั้งหมดในไตรมาส 3/56)

THREL - ราคาหุ้นเติมมูลค่า เบี้ยประกันรับที่เติบโตสูงอย่างต่อเนื่องและความสามารถในการทำกำไรที่ดีสะท้อนในราคาหุ้นแล้ว และเรามองว่าในตอนนี้อยู่ในระดับที่แพง เราคาดว่าเบี้ยประกันรับสุทธิจะเติบโตในอัตราเร่งในไตรมาส 2/57 หลังจากได้ลูกค้าใหม่เพิ่มเข้ามา THREL ตั้งเป้าเบี้ยประกันรับสุทธิเติบโตต่อเนื่องอีก 20% ในปี 2557 (เทียบกับ 29% ในปี 2556) สูงกว่าอัตราเติบโตเฉลี่ย 12-15% ของอุตสาหกรรมประกันชีวิตโดยรวม combined ratio ของ THREL ลดลงมาจาก 78% ในปี 2555 มาอยู่ที่ 69% ในปี 2556 โดยหลักๆ เกิดจากอัตราค่าบำเหน็จ (commission ratio) ที่ลดลงจาก 37% ในปี 2555 สู่ 29% ในปี 2556 การขยายประกันชีวิตตรงผ่านทางโทรศัพท์ (DRTV) ผลิตภัณฑ์ประกันชีวิตเพื่อคุ้มครองสินเชื่อผ่าน bancassurance และผลิตภัณฑ์ประกันชีวิตประเภทร่วมกันพัฒนา (non-conventional) เพิ่มมากขึ้นน่าจะช่วยทำให้บริษัทสามารถรักษ้อัตรากำไรที่แข็งแกร่งเอาไว้ได้ในปี 2557

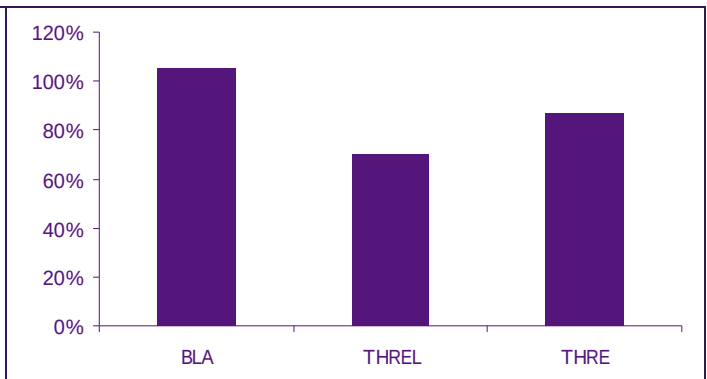
Valuation Summary

	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	80.8	82.0	2.9	22.3	18.5	15.0	32.6	20.6	23.8	4.39	3.69	3.07	21.0	21.6	22.4	1.1	1.4	1.7
THRE	Buy	3.4	4.0	19.0	n.m.	11.0	9.3	35.6	n.m.	18.3	4.17	2.94	2.19	(88.6)	31.3	26.9	0.0	0.0	0.0
THREL	Neutral	15.4	13.0	(12.2)	24.1	20.5	16.9	43.8	17.4	21.7	8.46	7.27	6.14	41.5	38.1	39.4	2.9	3.4	4.1
Average					22.3	14.8	12.1	34.1	20.6	21.0	4.28	3.32	2.63	(33.8)	26.5	24.7	0.6	0.7	0.8

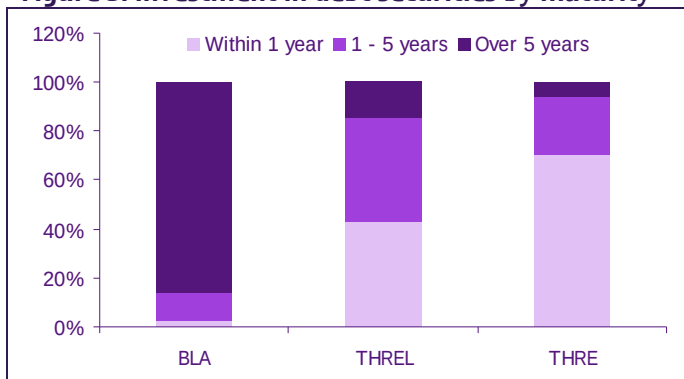
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: YoY growth in life insurance premium for 4M14

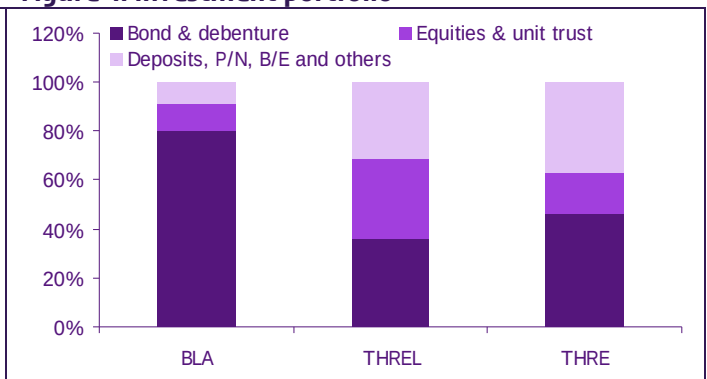
Source: The Thai Life Assurance Association and SCBS Investment Research

Figure 2: Combined ratio

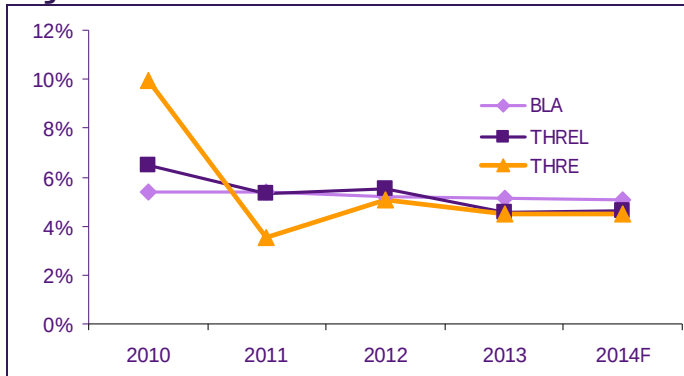
Source: Thai BMA and SCBS Investment Research

Figure 3: Investment in debt securities by maturity

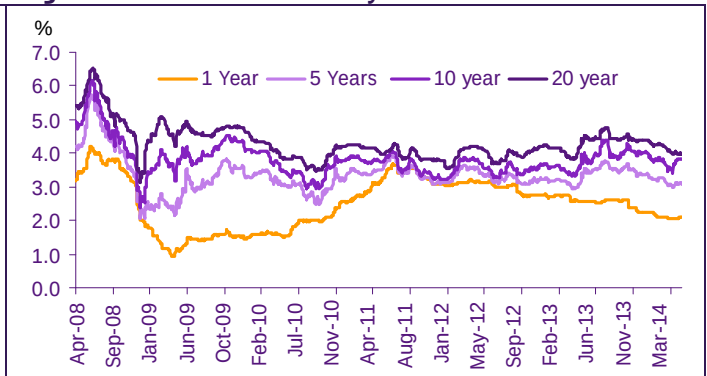
Source: BLA, THRE, THREL and SCBS Investment Research

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

ปฏิภาณ นาววัฒน
นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน
ด้านหลักทรัพย์
0-2949-1007
phatipak.navawatana@scb.co.th

ได้รับผลกระทบสองต่อ: การแข่งขันเพิ่มขึ้น โฆษณาน้อยลง

- แม้คาดการณ์ถึงแนวโน้มที่ดีขึ้นในช่วงครึ่งหลังปี 57 แต่อุปสงค์ยังอยู่ในระดับต่ำ
- จำนวนช่องทีวีดิจิตอลที่เพิ่มขึ้นจะเป็นปัจจัยกดดันฝั่งอุปทาน
- ชอบ MAJOR มากที่สุด

สรุปผลการดำเนินงานไตรมาส 1/57 ผลการดำเนินงานของบริษัทในกลุ่มสื่อแยกจากรายการ โดยสาเหตุจากรายได้ที่ต่ำกว่าค่าและอัตราค่าที่หดตัวลง ปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อรายได้คือเศรษฐกิจที่ชะลอตัวลง ในขณะที่ต้นทุนการผลิตที่สูงขึ้น (รวมถึงต้นทุนพนักงาน) สร้างแรงกดดันต่ออัตราค่า

อุปสงค์ยังต่ำ แนวโน้มอุตสาหกรรมสื่อยังแย่ และยังไม่มีความชัดเจนที่จะฟื้นตัวขึ้นได้มากนักในอนาคตรอนใกล้นี้ แม้เม็ดเงินโฆษณา (ADEX) ปรับตัวลดลงติดต่อกันนาน 7 ไตรมาสแล้ว แต่ก็ยังปรับตัวลดลงต่อเนื่องในเดือน พ.ค. โดยลดลง 1.9% MoM และ 11.7% YoY เม็ดเงินโฆษณาผ่านสื่อหลักอย่างโทรทัศน์ก็มีแนวโน้มในทางเดียวกัน โดยลดลง 8% YoY (ทรงตัว MoM) ในขณะที่ตั้งแต่ต้นปี 2557 จนถึงเดือน พ.ค. เม็ดเงินโฆษณาโดยรวมปรับตัวลดลง 7% YoY ลดลงในระดับใกล้เคียงกับเม็ดเงินโฆษณาทางโทรทัศน์ อย่างไรก็ตาม เราเชื่อว่าเม็ดเงินโฆษณาน่าจะปรับตัวลงถึงจุดต่ำสุดไปแล้วในเดือน พ.ค. และจะค่อยๆ ปรับตัวเพิ่มขึ้นในช่วงครึ่งหลังปี 57 ตามเศรษฐกิจที่ฟื้นตัวขึ้น

ทีวีดิจิตอลส่งผลกระทบต่อผู้ประกอบการสถานีโทรทัศน์รายเดิม ทีวีดิจิตอลเป็นสิ่งที่สร้างความตื่นตัว แต่ในเวลาเดียวกันก็ส่งผลทำให้ต้นทุนการดำเนินงานสูงขึ้นและการแข่งขันรุนแรงมากขึ้น ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อ BEC และ MCOT ค่าเช่าเครือข่ายและการตัดจำหน่ายค่าธรรมเนียมใบอนุญาต ทีวีดิจิตอลส่งผลกระทบต่อต้นทุนปรับเพิ่มขึ้นมาอย่างมาตั้งแต่ปีนี้เป็นปีแรกของการดำเนินงาน อย่างไรก็ตาม ภาวะเศรษฐกิจชะลอตัวและจำนวนช่องทีวีที่มีเพิ่มขึ้นมากจะส่งผลทำให้ผู้ประกอบการสถานีโทรทัศน์ขึ้นอัตราค่าโฆษณาเพื่อชดเชยต้นทุนการดำเนินงานที่สูงขึ้นได้ยากมาก อัตราค่าโฆษณาจะหดตัวลงเพราะอุปสงค์ต่ำ จำนวนช่องทีวีเพิ่มขึ้นมากจากการออกอากาศของทีวีดิจิตอล อัตราค่าโฆษณาไม่เปลี่ยนแปลง และต้นทุนสูงขึ้น

กำไรจะลดลงอย่างน้อย 2 ปี กำไรจากธุรกิจโทรทัศน์ในระบบอนาล็อกจะเติบโตเพียงเล็กน้อย ทั้งนี้เมื่อพิจารณาจากอัตราการใช้เวลาโฆษณาเกือบ 100% ปัจจัยเพียงอย่างเดียวที่จะช่วยกระตุ้นให้กำไรปรับตัวเพิ่มขึ้นจะมาจากการขึ้นอัตราค่าโฆษณา อย่างไรก็ตาม การแข่งขันที่สูงขึ้นทำให้เราเชื่อว่าผู้ประกอบการสถานีโทรทัศน์อย่าง BEC และ MCOT จะหาทางปรับอัตราค่าโฆษณาได้ยากยิ่งขึ้น เราคาดว่าธุรกิจทีวีดิจิตอลจะสร้างผลขาดทุนไปจนถึงปี 2558 เพราะรายได้กับต้นทุนไม่สมดุลกัน เนื่องจากต้นทุนจำนวนมากของธุรกิจทีวีดิจิตอลในระยะแรกของการดำเนินงาน (ค่าธรรมเนียมใบอนุญาตและต้นทุนรายการ) จะมีมากกว่ารายได้โฆษณา โดยปกติแล้วบริษัทโฆษณาจะยังไม่ค่อยต้องการใส่เงินเข้ามาในช่องทีวีใหม่ เพราะขนาดกลุ่มตัวอย่างในการสำรวจโดยบริษัทวิจัยอิสระอย่าง Nielson มีน้อย

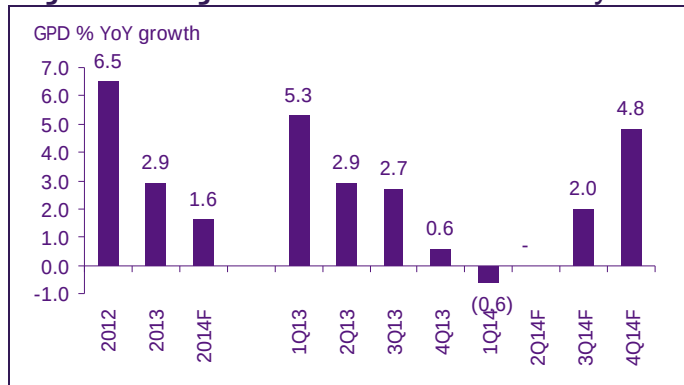
ชอบ MAJOR มากที่สุด ในขณะที่ผู้ประกอบการสถานีโทรทัศน์มีแนวโน้มที่จะตกอยู่ภายใต้แรงกดดัน เราชอบ MAJOR มากที่สุด แม้ธุรกิจของ MAJOR อาจจะได้รับผลกระทบจากการอุปโภคบริโภคชะลอตัว แต่เราเชื่อว่าโปรแกรมภาพยนตร์ที่น่าสนใจจะช่วยลดความเสี่ยงดังกล่าวได้ในระดับหนึ่ง เราคาดว่ากำไรปกติของ MAJOR จะเติบโต 7% ในปี 2557 และคาดการณ์ผลตอบแทนจากเงินปันผลที่น่าดึงดูดเฉลี่ย 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	47.5	52.0	14.6	17.0	17.7	18.5	17.0	(4.0)	(4.3)	10.42	10.24	9.91	64.2	58.3	54.4	5.5	5.1	4.9	9.7	10.7	11.0
MAJOR	Neutral	18.6	22.0	23.4	18.7	17.4	15.4	13.1	7.3	13.0	2.71	2.68	2.61	14.7	15.5	17.1	5.4	5.1	5.8	9.6	9.5	8.5
MCOT	Sell	26.0	25.0	2.2	11.7	14.9	17.5	(13.2)	(21.4)	(15.1)	2.24	2.21	2.18	19.1	15.0	12.5	8.1	6.0	5.1	6.3	9.7	10.8
Average					15.8	16.7	17.1	5.6	(6.0)	(2.2)	5.12	5.04	4.90	32.6	29.6	28.0	6.3	5.4	5.3	8.5	10.0	10.1

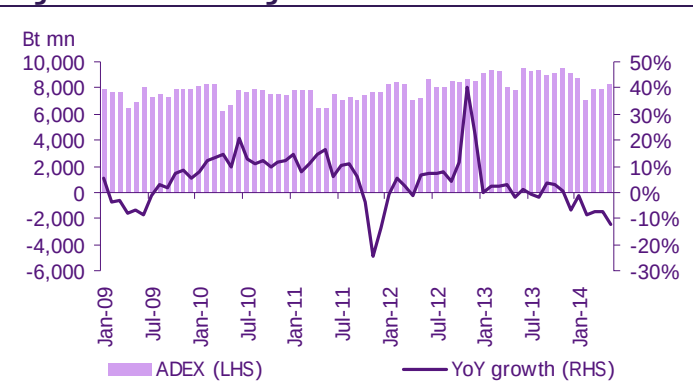
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: GDP growth forecast – Slow economy



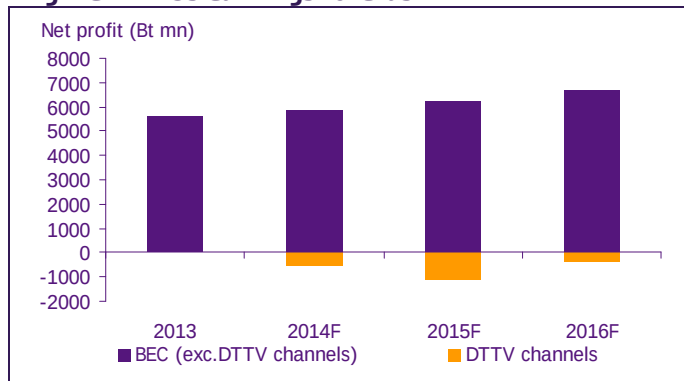
Source: SCB EIC and SCBS Investment Research

Figure 2: Slow ADEX growth



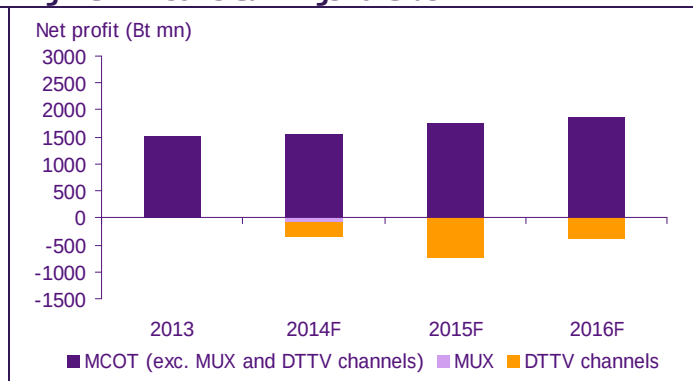
Source: Nielsen Company and SCBS Investment Research

Figure 3: BEC's earnings forecast



Source: SCBS Investment Research

Figure 4: MCOT's earnings forecast



Source: SCBS Investment Research

ชัยพัชร ธนวัฒน์

นักวิเคราะห์การลงทุนวิจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1005

chaipat.thanawattano@scb.co.th

มีความเสี่ยงเฉพาะตัวเกิดขึ้นแม้ธุรกิจโอเลฟินส์อยู่ในวัฏจักรขาขึ้น

- ส่วนต่างราคา PX ที่ลดลงแรงและการหยุดโรงงานสร้างแรงกดดันต่อกำไรไตรมาส 1/57
- ธุรกิจโอเลฟินส์จะดีกว่าธุรกิจอะโรเมติกส์อย่างต่อเนื่อง เพราะสมดุลอุปสงค์/อุปทานดีกว่า
- PTTGC ยังคงเป็น top pick แต่ความเสี่ยงขาลงยังคงมีอยู่

สรุปผลการดำเนินงานไตรมาส 1/57: ส่วนต่างราคา PX ที่ลดลงสร้างแรงกดดันต่อผลการดำเนินงาน กำไรปกติไตรมาส 1/57 ของบริษัทในกลุ่มปิโตรเคมีปรับตัวลดลง 11.2% QoQ และ 44.4% YoY เพราะส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ลดลงและขาดทุนจากสินค้าคงคลัง เทียบกับกำไรจากสินค้าคงคลังในไตรมาส 1/56 PTTGC มีส่วนสำคัญที่ทำให้กำไรของกลุ่มปรับตัวลดลงโดยมีสาเหตุมาจากการหยุดโรงแครกเกอร์โอเลฟินส์ตามแผนและนอกแผน นอกจากนี้ผลการดำเนินงานของ PTTGC ยังได้รับผลกระทบจากราคา PX ที่ลดลงด้วย ขณะที่ผลการดำเนินงานของ IVL ปรับตัวดีขึ้นจากขาดทุนในไตรมาส 4/56 เพราะส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ปรับตัวดีขึ้น โดยเฉพาะ PTA เนื่องจากราคา PX ลดลงแรง

แนวโน้มไตรมาส 2/57: อัตราการใช้กำลังการผลิตที่สูงขึ้นเป็นปัจจัยกระตุ้นที่สำคัญ เราคาดว่าอัตราการใช้กำลังการผลิตที่สูงขึ้นของ PTTGC จะสามารถผลักดันให้ผลการดำเนินงานของกลุ่มปิโตรเคมีปรับตัวดีขึ้น เนื่องจากราคาผลิตภัณฑ์สายโอเลฟินส์ยังแข็งแกร่ง แต่จะถูกหักล้างไปบางส่วนโดยราคา PX ที่ลดลง (-4.2% QoQ) นอกจากนี้ผลการดำเนินงานของ IVL ก็น่าจะปรับตัวเพิ่มขึ้นเพราะน่าจะมีกำไรจากสินค้าคงคลังที่ส่วนใหญ่เป็น PTA ในขณะที่ส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์โดยรวมน่าจะลดลง QoQ

อุปสงค์จากจีนที่ลดลงเป็นปัจจัยเสี่ยงสำคัญ ราคา PE/PP ยังอยู่ในระดับที่ดีในไตรมาส 2/57 โดยเพิ่มขึ้นเล็กน้อยอีก 0.8-1.1% QoQ เพราะราคา spot price อยู่ในระดับสูงสุดในรอบ 6 ปี ส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์เทียบกับต้นทุนแนฟทาปรับตัวเพิ่มขึ้นเพียงเล็กน้อยในอัตรา 0.2-0.5% QoQ เพราะต้นทุนแนฟทาสูง ในขณะที่มีเพียงส่วนต่างราคา LDPE-แนฟทาที่ปรับตัวลดลง 6.2% QoQ จากระดับสูงผิดปกติในไตรมาส 1/57 เราเชื่อว่าปัจจัยเสี่ยงสำคัญ คือ sentiment ตลาดที่เป็นลบในตลาดสำคัญๆ อย่างจีน ซึ่งจะส่งผลกระทบทำให้อุปสงค์ PE/PP ปรับตัวลดลง แนวโน้มตลาดสายโอเลฟินส์น่าจะยังคงแข็งแกร่งมากกว่าสายอะโรเมติกส์ในระยะกลาง เนื่องจากสมดุลอุปสงค์/อุปทานดีกว่า อุตสาหกรรมนี้น่าจะเข้าสู่วัฏจักรขาขึ้นรอบใหม่ในปี 2557-58 ก่อนที่กำลังการผลิตใหม่จากสหรัฐฯ จะเริ่มเดินเครื่องผลิตในปี 2559 เนื่องจากมีอุปทาน shale gas จำนวนมาก อย่างไรก็ตาม ภัยพิบัติทางธรรมชาติและภัยแล้งที่รุนแรงน่าจะเป็นปัญหาคriticalที่ส่งผลกระทบต่อความคืบหน้าในการขยายกำลังการผลิตเอทิลีนในสหรัฐฯ และพัฒนาการของโครงการแปลงถ่านหินเป็นโอเลฟินส์ในจีนน่าจะล่าช้าหรือถูกยกเลิกเพราะอัตราค่าไถ่ผันผวน

แนวโน้ม PX ยังคงเป็นลบ แม้ราคา spot price ของ PX ปรับขึ้นมาแล้ว 6.4% จากปลายไตรมาส 1/57 แต่ราคาเฉลี่ย QTD ในไตรมาส 2/57 ยังคงลดลง 4.2% QoQ และส่วนต่างราคา PX เทียบกับต้นทุนแนฟทาปรับตัวลดลง 15.6% QoQ สู่ 373 ดอลลาร์สหรัฐ/ตัน ต่ำสุดนับตั้งแต่ไตรมาส 4/53 สถานการณ์อุปทานยังไม่เปลี่ยนแปลง โดยกำลังการผลิต ~2 ล้านตันต่อปีจะเริ่มเดินเครื่องผลิตในช่วงครึ่งหลังปี 57 จากกำลังการผลิตทั้งหมด 5.5 ล้านตันต่อปีในปี 2557 เทียบกับอุปสงค์เพิ่มเติม 2 ล้านตันต่อปี ทั้งนี้คาดว่าจะมีการลดอัตราการผลิตลงอีกเพื่อสะท้อนถึงราคา/อัตรากำไรที่ลดลง

การลดอัตราการผลิต PTA ลงอีกน่าจะช่วยหนุนให้อัตรากำไรโดยรวมเพิ่มขึ้น ส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ PET/PTA โดยรวมปรับตัวลดลง 6.2% QoQ สู่ 280 ดอลลาร์สหรัฐ/ตันในไตรมาส 2/57 เพราะต้นทุน PX และ MEG สูงขึ้น ซึ่งจะกระตุ้นให้ผู้ผลิต PTA ลดอัตราการใช้กำลังการผลิตลงอีกเพื่อเพิ่มอัตรากำไร เราเชื่อว่าอัตรากำไรของ PTA-PX ที่ระดับต่ำกว่า 150 ดอลลาร์สหรัฐ/ตัน เป็นระดับที่ไม่น่าจะทำให้ผู้ผลิตที่มีประสิทธิภาพการผลิตต่ำมีกำไร ในขณะเดียวกัน อุปสงค์ PET (bottle grade) ที่สูงขึ้นในตลาดแถบตะวันออกจะช่วยสนับสนุนราคา PET ในไตรมาส 3/57 อย่างต่อเนื่อง (รวมถึงอุปสงค์ PTA ด้วย) ก่อนที่จะอ่อนตัวลงในไตรมาส 4/57

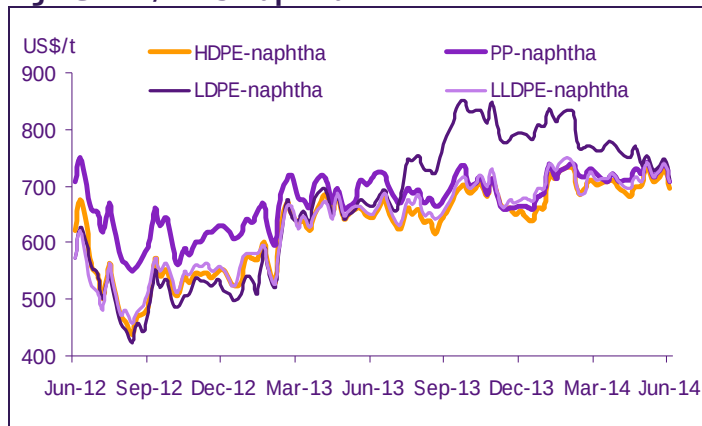
แนะนำ "ซื้อ" PTTGC ด้วยความระมัดระวังเนื่องจากความเสี่ยงเฉพาะตัวยังคงมีอยู่ กลุ่มปิโตรเคมี (-1% จากปลายเดือน มี.ค. 57) ปรับตัว underperform ตลาด (+7%) อย่างต่อเนื่อง โดยหลักๆ เกิดจาก PTTGC (-7%) ในขณะที่ราคาหุ้น IVL เพิ่มขึ้น 15% สถานการณ์เช่นนี้สะท้อนถึงความกังวลของนักลงทุนเกี่ยวกับแนวโน้มผลกระทบของการปฏิรูปราคาพลังงานในประเทศไทย โดยเฉพาะราคา LPG ต่อผลการดำเนินงานของ PTTGC ซึ่งสะท้อนถึงความเสี่ยงขาลงต่อผลการดำเนินงานของบริษัท แม้ valuation ปัจจุบันดูน่าสนใจ โดยซื้อขายที่ P/E ปี 2557 เพียง 9 เท่า เทียบกับค่าเฉลี่ยของหุ้นกลุ่มเดียวกันในตลาดภูมิภาคที่ 17 เท่า ผลการดำเนินงานของ IVL จะได้รับผลกระทบจากต้นทุน PX ที่สูงขึ้นในระยะสั้น valuation ที่ดึงดูดทำให้ IVL ดูน่าสนใจน้อยลง แม้การเข้าซื้อกิจการใหม่น่าจะเป็นปัจจัยที่ช่วยกระตุ้นให้ราคาหุ้นปรับขึ้นในระยะสั้น

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	27.3	24.0	(10.9)	n.m.	33.9	27.5	n.m.	n.m.	23.1	2.17	2.07	1.97	(1.1)	6.2	7.3	0.4	1.0	1.3	17.5	11.6	10.1
PTTGC	Buy	67.5	85.0	31.0	9.0	8.7	8.0	7.0	3.4	9.1	1.28	1.17	1.08	13.9	13.6	13.6	5.0	5.0	5.0	6.5	6.5	5.5
Average					9.0	21.3	17.8	7.0	3.4	16.1	1.72	1.62	1.52	6.4	9.9	10.5	2.7	3.0	3.2	12.0	9.0	7.8

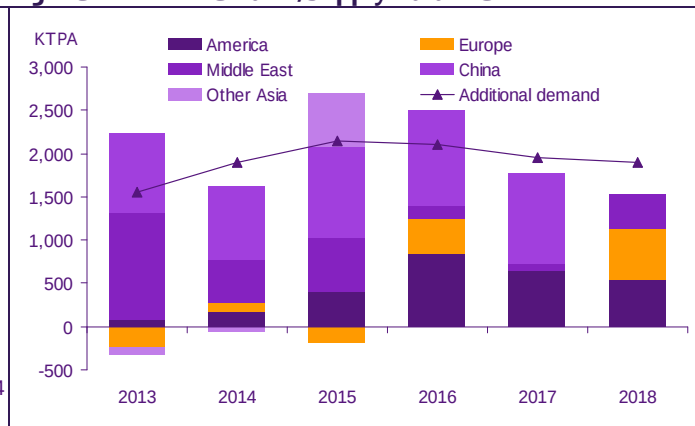
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: PE/PP vs. naphtha



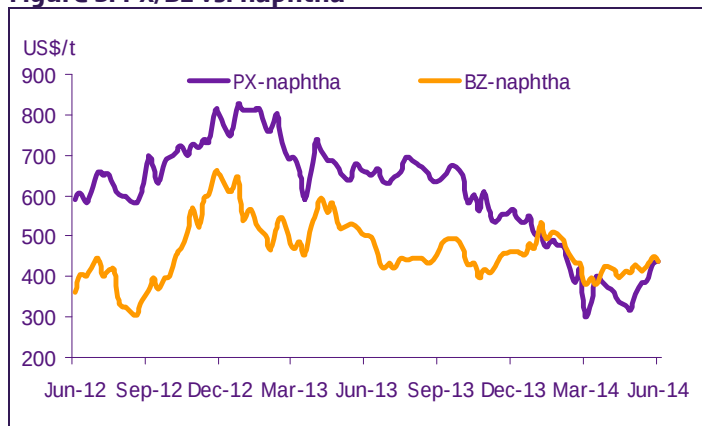
Source: Datastream, SCBS Investment Research

Figure 2: HDPE demand/supply balance



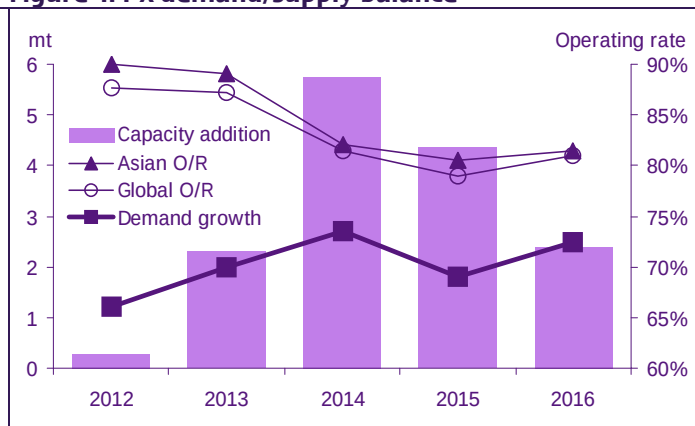
Source: CMAI (October 2013), PTTGC, SCBS Investment Research

Figure 3: PX/BZ vs. naphtha



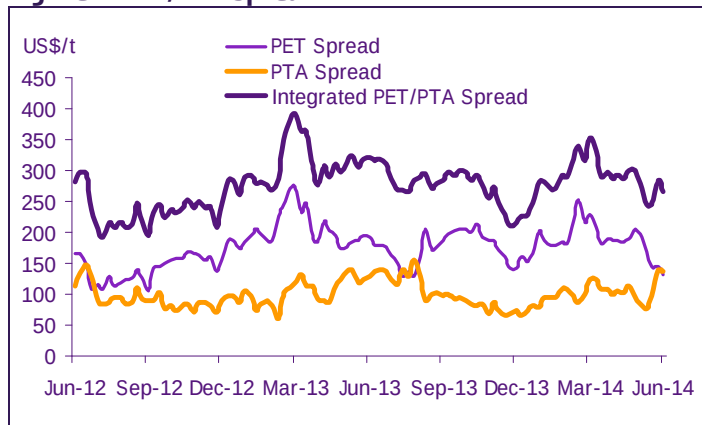
Source: Datastream, SCBS Investment Research

Figure 4: PX demand/supply balance



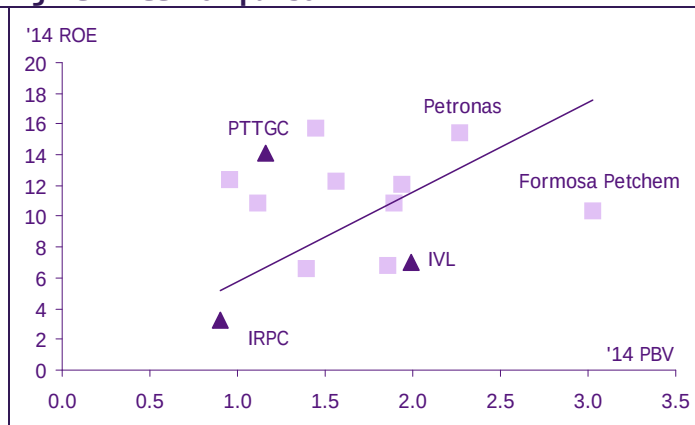
Source: IHS, PTTGC, SCBS Investment Research

Figure 5: PET/PTA spread



Source: Datastream, SCBS Investment Research

Figure 6: Peer comparison



Source: Bloomberg Finance LP, SCBS Investment Research

สิริการย์ ฤกษ์นิพัทธ์
นักวิเคราะห์การลงทุนวิจัยพื้นฐาน
ด้านหลักทรัพย์
0-2949-1020
sirikarn.krisnipat@scb.co.th

ความเชื่อมั่นฟื้น = อุปสงค์ฟื้น

- ดัชนีความเชื่อมั่นผู้บริโภคที่ฟื้นตัวจากจุดต่ำสุดในรอบ 12 ปีชี้ว่าอุปสงค์ที่อยู่อาศัยจะปรับตัวเพิ่มขึ้น
- กระแสตอบรับที่ดีต่อคอนโดที่เปิดตัวเมื่อไม่นานนี้กระตุ้นให้อุปทานปรับตัวเพิ่มขึ้น
- ความเสี่ยง/ความกังวล: ความเข้มงวดในการปล่อยสินเชื่อที่อยู่อาศัย และการก่อสร้างล่าช้า
- **Top picks – AP และ LPN** เพราะผลการดำเนินงานจะฟื้นตัวดีขึ้นและ valuation ต่ำ

ตลาดค่อนข้างเงียบในไตรมาส 1/57 จากการสำรวจของ AREA พบว่า โครงการที่อยู่อาศัยเปิดใหม่ปรับตัวลดลง 31% YoY สู่ 34,374 หน่วยในไตรมาส 1/57 เพราะ sentiment ตลาดแย่และกังวลเกี่ยวกับสถานการณ์ความไม่สงบทางการเมือง ยอดขายของบริษัทพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ 7 อันดับแรกในการวิเคราะห์ของเราซึ่งคิดเป็น 50-60% ของยอดขายของตลาด ปรับตัวลดลง 55% YoY สู่ 2.82 หมื่นล้านบาท เนื่องจากยอดขายคอนโดลดลงมากถึง 82% YoY

ความเชื่อมั่นผู้บริโภคที่ฟื้นตัวขึ้นส่งสัญญาณอุปสงค์ฟื้นตัว การสำรวจที่จัดทำโดยมหาวิทยาลัยหอการค้าไทยระบุว่า ความเชื่อมั่นผู้บริโภคฟื้นตัวขึ้นในเดือน พ.ค. โดยดัชนีความเชื่อมั่นผู้บริโภคปรับขึ้นสู่ระดับ 60.7 จากระดับต่ำสุดในรอบ 12 ปีที่ 57.7 ในเดือน เม.ย. และเป็นการปรับตัวเพิ่มขึ้นครั้งแรกในรอบ 13 เดือน ที่สำคัญคือความเชื่อมั่นเกี่ยวกับรายได้ในอนาคตและความมั่นคงในงาน ซึ่งมีความสำคัญในการตัดสินใจซื้อบ้าน พลิกฟื้นกลับมาเพิ่มขึ้น ส่งสัญญาณถึงความมั่นใจในการใช้จ่ายเพิ่มมากขึ้น อุปสงค์ที่อยู่อาศัยมี correlation เชิงบวกกับดัชนีความเชื่อมั่นผู้บริโภค (74%) ทำให้เรามั่นใจว่ายอดขายจะปรับตัวเพิ่มขึ้นในช่วงครึ่งหลังปี 57 และปีหน้า

อุปทานจะเพิ่มขึ้น ความเชื่อมั่นผู้บริโภคที่ฟื้นตัวขึ้นส่งผลทำให้บริษัทพัฒนาอสังหาริมทรัพย์เปิดตัวโครงการใหม่เพิ่มมากขึ้นโดยเฉพาะคอนโด อัตราการขายอยู่ในเกณฑ์ดีของโครงการเปิดใหม่ โดย LPN ขายโครงการ Lumpini Place บรรราชชนนี ได้ 100% และขายโครงการ Lumpini Park นวมินทร์-ศรีบูรพา ได้ 25% ในขณะที่ LH ขายโครงการ 333 Riverside ได้ 30% ทั้งนี้บริษัทพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ไม่เพียงแต่นำโครงการที่เลื่อนออกไปกลับมาเปิดตัวใหม่ แต่ยังจะเปิดโครงการเพิ่มเติมในปีอีกด้วย

เห็นที่เศรษฐกิจ ธป.ท.คาดว่า GDP ของประเทศไทยจะขยายตัว 1.5% ในปีนี้ และ 5.0% ในปีหน้า สัญญาณว่าอุปสงค์ที่อยู่อาศัยจะเพิ่มขึ้น (correlation 61%) การกลับมาเดินหนาลงทุนในโครงการระบบขนส่งมวลชนจะช่วยสนับสนุนให้อุปสงค์ที่อยู่อาศัยเพิ่มขึ้นและเปิดโอกาสในการพัฒนาโครงการที่อยู่อาศัยเพิ่มขึ้น นอกจากนี้การลดอัตราภาษีเงินได้นิติบุคคลลงสู่ 20% เป็นการถ่วงก็จะทำให้ไม่มีความเสี่ยงของประมาณการและ Valuation

มาตรการกระตุ้นอสังหาฯ? เราไม่คิดว่ารัฐบาลใหม่จะออกมาตรการกระตุ้นอสังหาฯ เรามองว่าความเชื่อมั่นที่เพิ่มขึ้นอันเป็นผลมาจากสถานการณ์การเมืองที่มีเสถียรภาพมากขึ้นบวกกับการเดินทาง ผลักดันมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจด้านอื่นๆ เป็นปัจจัยบวกต่ออุปสงค์ที่อยู่อาศัย แต่ถ้ามีมาตรการกระตุ้นอสังหาฯ ออกมา ก็จะส่งผลบวกมากขึ้น การโอนที่อยู่อาศัยจะราบรื่นมากขึ้น ลดการยกเลิกของผู้ซื้อ และคลายความกังวลเกี่ยวกับสภาพคล่องที่ติดตัวของบริษัทพัฒนาอสังหาฯ การลดภาษีและค่าธรรมเนียมจะสนับสนุนให้กำไรและ Valuation ของบริษัทพัฒนาอสังหาฯ ปรับตัวเพิ่มขึ้น

ความเสี่ยงและความกังวล ความเข้มงวดในการปล่อยสินเชื่อที่อยู่อาศัย: อัตราส่วนหนี้ภาคครัวเรือนต่อ GDP และอัตราส่วน NPL ที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นจะทำให้ธนาคารพาณิชย์ใช้ความระมัดระวังในการปล่อยสินเชื่ออย่างต่อเนื่อง โดยจะยังคงใช้เกณฑ์ debt service ratio ตามหลักความระมัดระวัง มาตรฐานการปล่อยสินเชื่อที่เข้มงวด และ LTV ระดับต่ำ การก่อสร้างล่าช้า: แรงงานต่างด้าวจำนวนมากที่กลับบ้านไปมีแนวโน้มที่จะส่งผลกระทบทำให้บริษัทพัฒนาอสังหาฯ ขาดแคลนแรงงาน ซึ่งอาจจะส่งผลทำให้การก่อสร้างและการส่งมอบล่าช้า

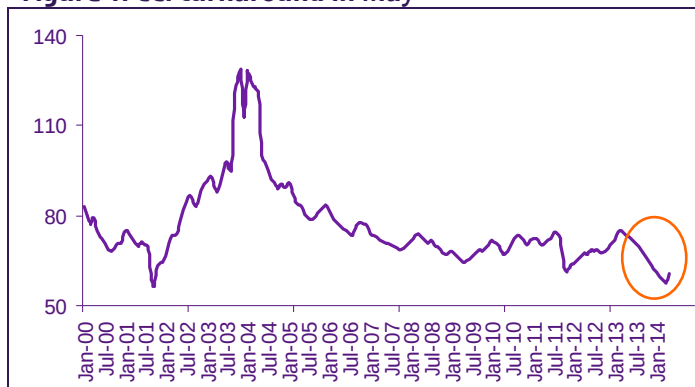
Top picks: AP และ LPN เราเลือก AP กับ LPN เป็น top picks ในภาวะที่อุตสาหกรรมที่อยู่อาศัยกำลังฟื้นตัว เพราะยอดขายจะฟื้นตัวดีขึ้นและ Valuation ต่ำ ณ ราคาปิดล่าสุด AP ซื้อขายต่ำกว่า mid cycle ในแง่ของ PBV และ PER ราคายังไม่ได้สะท้อนแนวโน้มยอดขายที่ดีขึ้น ขณะที่ LPN ดูเหมือนจะซื้อขายที่ Valuation ระดับสูง ที่ +2SD ของ PER ปี 2557 แต่จะลดลงอย่างมากในปีหน้าเนื่องจากกำไรที่มีแนวโน้มเติบโตสูงถึง 47%

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	5.95	8.5	47.6	8.5	7.0	6.3	(4.5)	21.8	11.1	1.21	1.08	0.96	15.1	16.5	16.3	4.2	4.7	5.3	12.6	10.6	9.7
LH	Buy	9.95	11.5	21.1	15.4	14.4	12.7	23.5	7.0	13.3	2.97	2.73	2.57	19.9	19.8	20.9	4.0	5.6	6.3	15.9	14.6	13.3
LPN	Buy	18.90	23.0	26.1	12.0	13.6	9.3	6.8	(12.2)	46.9	2.90	2.67	2.28	26.3	20.4	26.5	4.4	4.4	5.4	11.5	13.4	9.2
PS	Buy	28.00	28.0	3.0	10.7	11.0	9.6	48.2	(2.4)	14.1	2.50	2.17	1.87	25.8	21.1	20.8	3.0	3.0	3.4	11.5	11.7	9.9
QH	Buy	3.48	5.0	48.2	9.9	10.3	9.0	86.2	(4.1)	14.7	1.85	1.69	1.52	19.6	17.1	17.8	4.6	4.5	5.1	13.1	14.3	12.4
SIRI	Buy	2.02	2.9	51.0	10.1	8.2	7.1	(51.0)	23.0	14.6	1.13	1.01	0.95	11.8	13.0	13.7	5.0	7.4	6.9	18.6	15.2	13.9
SPALI	Buy	21.80	25.0	19.2	13.0	9.2	8.7	5.0	41.0	5.3	2.63	2.25	1.96	21.6	26.3	23.9	3.2	4.5	4.8	13.6	8.9	8.3
Average					11.4	10.5	9.0	16.3	10.6	17.1	2.17	1.94	1.73	20.0	19.2	20.0	4.1	4.9	5.3	13.8	12.7	11.0

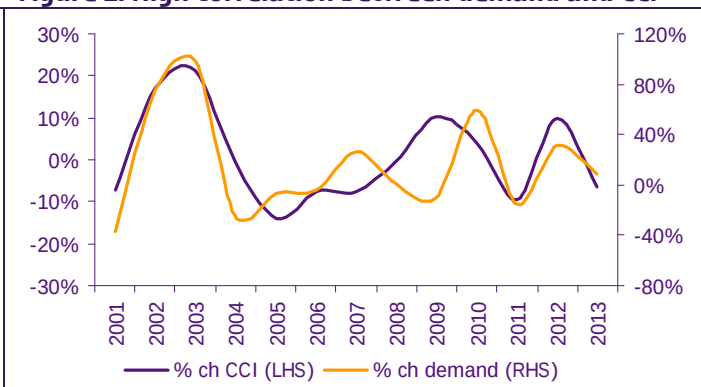
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: CCI turnaround in May



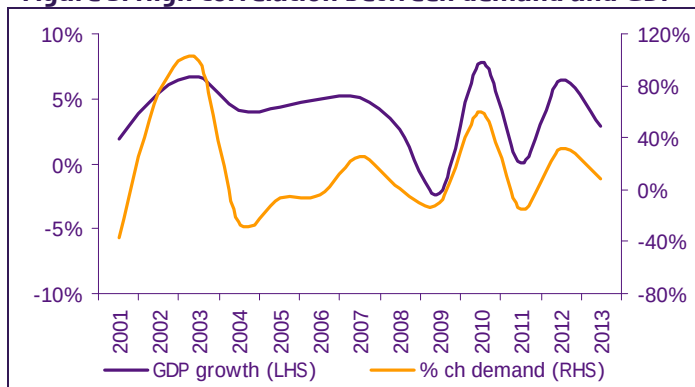
Source: UTCC

Figure 2: High correlation between demand and CCI



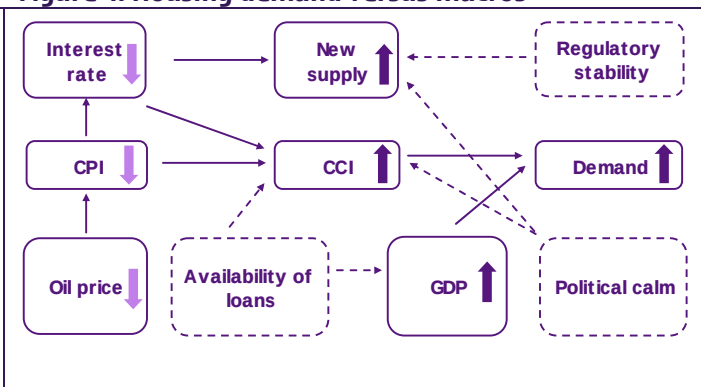
Source: AREA, UTCC, SCBS Investment Research

Figure 3: High correlation between demand and GDP



Source: AREA, BoT, SCBS Investment Research

Figure 4: Housing demand versus macros



Source: : AREA, BoT, UTCC, SCBS Investment Research

ปรับตัว แต่ upside น้อย

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

- มูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดฯ เฉลี่ยต่อวันปรับตัวดีขึ้นในไตรมาส 2/57
- คาดการณ์แข่งขันรุนแรงในไตรมาส 3/57 เพราะมีคู่แข่งใหม่ คือ บริษัทหลักทรัพย์ แลนด์ แอนด์ เฮาส์
- ชอบ ASP มากกว่า MBKET เพราะรายได้ที่กระจายตัวมากกว่าจะช่วยป้องกันผลกระทบจากรายได้ค่านายหน้าที่สูงลง และ valuation ถูกกว่า

มูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดฯ เฉลี่ยต่อวันปรับตัวดีขึ้น มูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดฯ เฉลี่ยต่อวัน (ไม่รวมบัญชีบล.) ปรับตัวดีขึ้นในเดือน พ.ค. และ มิ.ย. หลังจากสถานการณ์ความไม่สงบทางการเมืองคลี่คลายลงด้วยการทำรัฐประหาร มูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดฯ เฉลี่ยต่อวันในไตรมาส 2/57 อยู่ที่ 3.7 หมื่นล้านบาท ณ วันที่ 19 มิ.ย. เพิ่มขึ้น 33% QoQ มูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดฯ เฉลี่ยต่อวัน YTD อยู่ที่ 3.2 หมื่นล้านบาท มูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดฯ เฉลี่ยต่อวันในปี 2557 น่าจะมีจำนวนถึงระดับที่เราคาดการณ์ไว้ที่ 3.5 หมื่นล้านบาท เนื่องจากคาดว่าเศรษฐกิจที่ฟื้นตัวขึ้นในช่วงครึ่งหลังปี 57 น่าจะส่งผลดีต่อตลาดหุ้น

เสี่ยงส่วนแบ่งการตลาดเนื่องจากการแข่งขันสูงขึ้น เรามองว่าการแข่งขันจะรุนแรงมากขึ้น เนื่องจากคาดว่าคู่แข่งรายใหม่ คือ บริษัทหลักทรัพย์ แลนด์ แอนด์ เฮาส์ จะเริ่มดำเนินงานในไตรมาส 3/57 ทั้ง MBKET และ ASP เสี่ยงส่วนแบ่งการตลาดมาตั้งแต่ไตรมาส 4/56 โดยส่วนหนึ่งเป็นเพราะมีคู่แข่งใหม่เพิ่มมา 2 ราย คือ บริษัทหลักทรัพย์ แอปเพิล เบลล์ และ บริษัทหลักทรัพย์ เออีซี ส่วนแบ่งการตลาด YTD ของ MBKET อยู่ที่ 9.51% ต่ำกว่า 11.54% ในปี 2556 อย่างมาก ขณะที่ส่วนแบ่งการตลาด YTD ของ ASP อยู่ที่ 3.66% ต่ำกว่า 4.14% ในปี 2556 ด้วยเช่นกัน

ASP มี IPO 2 ตีลในไตรมาส 2/57 เราคาดว่า ASP จะมีรายได้ค่าธรรมเนียมและบริการ (ไม่รวมรายได้ค่านายหน้า) เพิ่มขึ้นมาก QoQ โดยส่วนใหญ่เป็นรายได้จากธุรกิจวาณิชธนกิจ (IB) จาก IPO 2 ตีล คือ อิชิตัน กรุ๊ป (ICHI) มูลค่าการทำ IPO 3.9 พันล้านบาท และศรีสวัสดิ์ พาวเวอร์ 1979 (SAWAD) มูลค่าการทำ IPO 1.73 พันล้านบาท บริษัทยังมีดีลรออยู่อีก 20 ตีล ได้แก่ IPO 7 ตีล (รวมถึงเจ้าพระยามหานครซึ่งกำลังดำเนินการยื่นไฟล์), PO 1 ตีล, และที่ปรึกษาทางการเงิน 12 ตีล เราเชื่อว่า ASP จะสามารถรักษารายได้ค่าธรรมเนียม IB เอาไว้ไม่ให้ลดลงได้ในปีนี้ ค่าธรรมเนียมบริหารสินทรัพย์คิดเป็น 38% ของรายได้ค่าธรรมเนียมและบริการปี 2556 ของบริษัท และโดยปกติแล้วเป็นรายได้ที่เกิดขึ้นต่อเนื่อง ซึ่งจะช่วยหนุนให้รายได้ค่าธรรมเนียมและบริการมีเสถียรภาพ

ชอบ ASP มากกว่า MBKET ทั้ง ASP และ MBKET มี upside น้อยมากที่ราคาหุ้นปัจจุบัน แม้ธุรกิจมีแนวโน้มฟื้นตัวในช่วงครึ่งหลังปี 57 เราชอบ ASP มากกว่า MBKET เพราะ ASP มีรายได้ที่กระจายตัวมากกว่าซึ่งจะช่วยป้องกันผลกระทบจากรายได้ค่านายหน้าที่ไม่แน่นอน และมีรายได้ค่าธรรมเนียม IB ชดเชยผลกระทบจากมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดฯ เฉลี่ยต่อวันที่ลดลง 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	3.6	3.7	11.6	7.1	9.6	9.8	76.7	(26.7)	(1.8)	1.70	1.72	1.67	24.7	17.7	17.3	11.2	8.3	8.1
MBKET	Sell	22.1	20.0	(2.3)	8.7	13.9	14.0	95.8	(37.0)	(1.3)	2.39	2.66	2.66	29.5	18.2	18.9	11.2	7.2	7.1
Average					7.9	11.8	11.9	86.2	(31.9)	(1.5)	2.05	2.19	2.17	27.1	17.9	18.1	11.2	7.8	7.6

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

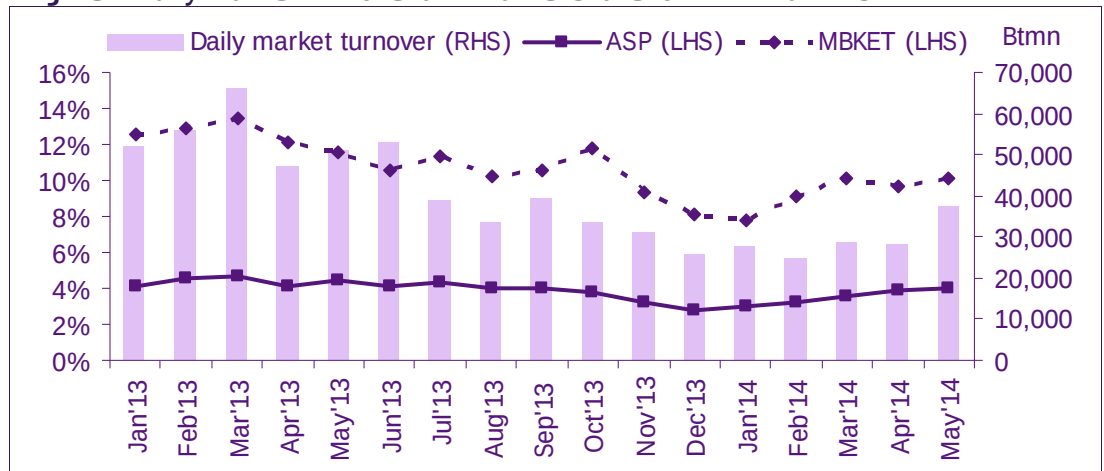
Source: SCBS Investment Research

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: Daily market turnover and market share for MBKET and ASP



Source: SET and SCBS Investment Research

ปฏิภาณ นาววัฒน
นักวิเคราะห์การลงทุนวิจัยพื้นฐาน
ด้านหลักทรัพย์
0-2949-1007
phatipak.navawatana@scb.co.th

กำลังอยู่ในช่วงของการเปลี่ยนแปลงทางโครงสร้าง

- การประหยัดต้นทุนส่วนแบ่งรายได้จะเป็นปัจจัยสนับสนุนผลการดำเนินงานได้อีกหลายปี
- โดยทั่วไปแล้วบริการ 4G มักจะช่วยให้ ARPU เพิ่มขึ้นและจะหนุนให้กำไรปรับขึ้นได้อีก
- การจัดสรรคลื่นความถี่ได้อย่างเท่าเทียมกันหลังการประมูลจะส่งผลทำให้การแข่งขันเป็นไปอย่างสมเหตุสมผลมากขึ้น
- **Top picks: ADVANC และ TRUE**

การเปลี่ยนแปลงทางโครงสร้าง #1: การประหยัดต้นทุนส่วนแบ่งรายได้ การประหยัดต้นทุนส่วนแบ่งรายได้เพิ่งเริ่มเกิดขึ้นให้เห็นในไตรมาส 2/56 อัตราส่วนต้นทุนส่วนแบ่งรายได้ต่อรายได้ค่าบริการไม่รวมค่า IC ของ ADVANC อยู่ที่ 19.3%, DTAC อยู่ที่ 25.0%, และ TRUE อยู่ที่ 17.0% ในไตรมาส 1/57 และในทางทฤษฎีน่าจะลดลงมาอยู่ที่ 5.25% เมื่อโอนย้ายผู้ใช้บริการมายังเครือข่าย 3G ได้ทั้งหมด ทั้งนี้จากการคำนวณของเรา พบว่าการประหยัดต้นทุนส่วนแบ่งรายได้ส่วนที่เหลือคิดเป็น 45.0% ของกำไรสุทธิปี 2556 ของ ADVANC และ 170% ของกำไรสุทธิปี 2556 ของ DTAC และจะช่วยให้ผลการดำเนินงานของ TRUE พุ่งตัวจากขาดทุนมามีกำไร ระดับการประหยัดต้นทุนส่วนแบ่งรายได้ส่วนที่เหลือจะมากเกินพอชดเชยค่าใช้จ่ายดำเนินงานเครือข่ายเพิ่มเติม ค่าใช้จ่ายการตลาด และค่าตัดจำหน่าย เราคาดว่า ADVANC และ DTAC จะรายงาน EPS ปี 2556-2559 เติบโตเฉลี่ย 18% และ 24% ตามลำดับ และผลการดำเนินงานของ TRUE จะพุ่งตัวจากขาดทุน 1.16 หมื่นล้านบาทในปี 2556 มามีกำไร 8.0 ล้านบาทในปี 2559

การเปลี่ยนแปลงทางโครงสร้าง #2: เครือข่าย 4G และ ARPU เพิ่มขึ้น อุตสาหกรรมโทรศัพท์เคลื่อนที่โดยรวมจะได้รับประโยชน์จากการประมูลที่จะจัดขึ้นหลายครั้งด้วยกันในระยะ 12 เดือนข้างหน้า คลื่นความถี่ย่าน 900MHz และ 1800MHz ที่จะนำมาประมูลมีจำนวนรวมกันมากถึง 90MHz หรือเกือบสองเท่าของจำนวนคลื่นความถี่ย่าน 2.1GHz ทั้งนี้ก็เพื่อสร้างความมั่นใจว่าการประมูลจะเป็นไปอย่างสมเหตุสมผลและผู้ใช้บริการโทรศัพท์เคลื่อนที่ที่มีคลื่นความถี่มากพอให้บริการที่มีคุณภาพ นอกจากนี้รายได้เฉลี่ยต่อเลขหมาย (ARPU) ก็จะเพิ่มขึ้นด้วย โดยเฉพาะอย่างยิ่งสำหรับคลื่นความถี่ย่าน 1800MHz (คลื่นความถี่มาตรฐานโลกที่ใช้พัฒนาบริการ 4G LTE) เนื่องจากความเร็วในการ upload/download ที่เร็วกว่าบริการ 3G ถึง 100 เท่า จะเปิดโอกาสให้ผู้ใช้บริการโทรศัพท์เคลื่อนที่ที่คิดค่าบริการได้สูงขึ้นและจะหนุนให้ ARPU เพิ่มขึ้น อย่างไรก็ตาม เนื่องจากยังไม่มีคามแน่นอนเรายังจึงไม่ได้รวมเอาปัจจัยดังกล่าวเข้ามาไว้ในประมาณการของเรา

การเปลี่ยนแปลงทางโครงสร้าง #3: การจัดสรรคลื่นความถี่ให้สมดุลมากขึ้น และการแข่งขันน้อยลง เมื่อการแข่งขันเพื่อให้ได้มาซึ่งคลื่นความถี่ผ่อนคลายลง เราคาดว่าอุตสาหกรรมโทรศัพท์เคลื่อนที่ที่จะเปลี่ยนมาแข่งขันในแง่ของคุณภาพเครือข่ายและการนำเทคโนโลยีใหม่มาใช้อย่างรวดเร็วมากขึ้นโดยเฉพาะเทคโนโลยี 4G แทนที่จะแข่งขันในด้านราคา สถานการณ์เช่นนี้เกิดขึ้นให้เห็นแล้วในการให้บริการ 3G ซึ่งการแข่งขันในแง่ของต้นทุนส่วนแบ่งรายได้มีความเท่าเทียมกันมากขึ้น ทำให้เหลือเพียงคลื่นความถี่เพียงอย่างเดียวที่ยังไม่เท่าเทียมกัน ประเด็นนี้น่าจะได้รับการแก้ไขหลังจากจัดการประมูล

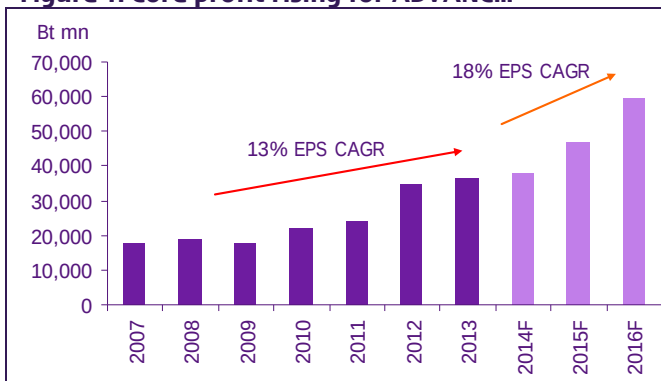
Top picks: ADVANC และ TRUE เราเลือก ADVANC เป็น top pick ในอุตสาหกรรมโทรศัพท์เคลื่อนที่ด้วยราคาเป้าหมาย 300 บาท ตามด้วย TRUE (ราคาเป้าหมาย 10 บาท) ในขณะที่เราแนะนำ "Neutral" สำหรับ DTAC ด้วยราคาเป้าหมาย 120 บาท เราชอบ ADVANC มากกว่า DTAC ด้วยเหตุผลดังต่อไปนี้ ประการแรก เราเชื่อว่าส่วนแบ่งตลาดผู้ใช้บริการแบบรายเดือนของ ADVANC จะปรับตัวเพิ่มขึ้น ในขณะที่ส่วนแบ่งตลาดของ DTAC จะลดลง เพราะ ADVANC สามารถปรับปรุงคุณภาพเครือข่ายขึ้นมาให้เทียบเท่าหรือดีกว่า DTAC ครอบคลุมประชากรมากขึ้น และพัฒนาบริการที่เป็น exclusive content ประการที่สอง กำไรของ ADVANC จะเติบโตไล่ตาม DTAC ได้ทันที 23% ในปี 2558 โดยได้รับปัจจัยหนุนจากรายได้ค่าบริการด้านข้อมูลที่เติบโตเร็วขึ้น การประหยัดต้นทุนส่วนแบ่งรายได้ได้มากขึ้นจากการโอนย้ายผู้ใช้บริการไปยังเครือข่าย 3G และต้นทุนค่าโรมมิ่งที่ลดลงจากการมีสัดส่วนผู้ใช้งานสมาร์ตโฟนเพิ่มขึ้น ประการสุดท้าย ADVANC ซื้อขายที่ PE ปี 2558 ต่ำกว่า PE ของ DTAC อยู่ 9% และให้ผลตอบแทนจากเงินปันผลสูงกว่าด้วย นอกจากนี้เราก็คงชอบ TRUE เช่นกัน แต่ด้วยประเด็นที่แตกต่างไปจาก ADVANC เพราะ TRUE กำลังจะเปลี่ยนจากหุ้นที่ผลการดำเนินงานแค่พื้ตัวสู่หุ้นที่มีกำไรเติบโตสูง

Valuation summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					13F	14F	15F	13F	14F	15F	13F	14F	15F	13F	14F	15F	13F	14F	15F	13F	14F	15F
ADVANC	Buy	214.0	300.0	46.1	17.4	16.8	13.5	5.0	3.9	23.8	13.91	13.66	12.47	81.9	82.2	96.2	5.7	6.0	7.4	10.4	9.1	7.5
DTAC	Neutral	111.0	120.0	13.2	24.3	19.8	16.0	(3.0)	22.6	23.4	8.04	9.12	10.54	32.1	43.2	61.0	3.4	5.1	6.2	9.7	8.6	7.2
TRUE	Buy	9.9	10.0	1.0	n.m.	623.2	43.4	(75.9)	n.m.	1,337.0	35.25	3.32	3.08	(133.9)	1.0	7.4	0.0	0.0	0.0	13.2	13.4	11.1
Average					20.8	219.9	24.3	(24.6)	13.3	461.4	19.06	8.70	8.70	(6.6)	42.1	54.9	3.0	3.7	4.5	11.1	10.4	8.6

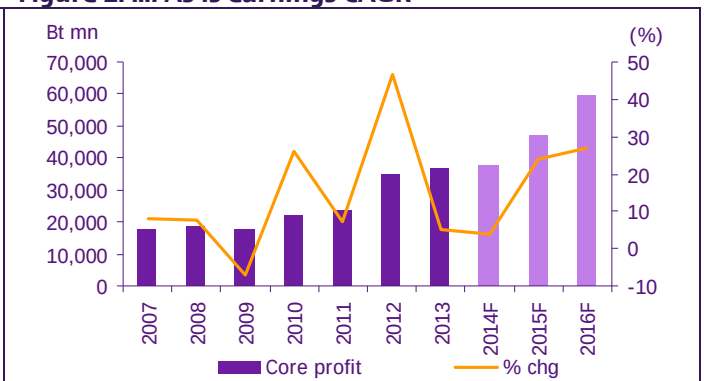
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: Core profit rising for ADVANC...



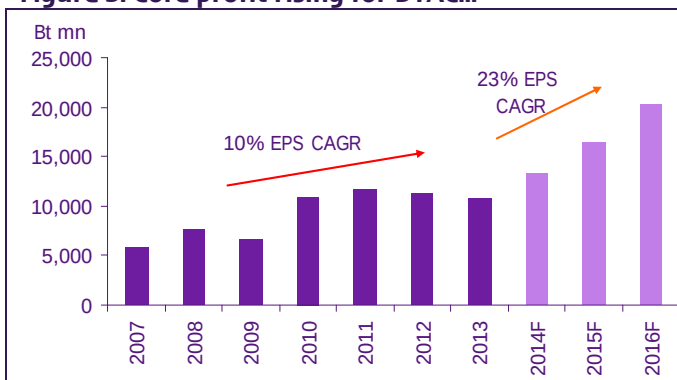
Source: Operators

Figure 2: As is earnings CAGR



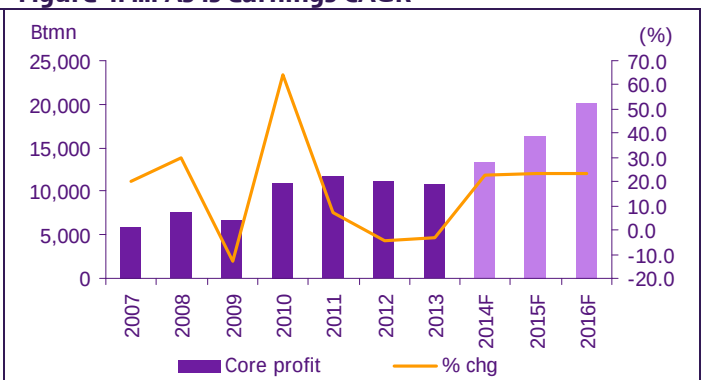
Source: Operators

Figure 3: Core profit rising for DTAC...



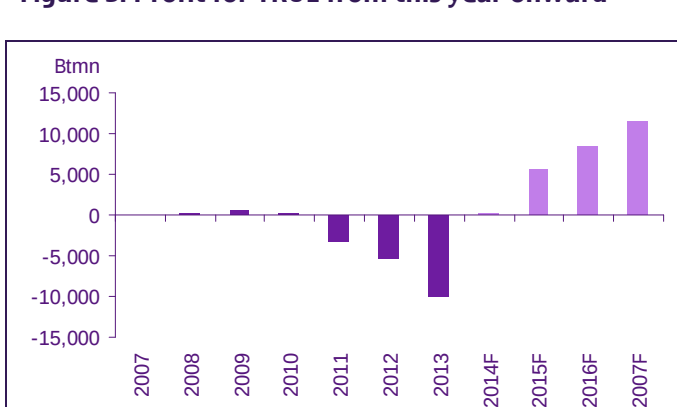
Source: Operators

Figure 4: As is earnings CAGR



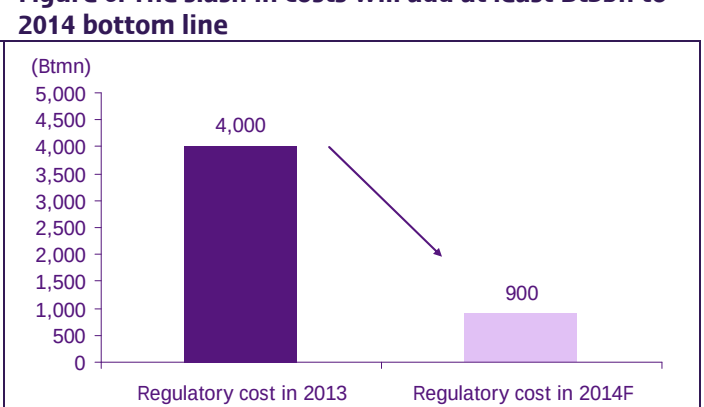
Source: Operators

Figure 5: Profit for TRUE from this year onward



Source: Operators

Figure 6: The slash in costs will add at least Bt3bn to 2014 bottom line



Source: THCOM and SCBS Research Investment

รวีบุษ ปิยะกรียงไกร

นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1002

raweenuch.piyakriengkai@scb.co.th

สถานการณ์คลี่คลายไปในทางที่ดีขึ้น

- อุตสาหกรรมท่องเที่ยวไทยใกล้ถึงจุดต่ำสุดแล้ว และมีแนวโน้มปรับตัวดีขึ้นในไตรมาส 4/57 ซึ่งเป็นช่วง high season ของการท่องเที่ยว
- การเมืองที่มีเสถียรภาพมากขึ้นจะช่วยเรียกความมั่นใจของนักท่องเที่ยวกลับคืนมา
- Top picks คือ ERW AAV และ AOT

อุตสาหกรรมท่องเที่ยวไทยได้รับผลกระทบจากสถานการณ์ความไม่สงบทางการเมือง อุตสาหกรรมท่องเที่ยวไทยได้รับผลกระทบจากสถานการณ์ความไม่สงบทางการเมืองที่ยืดเยื้อ จำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติทั้งหมดที่เดินทางเข้ามาในประเทศไทยในช่วง 5 เดือนแรกของปีนี้ปรับตัวลดลง 6% YoY จำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติลดลงมากในตลาดสำคัญๆ ที่มีความอ่อนไหวสูงต่อสถานการณ์การเมือง โดยจำนวนนักท่องเที่ยวจากจีนและฮ่องกงหดตัวลง 22% YoY (20% ของจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติทั้งหมดที่เดินทางเข้ามาในประเทศไทยในปี 2556) จำนวนนักท่องเที่ยวจากมาเลเซียลดลง 16% YoY (11% ของจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติทั้งหมดที่เดินทางเข้ามาในประเทศไทยในปี 2556) และจำนวนนักท่องเที่ยวจากญี่ปุ่นลดลง 19% YoY (6% ของจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติทั้งหมดที่เดินทางเข้ามาในประเทศไทยในปี 2556) แนวโน้มเช่นนี้จะเกิดขึ้นต่อเนื่องในเดือน มิ.ย. เมื่ออิงกับ จำนวนผู้โดยสารระหว่างประเทศของ AOT ในระหว่างวันที่ 1-15 มิ.ย. ที่ปรับตัวลดลง 24% YoY ซึ่งน่าจะมีสาเหตุมาจากการประกาศใช้กฎอัยการศึกเมื่อวันที่ 20 พ.ค. ตามด้วยการทำรัฐประหารและเคอร์ฟิวเมื่อวันที่ 22 พ.ค. ซึ่งส่งผลทำให้หลายๆ ประเทศยกระดับคำเตือนการเดินทางมายังประเทศไทย

อุตสาหกรรมท่องเที่ยวไทยใกล้ถึงจุดต่ำสุดแล้ว สถานการณ์ความไม่สงบทางการเมืองผ่อนคลายลง และเราเชื่อว่ากำลังจะได้รับการแก้ไข ซึ่งหมายความว่าอุตสาหกรรมท่องเที่ยวจะฟื้นตัวในไตรมาส 2-3 ปี 2557 ปัจจัยบวก ได้แก่ การยกเลิกเคอร์ฟิวทั่วประเทศ (ยกเลิกเคอร์ฟิวในสถานที่ท่องเที่ยวสำคัญๆ อย่างพัทยา ภูเก็ต และสมุย ก่อน) การจัดตั้งรัฐบาลเฉพาะกาลราวเดือน ส.ค.-ก.ย. และมาตรการกระตุ้นเพื่อฟื้นฟูความเชื่อมั่นและแนวโน้มอุตสาหกรรมท่องเที่ยว เราคาดว่าสถานการณ์ที่คลี่คลายไปในทางที่ดีขึ้นจะทำให้ความต้องการเดินทางที่สะสมก่อนหน้านี้กลับคืนมาโดยเฉพาะในตลาดที่มีความอ่อนไหวสูงต่อการเมือง และจะช่วยให้อุตสาหกรรมท่องเที่ยวไทยกลับคืนสู่ภาวะปกติและพร้อมที่จะได้รับประโยชน์จากช่วง high season ของการท่องเที่ยวในไตรมาส 4/57

ราคาหุ้นที่เกี่ยวข้องกับการท่องเที่ยวส่วนใหญ่อยู่ต่ำกว่าระดับก่อนวิกฤต เราเชื่อว่าราคาหุ้นกลุ่มท่องเที่ยวยังไม่ได้สะท้อนแนวโน้มที่สดใสขึ้นของอุตสาหกรรมท่องเที่ยวเข้ามาทั้งหมด โดยตั้งแต่เดือน พ.ย.ปีที่ผ่านมาเมื่อสถานการณ์ความไม่สงบทางการเมืองเริ่มเกิดขึ้น ราคาหุ้นที่เกี่ยวข้องกับการท่องเที่ยวทุกตัว (ยกเว้น MINT ที่ราคาหุ้นปรับตัว outperform SET และหุ้นในกลุ่มเดียวกัน) ยังอยู่ต่ำกว่าระดับก่อนวิกฤต

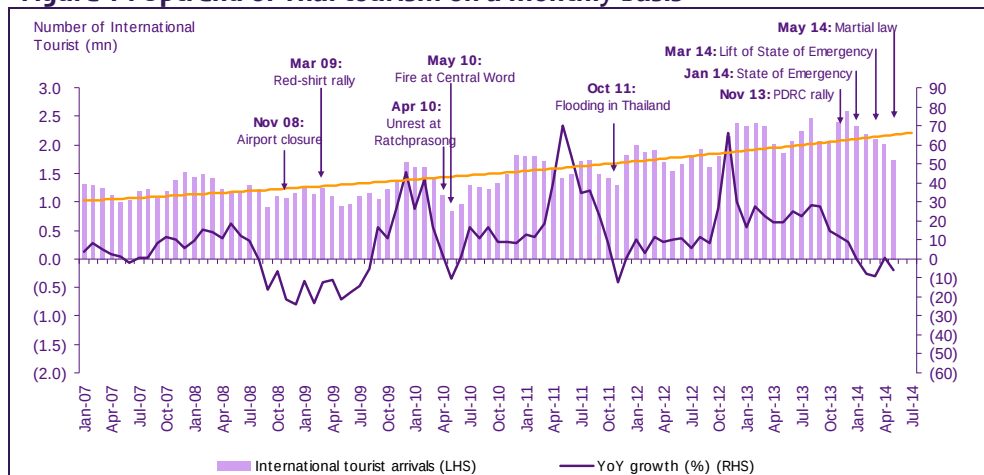
Top picks: ERW AAV และ AOT เราคาดว่าผลการดำเนินงานของหุ้นที่เกี่ยวข้องกับการท่องเที่ยวจะฟื้นตัวในไตรมาส 2-3 ปี 2557 หลังจากนั้นก็จะเริ่มปรับตัวดีขึ้นในไตรมาส 4/57 ตามแนวโน้มอุตสาหกรรมโดยรวม ในหุ้นที่เกี่ยวข้องกับการท่องเที่ยว เราชอบ ERW AAV และ AOT โดยในกลุ่มโรงแรม เราชอบ ERW เพราะบริษัทประกอบธุรกิจโรงแรมเพียงอย่างเดียว ดังนั้นบริษัทจะได้รับประโยชน์จากอุตสาหกรรมท่องเที่ยวไทยที่ฟื้นตัวขึ้นมากที่สุด โดยเฉพาะอย่างยิ่งเนื่องจากรายได้ครึ่งหนึ่งของบริษัทได้มาจากโรงแรมในกรุงเทพฯ ในขณะที่เราปรับประมาณการกำไรของหุ้นสายการบินทุกตัวลดลงเพื่อสะท้อนผลกระทบจากการไตรมาส 1/57 ที่อ่อนแอ โดยหลังจากปรับประมาณการ เราชอบ AAV มากที่สุด เพราะบริษัทมีผู้โดยสารที่เป็นนักท่องเที่ยวในสัดส่วนสูงและกำไรจะเติบโตได้ดีกว่า NOK และ THAI สำหรับ AOT ในฐานะที่เป็นผู้ประกอบการท่าอากาศยานจดทะเบียนเพียงรายเดียวซึ่งดำเนินกิจการท่าอากาศยานสำคัญๆ ในประเทศไทย บริษัทจึงน่าจะได้รับประโยชน์จากแนวโน้มอุตสาหกรรมท่องเที่ยวที่ดีขึ้นในแง่ของจำนวนผู้โดยสารและปริมาณการขึ้นลงของอากาศยานที่เพิ่มขึ้น

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
Tourism & Leisure																						
CENTEL	Buy	36.3	42.0	17.1	36.7	31.4	21.7	25.4	16.9	44.6	4.39	4.05	3.64	12.7	13.4	17.7	1.1	1.3	1.8	15.3	13.7	11.1
ERW	Buy	4.3	5.7	31.7	80.5	107.9	34.4	408.7	(25.5)	214.0	1.95	2.04	1.96	2.8	1.9	5.8	3.5	0.3	1.0	13.0	12.9	10.2
MINT	Neutral	28.0	30.0	8.5	28.9	26.0	22.3	18.6	11.3	16.4	4.09	3.78	3.40	16.6	15.3	16.1	1.3	1.3	1.6	17.2	16.0	13.7
Average					48.7	55.1	26.1	150.9	0.9	91.7	3.48	3.29	3.00	10.7	10.2	13.2	1.9	1.0	1.5	15.2	14.2	11.7
Airport																						
AOT	Buy	203.0	245.0	22.4	29.2	22.8	19.3	43.1	28.0	18.4	3.16	2.98	2.70	11.7	13.4	14.7	2.3	1.8	2.1	13.6	12.8	11.5
Airline																						
AAV	Buy	4.1	5.0	20.8	22.3	33.6	16.4	5.5	(33.8)	105.4	1.04	1.01	0.95	4.8	3.0	6.0	0.0	0.0	1.5	7.6	9.8	5.8
NOK	Neutral	17.6	19.0	9.9	9.4	26.1	15.9	24.8	(64.1)	64.2	2.20	2.36	2.14	39.3	9.1	14.1	5.9	1.9	3.1	4.0	12.9	10.6
THAI	Sell	15.9	13.0	(18.2)	n.m.	n.m.	43.1	n.m.	(110.1)	n.m.	0.61	0.71	0.70	(5.9)	(14.9)	1.6	0.0	0.0	0.6	9.7	12.6	8.7
Average					15.8	29.9	25.1	15.1	(69.3)	84.8	1.28	1.36	1.26	12.7	(0.9)	7.2	2.0	0.6	1.7	7.1	11.8	8.4

Source: SCBS Investment Research

Figure 1 : Uptrend of Thai tourism on a monthly basis



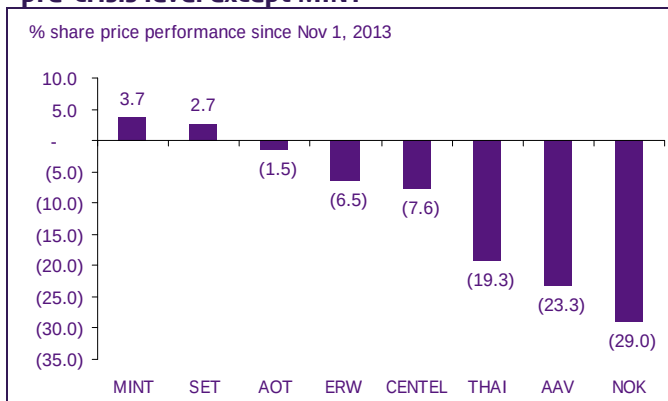
Source: Tourism Authority of Thailand and SCBS Investment Research

Figure 2 : Key events – Lifting of curfew

Date	Key events
20 May	Declaration of martial law
22 May	Coup, with nationwide curfew 10.00PM-05.00AM
28 May	Shortened curfew to midnight-04.00AM
3- June	Lifting of curfew in tourist destinations: Pattaya, Samui and Phuket
6 June	Lifting of curfew in tourist destinations: Cha-am, Hua Hin and Krabi
8 June	Lifting of curfew in tourist destinations: Kho Chang, Hat Yai, Kho Pha Ngan
13 Jun	Lifting of curfew nationwide

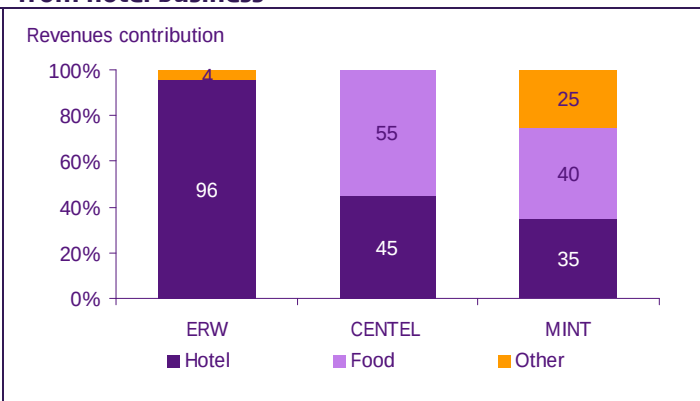
Source: NCPO and SCBS Investment Research

Figure 3 : Prices of all tourism-related plays are under pre-crisis level except MINT



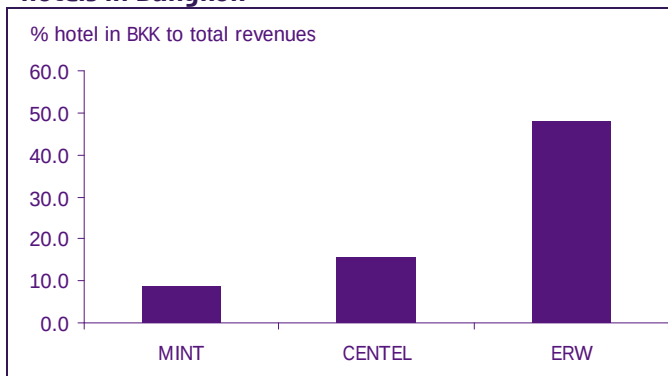
Source: SET and SCBS Investment Research

Figure 4 : ERW has the highest revenue contribution from hotel business



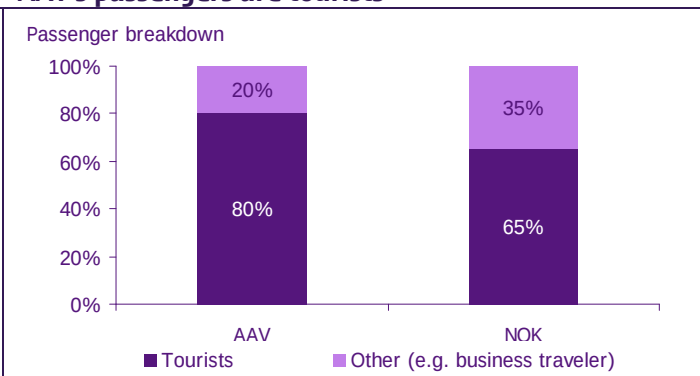
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 5 : 50% of ERW's hotel revenue comes from hotels in Bangkok



Source: SET and SCBS Investment Research

Figure 6 : In terms of passenger segment, ~80% of AAV's passengers are tourists



Source: Company data and SCBS Investment Research

สิริกรรย์ ฤกษ์นิพัทธ์
นักวิเคราะห์การลงทุนวิจัยพื้นฐาน
ด้านหลักทรัพย์
0-2949-1020
yupharet.likitsansuk@scb.co.th

ชัยพัธร์ ธนวัฒน์
นักวิเคราะห์การลงทุนวิจัยพื้นฐาน
ด้านหลักทรัพย์
0-2949-1005
chaipat.ihanawattano@scb.co.th

ยังคงชอบธุรกิจน้ำประปามากกว่าธุรกิจไฟฟ้า

- ความต้องการใช้ไฟฟ้าสูงสุดปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องทั้ง ๆ ที่เศรษฐกิจชะลอตัว
- ผลการดำเนินงานของ TTW มีแนวโน้มแข็งแกร่งต่อเนื่องในไตรมาส 2/57
- TTW ยังคงเป็น top pick แม้อำนาจปรับขึ้นแรง; ผลตอบแทนจากเงินปันผลยังน่าดึงดูดที่ 6.2%

สรุปผลการดำเนินงานไตรมาส 1/56: ได้รับผลกระทบเพียงเล็กน้อยจาก IFRIC 4 ผลการดำเนินงานไตรมาส 1/57 ของบริษัทที่ประกอบธุรกิจผลิตไฟฟ้าปรับตัวดีขึ้น 203.2% QoQ และ 2.2% YoY โดยดูเหมือนว่ามาตรฐานบัญชีใหม่เกี่ยวกับการรับรู้รายได้ของธุรกิจ IPP (IFRIC 4) มีผลกระทบเพียงเล็กน้อยต่อผลการดำเนินงานไตรมาส 1/57 ผลการดำเนินงานที่ปรับตัวดีขึ้นมาก QoQ สะท้อนถึงกำไรระดับต่ำตามฤดูกาลในไตรมาส 4/56

แนวโน้มผลการดำเนินงานไตรมาส 2/57 เราคาดว่าบริษัทที่ประกอบธุรกิจผลิตไฟฟ้าจะรายงานผลการดำเนินงานในระดับทรงตัว QoQ เนื่องจากโรงไฟฟ้าของบริษัทเหล่านี้เดินเครื่องผลิตตามปกติและไม่มีการเดินเครื่องกำลังการผลิตเพิ่มเติม ในขณะที่กำไรจะเพิ่มขึ้น ~25% YoY จากการหยุดซ่อมบำรุงโรงไฟฟ้าของ RATCH และการหยุดเดินเครื่อง GHECO-One ของ GLOW เพื่อตรวจสอบในไตรมาส 2/56

ความต้องการใช้ไฟฟ้าสูงสุดเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง แม้เศรษฐกิจชะลอตัว แต่ความต้องการใช้ไฟฟ้าสูงสุดของประเทศไทยยังคงปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องอีก 1.3% YoY สู่ 26,942 เมกะวัตต์ เทียบกับกำลังการผลิตติดตั้งรวม 33,379 เมกะวัตต์ เพราะสภาพอากาศร้อนผิดปกติในเดือน เม.ย. ซึ่งหมายความว่ากำลังผลิตไฟฟ้าสำรองอยู่ที่ระดับเพียง 19% เทียบกับค่าเฉลี่ย 5 ปีที่ 22% แม้กำลังผลิตไฟฟ้าสำรองระดับนี้ยังคงอยู่ในระดับเพียงพอเมื่อเทียบกับเกณฑ์ขั้นต่ำที่ 15% แต่ผลกระทบของการหยุดโรงไฟฟ้า IPP นอกแผนน่าจะมีนัยสำคัญมากกว่าแต่ก่อน ในขณะเดียวกัน แผนพัฒนากำลังผลิตไฟฟ้า (PDP) ฉบับใหม่ก็ยังไม่ได้ข้อสรุป ซึ่งจะทำให้มีความเสี่ยงมากขึ้นที่จะเกิดสถานการณ์ขาดแคลนไฟฟ้าในอนาคต

ไม่มีปัจจัยใหม่ที่จะช่วยกระตุ้นราคาหุ้นในระยะสั้น เรามีมุมมองที่เป็นกลางต่อบริษัทที่ประกอบธุรกิจผลิตไฟฟ้า เนื่องจากไม่มีปัจจัยใหม่ที่จะช่วยกระตุ้นให้ราคาหุ้นปรับตัวขึ้นในระยะสั้น ผลการดำเนินงานของบริษัทเหล่านี้อาจจะดูน่าตื่นเต้นน้อยลงเนื่องจากจะไม่มีกำลังการผลิตเพิ่มเติมจนกว่าจะถึงช่วงครึ่งหลังปี 58 ซึ่งเป็นช่วงที่โรงไฟฟ้าหังสา (RATCH ถือหุ้น 40%) จะเริ่มเดินเครื่องหน่วยแรก ตามด้วยโรงไฟฟ้าในนามของ EGCO ในเดือน มิ.ย. 59 ธุรกิจโรงไฟฟ้าจะได้รับผลกระทบน้อยที่สุดจากการบริหารประเทศของคณะรักษาความสงบแห่งชาติ แต่จะได้รับประโยชน์ถ้าแผนพัฒนากำลังการผลิตไฟฟ้าถูกเลือกให้เป็นวาระเร่งด่วนในการปฏิรูปพลังงาน

TTW: ผลการดำเนินงานไตรมาส 1/57 แข็งแกร่ง กำไรปกติอยู่ในระดับสูงที่ 699 ล้านบาท (EPS 0.17 บาท) +31% YoY และ +36% QoQ ปัจจัยกระตุ้นที่สำคัญ คือ ปริมาณขายน้ำประปาที่เพิ่มขึ้น 2.1% YoY และ 1.1% QoQ อัตราค่าน้ำประปาที่ปรับขึ้น 5.5% ของ TTW และ 1.9% ของ PTW และการได้ยกเว้นภาษีภายใต้มาตรการฟื้นฟูโรงงานหลังน้ำท่วมในปี 2554 ของบีโอไอ

TTW: กำไรไตรมาส 2/57 มีแนวโน้มเติบโตสูง YoY แต่ทรงตัว QoQ กำไรที่เพิ่มขึ้น YoY หลัก ๆ จะได้รับปัจจัยกระตุ้นจากการขึ้นอัตราค่าน้ำประปาและการได้ยกเว้นภาษีจากบีโอไอ ในขณะที่กำไรทรงตัว QoQ เพราะปริมาณขายที่เพิ่มขึ้นจากอากาศร้อนจะถูกหักล้างโดยต้นทุนค่าไฟฟ้าที่เพิ่มขึ้น

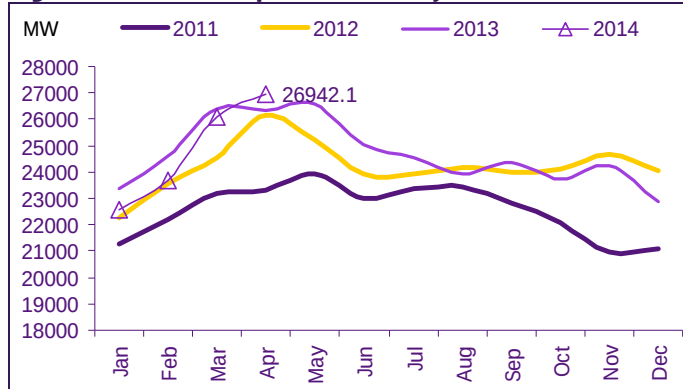
TTW ยังคงเป็น top pick เรายังคงชอบ TTW เพราะผลการดำเนินงานแข็งแกร่งและให้ผลตอบแทนจากเงินปันผลที่ดี ผลตอบแทนจากเงินปันผลของ TTW ยังคงน่าสนใจที่ 6.2% แม้อำนาจปรับขึ้นมาแล้ว 12% ในช่วง 3 เดือนที่ผ่านมา ผลการดำเนินงานไตรมาส 2/57 ที่ปรับตัวเพิ่มขึ้น YoY จะเป็นปัจจัยกระตุ้นราคาหุ้นในระยะสั้น

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	133.0	145.0	13.5	10.3	9.6	9.8	0.8	7.3	(2.0)	1.01	0.95	0.90	10.2	10.2	9.5	4.5	4.5	4.5	13.7	14.1	13.2
GLOW	Buy	81.5	87.0	10.4	14.5	13.8	13.5	72.8	5.1	2.1	2.94	2.65	2.42	21.3	20.2	18.7	3.4	3.7	3.9	9.7	8.7	8.4
GUNKUL	Buy	16.8	18.0	8.1	131.6	33.0	26.8	(67.8)	298.6	23.0	5.19	4.52	4.02	4.6	14.6	15.8	0.2	1.0	1.1	81.0	41.5	30.9
RATCH	Neutral	52.8	56.0	10.5	15.8	12.9	12.5	(4.7)	22.4	3.6	1.27	1.22	1.17	8.5	9.6	9.5	4.4	4.4	4.4	9.2	8.8	8.8
TTW	Buy	10.6	12.0	19.4	18.3	14.9	13.9	5.7	22.8	7.0	3.84	3.77	3.70	21.3	25.5	26.8	5.7	6.2	6.7	10.8	10.1	9.9
Average					38.1	16.9	15.3	1.4	71.2	6.8	2.85	2.62	2.44	13.2	16.0	16.1	3.6	3.9	4.1	24.9	16.6	14.2

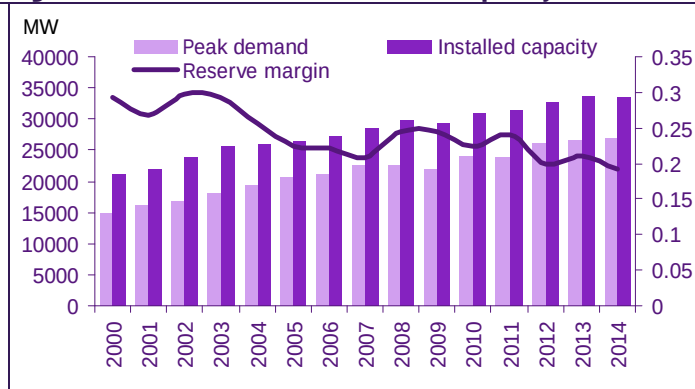
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: Thailand's peak electricity demand



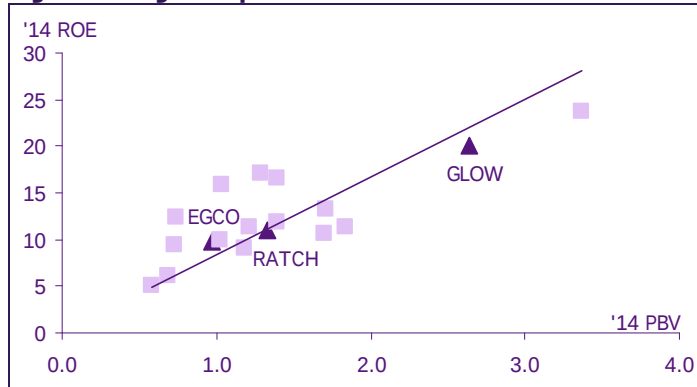
Source: EGAT, EPPO, SCBS Investment Research

Figure 2: Peak demand vs. installed capacity



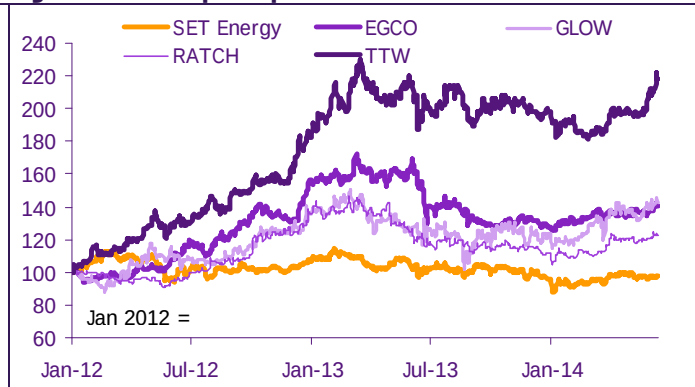
Source: EGAT, EPPO, SCBS Investment Research

Figure 3: Regional peer P/B-ROE



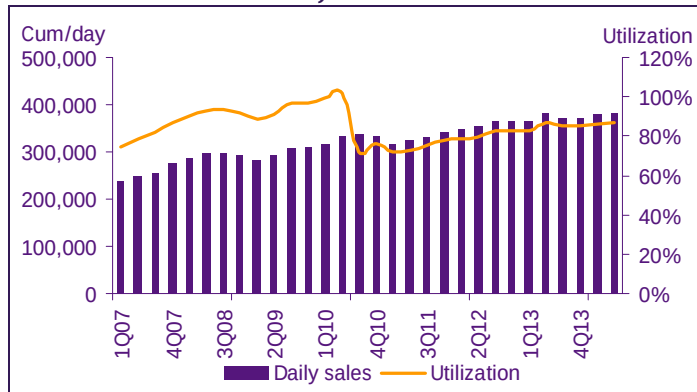
Source: Bloomberg Finance LP, SCBS Investment Research

Figure 4: Share price performance



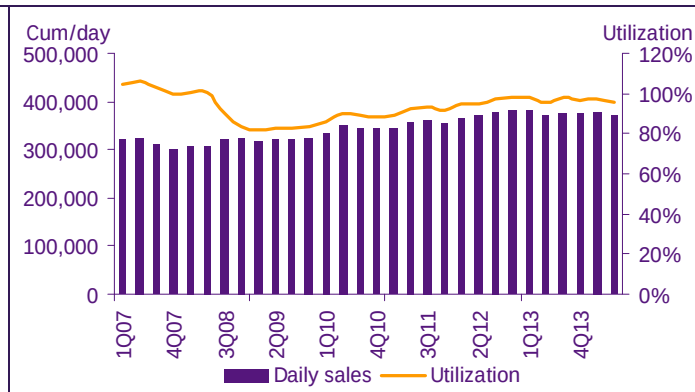
Source: Bloomberg Finance LP, SCBS Investment Research

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



Source: TTW, SCBS Investment Research

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



Source: TTW, SCBS Investment Research

Company	Rec.	Price	12-mth	%	12-mth	Core Profit (Btm)			Core EPS (Bt)			Core EPS growth (%)			Core PER (x)			BVPS(Bt)			P/BV (x)			ROE (%)				
		(Bt)	Target Price	Up/(Down)	BB-CON	13A	14F	15F	13A	14F	15F	13A	14F	15F	13A	14F	15F	13A	14F	15F	13A	14F	15F	13A	14F	15F		
Agribusiness						10.7		1,504	1,642	1,661				10.9	10.0	9.9				2.20	1.91	1.68	22%	19%	17%			
GFPT	Neutral	13.10	14.50	10.7	16.5	1,504	1,642	1,661	1.20	1.31	1.32	3583%	9%	1%	10.9	10.0	9.9	5.9	6.9	7.8	2.20	1.91	1.68	22%	19%	17%		
Automotive						1.9		2,767	2,766	3,183				10.4	10.7	9.2				1.39	1.28	1.17	14%	12%	13%			
AH	Sell	16.30	16.00	(1.8)	15.3	610	533	654	1.89	1.65	2.03	-18%	-13%	23%	8.6	9.9	8.0	17.0	18.1	19.4	0.96	0.90	0.84	12%	9%	11%		
SAT	Neutral	18.30	19.00	3.8	18.8	811	765	846	1.91	1.80	1.99	4%	-6%	11%	9.6	10.2	9.2	11.5	12.6	13.9	1.60	1.45	1.31	18%	15%	15%		
STANLY	Neutral	230.00	235.00	2.2	231.0	1,345	1,468	1,683	17.56	19.16	21.96	-15%	9%	15%	13.1	12.0	10.5	141.4	154.4	168.9	1.63	1.49	1.36	13%	13%	14%		
Banking						7.4		197,788	202,277	228,314							12.6	12.3	11.0				1.59	1.45	1.31	15%	13%	14%
Large Banks																												
BBL	Buy	192.50	228.00	18.4	218.5	35,906	35,518	39,345	18.81	18.61	20.61	9%	-1%	11%	10.2	10.3	9.3	155.0	169.1	183.2	1.24	1.14	1.05	13%	11%	12%		
KBANK	Buy	202.00	214.00	5.9	213.9	41,325	45,021	50,966	17.27	18.81	21.30	17%	9%	13%	11.7	10.7	9.5	91.6	106.9	124.4	2.21	1.89	1.62	20%	19%	18%		
KTB	Buy	21.20	22.00	3.8	21.7	33,929	31,259	36,107	2.43	2.24	2.58	45%	-8%	16%	8.7	9.5	8.2	14.7	16.1	17.8	1.44	1.32	1.19	17%	15%	15%		
SCB	No rec	166.50	214.00	28.5	179.2	50,233	54,828	60,845	14.78	16.13	17.90	25%	9%	11%	11.3	10.3	9.3	72.5	82.7	94.1	2.30	2.01	1.77	22%	21%	20%		
Mid/small banks																												
BAY	Sell	42.50	28.00	(34.1)	30.2	11,867	14,103	16,615	1.95	2.32	2.74	-19%	19%	18%	21.8	18.3	15.5	20.0	21.5	23.5	2.13	1.98	1.81	10%	11%	12%		
KKP	Sell	45.50	42.00	(7.7)	45.5	4,418	3,806	4,234	5.27	4.54	5.05	29%	-14%	11%	8.6	10.0	9.0	41.7	43.7	46.3	1.09	1.04	0.98	13%	11%	11%		
LHBANK	Sell	1.62	1.10	(32.1)	1.3	893	893	932	0.07	0.07	0.07	23%	0%	4%	23.1	23.1	22.1	1.2	1.2	1.3	1.37	1.32	1.28	6%	6%	6%		
TCAP	Neutral	35.25	36.00	2.1	34.9	9,231	5,150	5,800	7.22	4.03	4.54	68%	-44%	13%	4.9	8.7	7.8	37.1	39.6	42.9	0.95	0.89	0.82	20%	11%	11%		
TISCO	Buy	42.00	47.00	11.9	42.5	4,249	4,328	5,132	5.31	5.41	6.41	4%	2%	19%	7.9	7.8	6.6	28.7	32.1	36.5	1.46	1.31	1.15	21%	18%	19%		
TMB	Sell	2.40	2.10	(12.5)	2.3	5,737	7,372	8,338	0.13	0.17	0.19	354%	28%	13%	18.2	14.2	12.6	1.4	1.5	1.7	1.69	1.55	1.42	10%	11%	12%		
Commerce						11.4		28,518	31,668	39,139				36.1	33.0	26.6				8.81	7.57	6.51	25%	25%	26%			
BIGC	Sell	201.00	190.00	(5.5)	191.7	7,224	7,379	8,215	8.76	8.94	9.96	18%	2%	11%	23.0	22.5	20.2	44.9	51.3	58.6	4.48	3.92	3.43	21%	19%	18%		
CPALL	Buy	48.00	58.00	20.8	46.3	11,035	12,452	16,678	1.23	1.39	1.86	0%	13%	34%	39.1	34.6	25.9	3.7	4.2	5.1	13.06	11.48	9.35	37%	35%	40%		
GLOBAL	Neutral	13.10	15.00	14.5	13.4	942	892	1,223	0.31	0.30	0.41	49%	-5%	37%	41.8	44.1	32.2	3.4	4.8	5.1	3.82	2.76	2.55	10%	7%	8%		
HMPRO	Neutral	9.40	10.50	11.7	9.3	3,068	3,384	3,893	0.28	0.31	0.36	15%	10%	15%	33.6	30.4	26.5	1.2	1.4	1.8	8.10	6.54	5.34	27%	24%	22%		
MAKRO	Buy	41.50	42.00	1.2	31.6	4,299	5,400	6,474	0.90	1.13	1.35	22%	26%	20%	46.3	36.9	30.8	2.3	2.6	3.0	18.07	15.83	14.03	39%	46%	48%		
ROBINS	Buy	57.75	70.00	21.2	53.5	1,951	2,160	2,657	1.76	1.95	2.39	2%	11%	23%	32.9	29.7	24.1	10.8	11.8	13.3	5.34	4.88	4.36	17%	17%	19%		
Construction Materials						21.0		41,917	47,269	54,673				18.8	16.4	14.4				3.94	3.77	3.49	23%	23%	25%			
Cement																												
SCC	Buy	444.00	550.00	23.9	502.8	34,221	38,404	44,573	28.52	32.00	37.14	45%	12%	16%	15.6	13.9	12.0	156.0	172.3	192.1	2.85	2.58	2.31	20%	19%	20%		
SCCC	Buy	448.00	500.00	11.6	422.5	4,917	5,632	6,455	21.38	24.49	28.06	27%	15%	15%	21.0	18.3	16.0	83.7	93.5	104.2	5.35	4.79	4.30	27%	28%	28%		
TPIPL	Buy	13.00	15.00	15.4	12.7	1,029	1,477	1,680	0.51	0.73	0.83	418%	43%	14%	25.5	17.8	15.6	28.6	31.2	32.0	0.45	0.42	0.41	2%	2%	3%		
Ceramics																												
DCC	Neutral	55.50	60.00	8.1	54.9	1,298	1,310	1,473	3.18	3.21	3.61	3%	1%	12%	17.4	17.3	15.4	6.8	6.8	7.2	8.20	8.18	7.73	47%	47%	52%		
DRT	Sell	6.25	6.30	0.8	6.7	451	446	492	0.43	0.43	0.47	-10%	-1%	10%	14.4	14.5	13.2	2.2	2.2	2.3	2.82	2.86	2.70	20%	20%	21%		
Electronic Components						(1.1)		8,483	11,780	13,362				16.6	11.7	10.1				2.26	1.91	1.72	11%	17%	17%			
CCET	Neutral	3.04	3.90	28.3	1.1	792	1,573	1,978	0.19	0.39	0.49	38%	99%	26%	15.7	7.9	6.3	3.9	4.2	4.5	0.77	0.73	0.68	5%	10%	11%		
DELTA	Buy	60.50	60.00	(0.8)	58.2	4,883	5,680	6,254	3.91	4.55	5.01	16%	16%	10%	15.5	13.3	12.1	20.3	22.2	24.4	2.98	2.73	2.48	20%	21%	22%		
HANA	Buy	34.00	30.00	(11.8)	32.5	1,456	2,157	2,368	1.81	2.68	2.94	35%	48%	10%	18.8	12.7	11.6	20.6	23.5	24.9	1.65	1.45	1.37	9%	12%	12%		
KCE	Buy	36.50	34.00	(6.8)	38.5	1,052	1,248	1,442	2.19	2.60	3.00	1731%	19%	16%	16.7	14.1	12.2	8.6	11.4	13.7	4.27	3.20	2.67	29%	26%	24%		
SMT	Sell	7.10	7.00	(1.4)	8.4	-301	301	348	-0.72	0.72	0.83	49%	n.m.	15%	n.m.	9.9	8.5	4.6	5.0	5.2	1.55	1.41	1.38	-16%	15%	16%		
SVI	Buy	4.42	4.40	(0.5)	4.7	602	821	972	0.27	0.36	0.43	56%	36%	18%	16.5	12.2	10.3	1.9	2.3	2.5	2.35	1.94	1.76	18%	17%	18%		
Energy & Utilities						25.5		193,543	212,276	219,442				25.6	20.3	14.6				1.87	1.73	1.62	10%	12%	12%			
Oil & Gas and Coal																												
BANPU	Buy	29.00	36.00	24.1	30.6	3,147	4,956	5,814	1.16	1.92	2.25	-47%	66%	17%	25.0	15.1	12.9	26.3	28.4	29.6	1.10	1.02	0.98	4%	7%	8%		
PTT	Buy	298.00	400.00	34.2	341.8	94,397	102,341	104,125	33.05	35.83	36.45	-12%	8%	2%	9.0	8.3	8.2	288.7	317.4	346.9	1.03	0.94	0.86	12%	12%	11%		
PTTEP	Buy	168.00	210.00	25.0	180.0	59,238	65,987	64,865	14.92	16.62	16.34	-23%	11%	-2%	11.3	10.1	10.3	96.9	107.8	117.6	1.73	1.56	1.43	17%	16%	14%		
Refineries																												
BCP	Buy	29.00	44.00	51.7	37.6	4,616	4,801	5,234	3.35	3.49	3.80	120%	4%	9%	8.7	8.3	7.6	25.2	27.3	29.7	1.15	1.06	0.98	14%	13%	13%		
ESSO	Sell	6.10	7.00	14.8	6.7	-379	787	1,287	-0.11	0.23	0.37	78%	n.m.	64%	n.m.	26.8	16.4	6.5	6.7	7.0	0.94	0.90	0.87	-2%	3%	5%		
IRPC	Sell	3.40	3.40	(0.0)	3.6	-1,767	927	2,183	-0.09	0.05	0.11	45%	n.m.	135%	n.m.	74.9	31.8	3.7	3.7	3.8	0.92	0.91	0.90	-2%	1%	3%		
TOP	Buy	52.75	64.00	21.3	60.7	12,033	7,358	10,256	5.90	3.61	5.03	27%	-39%	39%	8.9	14.6	10.5	44.6	46.7	49.6	1.18	1.13	1.06	14%	8%	10%		
Utilities																												
EGCO	Buy	133.00	145.00	9.0	151.9	6,780	7,277	7,133	12.88	13.82	13.55	1%	7%	-2%	10.3	9.6	9.8	131.7	139.5	147.1	1.01	0.95	0.90	10%	10%	9%		
GLOW	Buy	80.75	87.00	7.7	81.3	8,217	8,639	8,824	5.62	5.91	6.03	73%	5%	2%	14.4	13.7	13.4	27.7	30.8	33.7	2.91	2.62	2.39	21%	20%	19%		
GUNKUL	Buy	17.10	18.00	5.3	14.3	112	448	551	0.13	0.51	0.63	-68%	299%	23%	133.9	33.6	27.3	3.2	3.7	4.2	5.28	4.60	4.09	5%	15%	16%		
RATCH	Neutral	52.75	56.00	6.2	57.0	4,837	5,918	6,135	3.34	4.08	4.23	-5%	22%	4%	15.8	12.9	12.5	41.6	43.3	45.2	1.27	1.22	1.17	9%	10%	10%		
TTW	Buy	10.80	12.00	11.1	12.4	2,310	2,836	3,035	0.58	0.71	0.76	6%	23%	7%	18.7	15.2	14.2	2.8	2.8	2.9	3.91	3.84	3.77	21%	26%	27%		
Finance & Securities						(1.5)		6,295	5,709	6,114				8.8	10.5	10.2				2.23	2.13	1.98	27%	21%	20%			
Credit card																												
AEONTS																												

คำแนะนำการลงทุน

ราคา ณ วันที่ : 20 มิ.ย. 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						6,121	24,663	32,420							25.3	19.9	14.5				3.36	3.09	2.74	14%	16%	19%
CPF	Buy	27.00	35.00	29.6	33.0	-1,458	13,826	19,932	-0.20	1.87	2.70	n.m.	n.m.	44%	n.m.	14.4	10.0	17.5	17.9	18.7	1.54	1.50	1.44	-1%	11%	15%
MINT	Neutral	28.00	30.00	7.1	27.7	3,806	4,318	5,028	0.97	1.08	1.26	19%	11%	16%	28.9	26.0	22.3	6.8	7.4	8.2	4.09	3.78	3.40	17%	15%	16%
OISHI	Sell	93.00	88.00	(5.4)	93.5	566	531	1,130	3.02	2.83	6.03	-19%	-6%	113%	30.8	32.8	15.4	18.2	19.6	23.7	5.12	4.74	3.92	17%	15%	28%
PM	Buy	10.10	11.00	8.9	10.6	406	476	511	0.68	0.80	0.86	0%	17%	7%	14.9	12.7	11.8	2.3	2.6	2.9	4.34	3.91	3.52	29%	28%	27%
TUF	Buy	65.25	80.00	22.6	75.2	2,801	5,512	5,819	2.44	4.80	5.07	-33%	97%	6%	26.7	13.6	12.9	37.8	42.2	46.8	1.73	1.55	1.40	7%	12%	11%
Health Care Services						9.5	9,165	10,854	12,719						36.9	30.4	26.3				6.95	6.52	5.78	19%	21%	22%
BGH	Buy	16.80	19.00	13.1	16.5	6,113	7,313	8,780	0.40	0.47	0.57	6%	19%	20%	42.5	35.6	29.6	2.8	3.1	3.4	6.09	5.46	4.90	15%	16%	17%
BH	Sell	114.50	110.00	(3.9)	108.6	2,466	2,743	2,995	3.39	3.77	4.11	35%	11%	9%	33.8	30.4	27.8	11.1	12.1	13.9	10.35	9.46	8.25	27%	27%	27%
BCH	Buy	8.05	9.50	18.0	7.5	585	798	944	0.23	0.32	0.38	-36%	37%	18%	34.3	25.1	21.3	1.8	1.7	1.9	4.42	4.65	4.19	14%	18%	21%
Information & Communication Technology						25.3	54,573	72,644	93,380						17.8	75.7	16.4				9.40	6.17	5.97	22%	38%	43%
Mobile																										
ADVANC	Buy	216.00	300.00	38.9	249.7	36,507	37,930	46,973	12.28	12.76	15.80	5%	4%	24%	17.6	16.9	13.7	15.4	15.7	17.2	14.04	13.79	12.58	82%	82%	96%
DTAC	Neutral	111.50	120.00	7.6	125.7	10,835	13,285	16,390	4.58	5.61	6.92	-3%	23%	23%	24.4	19.9	16.1	13.8	12.2	10.5	8.07	9.16	10.59	32%	43%	61%
TRUE	Buy	9.80	10.00	2.0	6.4	-11,665	390	5,599	-0.80	0.02	0.23	-76%	n.m.	1337%	n.m.	616.9	42.9	0.3	3.0	3.2	34.89	3.28	3.05	-134%	1%	7%
Internet																										
CSL	Buy	10.20	13.00	27.5		439	467	499	0.74	0.79	0.84	10%	6%	7%	13.8	13.0	12.2	2.0	2.1	2.2	5.00	4.82	4.60	37%	38%	39%
THCOM	Buy	39.75	46.00	15.7	45.2	1,449	1,906	2,309	1.32	1.74	2.11	73%	32%	21%	30.1	22.9	18.9	14.2	15.5	16.8	2.80	2.56	2.36	10%	12%	13%
Other																										
INTUCH	Buy	72.75	90.00	23.7	95.3	13,571	14,635	17,204	4.23	4.56	5.37	13%	8%	18%	17.2	15.9	13.6	4.4	4.4	4.4	16.37	16.37	16.37	95%	103%	121%
JMART	Buy	13.30	18.00	35.3	17.2	400	486	535	0.96	0.93	1.02	20%	-4%	10%	13.8	14.3	13.0	4.2	4.0	4.5	3.14	3.30	2.93	22%	23%	21%
SAMART	Buy	20.80	24.00	15.4	25.5	1,464	1,629	1,693	1.47	1.63	1.69	53%	11%	4%	14.2	12.8	12.3	8.3	10.0	11.8	2.50	2.08	1.76	19%	18%	15%
SAMTEL	Buy	15.30	18.00	17.6	22.0	775	920	923	1.26	1.49	1.50	4%	18%	0%	12.1	10.3	10.2	5.2	5.9	6.6	2.96	2.60	2.31	26%	27%	24%
SIM	Buy	3.12	4.50	44.2	4.1	798	996	1,254	0.18	0.23	0.29	443%	25%	26%	17.1	13.7	10.9	0.7	0.8	1.0	4.28	3.70	3.15	28%	29%	31%
Insurance						0.1	1,964	6,804	8,355						23.5	16.9	13.8				5.72	4.67	3.83	-9%	30%	30%
BLA	Buy	82.50	82.00	(0.6)	73.5	4,381	5,283	6,541	3.62	4.36	5.40	33%	21%	24%	22.8	18.9	15.3	18.4	21.9	26.3	4.49	3.77	3.14	21%	22%	22%
THRE	Buy	3.38	4.00	18.3	4.5	-2,799	1,071	1,267	-0.80	0.30	0.36	36%	n.m.	18%	n.m.	11.1	9.4	0.8	1.1	1.5	4.20	2.96	2.20	-89%	31%	27%
THREL	Neutral	15.40	13.00	(15.6)	14.3	383	450	547	0.64	0.75	0.91	44%	17%	22%	24.1	20.5	16.9	1.8	2.1	2.5	8.46	7.27	6.14	42%	38%	39%
Media & Publishing						7.5	8,000	7,514	7,223						15.9	16.8	17.2				5.18	5.10	4.95	33%	30%	28%
TV broadcasting																										
BEC	Sell	48.25	52.00	7.8	54.8	5,589	5,366	5,133	2.79	2.68	2.57	17%	-4%	-4%	17.3	18.0	18.8	4.6	4.6	4.8	10.59	10.40	10.07	64%	58%	54%
MCOT	Sell	26.00	25.00	(3.8)	27.4	1,527	1,200	1,019	2.22	1.75	1.48	-13%	-21%	-15%	11.7	14.9	17.5	11.6	11.8	11.9	2.24	2.21	2.18	19%	15%	13%
Cinema																										
MAJOR	Neutral	18.60	22.00	18.3	20.6	884	948	1,071	1.00	1.07	1.21	13%	7%	13%	18.7	17.4	15.4	6.9	6.9	7.1	2.71	2.68	2.61	15%	15%	17%
Petrochemicals & Chemicals						14.8	33,066	38,723	42,784						9.0	21.4	17.9				1.73	1.62	1.53	6%	10%	10%
IVL	Neutral	27.50	24.00	(12.7)	23.9	-631	3,871	4,764	-0.13	0.80	0.99	-1897%	n.m.	23%	n.m.	34.2	27.8	12.6	13.2	13.9	2.19	2.09	1.98	-1%	6%	7%
PTTGC	Buy	67.00	85.00	26.9	87.0	33,697	34,852	38,020	7.47	7.73	8.43	7%	3%	9%	9.0	8.7	7.9	52.9	57.7	62.7	1.27	1.16	1.07	14%	14%	14%
Property Development						23.6	33,956	39,848	44,360						16.7	14.5	14.0				2.49	2.25	2.03	16%	17%	17%
Contractors																										
CK	Buy	22.50	30.00	33.3	21.7	831	1,452	1,503	0.50	0.86	0.89	1031%	71%	4%	44.8	26.3	25.4	10.0	9.5	10.0	2.25	2.37	2.25	7%	9%	10%
ITD	Buy	5.15	8.50	65.0	4.9	832	967	1,219	0.19	0.20	0.25	-8%	6%	26%	27.5	25.9	20.5	2.8	2.7	2.9	1.85	1.90	1.78	8%	8%	9%
NWR	Neutral	2.26	2.40	6.2	2.0	-49	254	306	-0.02	0.11	0.12	n.m.	n.m.	5%	n.m.	19.8	18.9	1.5	1.6	1.7	1.55	1.37	1.31	-2%	7%	8%
STEC	Neutral	23.80	30.00	26.1	20.4	1,439	1,516	1,566	0.94	0.99	1.03	2%	5%	3%	25.2	23.9	23.2	5.1	5.7	6.2	4.67	4.18	3.83	21%	18%	17%
Industrial Estate																										
AMATA	Buy	17.10	20.00	17.0	18.2	1,516	1,498	1,807	1.42	1.40	1.69	1%	-1%	21%	12.0	12.2	10.1	9.6	10.4	11.5	1.79	1.64	1.48	16%	14%	15%
HEMRAJ	Buy	3.76	4.40	17.0	3.9	2,686	3,028	3,115	0.28	0.31	0.32	21%	13%	3%	13.6	12.1	11.7	1.5	1.7	1.9	2.49	2.27	2.03	21%	20%	18%
ROJNA	Neutral	8.10	7.30	(9.9)	7.2	-828	1,171	424	-0.58	0.82	0.30	n.m.	n.m.	-64%	n.m.	9.9	27.4	6.9	7.7	7.7	1.18	1.05	1.06	-9%	11%	4%
TICON	Buy	18.10	30.00	65.7	19.3	1,414	1,810	2,001	1.60	1.98	2.19	-2%	24%	11%	11.3	9.1	8.3	9.8	10.5	11.4	1.84	1.72	1.59	17%	20%	20%
WHA	Buy	30.00	40.00	33.3	37.3	1,463	1,545	1,845	1.52	1.60	1.91	288%	6%	19%	19.8	18.7	15.7	4.3	5.2	6.1	6.96	5.82	4.91	42%	34%	34%
Residential																										

คำแนะนำการลงทุน

ราคา ณ วันที่ : 20 มิ.ย. 57

Company	Rec.	Price	12-mth	%	12-mth	Core Profit (Btm)			Core EPS (Bt)			Core EPS growth (%)			Core PER (x)			BVPS(Bt)			P / BV (x)			ROE (%)		
		(Bt)	Target Price	Up/(Down)	BB-CON	13A	14F	15F	13A	14F	15F	13A	14F	15F	13A	14F	15F	13A	14F	15F	13A	14F	15F	13A	14F	15F
Office																										
QHPF	Buy	9.05	10.50	16.0		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	0.83	0.83	0.84	n.a.	n.a.	n.a.
POPF	Buy	12.30	12.00	(2.4)		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	1.10	1.10	1.09	n.a.	n.a.	n.a.
Tourism & Leisure																										
				19.4		1,461	1,660	2,569							58.3	69.3	27.9				3.15	3.02	2.78	8%	8%	12%
CENTEL	Buy	36.00	42.00	16.7	35.7	1,334	1,560	2,256	0.99	1.16	1.67	25%	17%	45%	36.4	31.2	21.5	8.3	9.0	10.0	4.36	4.02	3.62	13%	13%	18%
ERW	Buy	4.32	5.70	31.9	4.4	127	100	313	0.05	0.04	0.13	409%	-25%	214%	80.1	107.5	34.2	2.2	2.1	2.2	1.94	2.03	1.95	3%	2%	6%
Transportation & Logistics																										
				8.5		7,716	11,422	25,928							40.0	38.3	21.3				1.50	1.66	1.65	3%	3%	6%
Aviation																										
AAV	Buy	4.16	5.00	20.2	4.0	901	597	1,226	0.19	0.12	0.25	5%	-34%	105%	22.4	33.8	16.5	4.0	4.1	4.4	1.04	1.01	0.95	5%	3%	6%
AOT	Buy	203.00	245.00	20.7	217.9	9,935	12,716	15,057	6.95	8.90	10.54	43%	28%	18%	29.2	22.8	19.3	64.2	68.2	75.2	3.16	2.98	2.70	12%	13%	15%
NOK	Neutral	17.60	19.00	8.0	18.0	1,066	421	691	1.88	0.67	1.11	25%	-64%	64%	9.4	26.1	15.9	8.0	7.5	8.2	2.20	2.36	2.14	39%	9%	14%
THAI	Sell	15.80	13.00	(17.7)	11.8	-3,747	-7,871	806	-1.72	-3.60	0.37	n.m.	-110%	n.m.	n.m.	n.m.	42.8	26.1	22.4	22.8	0.61	0.70	0.69	-6%	-15%	2%
Mass Transit																										
BMCL	Neutral	1.33	1.00	(24.8)	1.0	-774	-636	-928	-0.06	-0.03	-0.05	23%	51%	-46%	n.m.	n.m.	n.m.	0.7	0.4	0.4	1.87	3.36	3.79	-16%	-8%	-12%
BTS	Buy	8.90	10.00	12.4	9.7	719	2,102	2,404	0.07	0.18	0.20	-34%	150%	13%	123.7	49.5	43.7	5.1	5.1	4.6	1.76	1.74	1.92	4%	4%	5%
Shipping																										
PSL	Neutral	25.50	15.50	(39.2)	28.7	-424	334	1,587	-0.41	0.32	1.53	-152%	n.m.	374%	n.m.	79.3	16.7	15.0	15.3	16.1	1.70	1.67	1.59	-3%	2%	10%
RCL	Neutral	6.80	7.60	11.8	6.8	-1,595	102	750	-1.92	0.12	0.90	28%	n.m.	632%	n.m.	55.0	7.5	11.2	13.8	14.6	0.61	0.49	0.47	-16%	1%	6%
TTA	Neutral	21.20	16.00	(24.5)	25.5	-185	946	1,430	-0.19	0.73	1.10	39%	n.m.	51%	n.m.	29.1	19.3	25.7	25.2	24.3	0.83	0.84	0.87	-1%	3%	4%
Tollroads																										
BECL	Neutral	36.50	37.00	1.4	42.1	1,821	2,710	2,906	2.36	3.52	3.77	27%	49%	7%	15.4	10.4	9.7	29.7	25.4	27.5	1.23	1.44	1.33	8%	13%	14%
mai																										
						485	1,861	3,382							111.2	30.9	17.9				6.39	4.96	3.66	11%	20%	28%
AGE	Buy	2.24	2.70	20.5	2.7	85	175	222	0.06	0.11	0.15	n.m.	78%	27%	34.9	19.6	15.4	3.7	3.7	4.1	0.60	0.61	0.55	7%	13%	15%
EA	Neutral	18.90	13.50	(28.6)	13.4	268	1,507	2,800	0.07	0.40	0.75	113%	462%	86%	263.1	46.8	25.2	1.2	1.5	2.2	16.16	12.24	8.73	10%	30%	40%
UAC	Neutral	8.45	9.60	13.6	9.6	131	179	359	0.24	0.32	0.65	-12%	36%	101%	35.7	26.2	13.0	3.5	4.2	5.0	2.42	2.01	1.69	16%	17%	28%
SCBS Coverage																										
		1467.29		16.5		636,838	729,519	835,626	86.99	99.65	114.14	8.8%	14.6%	14.5%	16.9	14.7	12.9				2.2	2.0	1.8	14%	15%	15%

คำแนะนำการลงทุน

ราคา ณ วันที่ : 20 มิ.ย. 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
Agribusiness				10.7		13A	14F	15F	13A	14F	15F	13A	14F	15F	13A	14F	15F	13A	14F	15F			
GFPT	Neutral	13.10	14.50	10.7	16.5	0.35	0.39	0.40	2.67	3.00	3.03	8.73	8.13	7.62	104.85	5.91	1.62	4,386	4,102	3,109	1,254	16,425	0.13
Automotive				1.9					3.24	2.93	3.39	5.44	5.78	5.03	12.24	-11.44	7.58	3,804	1,147	-700		30,663	0.23
AH	Sell	16.30	16.00	(1.8)	15.3	0.49	0.41	0.51	3.01	2.54	3.11	4.19	6.42	5.65	38.86	-39.51	5.56	4,430	3,720	3,079	323	5,258	0.04
SAT	Neutral	18.30	19.00	3.8	18.8	0.75	0.63	0.70	4.10	3.44	3.81	6.15	5.77	4.94	5.25	-2.04	6.86	2,200	1,395	610	425	7,781	0.06
STANLY	Neutral	230.00	235.00	2.2	231.0	6.00	6.50	7.50	2.61	2.83	3.26	5.96	5.13	4.51	-7.39	7.24	10.32	(2,827)	(3,967)	(4,390)	77	17,624	0.13
Banking				7.4					3.34	3.19	3.58											2,214,368	16.87
Large Banks																							
BBL	Buy	192.50	228.00	18.4	218.5	6.60	6.51	7.21	3.43	3.38	3.75							-	-	-	1,909	367,452	2.80
KBANK	Buy	202.00	214.00	5.9	213.9	3.50	3.76	4.26	1.73	1.86	2.11							-	-	-	2,393	483,439	3.68
KTB	Buy	21.20	22.00	3.8	21.7	0.88	0.85	0.98	4.15	4.01	4.63							-	-	-	13,976	296,293	2.26
SCB	No rec	166.50	214.00	28.5	179.2	5.91	6.45	7.16	3.55	3.87	4.30							-	-	-	3,399	565,966	4.31
Mid/small banks																							
BAY	Sell	42.50	28.00	(34.1)	30.2	0.80	0.70	0.82	1.88	1.64	1.93							-	-	-	6,074	258,151	1.97
KKP	Sell	45.50	42.00	(7.7)	45.5	2.70	2.33	2.59	5.93	5.11	5.69							-	-	-	840	38,213	0.29
LHBANK	Sell	1.62	1.10	(32.1)	1.3	0.03	0.03	0.03	1.73	1.73	1.81										13,182	21,355	0.16
TCAP	Neutral	35.25	36.00	2.1	34.9	1.60	1.21	1.36	4.54	3.43	3.86							-	-	-	1,278	45,043	0.34
TISCO	Buy	42.00	47.00	11.9	42.5	2.00	2.00	2.24	4.76	4.76	5.34							-	-	-	801	33,628	0.26
TMB	Sell	2.40	2.10	(12.5)	2.3	0.04	0.05	0.06	1.64	2.11	2.39							-	-	-	43,679	104,829	0.80
Commerce				11.4					1.19	1.32	1.52	22.39	18.46	15.41	16.44	21.70	19.18	187,745	183,569	167,699		1,003,312	7.64
BIGC	Sell	201.00	190.00	(5.5)	191.7	2.64	2.68	2.99	1.31	1.34	1.49	13.83	12.94	11.68	6.89	4.23	7.23	19,622	15,018	9,288	825	165,825	1.26
CPALL	Buy	48.00	58.00	20.8	46.3	0.90	0.90	0.93	1.88	1.88	1.93	29.16	18.35	15.20	16.98	57.25	18.42	159,627	153,361	142,276	8,983	431,189	3.28
GLOBAL	Neutral	13.10	15.00	14.5	13.4	0.02	0.03	0.04	0.13	0.23	0.31	26.35	23.23	18.82	29.72	18.91	28.03	3,304	5,371	7,029	3,049	39,939	0.30
HMPRO	Neutral	9.40	10.50	11.7	9.3	0.03	0.03	0.04	0.34	0.33	0.38	19.36	16.80	14.58	18.56	17.87	16.47	8,972	11,496	12,723	10,959	103,019	0.78
MAKRO	Buy	41.50	42.00	1.2	31.6	0.80	1.01	1.21	1.93	2.44	2.92	28.87	24.09	19.79	14.60	20.32	20.12	-1,679	-917	-3,509	4,800	199,200	1.52
ROBINS	Buy	57.75	70.00	21.2	53.5	0.88	0.97	1.20	1.53	1.68	2.07	16.74	15.32	12.40	11.91	11.59	24.79	-2,100	-761	-108	1,111	64,141	0.49
Construction Materials				21.0					3.65	3.85	4.34	11.39	10.08	8.84	22.64	12.07	10.12	175,971	164,684	150,624		691,280	5.27
Cement																							
SCC	Buy	444.00	550.00	23.9	502.8	15.50	16.00	18.57	3.49	3.60	4.18	10.82	9.39	8.26	46.87	13.98	12.49	162,424	154,478	147,366	1,200	532,800	4.06
SCCC	Buy	448.00	500.00	11.6	422.5	15.00	17.37	19.64	3.35	3.88	4.38	14.82	13.22	11.59	26.55	11.76	11.93	4,506	4,183	2,204	230	103,040	0.78
TIPL	Buy	13.00	15.00	15.4	12.7	0.06	0.11	0.12	0.46	0.84	0.96	9.94	6.92	5.38	33.74	31.79	8.58	6,580	3,856	-831	2,019	26,247	0.20
Ceramics																							
DCC	Neutral	55.50	60.00	8.1	54.9	3.18	3.21	3.61	5.73	5.79	6.51	12.50	12.35	11.04	2.49	0.46	10.89	1,018	830	637	408	22,644	0.17
DRT	Sell	6.25	6.30	0.8	6.7	0.33	0.32	0.36	5.21	5.16	5.68	8.88	8.55	7.92	3.54	2.35	6.72	1,443	1,338	1,248	1,048	6,549	0.05
Electronic Components				(1.1)					2.83	4.24	4.83	17.23	7.79	6.67	45.02	141.57	12.28	-2,045	-2,457	-7,680		149,101	1.14
CCET	Neutral	3.04	3.90	28.3	1.1	0.08	0.17	0.22	2.63	5.71	7.18	9.40	6.67	5.59	-2.85	45.62	13.42	15,428	16,371	14,920	4,250	12,920	0.10
DELTA	Buy	60.50	60.00	(0.8)	58.2	2.70	2.80	3.00	4.46	4.63	4.96	10.50	8.98	7.97	14.33	15.69	9.57	-14,286	-14,897	-16,589	1,247	75,467	0.57
HANA	Buy	34.00	30.00	(11.8)	32.5	1.50	1.50	1.50	4.41	4.41	4.41	7.63	5.25	4.50	13.24	33.86	8.58	-6,694	-8,322	-9,634	805	27,366	0.21
KCE	Buy	36.50	34.00	(6.8)	38.5	0.75	0.70	0.75	2.05	1.92	2.05	12.47	11.23	9.80	141.40	13.24	14.36	4,439	4,868	4,817	558	20,364	0.16
SMT	Sell	7.10	7.00	(1.4)	8.4	0.00	0.30	0.42	0.00	4.23	5.85	54.76	6.71	5.89	n.m.	726.20	10.92	1,017	1,067	960	418	2,969	0.02
SVI	Buy	4.42	4.40	(0.5)	4.7	0.15	0.20	0.20	3.39	4.52	4.52	8.60	7.91	6.28	58.96	14.80	16.80	-1,949	-1,544	-2,154	2,266	10,015	0.08
Energy & Utilities				25.5					3.28	3.52	3.77	16.12	11.59	9.86	9.51	17.73	10.54	670,846	676,433	690,512		2,153,913	16.41
Oil & Gas and Coal																							
BANPU	Buy	29.00	36.00	24.1	30.6	1.20	1.00	1.10	4.14	3.45	3.79	10.54	10.14	8.37	-32.74	1.75	21.04	91,324	91,741	91,579	2,582	74,874	0.57
PTT	Buy	298.00	400.00	34.2	341.8	13.00	13.00	13.00	4.36	4.36	4.36	5.07	4.42	4.35	-0.29	13.39	3.00	325,361	313,500	328,750	2,856	851,177	6.48
PTTEP	Buy	168.00	210.00	25.0	180.0	6.00	6.60	6.50	3.57	3.93	3.87	4.45	4.03	4.12	4.50	13.40	0.79	54,666	74,978	96,919	3,970	666,958	5.08
Refineries																							
BCP	Buy	29.00	44.00	51.7	37.6	1.35	1.40	1.60	4.66	4.83	5.52	5.35	5.30	4.83	52.72	-0.28	4.92	10,575	9,929	7,754	1,377	39,931	0.30
ESSO	Sell	6.10	7.00	14.8	6.7	0.00	0.10	0.10	0.00	1.64	1.64	15.14	9.95	7.84	7.61	28.04	14.12	21,982	15,167	11,501	3,461	21,111	0.16
IRPC	Sell	3.40	3.40	(0.0)	3.6	0.02	0.02	0.04	0.59	0.59	1.												

คำแนะนำการลงทุน

ราคา ณ วันที่ : 20 มิ.ย. 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						20.6			2.35 3.15 4.01			18.99 11.54 10.07			-7.57 59.85 16.75			246,632 253,159 247,033			419,463 3.20		
CPF	Buy	27.00	35.00	29.6	33.0	0.50	1.10	1.60	1.85	4.07	5.93	33.16	12.19	10.16	-38.33	182.57	18.44	177,805	192,507	187,335	7,743	209,059	1.59
MINT	Neutral	28.00	30.00	7.1	27.7	0.35	0.38	0.44	1.25	1.35	1.57	17.24	16.02	13.67	16.74	9.65	15.44	19,791	20,099	18,084	4,002	112,044	0.85
OISHI	Sell	93.00	88.00	(5.4)	93.5	1.30	1.42	3.01	1.40	1.52	3.24	13.27	8.41	6.97	18.93	21.67	35.21	1,934	(2,500)	(707)	188	17,438	0.13
PM	Buy	10.10	11.00	8.9	10.6	0.50	0.52	0.55	4.95	5.15	5.45	11.66	9.55	8.86	-6.19	21.09	7.72	(28)	(73)	(79)	598	6,042	0.05
TUF	Buy	65.25	80.00	22.6	75.2	1.49	2.40	2.54	2.28	3.68	3.89	19.60	11.54	10.72	-29.02	64.31	6.95	47,130	43,127	42,399	1,148	74,880	0.57
Health Care Services						9.5			1.54 1.59 1.83			19.77 17.83 14.67			3.51 18.12 13.27			21,247 20,377 14,771			363,747 2.77		
BGH	Buy	16.80	19.00	13.1	16.5	0.16	0.19	0.23	0.96	1.12	1.35	25.01	22.13	18.40	2.91	12.90	18.65	18,460	17,636	13,960	15,491	260,248	1.98
BH	Sell	114.50	110.00	(3.9)	108.6	1.90	1.88	2.06	1.66	1.64	1.80	20.22	17.83	16.06	22.70	12.71	9.75	(165)	(703)	(1,629)	729	83,425	0.64
BCH	Buy	8.05	9.50	18.0	7.5	0.16	0.16	0.19	1.99	1.99	2.35	14.08	13.53	9.55	-15.07	28.75	11.41	2,952	3,444	2,440	2,494	20,075	0.15
Information & Communication Technology						25.3			3.83 4.21 4.79			10.99 9.54 8.25			23.88 19.87 13.79			135,313 112,787 108,041			1,382,585 10.53		
Mobile																							
ADVANC	Buy	216.00	300.00	38.9	249.7	12.15	12.76	15.80	5.63	5.91	7.32	10.52	9.21	7.57	3.31	14.59	21.12	21,859	24,547	21,385	2,973	642,189	4.89
DTAC	Neutral	111.50	120.00	7.6	125.7	3.72	5.61	6.92	3.34	5.03	6.21	9.73	8.59	7.24	11.18	14.55	15.36	23,988	27,169	19,326	2,368	264,011	2.01
TRUE	Buy	9.80	10.00	2.0	6.4	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	13.13	13.28	11.03	-2.10	32.52	23.85	72,825	47,995	56,207	14,530	142,396	1.08
Internet																							
CSL	Buy	10.20	13.00	27.5		0.70	0.72	0.76	6.86	7.06	7.45	8.55	7.54	6.97	4.55	11.06	5.42	-51	-180	-330	595	6,064	0.05
THCOM	Buy	39.75	46.00	15.7	45.2	0.45	0.78	0.95	1.13	1.97	2.38	12.93	8.51	7.22	-3.64	39.88	14.25	4,915	1,081	-312	1,096	43,564	0.33
Other																							
INTUCH	Buy	72.75	90.00	23.7	95.3	4.23	4.56	5.37	5.82	6.27	7.38	17.01	15.78	13.43	12.97	7.78	17.53	-2,096	-2,132	-2,123	3,206	233,267	1.78
JMART	Buy	13.30	18.00	35.3	17.2	0.46	0.46	0.51	3.46	3.49	3.83	11.32	10.96	9.94	35.38	19.85	10.49	1,986	1,747	1,770	524	6,975	0.05
SAMART	Buy	20.80	24.00	15.4	25.5	0.75	0.80	0.80	3.61	3.85	3.85	6.44	5.90	5.60	35.35	11.44	4.29	6,399	6,858	6,580	1,007	20,935	0.16
SAMTEL	Buy	15.30	18.00	17.6	22.0	0.75	0.75	0.75	4.90	4.90	4.90	5.79	5.76	5.61	22.89	12.58	4.06	3,509	5,003	5,176	618	9,455	0.07
SIM	Buy	3.12	4.50	44.2	4.1	0.11	0.11	0.14	3.53	3.63	4.57	14.44	9.85	7.92	118.88	34.50	21.50	1,979	698	362	4,400	13,729	0.10
Insurance						0.1			1.34 1.58 1.93												121,128 0.92		
BLA	Buy	82.50	82.00	(0.6)	73.5	0.91	1.10	1.36	1.10	1.33	1.65										1,212	100,016	0.76
THRE	Buy	3.38	4.00	18.3	4.5	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00										3,512	11,872	0.09
THREL	Neutral	15.40	13.00	(15.6)	14.3	0.45	0.52	0.64	2.92	3.41	4.15										600	9,240	0.07
Media & Publishing						7.5			6.29 5.39 5.23			8.60 10.05 10.16			0.34 -4.20 0.79			-3,925 9,498 10,903			130,873 1.00		
TV broadcasting																							
BEC	Sell	48.25	52.00	7.8	54.8	2.60	2.41	2.31	5.39	5.00	4.79	9.86	10.91	11.17	9.00	-1.65	-1.42	-5,575	2,506	3,394	2,000	96,500	0.74
MCOT	Sell	26.00	25.00	(3.8)	27.4	2.11	1.57	1.34	8.12	6.05	5.14	6.28	9.75	10.82	-14.37	-13.81	-7.37	-2,649	2,478	3,049	687	17,865	0.14
Cinema																							
MAJOR	Neutral	18.60	22.00	18.3	20.6	1.00	0.95	1.08	5.38	5.12	5.78	9.64	9.47	8.50	6.40	2.86	11.16	4,299	4,515	4,460	888	16,509	0.13
Petrochemicals & Chemicals						14.8			2.72 3.05 3.17			12.03 9.05 7.86			-0.48 19.25 10.60			154,541 134,034 107,378			434,485 3.31		
IVL	Neutral	27.50	24.00	(12.7)	23.9	0.10	0.28	0.35	0.36	1.02	1.27	17.59	11.62	10.20	-3.80	39.89	9.94	80,884	64,758	57,780	4,814	132,392	1.01
PTTGC	Buy	67.00	85.00	26.9	87.0	3.40	3.40	3.40	5.07	5.07	5.07	6.46	6.48	5.51	2.84	-1.39	11.26	73,656	69,275	49,598	4,509	302,093	2.30
Property Development						23.6			3.18 3.97 4.10			4.34 11.66 11.16			31.89 8.46 9.45			247,738 242,361 247,740			514,269 3.92		
Contractors																							
CK	Buy	22.50	30.00	33.3	21.7	0.43	0.40	0.40	1.90	1.78	1.78	16.68	17.30	15.84	46.66	0.36	11.52	33,471	35,462	37,013	1,694	38,113	0.29
ITD	Buy	5.15	8.50	65.0	4.9	0.00	0.08	0.10	0.00	1.54	1.95	11.03	12.98	11.96	6.00	-11.89	3.75	36,824	36,874	34,124	4,860	25,031	0.19
NWR	Neutral	2.26	2.40	6.2	2.0	0.00	0.06	0.06	0.00	2.53	2.64	8.91	5.19	5.80	-13.26	51.97	3.22	2,242	1,400	1,619	1,975	4,463	0.03
STEC	Neutral	23.80	30.00	26.1	20.4	0.50	0.50	0.50	2.10	2.10	2.10	15.02	14.36	13.00	26.21	3.56	6.70	-1,979	-2,335	-3,481	1,525	36,298	0.28
Industrial Estate																							
AMATA	Buy	17.10	20.00	17.0	18.2	0.56	0.55	0.66	3.25	3.21	3.87	8.52	9.72	8.10	7.93	-10.41	17.76	5,730	6,250	5,817	1,067	18,246	0.14
HEMRAJ	Buy	3.76	4.40	17.0	3.9	0.17	0.12	0.12	4.50	3.14	3.23	10.53	10.82	10.62	34.90	6.40	2.29	9,148	13,410	13,587	9,705	36,491	0.28
ROJNA	Neutral	8.10	7.30	(9.9)	7.2	0.22	0.45	0.16	2.75	5.56	2.01	-116.87	9.45	20.34	n.m.	n.m.	-51.33	17,026	8,296	9,252	1,435	11,625	0.09
TICON	Buy	18.10	30.00	65.7	19.3	1.00	1.28	1.42	5.52	7.07	7.82	12.60	11.84	11.51	9.57	14.51	8.85	14,203	15,979	17,888	914	16,540	0.13
WHA	Buy	30.00	40.00	33.3	37.3	0.76	0.80	0.96	2.53	2.65	3.19	15.98	14.84	12.42	305.45	9.65	23.38	3,504	4,101	5,162	964	28,917	0.22
Residential																							
AP	Buy	5.95	8.50	42.9	6.0	0.25	0.28	0.31	4.20	4.74	5.27	10.91	9.37	8.64	-4.28	16.02	14.24	14,541	14,443	16,128	2,860	17,017	0.13
LH	Buy	10.10	11.50	13.9	10.4	0.40	0.55	0.63	3.96	5.48	6.21	15.16	13.83	12.64	11.62	8.03	11.92	31,041	29,173	32,125	10,026	101,262	0.77
LPN	Buy	19.30	23.00	19.2	18.1	0.84	0.83	1.02	4.35	4.31	5.28	10.85	12.67	8.57	3.03	-12.42	45.70	4,082	4,829	4,359	1,476	28,481	0.22
PS	Buy	28.50	28.00	(1.8)	24.7	0.85	0.83	0.95	2.98	2.91	3.32	10.32	10.64	8.92	40.32	-0.98	13.46	19,132	20,834	16,737	2,224	63,390	0.48
QH	Buy	3.44	5.00	45.3	3.7	0.16	0.16	0.18	4.65	4.59	5.19	12.05	13.33	11.66	31.36	-3.92	15.69	18,690	21,837	22,495	9,184	31,592	0.24
SIRI	Buy	2.02	2.90	43.6	1.8	0.10	0.15	0.14	4.95	7.45	6.92	16.00	12.73	11.68	-26.99	18.03	18.14	32,513	29,344	33,422	9,596	19,384	0.15
SPALI	Buy	21.80	25.00	14.7	22.7	0.70	0.99	1.04	3.21	4.53	4.77	11.67	7.50	6.91	-0.11	37.94	5.87	7,568	2,463	1,495	1,717	37,421	0.29
Property Fund									7.48 6.27 6.37												74,890 0.57		
Commercial																							
CPNRF	Buy	16.50	21.00	27.3	21.5	1.45	1.49	1.49	8.80	9.01	9.04	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	2,212	36,506	0.28
Industrial																							
TFUND	Neutral	11.10	11.00	(0.9)	11.2	0.56	0.76	0.71	5.02	6.85	6.37	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	1,150	12,760	0.10
TLOGIS	Buy	12.20	13.00	6.6		0.83	0.82	0.85	6.81	6.71	6.93	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	414	5,049	0.04
WHAPF	Buy	9.75	14.00	43.6		0.72	0.66	0.73	7.38	6.81	7												

คำแนะนำการลงทุน

ราคา ณ วันที่ : 20 มิ.ย. 57

Company	Rec.	Price	12-mth	%	12-mth	DPS (Bt)			Dividend Yield (%)			EV/EBITDA (x)			EBITDA Growth (%)			Net Debt (Btm)			Shares	Mkt. Cap.	% 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	(m Shrs.)	(Btm)			
Office																									
QHPF	Buy	9.05	10.50	16.0		0.80	0.00	0.00	8.85	0.00	0.00	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	797	7,213		0.05	
POPF	Buy	12.30	12.00	(2.4)		0.99	1.01	1.03	8.04	8.23	8.38	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	342	4,207		0.03	
Tourism & Leisure																									
				19.4					2.31	0.81	1.44	14.05	13.27	10.62	22.62	7.08	22.84	16,823	16,307	14,933		59,293		0.45	
CENTEL	Buy	36.00	42.00	16.7	35.7	0.40	0.46	0.67	1.11	1.28	1.86	15.17	13.65	11.04	42.40	9.96	21.29	10,620	10,011	8,917	1,350	48,600		0.37	
ERW	Buy	4.32	5.70	31.9	4.4	0.15	0.01	0.04	3.51	0.33	1.02	12.94	12.90	10.20	2.84	4.20	24.38	6,203	6,296	6,016	2,475	10,693		0.08	
Transportation & Logistics																									
				8.5					1.85	1.80	2.70	15.65	17.66	23.91	30.15	13.14	27.34	215,138	219,965	255,249		576,605		4.39	
Aviation																									
AAV	Buy	4.16	5.00	20.2	4.0	0.00	0.00	0.06	0.00	0.00	1.52	7.60	9.84	5.81	66.07	-14.88	69.98	1,708	3,934	4,011	4,850	20,176		0.15	
AOT	Buy	203.00	245.00	20.7	217.9	4.60	3.56	4.22	2.27	1.75	2.08	13.56	12.76	11.47	25.60	5.62	12.81	2,514	761	4,864	1,429	290,000		2.21	
NOK	Neutral	17.60	19.00	8.0	18.0	1.03	0.34	0.55	5.85	1.91	3.14	4.02	12.88	10.59	40.65	-51.47	36.43	-5,365	-3,811	-2,931	625	11,000		0.08	
THAI	Sell	15.80	13.00	(17.7)	11.8	0.00	0.00	0.09	0.00	0.00	0.58	9.65	12.56	8.68	-27.71	-9.82	48.55	164,492	199,076	205,319	2,183	34,488		0.26	
Mass Transit																									
BMCL	Neutral	1.33	1.00	(24.8)	1.0	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	29.79	66.33	145.22	51.24	-35.08	-53.73	8,578	8,789	9,258	20,500	27,265		0.21	
BTS	Buy	8.90	10.00	12.4	9.7	0.39	0.60	0.59	4.36	6.74	6.66	24.97	18.75	22.92	26.20	6.00	-12.66	6,172	-28,322	-24,269	11,914	106,037		0.81	
Shipping																									
PSL	Neutral	25.50	15.50	(39.2)	28.7	0.40	0.29	0.76	1.57	1.12	2.99	28.56	16.05	10.25	-2.76	87.79	95.40	6,331	8,150	16,725	1,040	26,508		0.20	
RCL	Neutral	6.80	7.60	11.8	6.8	0.00	0.03	0.23	0.00	0.45	3.33	15.85	9.36	6.13	117.67	69.54	45.75	6,909	6,915	6,344	829	5,636		0.04	
TTA	Neutral	21.20	16.00	(24.5)	25.5	0.02	0.29	0.44	0.10	1.37	2.08	14.00	10.10	9.49	4.62	58.55	27.47	6,179	3,589	9,734	1,292	27,391		0.21	
Tollroads																									
BECL	Neutral	36.50	37.00	1.4	42.1	1.60	1.70	1.70	4.38	4.65	4.65	8.52	7.93	8.50	-0.10	15.15	3.35	17,621	20,885	26,194	770	28,105		0.21	
mai																									
AGE	Buy	2.24	2.70	20.5	2.7	0.03	0.05	0.06	1.15	2.04	2.59	24.73	19.46	15.81	285.66	43.64	19.03	2,094	2,303	2,114	1,530	3,428		0.03	
EA	Neutral	18.90	13.50	(28.6)	13.4	0.03	0.13	0.23	0.16	0.69	1.22	158.61	34.93	20.51	138.27	383.98	82.09	4,487	9,419	14,961	3,730	70,497		0.54	
UAC	Neutral	8.45	9.60	13.6	9.6	0.16	0.13	0.26	1.89	1.53	3.07	61.68	26.50	14.21	-31.92	149.83	95.21	284	648	898	554	4,683		0.04	
SCBS Coverage																									
		1467.29		16.5					3.2%	3.4%	3.8%	11.93	10.52	9.54	5.62	14.26	10.05	2,074,215	2,035,966	2,009,611		10,319,397		78.62	

Disclaimer:

ข้อมูลในรายงานนี้เป็นข้อมูลที่ได้การเปิดเผยต่อสาธารณะ ซึ่งนักลงทุนสามารถเข้าถึงได้ด้วยทั่วไป และเป็นข้อมูลที่เชื่อว่าน่าจะเชื่อถือได้ แต่ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ไทยพาณิชย์ จำกัด (“บริษัท”) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความถูกต้อง หรือสมบูรณ์ของข้อมูลดังกล่าวแต่อย่างใด ความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานนี้เป็นเพียงการนำเสนอในมุมมองของบริษัท และเป็นความคิดเห็น ณ วันที่ที่ปรากฏในรายงานเท่านั้น ซึ่งอาจเปลี่ยนแปลงได้ตามความหลังวันดังกล่าว โดยบริษัทไม่จำเป็นต้องแจ้งให้สาธารณชน หรือนักลงทุนทราบ รายงานนี้จัดทำขึ้นเพื่อเผยแพร่ข้อมูลให้แก่ นักลงทุน เท่านั้น บริษัทไม่รับผิดชอบต่อการนำข้อมูลหรือความคิดเห็นใดๆไปใช้ในทุกรณี ดังนั้นนักลงทุนจึงควรใช้ดุลพินิจในการพิจารณาตัดสินใจก่อนการลงทุน นอกจากนี้ บริษัท และ/หรือ บริษัท ในเครือของบริษัทอาจมีส่วนเกี่ยวข้องหรือผลประโยชน์ใดๆกับบริษัทใดๆที่ถูกลำดับถึงในรายงานนี้ก็ได้

บริษัทหลักทรัพย์ ไทยพาณิชย์ จำกัด (SCBS) เป็นบริษัทย่อยที่ธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) (ธนาคาร) (ธนาคารฯ) ถือหุ้นทั้งหมด ข้อมูลใดๆที่เกี่ยวข้องกับ SCB มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ในการเปรียบเทียบเท่านั้น

เอกสารฉบับนี้จัดทำโดย บริษัทหลักทรัพย์ไทยพาณิชย์ จำกัด (“SCBS”) ซึ่งมีธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) (“ธนาคารฯ”) เป็นผู้ออกหุ้นรายใหญ่แต่เพียงผู้เดียว โดยธนาคารฯ ได้ทำหน้าที่เป็นที่ปรึกษาทางการเงินของ บริษัท อิตาเลียนไทย ดีเวลอปเม้นต์ จำกัด (มหาชน) ความเห็น ชั่ว บทวิจย บทวิเคราะห์ ราคา ข้อความ การคาดการณ์ การประเมิน และ/หรือ ข้อมูลอื่นที่ระบุในเอกสารฉบับนี้ (“ข้อมูล”) มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้เป็นข้อมูลทั่วไปเท่านั้น และไม่อาจตีความได้ว่าเป็นการให้คำแนะนำแก่บุคคลใดๆ หรือเป็นการเสนอซื้อ หรือเสนอขาย หรือชักชวนให้เสนอซื้อ หรือเสนอขายหลักทรัพย์ โดย SCBS และ/หรือกรรมการ พนักงาน และลูกจ้างของ SCBS ย่อมไม่ต้องรับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ทั้งความเสียหายทางตรง ความเสียหายทางอ้อม ความเสียหายจากการพิสดสนา หรือความเสียหายอันสืบเนื่อง อันเป็นผลมาจากการใช้หรือการเชื่อถือต่อการใช้ข้อมูล ทั้งนี้ รวมถึงแต่ไม่จำกัดเพียงการสูญเสียผลกำไร นักลงทุนพึงใช้ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ประกอบข้อมูลและความเห็นอื่นๆ รวมถึงพิจารณาถ้อยแถลงของธนาคารในการตัดสินใจลงทุน ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นจากแหล่งข้อมูล SCBS เห็นว่าน่าเชื่อถือ โดย SCBS ไม่รับรองถึงความถูกต้อง สมบูรณ์ และ/หรือ ครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว

SCBS ลงบนสิทธิในการใช้ดุลพินิจของตนเองแต่เพียงผู้เดียวในการแก้ไขเพิ่มเติมข้อมูลเป็นครั้งคราวโดยไม่ต้องบอกกล่าว เอกสารฉบับนี้จัดส่งให้แก่เฉพาะบุคคลที่กำหนดเท่านั้น และห้ามมิให้มีการทำซ้ำ ดัดแปลง เผยแพร่ ขยาย จำหน่าย พิมพ์ซ้ำ ส่งต่อ หรือแสวงหาประโยชน์ในเชิงพาณิชย์ไม่ว่าในลักษณะใดๆ เว้นแต่จะได้รับลายยินยอมเป็นลายลักษณ์อักษรจาก SCBS ก่อน

เอกสารฉบับนี้จัดทำโดย บริษัทหลักทรัพย์ไทยพาณิชย์ จำกัด (“SCBS”) ซึ่งมีธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) (“ธนาคารฯ”) เป็นผู้ออกหุ้นรายใหญ่แต่เพียงผู้เดียว โดยธนาคารฯ ได้ทำหน้าที่เป็นที่ปรึกษาทางการเงินร่วมของ บริษัท อย๓๓ วิชั่น จำกัด (มหาชน) SCBS ได้รับการแต่งตั้งเป็นผู้จัดการร่วมการจัดจำหน่ายและรับประกันการจัดจำหน่ายหุ้นของ บริษัท อย๓๓ วิชั่น จำกัด (มหาชน) ความเห็น ชั่ว บทวิจย บทวิเคราะห์ ราคา ข้อความ การคาดการณ์ การประเมิน และ/หรือ ข้อมูลอื่นที่ระบุในเอกสารฉบับนี้ (“ข้อมูล”) มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้เป็นข้อมูลทั่วไปเท่านั้น และไม่อาจตีความได้ว่าเป็นการให้คำแนะนำแก่บุคคลใดๆ หรือเป็นการเสนอซื้อ หรือเสนอขาย หรือชักชวนให้เสนอซื้อหรือเสนอขายหลักทรัพย์ โดย SCBS และ/หรือกรรมการ พนักงาน และลูกจ้างของ SCBS ย่อมไม่ต้องรับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ทั้งความเสียหายทางตรง ความเสียหายทางอ้อม ความเสียหายจากการพิสดสนา หรือความเสียหายอันสืบเนื่อง อันเป็นผลมาจากการใช้หรือการเชื่อถือต่อการใช้ข้อมูล ทั้งนี้ รวมถึงแต่ไม่จำกัดเพียงการสูญเสียผลกำไร นักลงทุนพึงใช้ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ประกอบข้อมูลและความเห็นอื่นๆ รวมถึงพิจารณาถ้อยแถลงของธนาคารในการตัดสินใจลงทุน ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นจากแหล่งข้อมูล SCBS เห็นว่าน่าเชื่อถือ โดย SCBS ไม่รับรองถึงความถูกต้อง สมบูรณ์ และ/หรือ ครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว

SCBS ลงบนสิทธิในการใช้ดุลพินิจของตนเองแต่เพียงผู้เดียวในการแก้ไขเพิ่มเติมข้อมูลเป็นครั้งคราวโดยไม่ต้องบอกกล่าว เอกสารฉบับนี้จัดส่งให้แก่เฉพาะบุคคลที่กำหนดเท่านั้น และห้ามมิให้มีการทำซ้ำ ดัดแปลง เผยแพร่ ขยาย จำหน่าย พิมพ์ซ้ำ ส่งต่อ หรือแสวงหาประโยชน์ในเชิงพาณิชย์ไม่ว่าในลักษณะใดๆ เว้นแต่จะได้รับลายยินยอมเป็นลายลักษณ์อักษรจาก SCBS ก่อน

เอกสารฉบับนี้จัดทำโดย บริษัทหลักทรัพย์ไทยพาณิชย์ จำกัด (“SCBS”) ซึ่งมีธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) (“ธนาคารฯ”) เป็นผู้ออกหุ้นรายใหญ่แต่เพียงผู้เดียว โดยธนาคารฯ ได้รับการแต่งตั้งเป็นที่ปรึกษาทางการเงิน และ ผู้จัดการร่วมการจัดจำหน่ายและรับประกันการจัดจำหน่ายของกองทุนรวมสิทธิการเช่าอสังหาริมทรัพย์ CPN รีเทล ไคร่ ความเห็น ชั่ว บทวิจย บทวิเคราะห์ ราคา ข้อความ การคาดการณ์ การประเมิน และ/หรือ ข้อมูลอื่นที่ระบุในเอกสารฉบับนี้ (“ข้อมูล”) มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้เป็นข้อมูลทั่วไปเท่านั้น และไม่อาจตีความได้ว่าเป็นการให้คำแนะนำแก่บุคคลใดๆ หรือเป็นการเสนอซื้อ หรือเสนอขาย หรือชักชวนให้เสนอซื้อหรือเสนอขายหลักทรัพย์ โดย SCBS และ/หรือกรรมการ พนักงาน และลูกจ้างของ SCBS ย่อมไม่ต้องรับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ทั้งความเสียหายทางตรง ความเสียหายทางอ้อม ความเสียหายจากการพิสดสนา หรือความเสียหายอันสืบเนื่อง อันเป็นผลมาจากการใช้หรือการเชื่อถือต่อการใช้ข้อมูล ทั้งนี้ รวมถึงแต่ไม่จำกัดเพียงการสูญเสียผลกำไร นักลงทุนพึงใช้ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ประกอบข้อมูลและความเห็นอื่นๆ รวมถึงพิจารณาถ้อยแถลงของธนาคารในการตัดสินใจลงทุน ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นจากแหล่งข้อมูล SCBS เห็นว่าน่าเชื่อถือ โดย SCBS ไม่รับรองถึงความถูกต้อง สมบูรณ์ และ/หรือ ครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว

SCBS ลงบนสิทธิในการใช้ดุลพินิจของตนเองแต่เพียงผู้เดียวในการแก้ไขเพิ่มเติมข้อมูลเป็นครั้งคราวโดยไม่ต้องบอกกล่าว เอกสารฉบับนี้จัดส่งให้แก่เฉพาะบุคคลที่กำหนดเท่านั้น และห้ามมิให้มีการทำซ้ำ ดัดแปลง เผยแพร่ ขยาย จำหน่าย พิมพ์ซ้ำ ส่งต่อ หรือแสวงหาประโยชน์ในเชิงพาณิชย์ไม่ว่าในลักษณะใดๆ เว้นแต่จะได้รับลายยินยอมเป็นลายลักษณ์อักษรจาก SCBS ก่อน

บริษัทหลักทรัพย์ไทยพาณิชย์ จำกัด (“SCBS”) ทำหน้าที่เป็นผู้ออกและพาฟล่อ (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) ใบหุ้นสามัญของ ADVANC, AOT, BANPU, BAY, BBL, BCP, BEC, BGI, BROOK, BTS, CIMBT, CK, CPF, CPN, CSL, DRT, DTAC, EASTW, EGCO, ERW, GRAMMY, HANA, HEMRAI, KC, INTUCH, IRPC, IVL, KBANK, KKP, KTB, LPN, MCOT, MINT, NIKI, NOBLE, PAG, PG, PHOL, PR, PRAND, PS, PSL, PTT, PTTEP, PTTCG, QH, RATCH, ROBINS, RS, S&I, SMART, SAMTEL, SAT, SC, SCB, SCC, SCMG, SE-ED, SIM, SIS, SITHAI, SNC, SPALI, SPI, SSI, SSSC, SVI, SYMC, TCAP, THAI, THCOM, THRE, TIP, TISCO, TKT, TMB, TNITY, TOP, TRC, TRUE, TTW, TWO, UV, VGI, WACOL

นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวอย่างรอบคอบก่อนตัดสินใจลงทุน ทั้งนี้ ความเห็น ชั่ว บทวิจย บทวิเคราะห์ ราคา ข้อความ การคาดการณ์ การประเมิน และ/หรือ ข้อมูลอื่นที่ระบุในเอกสารฉบับนี้ (“ข้อมูล”) มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้เป็นข้อมูลทั่วไปเท่านั้น และไม่อาจนำไปตีความว่า เป็นการให้คำแนะนำแก่บุคคลใด ๆ หรือเป็นการเสนอซื้อ หรือเสนอขาย หรือชักชวนให้เสนอซื้อหรือเสนอขายซึ่งหลักทรัพย์ โดย SCBS และ/หรือกรรมการ พนักงาน ลูกจ้าง และตัวแทนของ SCBS จะไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใด ๆ ทั้งความเสียหายทางตรง ความเสียหายทางอ้อม ความเสียหายจากการพิสดสนา ความเสียหายพิเศษ หรือความเสียหายที่เป็นผลสืบเนื่อง อันเป็นผลมาจากการใช้หรือการเชื่อถือในข้อมูลดังกล่าว ซึ่งรวมถึงแต่ไม่จำกัดเพียงการสูญเสียผลกำไร นักลงทุนพึงใช้ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ประกอบร่วมกับข้อมูลและความเห็นอื่น ๆ รวมถึงพิจารณาถ้อยแถลงของตนเองในการตัดสินใจลงทุน โดยข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ได้รับมาจากแหล่งข้อมูล SCBS เห็นว่าน่าเชื่อถือ ซึ่ง SCBS ไม่สามารถรับรองถึงความถูกต้อง ความสมบูรณ์ และ/หรือ ความครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าวได้

SCBS ลงบนสิทธิในการใช้ดุลพินิจของตนเองแต่เพียงผู้เดียวในการแก้ไขเพิ่มเติมข้อมูลเป็นครั้งคราวโดยไม่ต้องบอกกล่าว ทั้งนี้ เอกสารฉบับนี้จัดส่งให้แก่เฉพาะบุคคลตามที่กำหนดไว้เท่านั้น และห้ามมิให้มีการทำซ้ำ ดัดแปลง เผยแพร่ ขยาย จำหน่าย พิมพ์ซ้ำ ส่งต่อ หรือแสวงหาประโยชน์ในเชิงพาณิชย์ไม่ว่าในลักษณะใด ๆ เว้นแต่จะได้รับลายยินยอมเป็นลายลักษณ์อักษรจาก SCBS ก่อน

CG Rating 2013	Companies with CG Rating
	ADVANC, ADT, ASIMAR, BATS BANPU, BAY, BBL, BCP, BEC, BGI, BROOK, BTS, CIMBT, CK, CPF, CPN, CSL, DRT, DTAC, EASTW, EGCO, ERW, GRAMMY, HANA, HEMRAI, KC, INTUCH, IRPC, IVL, KBANK, KKP, KTB, LPN, MCOT, MINT, NIKI, NOBLE, PAG, PG, PHOL, PR, PRAND, PS, PSL, PTT, PTTEP, PTTCG, QH, RATCH, ROBINS, RS, S&I, SMART, SAMTEL, SAT, SC, SCB, SCC, SCMG, SE-ED, SIM, SIS, SITHAI, SNC, SPALI, SPI, SSI, SSSC, SVI, SYMC, TCAP, THAI, THCOM, THRE, TIP, TISCO, TKT, TMB, TNITY, TOP, TRC, TRUE, TTW, TWO, UV, VGI, WACOL
	ZS, ACAP, AF, AHC, AIT, AKP, AMANAH, AMARIN, AMATA, AP, APCO, APSC, ASIA, ASK, ASP, AVUD, BEC, BFIT, BH, BIGC, BJC, BJA, BMCL, BWG, CCET, CENTEL, CFRESH, CGS, CHOW, CM, CNT, CPALL, CSC, DCC, DELTA, DTC, ECL, EE, EIC, ESSO, FE, FORTH, GBX, GC, GPPT, GL, GLOW, GOLD, GSTEL, GUNKUL, HMPRO, HTC, IFEC, INET, ITD, JAS, JUBILE, KBS, KCE, KGI, KKG, KSL, KWC, L&E, LANNA, LH, LHBANK, LHK, LIVE, LOXLEY, LRH, LST, MACO, MAJOR, MAKRO, MBK, MBKET, MFC, MFEC, MODERN, MTI, NBC, NCH, NINE, NMG, NSI, NVR, OCC, OFM, OGC, OISH, PB, PDI, PE, PF, PIW, PMI, PPM, PPP, PREB, PRG, PT, PYLON, QTC, RASA, SABINA, SAMCO, SCCG, SCG, SEARCO, SFP, SIAM, SINGER, SIRI, SKR, SMT, SNP, SPCG, SPPT, SSF, STANLY, STEC, SUC, SUSCO, SYNTec, TASCO, TCP, TF, TFD, THI, THANA, THANI, THIP, TICON, TPC, TK, TLUXE, TMILL, TMT, TNL, TOG, TPC, TPORP, TPIPL, TRI, TRU, TSC, TSTE, TSTH, TTA, TTCL, TUF, TWPP, TYN, UAG, UMI, UMIS, UP, UPOIC, UTI, VIBHA, VIH, VNG, VNT, VIASA, ZMKO
	A, AAV, AEC, AEGTOS, AEG, AGE, AH, AI, AI, AKR, ALUCON, ANAN, ARIP, AS, BAT-3K, BCH, BEAUTY, BGT, BOLD, BDI, BROCK, BSBM, CHARAN, CHUD, CI, CIG, CITY, CMR, CNS, CPL, CRANE, CSP, CSR, CTW, DEMCO, DNA, DRACO, EA, EARTH, EASON, EMC, EPCC, F&D, FNS, FOCUS, FPI, FSS, GENCO, GFM, GJS, GLOBAL, HFI, HTECH, HYDRO, IFS, IHL, ILINK, INOX, IRC, IRCP, IT, JMART, JMT, JTS, JUTHA, KASET, KC, KCAB, KOH, KTC, KWH, LALIN, LEE, MATCH, MATI, MBAX, MDX, PRINC, MID, MK, MOONG, MPIC, MSC, NG, NIPPON, NNCL, NTV, OSK, PAE, PATO, PICO, PL, POST, PRECHA, PRN, Q-CON, QLT, RCL, ROJINA, RPC, SCGF, SCP, SENA, SF, SPG, SIMAT, SLC, SMIT, SMK, SOLAR, SPC, SPG, SRICHA, SSC, STA, SUPER, SVDA, SWC, SYNEX, TBSP, TCCE, TEAM, TGCI, TIC, TIES, TIW, TKS, TMC, TMD, TMI, TNDT, TONPP, TOPP, TPA, TPP, TRI, TTI, TVD, TVI, TWZ, UBIS, UEC, UOBKH, UPF, UVC, VARO, VTE, WAWE, WCLG, WIN, WOKR

Corporate Governance Report disclaimer
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 base 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

19 อาคาร 3 ชั้น 20-21, 101 อาคาร RCP ชั้น G ไทยพาณิชย์
ปาร์ค พลาซ่า ถนนรัชดาภิเษก แขวงจตุจักร เขตจตุจักร
กรุงเทพฯ 10900
โทรศัพท์: 0 2949 1000
โทรสาร: 0 2949 1001

สาขารัษฎาธิปไตย

9 ชั้น LB ถนนรัชดาภิเษก แขวงจตุจักร เขตจตุจักร กรุงเทพฯ 10900
โทรศัพท์: 0 2949 1351
โทรสาร: 0 2949 1344

สาขาสินธร

130-132 อาคารสินธร ทาวเวอร์ 1 ชั้น G ถนนวิทยุ แขวงลุมพินี เขต
ปทุมวัน กรุงเทพฯ 10330
โทรศัพท์ : 0 2686 2068
โทรสาร: 0 2263 3822

สาขาเฉลิมนคร

269 มุมถนนเจริญกรุง-วรจักร แขวงป้อมปราบ เขตป้อมปราบศัตรู
พ่าย กรุงเทพฯ 10100
โทรศัพท์: 0 2688 9200
โทรสาร: 0 2688 9020

สาขาชิดลม

1060 ชั้น G ถนนเพชรบุรีตัดใหม่ แขวงมักกะสัน เขตราชเทวี
กรุงเทพฯ 10400
โทรศัพท์: 0 2949 1352
โทรสาร : 0 2687 3195

สาขาสี่แยกสนามบินเชียงใหม่

166 หมู่ 1 ชั้น 2 ถนนเชียงใหม่-ฮอด ต.ป่าแดด อ.เมืองเชียงใหม่ จ.
เชียงใหม่ 50000
โทรศัพท์: 0 5320 3505
โทรสาร: 0 5320 3750

สาขากำแพง

17 ชั้น 2 ถนนกำแพง เขตบางพลัด อ.เมืองเชียงใหม่ จ.เชียงใหม่ 50000
โทรศัพท์: 0 5381 8422
โทรสาร : 0 5381 8433

สาขาคณะแพทยศาสตร์เชียงใหม่

110 ชั้น 2 อาคารจอดรถยนต์คณะแพทยศาสตร์เชียงใหม่ ถนนอินทวิสูตร
ต.ศรีภูมิ อ.เมืองเชียงใหม่ จ.เชียงใหม่ 50000
โทรศัพท์: 0 5389 4094
โทรสาร : 0 5389 4090

สาขาก่อนราชบุรียันดี (หาดใหญ่)

16/4 ชั้น 2 ถนนราชบุรียันดี ต.หาดใหญ่ อ.หาดใหญ่ จ.สงขลา 90110
โทรศัพท์: 0 7420 9788
โทรสาร: 0 7420 9737

