

แนวโน้มตลาดหุ้นไทยไตรมาส 4/57



เดินหน้าทำจุดสูงสุดใหม่

Research Group

กรรมการผู้จัดการ สายงานวิจัย
เกียรติศักดิ์ (แอนดี้) เสงี่ยมกุล, CFA
นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐานด้านหลักทรัพย์
andy@scb.co.th, (662) 949-1022

ยานยนต์
ชานิดา ทรงพัฒนชัย
นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐานด้านหลักทรัพย์
tanida.songphatanayothin@scb.co.th, (662) 949-1012

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

วัสดุก่อสร้าง พาณิชยกรรม
ศิริมา ดิสรธา, CFA
นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐานด้านหลักทรัพย์
sirima.dissara@scb.co.th, (662) 949-1004

รับเหมาก่อสร้าง อาหาร
วชิราลักษณ์ แสงเลิศศิลปชัย
นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐานด้านหลักทรัพย์
vajiralux.sanglerdsillapachai@scb.co.th, (662) 949-1033

พลังงาน ปิโตรเคมี
ชัยพัชร ธนวัฒน์
นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐานด้านหลักทรัพย์
chaipat.thanawattano@scb.co.th, (662) 949-1005

การแพทย์ ก่อสร้าง
รวีบุษ ปิยะกรียะไพโร
นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐานด้านหลักทรัพย์
raweenuch.piyakriengkai@scb.co.th, (662) 949-1002

อสังหาริมทรัพย์ นิคมอุตสาหกรรม
สิริการณีย์ ฤกษ์ฤทธิพิทักษ์
นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐานด้านหลักทรัพย์
sirikarn.krisnipat@scb.co.th, (662) 949-1020

เทคโนโลยีสารสนเทศและสื่อสาร ชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์ สื่อและบันเทิง
ปัทมิกภา นวาวัติน
นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐานด้านหลักทรัพย์
phatipak.navawatana@scb.co.th, (662) 949-1007

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

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

นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐานด้านตลาดทุน
ดรุณ ดันศิริ
dunit.tansiri@scb.co.th, (662) 949-1017

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

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

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

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

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

ฐานข้อมูล
อมรรัตน์ คคณนังกุล
amornrat.kakanankul@scb.co.th, (662) 949-1023

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

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

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

SCBS Market Strategy Report



2556



2555



2554



ดูข้อสงวนสิทธิ์และปฏิเสธความรับผิดชอบสำหรับบทวิเคราะห์ที่ได้
ในส่วนท้ายของรายงานฉบับนี้

สารบัญ

เดินทางทำจุดสูงสุดใหม่.....	1
ภาพรวมเศรษฐกิจทั่วโลก	2

Stock Picks

ท่าอากาศยานไทย (AOT)	13
บล. เอเซีย พลัส (ASP)	17
บีทีเอส กรุ๊ป โฮลดิ้งส์ (BTS)	21
ซีพี ออลล์ (CPALL).....	25
อิตาเลียนไทย ดีเวลล็อปเมนต์ (ITD).....	29
ทีเอสซีไฟเบอร์เซี่ยลกรุ๊ป (TISCO).....	33

กลุ่มอุตสาหกรรม

เกษตรและอาหาร.....	39
ยานยนต์.....	41
ธนาคาร	43
พาณิชย์	45
วัสดุก่อสร้าง	47
บริการรับเหมาก่อสร้าง	49
พลังงาน	51
เงินทุน	53
การแพทย์	55
นิคมอุตสาหกรรม	57
ประกัน	59
สื่อ	61
ปิโตรเคมี	63
พัฒนาโครงการที่อยู่อาศัย	65
หลักทรัพย์	67
สื่อสาร	69
ท่องเที่ยว.....	71
สาธารณูปโภค	73
SCBS Stock Universe	75



This page is left blank intentionally



เดินทางทำจุดสูงสุดใหม่

เกียรติศักดิ์ เจริญกุล CFA

นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1022

andy@scb.co.th

วโรฤทธิ์ จิระชน

ผู้ช่วยนักวิเคราะห์

0-2949-1014

varorith.chirachon@scb.co.th

เมื่อมองไกลออกไปจากไตรมาส 4/57 เราคาดว่าปี 2558 จะเป็นปีแห่งประวัติศาสตร์ของตลาดหุ้นไทย เพราะ SET index น่าจะปรับตัวทะลุจุดสูงสุดที่เคยทำสถิติไว้ที่ 1,753.73 จุดเมื่อ 20 ปีก่อน โดยได้รับปัจจัยหนุนจากกำไรที่ฟื้นตัวอย่างแข็งแกร่งในระดับ 15% แนวโน้มผลการดำเนินงานบริษัทจดทะเบียนไทยในปี 2558 ดูคล้ายกับปี 2556 ซึ่งเป็นช่วงที่เศรษฐกิจฟื้นตัวจากอุทกภัยครั้งใหญ่ โดยเกิดจากฐานต่ำและนโยบายการคลังที่สนับสนุนการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ เราคาดว่าอัตราดอกเบี้ยจะปรับขึ้น แต่ไม่น่าเป็นห่วงนัก เนื่องจากการขึ้นอัตราดอกเบี้ยไม่จำเป็นต้องส่งผลกระทบต่อตลาดหุ้นหยุดการปรับตัวเพิ่มขึ้นเสมอไป เป้าหมาย SET index ปลายปี 2558 ของเราอยู่ที่ 1,800 จุด

กำไรมีอ็อปไซด์ เราเล็งเห็นอ็อปไซด์ในกำไรของบริษัทจดทะเบียนไทยในระยะ 12-18 เดือนข้างหน้า ประการแรก มีผลกระทบของฐานต่ำ เนื่องจากกำไรในช่วง 12 เดือนที่ผ่านมาของบริษัทจดทะเบียนได้รับผลกระทบจากสถานการณ์ความไม่สงบทางการเมืองตอนปลายปี 2556 และต้นปี 2557 (ความเชื่อมั่นทางธุรกิจและความเชื่อมั่นผู้บริโภคอยู่ในระดับต่ำ ภาครัฐบาลที่มีอำนาจเต็มในการบริหารประเทศ) รวมถึงผลกระทบที่ตามมาของนโยบายประชานิยมที่สิ้นสุดลง (มาตรการลดหนี้แรก โครงการรับจำนำข้าว) ประการที่สอง รัฐบาลใหม่จะประกาศใช้นโยบายการคลังที่มุ่งเน้นกระตุ้นการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ และไม่น่าจะเจอกระแสคัดค้านมากนัก ขณะที่การเลือกตั้งทั่วไปถูกกำหนดไว้ภายในปลายปี 2558 ดังนั้นความเสี่ยงทางการเมืองจึงน่าจะมีน้อยในระยะ 12 เดือนข้างหน้า

เป้า SET index ปลายปี 2558 อยู่ที่ 1,800 จุด แม้อัตราดอกเบี้ยจะปรับขึ้น เราปรับเป้า SET index ปลายปี 2557 เพิ่มขึ้นเล็กน้อยสู่ 1,640 จุด และมองเป้า SET index ปลายปี 2558 ที่ 1,800 จุด ซึ่งเป็นจุดสูงสุดใหม่เป็นประวัติการณ์ของตลาดหุ้นไทย การคาดการณ์ตลาดหุ้นในแนวโน้มขาขึ้นมีกำไรของบริษัทจดทะเบียนที่มีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้นเป็นปัจจัยกระตุ้นที่สำคัญ ในขณะเดียวกัน เราก็มองว่าความกังวลเกี่ยวกับผลกระทบของการขึ้นอัตราดอกเบี้ย (ซึ่งเราคาดว่าจะเกิดขึ้น) ต่อตลาดหุ้นมีมากเกินไป เมื่อครั้งที่เฟดปรับอัตราดอกเบี้ยนโยบายเพิ่มขึ้นจาก 1% สู่ 5.25% เริ่มตั้งแต่เดือน มิ.ย. 2547 จนถึงเดือน ส.ค. 2550 เราพบว่าความจริงแล้วดัชนี S&P500 index ปรับเพิ่มขึ้นมากถึง 34% สำหรับประเทศไทย เมื่อครั้งที่ ธปท.ปรับอัตราดอกเบี้ยนโยบายเพิ่มขึ้นจาก 1.25% สู่ 5% เริ่มตั้งแต่เดือน ส.ค. 2547 จนถึงเดือน ธ.ค. 2549 SET index ปรับตัวเพิ่มขึ้น 5% (และในระหว่างนั้น SET index ก็ขึ้นไปทำจุดสูงสุดในเดือน มี.ค. 2549 สูงกว่าระดับก่อนขึ้นอัตราดอกเบี้ยอยู่ 23%) ประเทศไทยเข้าสู่ช่วงของอัตราดอกเบี้ยขาขึ้นอีกรอบตั้งแต่เดือน ก.ค. 2553 จนถึงเดือน ต.ค. 2554 ซึ่ง SET index ปรับตัวเพิ่มขึ้น 16% (และในระหว่างนั้น SET index ก็ขึ้นไปทำจุดสูงสุดในเดือน มิ.ย. 2554 สูงกว่าระดับก่อนขึ้นอัตราดอกเบี้ยอยู่ 32%)

Top picks ไตรมาส 4/57 แม้ SET index ปรับขึ้นมาแล้วถึง 22% YTD และ 7% QTD แต่เราเชื่อว่าหุ้นที่มีประเด็นบวก (theme play) บางตัวยังปรับตัวขึ้นไม่มากนัก ดังนั้น หุ้น top picks ของเราจึงมีทั้งหุ้นผู้นำและผู้ตาม ประเด็นหลักๆ 2 ประเด็นที่เราเชื่อว่าจะมีโมเมนตัมที่ดีต่อเนื่อง คือ การฟื้นตัวของอุตสาหกรรมท่องเที่ยว และการก่อสร้างโครงสร้างพื้นฐาน หุ้น top picks ของเราที่เกี่ยวกับขงกับประเด็นเหล่านี้ คือ AOT BTS และ ITD สำหรับหุ้นในกลุ่มที่ขับเคลื่อนจากเศรษฐกิจภายในประเทศ (domestic play) ที่ยังปรับตัวขึ้นช้ากว่าตลาด เราแนะนำหุ้นที่ผลการดำเนินงานมีแนวโน้มแข็งแกร่งในระยะ 12 เดือนข้างหน้า ได้แก่ ASP CPALL และ TISCO

- **AOT** จำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติมีแนวโน้มทำจุดสูงสุดใหม่ ไม่ใช่แค่ฟื้นตัว; การลดงบลงทุนลงได้จะช่วยให้ราคาเป้าหมายปรับเพิ่มขึ้น
- **ASP** อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลเป็นตัวเลขสองหลักจะดึงดูดความสนใจจากนักลงทุน
- **BTS** การขยายเส้นทางเดินรถไฟฟ้ามหานครจะช่วยหนุนให้ราคาเป้าหมายปรับเพิ่มขึ้น
- **CPALL** ราคาหุ้นลดลงสวนทางกับกำไรที่อยู่ในแนวโน้มขาขึ้น
- **ITD** นอกเหนือจากโอกาสได้โครงการใหม่แล้ว ยังมีแนวโน้มที่จะเห็นความคืบหน้าจากโครงการที่ล่าช้าด้วย
- **TISCO** ได้รับผลกระทบมากเกินไปจากตลาดรถยนต์ที่อ่อนแอ valuation ถูกในแง่ absolute term

Top picks ไตรมาส 4/57 – 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
AOT	Buy	239.00	245.0	4.0	34.4	27.7	23.6	43	24	17	3.7	3.5	3.2	12	13	14	1.9	1.5	1.7	15.9	15.0	13.4
ASP	Buy	3.78	4.4	25.6	7.5	9.2	8.1	77	(19)	14	1.8	1.8	1.7	25	19	21	10.6	9.2	10.5	-	-	-
BTS	Buy	9.60	10.8	18.7	133.4	53.4	47.2	(34)	150	13	1.9	1.9	2.1	3	21	5	4.0	6.3	6.2	27.4	21.7	25.3
CPALL	Buy	44.75	58.0	31.5	36.4	35.1	25.4	0	4	38	12.2	10.9	8.9	37	33	39	2.0	1.9	2.0	27.7	18.1	14.7
ITD	Buy	5.80	8.5	46.6	31.0	29.2	22.6	(8)	6	29	2.1	2.1	2.0	8	7	9	0.0	0.0	1.8	11.6	13.6	12.5
TISCO	Buy	46.00	50.0	13.0	8.7	9.0	7.7	4	(3)	17	1.6	1.4	1.3	21	17	18	4.3	4.3	4.6	-	-	-
Average					41.9	27.3	22.4	14	27	21	3.9	3.6	3.2	17	18	18	3.8	3.9	4.4	13.8	11.4	11.0

Source: SCBS Investment Research

ภาค GDP โลกเติบโตใน
อัตราเร่งสู่ 3.4% ในปี
2557 ก่อนขึ้นไปที่ 4% ในปี
2558

ภาพรวมเศรษฐกิจทั่วโลก

ในรายงานประเมินแนวโน้มเศรษฐกิจโลก (World Economic Outlook – WEO) ฉบับเดือน ก.ค. ที่จัดทำโดย กองทุนการเงินระหว่างประเทศ (IMF) มีการปรับประมาณการอัตราการขยายตัวของเศรษฐกิจโลกในปี 2557 ลดลง 0.3% สู่ 3.4% YoY และคงประมาณการอัตราการขยายตัวของเศรษฐกิจโลกในปี 2558 ไว้ที่ 4.0% ไม่เปลี่ยนแปลง การปรับประมาณการลดลงมีสาเหตุส่วนหนึ่งมาจากเศรษฐกิจที่อ่อนแอในไตรมาส 1/57 โดยเฉพาะอย่างยิ่งเศรษฐกิจในสหรัฐ ซึ่งเป็นผลมาจากสภาพอากาศที่หนาวเย็นผิดปกติ และแนวโน้มเศรษฐกิจชะลอตัวในประเทศเศรษฐกิจเกิดใหม่บางประเทศ ปัจจุบัน IMF คาดการณ์อัตราการขยายตัวของกลุ่มประเทศพัฒนาแล้วที่ 1.8% ในปี 2557 และ 2.4% ในปี 2558 (ปรับลงจาก 2.2% และ 2.3% ในรายงานฉบับเดือน เม.ย.) และปรับคาดการณ์อัตราการขยายตัวทางเศรษฐกิจในกลุ่มประเทศเศรษฐกิจเกิดใหม่ลดลงสู่ 4.6% ในปี 2557 และ 5.2% ในปี 2558

อย่างไรก็ดี นับตั้งแต่ IMF ออกรายงาน WEO ฉบับเดือน ก.ค. สหรัฐ ก็รายงาน GDP ที่ฟื้นตัวดีกว่าคาดในไตรมาส 2/57 การคาดการณ์อัตราการขยายตัวของเศรษฐกิจโลกปี 2557 ที่ 3.4% สะท้อนถึงเศรษฐกิจที่เติบโตในอัตราเร่งอย่างต่อเนื่องจาก 3.2% ในปี 2556 อัตราการขยายตัวของเศรษฐกิจโลกมีแนวโน้มที่จะได้รับผลกระทบจากความเสียด้านภูมิรัฐศาสตร์ที่สูงขึ้น โดยเฉพาะในปะเทศยูเครนและภูมิภาคตะวันออกกลาง ในขณะที่กลุ่มประเทศตะวันตกนำโดยสหรัฐ ก็มีแผนออกมาตรการตอบโต้เชิงรุกมากขึ้นกับกลุ่มหัวรุนแรง

Figure 1: ประมาณการ GDP โลก

	Year over Year						4Q over 4Q		
	Difference from						April 2014 WEO		
	Projections			Projections 2/			Estimates	Projections	
	2012	2013	2014	2015	2014	2015	2013	2014	2015
World Output	3.5	3.2	3.4	4.0	-0.3	0.0	3.6	3.3	3.8
Advanced Economies	1.4	1.3	1.8	2.4	-0.4	0.1	2.0	1.8	2.4
United States	2.8	1.9	1.7	3.0	-1.1	0.1	2.6	1.7	3.0
Euro Area	-0.7	-0.4	1.1	1.5	0.0	0.1	0.5	1.4	1.6
Germany	0.9	0.5	1.9	1.7	0.2	0.1	1.4	1.8	1.8
France	0.3	0.3	0.7	1.4	-0.3	-0.1	0.8	1.0	1.6
Italy	-2.4	-1.9	0.3	1.1	-0.3	0.0	-0.9	0.8	1.2
Spain	-1.6	-1.2	1.2	1.6	0.3	0.6	-0.2	1.7	1.5
Japan	1.4	1.5	1.6	1.1	0.3	0.1	2.4	1.4	0.6
United Kingdom	0.3	1.7	3.2	2.7	0.4	0.2	2.7	3.4	2.2
Canada	1.7	2.0	2.2	2.4	-0.1	0.0	2.7	2.0	2.4
Other Advanced Economies	2.0	2.3	3.0	3.2	0.0	0.0	2.8	2.7	3.7
Emerging Market and Developing Economies	5.1	4.7	4.6	5.2	-0.2	-0.1	5.1	4.8	5.0
Commonwealth of Independent States	3.4	2.2	0.9	2.1	-1.0	-1.1	2.1	-0.4	0.9
Russia	3.4	1.3	0.2	1.0	-1.1	-1.3	2.0	-0.1	0.4
Excluding Russia	3.6	4.2	2.4	4.4	-0.6	-0.6	...	...	...
Emerging and Developing Asia	6.7	6.6	6.4	6.7	-0.2	-0.1	6.7	6.6	6.4
China	7.7	7.7	7.4	7.1	-0.2	-0.2	7.7	7.7	6.8
India 3/	4.7	5.0	5.4	6.4	0.0	0.0	6.1	5.6	6.6
ASEAN-5 4/	6.2	5.2	4.6	5.6	-0.4	0.2	...	...	...
Emerging and Developing Asia	1.4	2.8	2.8	2.9	0.4	0.0	3.4	3.0	3.5
Latin America and the Caribbean	2.9	2.6	2.0	2.6	-0.5	-0.3	1.9	1.9	2.6
Brazil	1.0	2.5	1.3	2.0	-0.6	-0.6	2.2	1.3	2.2
Mexico	4.0	1.1	2.4	3.5	-0.6	0.0	0.6	3.0	3.4
Middle East, North Africa, Afghanistan, and Pakistan	4.9	2.5	3.1	4.8	-0.2	0.2	...	...	...
Sub-Saharan Africa	5.1	5.4	5.4	5.8	0.0	0.2	...	...	...
South Africa	2.5	1.9	1.7	2.7	-0.6	0.0	2.1	1.7	2.7
Memorandum									
Low-Income Developing Countries	5.8	6.3	6.2	6.5	0.0	0.0	...	...	...
World Growth Based on Market Exchange Rates	2.6	2.4	2.7	3.3	-0.3	0.0	2.9	2.7	3.1
World Trade Volume (goods and services)	2.8	3.1	4.0	5.3	-0.3	0.0	...	...	...
Imports (goods and services)	...	...	...	...	...	...	...	...	...
Advanced Economies	1.1	1.4	3.5	4.6	0.0	0.1	...	...	...
Emerging Market and Developing Economies	5.7	5.7	4.7	6.4	-0.3	0.1	...	...	...
Commodity Prices (U.S. dollars)									
Oil 5/	1.0	-0.9	0.1	-4.3	0.0	1.7	2.6	-0.9	-5.7
Nonfuel (average based on world commodity export weights)	-10.0	-1.2	-1.7	-3.6	1.8	0.4	-2.9	-1.4	-2.7
Consumer Prices									
Advanced Economies	2.0	1.4	1.6	1.7	0.1	0.1	1.2	1.7	1.8
Emerging Market and Developing Economies	6.1	5.9	5.4	5.3	-0.2	-0.1	5.5	5.0	4.8
London Interbank Offered Rate (percent)									
On U.S. Dollar Deposits (six month)	0.7	0.4	0.3	0.8	0.0	0.0	...	...	...
On Euro Deposits (three month)	0.6	0.2	0.2	0.2	0.0	-0.1	...	...	...
On Japanese Yen Deposits (six month)	0.3	0.2	0.2	0.2	0.0	0.0	...	...	...

Source: International Monetary Fund

Note: Real effective exchange rates are assumed to remain constant at the levels prevailing during May 5-June 2, 2014. Economies are listed on the basis of economic size.

1/ Global and regional growth figures are based on new purchasing power parity (PPP) weights derived from the recently released 2011 International Comparison Program survey (see box) and are not comparable to the figures reported in the April 2014 WEO.

2/ The comparisons are based on April 2014 country forecasts aggregated with the revised PPP weights. The projections for Ukraine are included in the July 2014 WEO Update, but are excluded in the columns comparing the current forecasts with those in the April 2014 WEO.

3/ For India, data and forecasts are presented on a fiscal year basis and output growth is based on GDP at market prices. Corresponding growth rates for GDP at factor cost are 4.5, 4.7, 5.4, and 6.4 percent for 2012/13, 2013/14, 2014/15, and 2015/16, respectively.

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

5/ Simple average of prices of U.K. Brent, Dubai Fateh, and West Texas Intermediate crude oil. The average price of oil in U.S. dollars a barrel was \$104.07 in 2013; the assumed price based on futures markets is \$104.14 in 2014 and \$99.62 in 2015.

ตัวเลข GDP ไตรมาส 2/57 ของสหรัฐฯ ช่วยยืนยันว่าการหดตัวของ GDP ในไตรมาส 1/57 เป็นเหตุการณ์ที่เกิดขึ้นเพียงครั้งเดียว

มาตรการ QE ในฉบับลง...

...ในขณะดัชนี S&P 500 ปรับขึ้นสูงสุดสุดเป็นประวัติการณ์

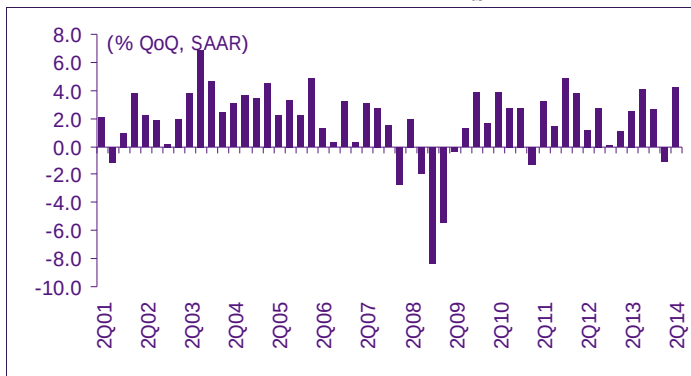
สหรัฐฯ

เศรษฐกิจสหรัฐฯ เติบโต 4.2% (อัตรารายปีปรับฤดูกาล) ในไตรมาส 2/57 สูงกว่าที่ตลาดคาดการณ์ไว้ที่ 3.0% สะท้อนถึงการฟื้นตัวดีขึ้นมากจากที่หดตัวลง 2.1% ในไตรมาสแรกซึ่งมีสาเหตุมาจากสภาพอากาศที่หนาวเย็นผิดปกติ การปรับตัวเพิ่มขึ้นของ GDP ในไตรมาส 2/57 ได้รับปัจจัยหนุนจากการใช้จ่ายอุปโภคบริโภค การลงทุนของภาคธุรกิจ และการส่งออก อย่างไรก็ตาม IMF ได้ปรับลดประมาณการอัตราการขยายตัวของ GDP ปี 2557 ของสหรัฐฯ ลงสู่ระดับ 1.7% YoY จากประมาณการเดิมที่ 2.8% YoY เพราะ GDP ไตรมาส 1/57 ออกมาต่ำกว่าคาด แต่ IMF ยังคงประมาณการอัตราการขยายตัวของ GDP ปี 2558 ไว้ที่ 3.0% YoY

การปรับลดวงเงินมาตรการผ่อนคลายเชิงปริมาณ (QE) ที่เริ่มขึ้นในเดือน ธ.ค. 2556 มีกำหนดสิ้นสุดลงในเดือน ต.ค. 2557 ตลาดการเงินสามารถปรับตัวรับผลกระทบของการยุติมาตรการผ่อนคลายเชิงปริมาณของเฟดได้แล้ว แต่ยังไม่ได้ปรับตัวเพื่อสะท้อนถึงอัตราดอกเบี้ยที่จะปรับขึ้น ความกังวลเกี่ยวกับกำหนดเวลาในการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยจะส่งผลกระทบทำให้ตลาดหุ้นปรับตัวลดลงในระยะสั้น แต่ทั้งนี้ในการประชุม FOMC ครั้งล่าสุด เฟดได้ปรับเพิ่มเป้าอัตราดอกเบี้ยปลายปี 2558 สู่ 1.375%, ปลายปี 2559 สู่ 2.875%, และปลายปี 2560 สู่ 3.75% ในขณะที่ยังคงเป้าอัตราดอกเบี้ยปี 2557 ไว้ที่ 0.125% ไว้ไม่เปลี่ยนแปลง

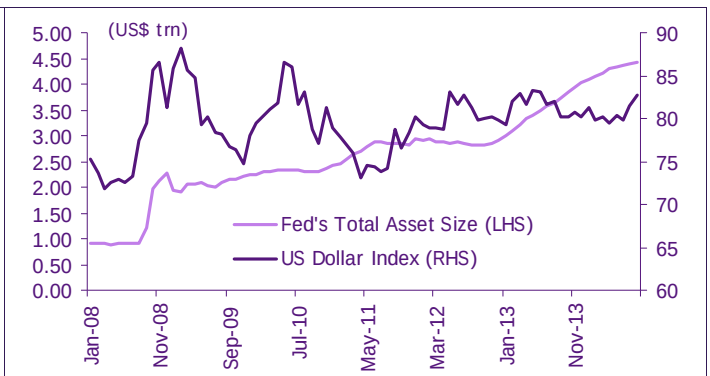
ในไตรมาส 3/57 ดัชนี S&P 500 index เคลื่อนไหวในกรอบ 1,900-2,000 จุด ซึ่งเป็นระดับสูงสุดเป็นประวัติการณ์ การปรับตัวลดลงแรงตอนปลายเดือน ก.ค. เกิดจากการขายทำกำไรที่ได้รับปัจจัยกระตุ้นจากการประกาศมาตรการคว่ำบาตรรัสเซีย และความเสี่ยงในการฟื้นตัวขึ้นในอาร์เจนตินา อย่างไรก็ตาม ดัชนี S&P 500 index สามารถฟื้นตัวกลับขึ้นมาสู่จุดสูงสุดเดิมที่ 2,000 จุดได้ โดยได้รับปัจจัยหนุนจากเศรษฐกิจที่ฟื้นตัวดีขึ้น ดังเห็นได้จากตัวเลข GDP ไตรมาส 2/57 และการคงอัตราดอกเบี้ยนโยบายของเฟดไว้ไม่เปลี่ยนแปลงในเดือน ก.ย. ปัจจุบันดัชนี S&P 500 index ซื้อขายที่ระดับ 1Y-forward PER ที่ 16.1 เท่า และ 1Y-forward PBV ที่ 2.6 เท่า ใกล้เคียงกับระดับ +2 S.D. ของค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 5 ปี โดยครั้งล่าสุดที่ดัชนี S&P 500 index ซื้อขายในระดับสูงเช่นนี้เกิดขึ้นตอนต้นปี 2552 หลังจากเกิดวิกฤตซับไพรม์ 1 ปี

Figure 2: อัตราการขยายตัวของ real GDP สหรัฐฯ



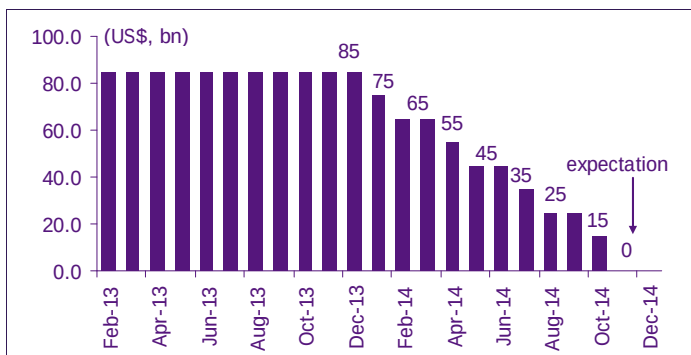
Source: US Bureau of Economic Analysis

Figure 3: ขนาดสินทรัพย์ทั้งหมดของเฟด และ US dollar index



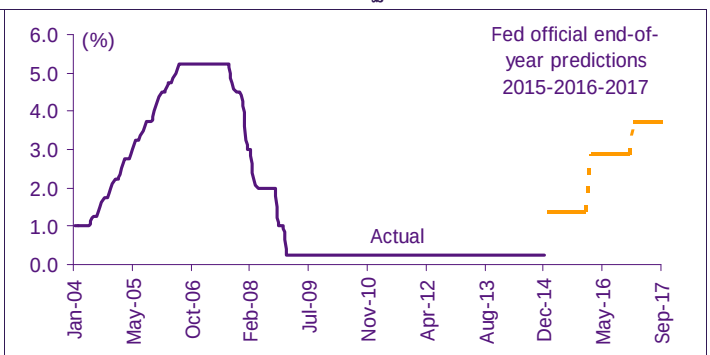
Source: Federal Reserve

Figure 4: การปรับลดวงเงินมาตรการผ่อนคลายเชิงปริมาณ (QE3)



Source: Federal Reserve

Figure 5: อัตราดอกเบี้ยนโยบายสหรัฐฯ และตัวเลขคาดการณ์สิ้นปี



Source: Federal Reserve

เศรษฐกิจในยุโรปทรงตัว
และมีความเสี่ยงเกิดภาวะเงิน
ฝืด....

...แต่ ECB ยังคงเดินหน้าไว้
นโยบายการเงินอย่าง
ต่อเนื่อง

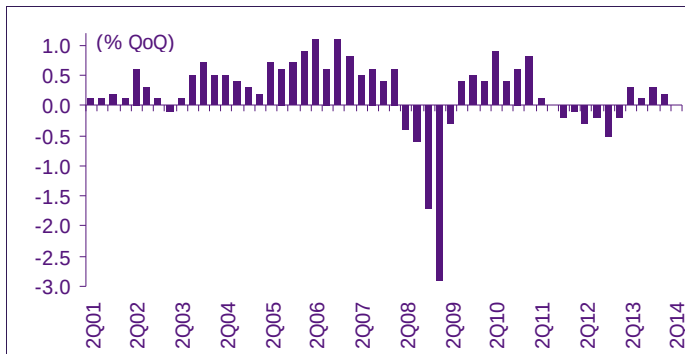
ยูโรโซน

เศรษฐกิจยูโรโซนทรงตัวในไตรมาส 2/57 โดยอัตราการขยายตัวของ GDP ยังคงอยู่ที่ 0% QoQ และอัตราเงินเฟ้อทั่วไปชะลอตัวลงสู่ 0.3% ในเดือน ส.ค. และดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อ (PMI) ชะลอตัวลง นอกจากนี้ในบางประเทศก็รายงานอัตราการว่างงานระดับสูงในช่วงดังกล่าวด้วย IMF ปรับลดประมาณการอัตราการขยายตัวของ GDP ปี 2557 สำหรับเศรษฐกิจยุโรปลดลงจาก 1.2% สู่ 1.1% และคงประมาณการปี 2558 ไว้ที่ 1.5% YoY

ปัจจุบันเศรษฐกิจยุโรปกำลังประสบกับภาวะอัตราการเจริญเติบโตทรงตัวและเงินฝืด เนื่องจากอัตราเงินเฟ้อปรับตัวลดลงอย่างต่อเนื่อง (เป้าหมายใกล้ 2%) ทั้งนี้ด้วยความคาดหวังว่ามาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจชุดใหม่จะช่วยผลักดันให้เศรษฐกิจหลุดพ้นจากภาวะทรงตัวสู่การฟื้นตัวอย่างช้าๆ ธนาคารกลางยุโรป (ECB) จึงปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลงอีก 0.10% สู่ 0.05% ปรับอัตราดอกเบี้ยเงินฝากลงอีก 0.10% สู่ -0.2% และยังคงส่งสัญญาณว่าจะออกโครงการซื้อสินทรัพย์ประเภทที่มีหลักทรัพย์ค้ำประกัน (ABS) ในวงเงินสูงถึง 1 ล้านล้านยูโร โดยจะเปิดเผยรายละเอียดเพิ่มเติมในการประชุมเดือนต้นเดือน ต.ค. ซึ่งชี้ให้เห็นว่า ECB กำลังลดความสำคัญของนโยบายหลักในการรักษาขนาดงบดุลตามที่แถลงไว้ตอนต้นปี 2555 อย่างไรก็ตาม ECB เลือกใช้คือ มาตรการปล่อยกู้ระยะยาวเป็นกรณีพิเศษ (TLTRO) วงเงิน 4 แสนล้านยูโร ซึ่งประกาศออกมาแล้วเมื่อกลางเดือน ก.ย. โดยการปล่อยกู้รอบแรกมีจำนวนเพียง 8.26 หมื่นล้านยูโร ต่ำกว่าที่นักเศรษฐศาสตร์คาดการณ์ไว้ที่ 1-3 แสนล้านยูโร ซึ่งหมายความว่า ECB อาจจะต้องออกมาตราการเชิงรุกมากขึ้น โดยมีความเป็นไปได้ที่จะมีการประกาศใช้มาตรการผ่อนคลายนโยบายการเงิน (QE) ในรูปแบบของโครงการซื้อสินทรัพย์ประเภทสินเชื่อขาดเพื่อผลักดันเศรษฐกิจให้ฟื้นตัวและหลีกเลี่ยงไม่ให้เกิดภาวะเงินฝืด

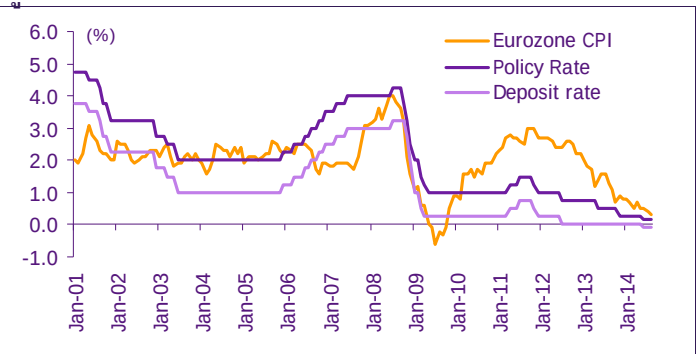
ตลาดหุ้นยูโรโซน (ใช้ดัชนี STOXX600 index เป็นตัวแทน) แกว่งตัวในกรอบ 320-350 จุด QTD ทั้งนี้แม้อัตราเงินเฟ้อปรับตัวลดลง แต่ตลาดการเงินก็กำลังจับตาดูนโยบายกระตุ้นเศรษฐกิจรอบใหม่จาก ECB โดยหลังจากส่งสัญญาณอย่างชัดเจนในการประชุมครั้งล่าสุดเมื่อ EBC ปรับอัตราดอกเบี้ยนโยบายลงสู่ระดับใกล้เคียงศูนย์ ดูเหมือนว่า ECB กำลังเตรียมออกมาตรการปล่อยเงินกู้ระยะยาว (LTRO) รอบใหม่ในเดือน ก.ย. 2557 และเตรียมดำเนินมาตรการซื้อสินทรัพย์ประเภทที่มีหลักทรัพย์ค้ำประกัน ดัชนี STOXX600 index ซื้อขายที่ 1Y-forward PER ระดับ 15.2 เท่า ต่ำกว่าระดับ +2 S.D. ของค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 5 ปีเพียงเล็กน้อย เงินยูโรอ่อนค่าลงจาก 1.37 สู่ 1.29 ดอลลาร์สหรัฐ/ยูโร QTD (-5.8%) จากการคาดการณ์มาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจรอบใหม่

Figure 6: อัตราการขยายตัวของ real GDP ยูโรโซน



Source: Eurostat

Figure 7: อัตราเงินเฟ้อ อัตราดอกเบี้ยนโยบาย และอัตราดอกเบี้ยของยูโรโซน



Source: Eurostat, European Central Bank

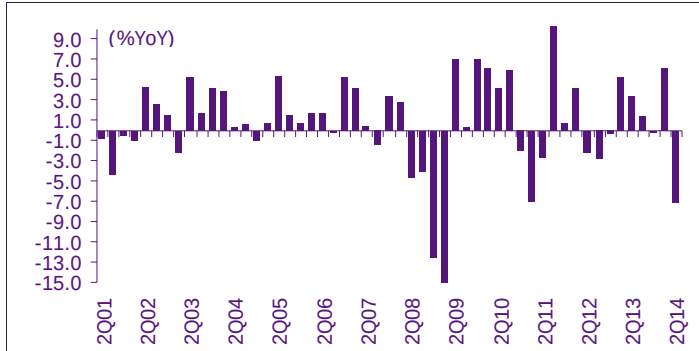
การขึ้นภาษีการขายสร้าง
ความสับสนให้กับตัวเลข
เศรษฐกิจ

ญี่ปุ่น

เศรษฐกิจญี่ปุ่นหดตัวลง 7.1% QoQ (อัตรารายปีปรับฤดูกาล) ในไตรมาส 2/57 ซึ่งต่ำกว่าที่รายงานไว้ก่อนหน้านี้ว่าหดตัวลง 6.8% โดยเกิดจากการใช้จ่ายเงินทุนที่ลดลงมาก เมื่อมองที่องค์ประกอบของ GDP พบว่ารายจ่ายลงทุนในไตรมาส 2/57 ปรับตัวลดลงมากถึง 18.8% (เฉลี่ยรายปี) จากไตรมาส 1/57 โดยมีสาเหตุมาจากผลกระทบของการขึ้นภาษีการขายในเดือน เม.ย. ที่ส่งผลทำให้ผู้บริโภคซื้อสินค้าก่อนที่ภาษีการขายจะปรับขึ้น ทำให้ GDP ไตรมาส 1/57 เติบโตสูงถึง 6.0% ผลกระทบจากความผันผวนของการใช้จ่ายอุปโภคบริโภคจะค่อยๆ เลือนหายไปเมื่อประชาชนปรับตัวเข้ากับราคาสินค้าใหม่ได้ รัฐบาลญี่ปุ่นรู้สึกว่าการปรับขึ้นอย่างต่อเนื่อง โดยตั้งเป้าอัตราเงินเฟ้อไว้ที่ 2.0% และมองไม่เห็นความจำเป็นที่จะต้องออกมาตรการเพิ่มเติมในตอนนี้ ในเวลาเดียวกันรัฐบาลญี่ปุ่นก็ต้องการสร้างความมั่นใจว่ามีเครื่องมือกระตุ้นเศรษฐกิจพร้อมก่อนที่จะปรับอัตราภาษีการขายขึ้นสู่ 10% ในปี 2558 ตามที่วางแผนไว้ เพื่อปรับปรุงฐานะการเงินของรัฐบาลหลังจากการใช้จ่ายภาคครัวเรือนชะลอตัวลง IMF ปรับประมาณการอัตราการขยายตัวของ GDP ปี 2557 ของญี่ปุ่นเพิ่มขึ้นสู่ 1.6% YoY จากเดิมที่ 1.4% นอกจากนี้ IMF ก็ปรับประมาณการอัตราการขยายตัวของ GDP ปี 2558 ของญี่ปุ่นเพิ่มขึ้นจาก 1.0% สู่ 1.1% ด้วย การปรับประมาณการ GDP เพิ่มขึ้นได้รับปัจจัยหนุนจากอัตราการขยายตัวของ GDP ไตรมาส 1/57 ที่สูงกว่าคาด ซึ่งเป็นผลมาจากการขึ้นภาษีการขาย

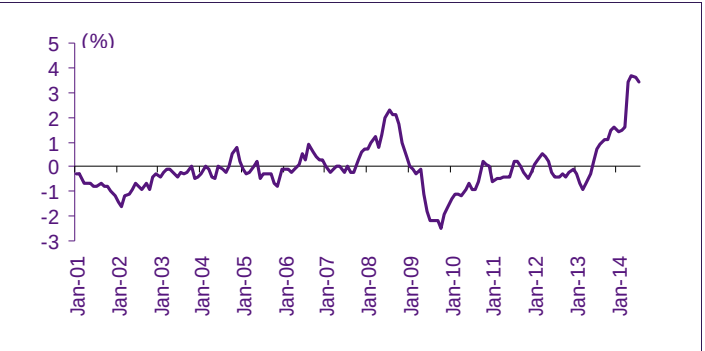
ตลาดหุ้นญี่ปุ่นแกว่งตัวในกรอบกว้างในไตรมาส 3/57 สะท้อนถึงความเสี่ยงด้านภูมิรัฐศาสตร์ โดยเฉพาะความขัดแย้งในยูเครน อย่างไรก็ตาม ตลาดโดยรวมยังแข็งแกร่งเพราะความช่วยเหลือของรัฐบาลจากการที่กองทุนบำเหน็จบำนาญมูลค่า 1.2 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐเข้าถือครองหลักทรัพย์ในตลาดหุ้นญี่ปุ่นเพิ่มมากขึ้น ดัชนี Nikkei225 ปรับตัวเพิ่มขึ้น 7.6% QTD ตลาดหุ้นญี่ปุ่นซื้อขายที่ 1Y-forward PER ระดับ 18.5 เท่า ใกล้เคียงกับค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 5 ปี

Figure 8: อัตราการขยายตัวของ real GDP ญี่ปุ่น



Source: Economic and Social Research Institute Japan

Figure 9: อัตราเงินเฟ้อของญี่ปุ่น



Source: Economic and Social Research Institute Japan

จีน

ความเสี่ยงเกี่ยวกับเศรษฐกิจจีนที่ชะลอตัวอย่างค่อยเป็นค่อยไปลดน้อยลง

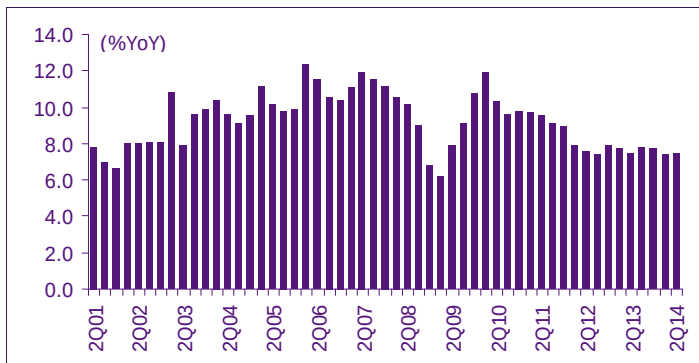
จีนเตรียมนำมาตรฐานใหม่มาใช้คำนวณ GDP

GDP ไตรมาส 2/57 ของจีนขยายตัว 7.5% YoY สูงกว่าระดับที่ตลาดคาดการณ์ไว้ที่ 7.4% YoY อยู่เล็กน้อย และเป็นไปตามเป้าที่รัฐบาลวางไว้ทั้งปี จีนพยายามบริหารเศรษฐกิจให้ชะลอตัวอย่างค่อยเป็นค่อยไปหลังจากเศรษฐกิจมีอัตราเติบโตเป็นตัวเลขสองหลักมาเป็นเวลานาน ดัชนี HSBC manufacturing PMI เดือน ส.ค. ชะลอตัวลงหลังจากปรับขึ้นแรงเหนือระดับ 50 ในเดือน มิ.ย. ประชาชนมีความกังวลมากขึ้นเกี่ยวกับภาวะเศรษฐกิจชะลอตัว แม้ดัชนี HSBC services PMI ทำจุดสูงสุดในรอบ 17 เดือนในเดือนเดียวกันนี้ ในรายงาน WEO ฉบับเดือน ก.ค. IMF ได้ปรับประมาณการอัตราการขยายตัวของ GDP จีนในปี 2557 ลดลงเล็กน้อยจาก 7.5% สู่ 7.4% และปี 2558 ลดลงจาก 7.3% สู่ 7.1%

รัฐบาลจีนเตรียมประกาศใช้วิธีใหม่ในการคำนวณ GDP โดยใช้มาตรฐาน SNA 2008 มาตรฐานใหม่นี้จะนำมาใช้จนถึงสิ้นปี 2557 หรือต้นปี 2558 ซึ่งเป็นช่วงที่จะมีการประกาศตัวเลข GDP ปี 2557 ด้วยมาตรฐาน SNA 2008 ตัวเลข GDP จีนจะสูงกว่าการคำนวณด้วยมาตรฐานเดิม คือ SNA 1993 อยู่ 0.1-0.2%

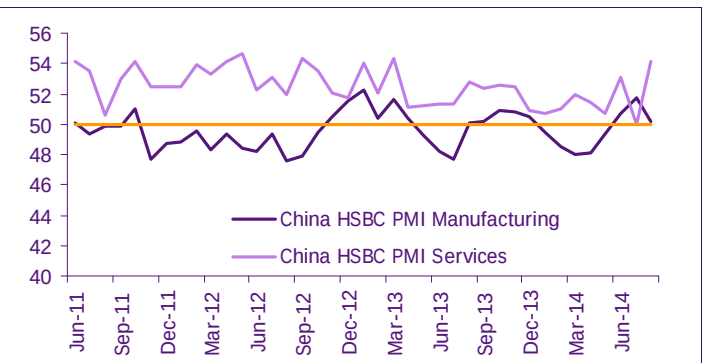
ดัชนีเซี่ยงไฮ้คอมโพสิตของจีนปรับตัวขึ้นอย่างมากในไตรมาส 3/57 หลังจากดัชนี PMI ภาคการผลิตของจีนปรับขึ้นทำจุดสูงสุดในรอบ 18 เดือน อัตราการกันสำรอง (reserve requirement ratio) สำหรับธนาคารบางแห่งถูกปรับลดลง ดัชนีเซี่ยงไฮ้คอมโพสิตปรับตัวขึ้นแรงอีกครั้งตอนต้นเดือน ก.ย. จากความคาดหวังครั้งใหม่เกี่ยวกับการเปิดเสรีการลงทุนให้แก่นักลงทุนต่างชาติ แม้ดัชนีเซี่ยงไฮ้คอมโพสิตปรับตัวเพิ่มขึ้น แต่ตอนนี้ยังซื้อขายที่ 1Y-forward PER ระดับ 8.9 เท่า ซึ่งอยู่ใกล้เคียงกับระดับ -1 S.D. ของค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 5 ปี ตลาดหุ้นจีนปรับขึ้นมาแล้วมากกว่า 10% QTD และ outperform ดัชนี MSCI Asia Pacific ex-Japan อยู่ 13.9% แต่ยังคงเป็นหนึ่งในตลาดที่ถูกที่สุดในภูมิภาคนี้

Figure 10: อัตราการขยายตัวของ real GDP จีน



Source: National Bureau of Statistics of China

Figure 11: ดัชนี HSBC PMI จีน



Source: Markit

เศรษฐกิจไทยสามารถเลี้ยง
ภาวะถดถอยทางเทคนิคได้ใน
ไตรมาส 2/57 และมีแนวโน้ม
ฟื้นตัวอย่างชัดเจน

เศรษฐกิจไทย

เศรษฐกิจไทยขยายตัว 0.4% YoY ในไตรมาส 2/57 หลังจากหดตัวลง 0.6% ในไตรมาส 1/57 ซึ่งเป็นตัวเลขที่ดีกว่าตลาดคาด SCB EIC คาดว่าเศรษฐกิจไทยจะฟื้นตัวในช่วงครึ่งหลังของปีนี้โดยได้รับปัจจัยหนุนจากการเบิกจ่ายงบประมาณรัฐบาลเร็วขึ้นและนโยบายช่วยเหลือเกษตรกร SCB EIC คาดว่าเศรษฐกิจไทยจะเติบโต 2.0% ในไตรมาส 3/57 และจะเติบโตเพิ่มมากขึ้นสู่ 4.5% ในไตรมาส 4/57 ประเมินการอัตราการขยายตัวของ GDP ตลอดทั้งปีอยู่ที่ 1.6% ในปี 2557 และ 4.7% ในปี 2558

Figure 12: ประมาณการเศรษฐกิจไทย

Key Indicators	2013 Share	Unit	2013					2014					2015
			Q1	Q2	Q3	Q4	Full Year	Q1	Q2	Q3F	Q4F	Full Year	
Real GDP growth		% YOY	5.4%	2.9%	2.7%	0.6%	2.9%	-0.5%	0.4%	2.0%	4.5%	1.6%	4.7%
Demand-side													
Private consumption	51%	% YOY	4.4%	2.5%	-1.2%	-4.1%	0.3%	-3.0%	0.2%	0.4%	2.6%	0.1%	3.6%
Public consumption	10%	% YOY	2.9%	7.6%	7.3%	0.8%	4.9%	4.2%	1.9%	2.0%	5.0%	3.1%	2.5%
Investment (GFCF)	22%	% YOY	5.8%	4.7%	-6.3%	-11.4%	-2.0%	-9.3%	-6.9%	-0.9%	14.4%	-1.2%	13.8%
Private investment	17%	% YOY	2.9%	2.0%	-3.1%	-13.2%	-2.8%	-7.4%	-7.0%	-4.1%	12.9%	-1.9%	13.0%
Public investment	5%	% YOY	18.8%	15.4%	-16.2%	-4.7%	1.3%	-16.6%	-6.7%	10.5%	20.1%	1.5%	16.5%
Supply-side													
Agriculture	8%	% YOY	0.8%	2.5%	-0.3%	2.1%	1.4%	1.4%	2.2%	3.9%	2.7%	2.5%	3.1%
Manufacturing	38%	% YOY	4.9%	-1.1%	-0.5%	-2.8%	0.1%	-2.7%	-1.6%	0.0%	2.0%	-0.6%	4.1%
Services	54%	% YOY	6.5%	6.1%	5.4%	3.0%	5.2%	0.8%	1.5%	3.2%	6.6%	3.0%	5.5%
External sector													
Export of Goods (USD)		% YOY	3.9%	-2.2%	-1.7%	-1.0%	-0.3%	-1.0%	0.3%	-1.4%	6.5%	1.1%	4.0%
Import of Goods (USD)		% YOY	8.8%	2.8%	-2.0%	-7.9%	0.3%	-15.4%	-12.6%	-3.4%	2.0%	-7.6%	7.3%
Current account			0.5	-6.7	0.4	3.0	-2.8%	8.2	0.5	2.7	5.3	16.8	2.5
Key rates													
Headline inflation		% YOY	3.1%	2.3%	1.7%	1.7%	2.2%	2.0%	2.5%	2.1%	2.4%	2.2%	2.6%
Core inflation		% YOY	1.5%	1.0%	0.7%	0.8%	1.0%	1.2%	1.7%	1.8%	1.8%	1.6%	1.7%
Policy rate (RP-1D) (end period)		% p.a.	2.75%	2.50%	2.50%	2.25%	2.25%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	2.50%
THB/USD (end period)		THB/USD	29.8	29.9	31.4	31.7	31.7	32.6	32.4	32.5	33.0	33.0	33.0
Oil prices –Brent (period avg.)		USD/bbl	113	103	110	109	109	108	110	105	108	108	105

Source: Forecast by SCB EIC

ผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียน

กำไรของบริษัทจดทะเบียนไทย
จะเติบโตเป็นตัวเลขสองหลัก
ในงวดครึ่งหลังปี 58 และปี
2558

กำไรสุทธิไตรมาส 2/57 ของบริษัทจดทะเบียนในการวิเคราะห์ของ SCBS มีจำนวน 1.73 แสนล้านบาท เพิ่มขึ้น 22.2% YoY แต่ลดลง 2.8% QoQ กำไรที่เพิ่มขึ้น YoY หลักๆ เกิดจากบริษัทในกลุ่มพลังงานที่บันทึกขาดทุนจากสต็อกน้ำมันในไตรมาส 2/56 แต่มีกำไรจากสต็อกน้ำมันในไตรมาส 2/57 ขณะที่กำไรที่ลดลง QoQ รวมเอาผลกระทบของกำไรพิเศษจากการขายสินทรัพย์ของ TRUE ให้แก่กองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐานในไตรมาส 1/57 เข้ามาด้วย แนวโน้มผลการดำเนินงานงวดครึ่งหลังปี 57 ดูสดใสมากขึ้นหลังจากจัดตั้งรัฐบาลและงบประมาณปี 2558 ผ่านความเห็นชอบ เราคาดว่ากำไรสุทธิของบริษัทจดทะเบียนในการวิเคราะห์ของ SCBS จะเติบโต 8% ในปี 2557 (ซึ่งหมายความว่ากำไรงวดครึ่งหลังปี 57 จะเติบโต 19.0% YoY และ 7.4% HoH) และ 15% ในปี 2558

Figure 13: Sector valuation and forecasts

	PE (x)			NP Growth (%)			PBV (x)			ROE (%)		
	13A	14F	15F	13A	14F	15F	13A	14F	15F	13A	14F	15F
Agribusiness	17.2	12.9	12.3	3,583	33	6	3.46	2.91	2.50	22	24	22
Automotive	9.8	11.0	9.7	(1)	(10)	13	1.45	1.34	1.23	14	13	13
Banking	12.8	12.2	10.6	23	5	15	1.99	1.77	1.58	16	15	16
Commerce	36.1	32.8	26.0	8	10	26	8.62	7.41	6.31	26	24	26
Construction Materials	16.4	17.3	14.9	49	(5)	17	2.66	2.45	2.26	16	15	16
Electronic Components	14.5	12.3	12.1	13	18	1	2.37	2.13	1.95	13	16	17
Energy & Utilities	12.3	11.0	10.7	(9)	12	3	1.40	1.28	1.19	12	12	12
Finance & Securities	10.9	11.0	9.8	92	(1)	12	2.78	2.53	2.25	27	24	24
Food & Beverage	32.6	19.8	15.5	(46)	65	28	2.37	1.99	1.89	3	11	13
Health Care Services	43.8	37.3	31.4	(17)	17	19	7.22	6.55	5.84	19	21	22
ICT	26.3	19.9	16.4	8	32	22	11.22	6.61	6.40	21	38	44
Insurance	66.6	47.0	19.8	n.m.	42	138	4.99	4.25	3.61	8	10	20
Media & Publishing	15.6	17.2	19.0	11	(10)	(9)	5.50	5.44	5.41	35	32	29
Petrochemicals & Chemicals	11.8	11.6	9.6	(6)	2	21	1.34	1.25	1.15	11	11	13
Property Development	13.4	14.4	13.1	43	(7)	10	2.74	2.49	2.24	17	18	19
Tourism & Leisure	28.9	55.1	25.8	37	(48)	114	3.98	3.83	3.51	10	7	14
Transportation & Logistics	44.6	67.7	25.3	(47)	(34)	168	2.03	2.06	2.00	3	2	8
mai	203.6	54.1	29.6	123	276	83	15.32	12.09	9.13	10	25	35
SCBS Universe	16.8	15.5	13.5	5	8	15	2.37	2.14	1.96	14	14	15

Source: SCBS Investment Research



ในที่สุดประเทศไทยก็มีรัฐบาล
เข้ามาบริหารประเทศ!

ผลงานของ คสช. และนโยบายรัฐบาล

ภายหลังการทำการรัฐประหารตอนปลายเดือน พ.ค. คณะรักษาความสงบแห่งชาติ (คสช.) ก็เข้ามาทำหน้าที่บริหารประเทศและช่วยให้สถานการณ์ความไม่แน่นอนทางการเมืองของประเทศไทยคลี่คลายลง โดยนับตั้งแต่ คสช. เข้ามาบริหารประเทศ คสช. ก็จ่ายเงินให้แก่ชาวนาในโครงการรับจำนำข้าวซึ่งเป็นโครงการที่ริเริ่มโดยรัฐบาลชุดก่อน ปรับโครงสร้างคณะกรรมการรัฐวิสาหกิจครั้งใหญ่ และเดินหน้าปฏิรูปราคาพลังงาน นอกจากนี้ คสช. ยังได้จัดตั้งสมานิติบัญญัติแห่งชาติ (สนช.) และครม. ซึ่งมีมติผ่านงบประมาณปี 2558 (ต.ค. 2557 ถึง ก.ย. 2558) แล้ว

พล.อ. ประยุทธ์ซึ่งเป็นผู้นำการทำการรัฐประหาร เป็นหัวหน้า คสช. และยังได้รับการแต่งตั้งเป็นนายกรัฐมนตรีด้วย ในการแถลงนโยบายต่อสภาฯ พล.อ. ประยุทธ์ได้พูดถึงนโยบายที่แบ่งออกเป็น 3 ระยะ ได้แก่ นโยบายระยะสั้น นโยบายระยะกลาง และนโยบายระยะยาว นโยบายระยะสั้นจะมุ่งเน้นกระตุ้นการขยายตัวของเศรษฐกิจปี 2557 ผ่านการลงทุน การอุปโภคบริโภค และการส่งออก ส่วนนโยบายระยะกลางจะมุ่งไปที่โครงการลงทุนพัฒนาโครงสร้างพื้นฐาน การปฏิรูปพลังงาน และการปฏิรูปภาษี ขณะที่นโยบายระยะยาวจะมุ่งเน้นการปรับโครงสร้างระยะยาวในการพัฒนาภาคอุตสาหกรรม ราคาผลิตภัณฑ์ทางการเกษตร ผลิตภาพของรัฐวิสาหกิจ และพัฒนาขีดความสามารถในการแข่งขันทางธุรกิจ

Figure 14: เหตุการณ์ในช่วงที่ คสช. เข้ามาบริหารประเทศ

เหตุการณ์ในช่วงที่ คสช. เข้ามาบริหารประเทศ

วันที่	เหตุการณ์
22 พ.ค.	รัฐประหาร
26 พ.ค.	ในหลวงโปรดเกล้าฯ แต่งตั้ง พล.อ. ประยุทธ์เป็นหัวหน้า คสช.
28 พ.ค.	คสช. จะนำโครงการ 2 ล้านบาทกลับมากิจารณาอีกครั้ง
1 มิ.ย.	คสช. เผยโรดแมพสู่การเลือกตั้ง
12 มิ.ย.	คสช. จะนำโครงการบริหารจัดการน้ำกลับมากิจารณาอีกครั้ง
13 มิ.ย.	ยกเลิกเคอร์ฟิว
17 มิ.ย.	เลื่อนประมูลใบอนุญาตคลื่นความถี่ 1800Mhz, 900MHz
19 มิ.ย.	กระทรวงคมนาคมเตรียมเสนอโครงการลงทุนโครงสร้างพื้นฐาน 2.4 ล้านล้านบาท
ปลายเดือน มิ.ย.	จ่ายเงินค่าจำนำข้าวที่เหลือทั้งหมด
23 ก.ค.	ในหลวงโปรดเกล้าฯ รัฐธรรมนูญชั่วคราว
29 ก.ค.	คสช. พิจารณาโครงการลงทุนโครงสร้างพื้นฐาน 2.4 ล้านล้านบาท
1 ส.ค.	ในหลวงโปรดเกล้าฯ แต่งตั้ง คสช.
7 ส.ค.	สนช. ประชุมนัดแรกอย่างเป็นทางการ
18 ส.ค.	ประกาศ GDP ไตรมาส 2/57 ดีกว่าคาดเล็กน้อย; สนช. ผ่านร่างงบประมาณปี 2558 วาระแรก
24 ส.ค.	ในหลวงโปรดเกล้าฯ แต่งตั้ง พล.อ. ประยุทธ์เป็นนายกรัฐมนตรีคนที่ 29
28 ส.ค.	คสช. ปรับโครงสร้างราคาน้ำมันขายปลีก
30 ส.ค.	ในหลวงโปรดเกล้าฯ แต่งตั้งครม.
9 ก.ย.	คสช. เห็นชอบปรับโครงสร้างราคา LPG และ NGV
12 ก.ย.	แถลงนโยบายรัฐบาล
16 ก.ย.	ผ่านงบประมาณปี 2558 (วาระสุดท้าย)

นโยบายรัฐบาล พล.อ. ประยุทธ์

ความเร่งด่วน	นโยบาย
ระยะสั้น	เร่งเบิกจ่ายงบประมาณปี 2557 ที่เหลืออยู่ โดยมุ่งเน้นการสร้างงาน และการอุปโภคบริโภค
	กระตุ้นการลงทุนด้วยการเร่งพิจารณาโครงการลงทุนที่มีประสิทธิภาพ และนำโครงการการลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานประเภทที่มีผลตอบแทนดี เช่น โครงการขนส่งมวลชนในกทม. มาจัดทำเป็นโครงการลงทุนร่วมกับเอกชน
	เกษตรกรให้มีรายได้ที่เหมาะสมด้วยวิธีการต่างๆ และใช้กลไกการตลาดดูแลราคาสินค้าการเกษตร
	ลดอุปสรรคในการส่งออกเพื่อให้เกิดความคล่องตัว
ระยะกลาง	แก้ปัญหาหนี้ท่วมในฤดูฝน และแก้ปัญหาภัยแล้ง รัฐบาลจะเร่งดำเนินการจัดสร้างแหล่งน้ำขนาดเล็กให้ครอบคลุมพื้นที่เพราะปลูกให้มากที่สุด
	ปฏิรูปโครงสร้างราคาเชื้อเพลิง
	ปรับปรุงวิธีการจัดเก็บภาษีให้ได้อย่างครบถ้วน ปรับปรุงโครงสร้างอัตราภาษีการค้า และขยายฐานการจัดเก็บภาษีประเภทใหม่ เช่น ภาษีมรดก ภาษีที่ดินและสิ่งปลูกสร้าง และยกเลิกการยกเว้นภาษี ที่เอื้อประโยชน์เฉพาะผู้มีฐานะการเงินดี
	บริหารจัดการหนี้ภาครัฐที่เกิดขึ้นในช่วงรัฐบาลที่ผ่านมา โดยจะหาแหล่งเงินระยะยาวมาเสาะหาหนี้ทั้งหมด
ระยะยาว	พัฒนาโครงสร้างพื้นฐานการขนส่งคมนาคมทางบก โดยเริ่มโครงการรถไฟขนส่งในกรุงเทพฯ และรถไฟฟ้าเชื่อมกรุงเทพมหานครกับเมืองบริวาร ด้านคมนาคมทางอากาศ จะปรับปรุงท่าอากาศยานสุวรรณภูมิ ระยะที่ 2 และ ท่าอากาศยานดอนเมือง ด้านการคมนาคมทางน้ำ พัฒนาการขนส่งทางสินค้าทางน้ำ เพื่อลดต้นทุนระบบโลจิสติกส์ เร่งรัดพัฒนาท่าเรือแหลมฉบัง
	ปรับโครงสร้างการบริหารจัดการในสาขาขนส่ง
	พัฒนาและปรับปรุงระบบบริหารจัดการของรัฐวิสาหกิจ ให้มีประสิทธิภาพโปร่งใส และตรวจสอบได้
	ปรับปรุงโครงสร้างการผลิตสินค้าเกษตรให้สอดคล้องกับความต้องการและสนับสนุนให้สหกรณ์เพิ่มบทบาทในฐานะผู้ซื้อพืชผล เพื่อให้สหกรณ์เป็นผู้ค้าขายสินค้าเกษตรรายใหญ่รายหนึ่ง
	ด้านอุตสาหกรรม ส่งเสริมพัฒนาอุตสาหกรรมที่สอดคล้องกับศักยภาพพื้นฐานของประเทศ
	เพิ่มขีดความสามารถของ SME ให้เข้มแข็งและแข่งขันได้ รวมถึงเข้าถึงแหล่งทุนและบริการทางการเงิน
	ส่งเสริมภาคเศรษฐกิจดิจิทัล

Source: Krungtep Thurakij , SCBS Investment Research



แนวโน้มตลาดหุ้นไตรมาส 4/57 และกลยุทธ์การลงทุน

อัตราดอกเบี้ยของกำไร

กำไรมีอ็อปไซด์โดยได้รับ
ปัจจัยหนุนจากฐานต่ำและ
นโยบายสนับสนุนการ
เจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ

เราเล็งเห็นอ็อปไซด์ในกำไรของบริษัทจดทะเบียนไทยในระยะ 12-18 เดือนข้างหน้า ประการแรก มีผลกระทบของฐานต่ำ เนื่องจากกำไรในช่วง 12 เดือนที่ผ่านมาของบริษัทจดทะเบียนได้รับผลกระทบจากสถานการณ์ความไม่สงบทางการเมืองตอนปลายปี 2556 และต้นปี 2557 (ความเชื่อมั่นทางธุรกิจและความเชื่อมั่นผู้บริโภคอยู่ในระดับต่ำ ภาครัฐบาลที่มีอำนาจเต็มในการบริหารประเทศ) รวมถึงผลกระทบที่ตามมาของนโยบายประชานิยมที่สิ้นสุดลง (มาตรการรถคันแรก โครงการรับจำนำข้าว) ประการที่สอง รัฐบาลใหม่จะประกาศใช้นโยบายการคลังที่มุ่งเน้นกระตุ้นการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ และไม่น่าจะเจอกระแสคัดค้านมากนัก ขณะที่การเลือกตั้งทั่วไปถูกกำหนดไว้ภายในปลายปี 2558 ดังนั้นความเสี่ยงทางการเมืองจึงน่าจะมีน้อยในระยะ 12 เดือนข้างหน้า

ผลกระทบจากการขึ้นอัตราดอกเบี้ย

ในทางทฤษฎี การขึ้นอัตรา
ดอกเบี้ยจะส่งผลกระทบต่อ
ด้านลบต่อตลาดหุ้น แต่ที่
ผ่านมาการขึ้นอัตรา
ดอกเบี้ยไม่ได้มีผลกระทบต่อ
ตลาดหุ้นมากนัก และความ
จริงแล้วตลาดหุ้นยัง
สามารถปรับขึ้นได้ด้วย

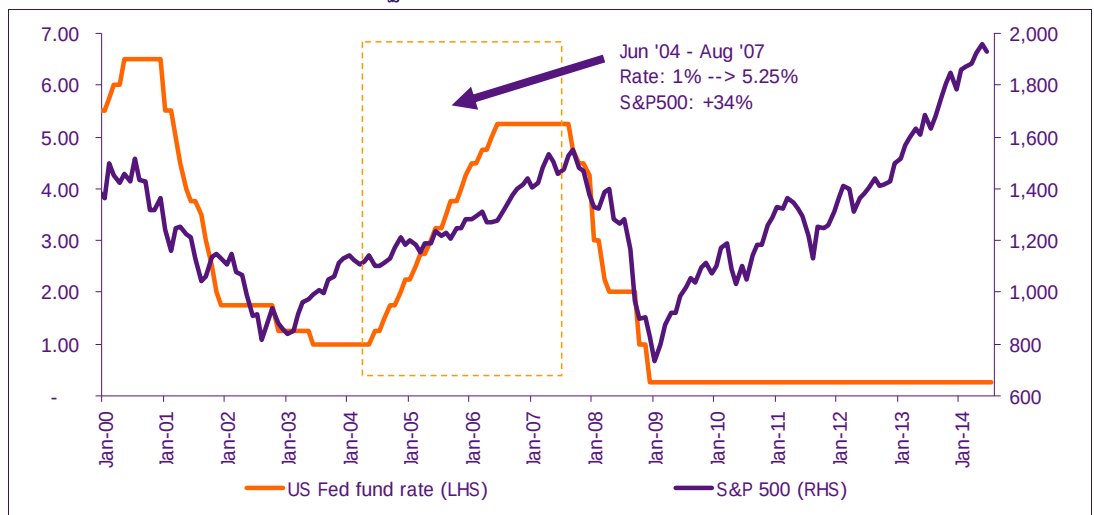
เนื่องจากมาตรการผ่อนคลายเชิงปริมาณ (QE) ของสหรัฐฯ กำลังจะสิ้นสุดลง ตลาดจึงหันมาให้ความสำคัญกับการขึ้นอัตราดอกเบี้ยที่กำลังใกล้เข้ามา ทั้งนี้นับตั้งแต่เกิดวิกฤตซับไพรม์ในสหรัฐฯ ธนาคารกลางสหรัฐฯ ก็ประกาศใช้มาตรการกระตุ้นทางการเงินหลายมาตรการด้วยกันเพื่อสนับสนุนเศรษฐกิจ เริ่มต้นด้วยการลดอัตราดอกเบี้ยลง แต่วิธีนี้ไม่เพียงพอกระตุ้นให้เศรษฐกิจปรับตัวดีขึ้น โดยหลังจากปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลงสู่ระดับใกล้ศูนย์ เฟดก็ต้องนำมาตราการพิเศษ คือ QE มาใช้เพื่ออัดฉีดสภาพคล่องเข้าสู่ระบบเศรษฐกิจโดยตรง โดยในช่วงที่มีการใช้มาตรการ QE 3 รอบ การฟื้นตัวของเศรษฐกิจสหรัฐฯ ดูเหมือนจะมีโมเมนตัมที่ดีขึ้น ส่งผลทำให้เฟดสามารถเริ่มปรับลดวงเงินมาตรการ QE ลง ซึ่งถือเป็นจุดเริ่มต้นของการยุติการใช้นโยบายการเงินในการกระตุ้นเศรษฐกิจของสหรัฐฯ โดยหลังจากมาตรการ QE สิ้นสุดลง (น่าจะเกิดขึ้นตอนปลายเดือน ต.ค.) เฟดก็จะต้องกลับมาใช้นโยบายการเงินตามปกติด้วยการปรับอัตราดอกเบี้ยนโยบายเพิ่มขึ้น

การกลับมาของวัฏจักรอัตราดอกเบี้ยขาขึ้นจะส่งผลกระทบต่อการลงทุนในตลาดหุ้นอย่างไร? คำตอบโดยทั่วไปคือ จะส่งผลกระทบต่อตลาดหุ้น ซึ่งเป็นเหตุผลส่วนหนึ่งว่าทำไมการประชุมเฟดจึงได้รับความสนใจอย่างมาก อย่างไรก็ตาม การขึ้นอัตราดอกเบี้ยไม่จำเป็นต้องส่งผลกระทบต่อตลาดหุ้นเสมอไป เพราะตลาดหุ้นเป็นตลาดที่ค่อนข้างซับซ้อนโดยได้รับปัจจัยกระตุ้นจากปัจจัยหลายอย่างด้วยกันโดยมีอัตราดอกเบี้ยเป็นเพียงหนึ่งในปัจจัยเหล่านั้น ทั้งนี้หากดูว่าตลาดหุ้นตอบสนองต่อการขึ้นอัตราดอกเบี้ยในอดีตที่ผ่านมาอย่างไรก็อาจจะทำให้สามารถเห็นภาพได้ชัดเจนมากขึ้น

ตลาดหุ้นสหรัฐฯ ปรับขึ้น
34% เมื่อครั้งที่มีการปรับ
ขึ้นอัตราดอกเบี้ยรอบล่าสุด

การขึ้นอัตราดอกเบี้ยในสหรัฐฯ รอบล่าสุดเกิดขึ้นตั้งแต่เดือน มิ.ย. 2547 ถึงเดือน ส.ค. 2550 (ระยะเวลา 39 เดือน) โดยในช่วงเวลาดังกล่าวอัตราดอกเบี้ยนโยบายของเฟดปรับเพิ่มขึ้นจาก 1% สู่ 5.25% และความจริงแล้วในระหว่างนั้น ดัชนี S&P500 index ปรับขึ้นมากถึง 34%

Figure 15: อัตราดอกเบี้ยนโยบายสหรัฐฯ และดัชนี S&P500 index



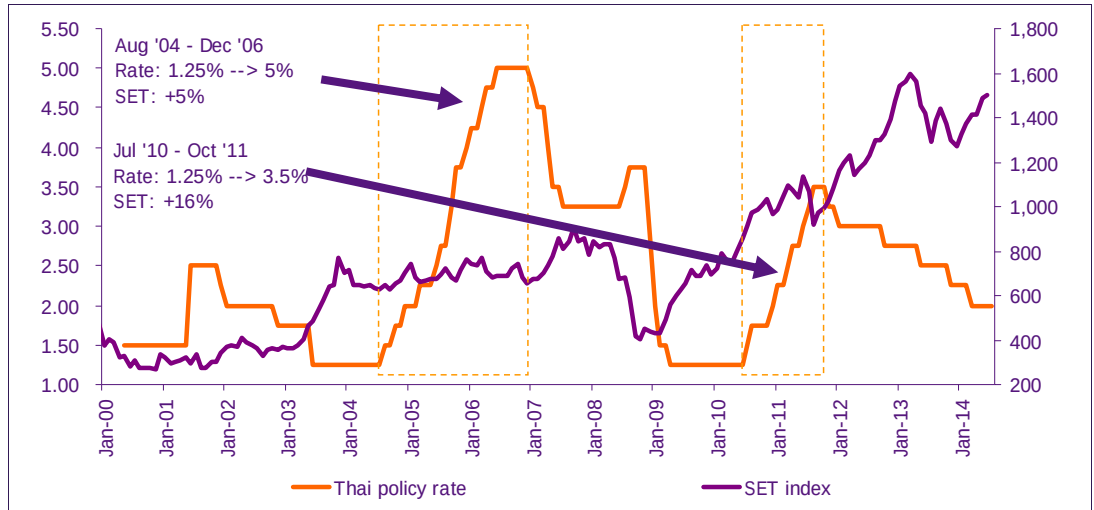
Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

ตลาดหุ้นไทยปรับขึ้น 5% และ 16% ในช่วงที่มีการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ย 2 รอบก่อน

ในทศวรรษที่ผ่านมา ประเทศไทยมีการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ย 2 รอบใหญ่ๆ ด้วยกัน โดยตั้งแต่เดือน ส.ค. 2547 ถึงเดือน ธ.ค. 2549 (ระยะเวลา 29 เดือน) ธปท.ได้ปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายจาก 1.25% สู่ 5% ในช่วงเวลาดังกล่าว SET index ปรับขึ้นมา 5% และในระหว่างนั้น SET index ขึ้นไปทำจุดสูงสุดในเดือน มี.ค. 2549 (ขึ้นอัตราดอกเบี้ยมาแล้ว 20 เดือน) ซึ่งสูงกว่าระดับก่อนเริ่มขึ้นอัตราดอกเบี้ยอยู่ 23%

การขึ้นอัตราดอกเบี้ยรอบที่สองเกิดขึ้นตั้งแต่เดือน ก.ค. 2553 ถึงเดือน ต.ค. 2554 (ระยะเวลา 16 เดือน) โดยในช่วงเวลาดังกล่าว อัตราดอกเบี้ยนโยบายปรับขึ้นจาก 1.25% สู่ 3.5% ในขณะที่ SET index ปรับขึ้น 16% และในระหว่างนั้น SET index ขึ้นไปทำจุดสูงสุดในเดือน มิ.ย. 2554 (ขึ้นอัตราดอกเบี้ยมาแล้ว 12 เดือน) ซึ่งสูงกว่าระดับก่อนเริ่มขึ้นอัตราดอกเบี้ยอยู่ 32%

Figure 16: อัตราดอกเบี้ยนโยบายของประเทศไทย และ SET index



Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

เป้า SET index

SET index จะปรับขึ้นทดสอบจุดสูงสุดตลอดกาลที่ 1,753 จุดเมื่อ 20 ปีก่อน

เรายังคงคำนวณเป้า SET index ตามปัจจัยพื้นฐานด้วยวิธี earnings-yield gap แต่ครั้งนี้มีการปรับเปลี่ยนเล็กน้อย โดยเปลี่ยนมาใช้ค่า 12-month forward earnings yield แทน ก่อนหน้านี้เราเลือกใช้ trailing earnings yield เพื่อลดความเสี่ยงในการทำประมาณการ (เป้า SET index ในระยะ 12 เดือนข้างหน้าจะต้องใช้ประมาณการกำไรในระยะ 24 เดือนข้างหน้า) อย่างไรก็ตาม ในช่วงที่คาดว่าอัตราเติบโตของกำไรจะเปลี่ยนแปลงอย่างมาก การใช้ trailing earnings yield จะมีข้อจำกัด ซึ่งเป็นสถานการณ์ที่เกิดขึ้นในปัจจุบัน สำหรับการคำนวณหาเป้า SET index ปี 2557 กำไรปี 2557 จะมีกำไรที่อ่อนแอเป็นพิเศษในงวดครั้งแรกปี 57 รวมอยู่ด้วย ซึ่งไม่สอดคล้องกับแนวโน้มกำไรในปัจจุบัน

เป้า SET index ของเราอยู่ที่:

1,640 จุดปลายปี 2557

1,800 จุดปลายปี 2558

ทั้งนี้แนวทางหลักๆ ยังคงเหมือนเดิม เรายังคงใช้ historic earnings-yield gap ในปี 2555-2556 เนื่องจากเรามองเห็นความคล้ายคลึงกันของแนวโน้มเศรษฐกิจและกำไรในช่วงปีดังกล่าวกับในระยะ 12-18 เดือนข้างหน้า historic earnings-yield gap ที่ 3% กับสมมติฐาน risk-free rate ของเราที่ 3.75% (เท่ากับค่าเฉลี่ยในช่วง 5 ปีก่อน และสูงกว่าผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปีที่ 3.5% อยู่เล็กน้อย) ให้ earnings yields เป้าหมายที่ 6.8% หรือ PE 14.8 เท่า เมื่อนำตัวเลขเหล่านี้มาใช้กับประมาณการกำไรของเรา จะให้เป้า SET index ที่ 1,640 จุดสำหรับปลายปี 2557 และ 1,800 จุดสำหรับปลายปี 2558

Figure 17: เป้า SET index ปลายปี 2557 และความอ่อนไหว

Yield gap	SET index target	10-year bond yield				
		3.25	3.50	3.75	4.00	4.25
	2.50	1,920	1,840	1,770	1,700	1,640
	2.75	1,840	1,770	1,700	1,640	1,580
	3.00	1,770	1,700	1,640	1,580	1,530
	3.25	1,700	1,640	1,580	1,530	1,470
	3.50	1,640	1,580	1,530	1,470	1,430

Source: SCBS Investment Research

Figure 18: เป้า SET index ปลายปี 2558 และความอ่อนไหว

Yield gap	SET index target	10-year bond yield				
		3.25	3.50	3.75	4.00	4.25
	2.50	2,120	2,030	1,950	1,870	1,800
	2.75	2,030	1,950	1,870	1,800	1,740
	3.00	1,950	1,870	1,800	1,740	1,680
	3.25	1,870	1,800	1,740	1,680	1,620
	3.50	1,800	1,740	1,680	1,620	1,570

หุ้น top picks ไตรมาส 4/57 มีทั้งหุ้นผู้นำในกลุ่ม theme play และหุ้นผู้ตามในกลุ่ม domestic play

Top picks ไตรมาส 4/57

Top picks ไตรมาส 4/57 แม้ SET index ปรับขึ้นมาแล้วถึง 22% YTD และ 7% QTD แต่เราเชื่อว่าหุ้นที่มีประเด็นบวก (theme play) บางตัวยังปรับตัวขึ้นมาไม่มากนัก ดังนั้น หุ้น top picks ของเราจึงมีทั้งหุ้นผู้นำและผู้ตาม ประเด็นหลักๆ 2 ประเด็นที่เราเชื่อว่าจะมีโมเมนตัมที่ดีต่อเนื่อง คือ การฟื้นตัวของอุตสาหกรรมท่องเที่ยว และการก่อสร้างโครงสร้างพื้นฐาน หุ้น top picks ของเราที่เกี่ยวกับข้อกับประเด็นเหล่านี้ คือ AOT BTS และ ITD สำหรับหุ้นในกลุ่มที่ขับเคลื่อนจากเศรษฐกิจภายในประเทศ (domestic play) ที่ยังปรับตัวขึ้นช้ากว่าตลาด เราแนะนำหุ้นที่ผลการดำเนินงานมีแนวโน้มแข็งแกร่งในระยะ 12 เดือนข้างหน้า ได้แก่ ASP CPALL และ TISCO

- AOT จำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติมีแนวโน้มทำจุดสูงสุดใหม่ ไม่ใช่แค่ฟื้นตัว; การลดงบลงทุนลงได้จะช่วยให้ราคาเป้าหมายปรับเพิ่มขึ้น
- ASP อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลเป็นตัวเลขสองหลักจะดึงดูดความสนใจจากนักลงทุน
- BTS การขยายเส้นทางเดินรถไฟฟ้ามหานครจะช่วยหนุนให้ราคาเป้าหมายปรับเพิ่มขึ้น
- CPALL ราคาหุ้นลดลงสวนทางกับกำไรที่อยู่ในแนวโน้มขาขึ้น
- ITD นอกเหนือจากโอกาสได้โครงการใหม่แล้ว ยังมีแนวโน้มที่จะเห็นความคืบหน้าจากโครงการที่ล่าช้าด้วย
- TISCO ได้รับผลกระทบมากเกินไปจากตลาดรถยนต์ที่อ่อนแอ valuation ถูกในแง่ absolute term

Figure 19: Top picks ไตรมาส 4/57 – 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
AOT	Buy	239.00	245.0	4.0	34.4	27.7	23.6	43	24	17	3.7	3.5	3.2	12	13	14	1.9	1.5	1.7	15.9	15.0	13.4
ASP	Buy	3.78	4.4	25.6	7.5	9.2	8.1	77	(19)	14	1.8	1.8	1.7	25	19	21	10.6	9.2	10.5	-	-	-
BTS	Buy	9.60	10.8	18.7	133.4	53.4	47.2	(34)	150	13	1.9	1.9	2.1	3	21	5	4.0	6.3	6.2	27.4	21.7	25.3
CPALL	Buy	44.75	58.0	31.5	36.4	35.1	25.4	0	4	38	12.2	10.9	8.9	37	33	39	2.0	1.9	2.0	27.7	18.1	14.7
ITD	Buy	5.80	8.5	46.6	31.0	29.2	22.6	(8)	6	29	2.1	2.1	2.0	8	7	9	0.0	0.0	1.8	11.6	13.6	12.5
TISCO	Buy	46.00	50.0	13.0	8.7	9.0	7.7	4	(3)	17	1.6	1.4	1.3	21	17	18	4.3	4.3	4.6	-	-	-
Average					41.9	27.3	22.4	14	27	21	3.9	3.6	3.2	17	18	18	3.8	3.9	4.4	13.8	11.4	11.0

Source: SCBS Investment Research



Top Picks

This page is left blank intentionally

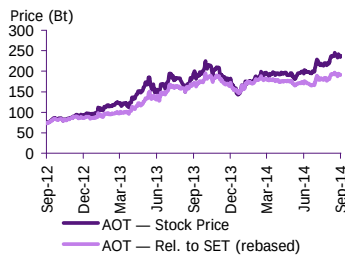
ชื่อ

Stock Data

Last close (Sep 19) (Bt)	239.00
12-m target price (Bt)	245.00
Upside (Downside) to TP (%)	2.51
Mkt cap (Btbn)	341.43
Mkt cap (US\$mn)	10,610

Bloomberg code	AOT TB
Reuters code	AOT.BK
Risk rating	M
Mkt cap (%) SET	2.38
Sector % SET	5.08
Shares issued (mn)	1,429
Par value (Bt)	10
12-m high / low (Bt)	246 / 137.5
Avg. daily 6m (US\$mn)	21.77
Foreign limit / actual (%)	30 / 13
Free float (%)	30.0
Dividend policy (%)	≥ 25

Price Performance



Source: SET, SCBS Investment Research

Share performance

	1M	3M	12M
Absolute	6.7	17.7	19.5
Relative to SET	4.4	9.0	12.1

Source: SET, SCBS Investment Research

รวิญญู ปิยะกรียงไกร

นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1002

raweenuch.piyakriengkai@scb.co.th

ราคาหุ้นมีโอกาสทำจุดสูงสุดใหม่เพราะมีปัจจัยบวกรออยู่

ราคาหุ้น AOT ทำจุดสูงสุดใหม่ในเดือน ก.ย. และปรับขึ้นมาแล้ว 51% YTD เทียบกับ SET ที่ปรับขึ้น 22% เราเชื่อว่าการปรับตัว **outperform** ของราคาหุ้น AOT เป็นเพราะผลการดำเนินงานของบริษัทแข็งแกร่งมากกว่าบริษัทอื่น ๆ ในกลุ่มท่องเที่ยว และตลาดเริ่มรับรู้ถึงแนวโน้มที่อุตสาหกรรมท่องเที่ยวจะฟื้นตัวดีขึ้น ทั้งนี้แม้ราคาหุ้น AOT ปรับขึ้นมามากแล้ว แต่เราเล็งเห็นปัจจัยกระตุ้นราคาหุ้นและเหตุผลทางปัจจัยพื้นฐานที่จะช่วยสนับสนุนให้ราคาหุ้นปรับตัวขึ้นต่อได้อีก (มาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจ การยกเลิกกฎอัยการศึก และบงลทลงที่ลดลง) ราคาหุ้น AOT ขณะนี้ใกล้กับราคาเป้าหมายของเราที่ 245 บาท/หุ้นแล้ว แต่แผนลงทุนใหม่ที่กำลังอยู่ในขั้นตอนการพิจารณาจะช่วยหนุนให้ราคาเป้าหมายปรับขึ้นสู่ 265 บาท/หุ้น

ราคาหุ้นทำจุดสูงสุดใหม่เป็นประวัติการณ์ก่อนที่อุตสาหกรรมท่องเที่ยวจะฟื้นตัวอย่างเต็มที่ ราคาหุ้น AOT ทำจุดสูงสุดใหม่เป็นประวัติการณ์ในเดือน ก.ย. และปรับขึ้นมาแล้วถึง 51% YTD เทียบกับ SET ที่เพิ่มขึ้น 22% ทั้ง ๆ ที่โดยภาพรวมของอุตสาหกรรมท่องเที่ยวมีแนวโน้มเชิงลบและจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติปรับตัวลดลง เรามองว่ามีเหตุผล 2 ประการด้วยกันที่สนับสนุนให้ราคาหุ้น AOT ปรับตัว **outperform** ตลาด ประการแรก ผลการดำเนินงานของ AOT แข็งแกร่งกว่าบริษัทอื่น ๆ ในกลุ่มท่องเที่ยว เพราะรายได้ ~42% ของบริษัทมาจากกิจการที่ไม่เกี่ยวข้องกับการบิน (เช่น รายได้จากสัมปทานจากพื้นที่เช่า) และยังสามารถควบคุมต้นทุนได้อย่างมีประสิทธิภาพด้วย ดังเห็นได้จากกำไรปกติในระหว่างเดือน ม.ค.-มิ.ย. 2557 (ไตรมาส 2 ปีบัญชี 57 – ไตรมาส 3 ปีบัญชี 57) ที่ปรับตัวเพิ่มขึ้น 4% YoY เทียบกับจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติที่ลดลง 9% YoY ประการที่สอง เราเชื่อว่าตลาดเริ่มรับรู้แนวโน้มการฟื้นตัวของอุตสาหกรรมท่องเที่ยวแล้ว

แนวโน้มอุตสาหกรรมท่องเที่ยวดูดีกว่าที่ผ่านมา การปรับตัวแย่งของอุตสาหกรรมท่องเที่ยวตั้งแต่ต้นปีนี้มีสาเหตุมาจากเหตุการณ์ผิดปกติ ดังนั้นจึงมีแนวโน้มที่จะฟื้นตัวได้อย่างมากหลังจากสถานการณ์ความไม่สงบทางการเมืองสิ้นสุดลง โดยประเด็นที่น่าสนใจคือ จำนวนนักท่องเที่ยวจีน (ตลาดใหญ่ที่สุดของอุตสาหกรรมท่องเที่ยวไทย โดยคิดเป็น 17% ของจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติทั้งหมดที่เดินทางเข้ามายังประเทศไทย) ปรับขึ้นมายู่ระดับสูงสุดในรอบ 11 เดือนแล้วในเดือน ส.ค. จำนวนนักท่องเที่ยวจีนยังมีแนวโน้มที่จะปรับตัวเพิ่มขึ้นได้อีกโดยได้รับปัจจัยหนุนจากการยกเว้นค่าธรรมเนียมวีซ่าให้แก่นักท่องเที่ยวจีนและได้หันตั้งแต่วันที่ 9 ส.ค. ถึง 8 พ.ย. และมาตรการกระตุ้นเพิ่มเติม การยกเลิกกฎอัยการศึกในอนาคตจะช่วยสนับสนุนให้อุตสาหกรรมท่องเที่ยวปรับตัวดีขึ้นได้อีก เราคาดว่าจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติที่เดินทางเข้ามาในประเทศไทยจะมีจำนวนสูงสุดเป็นประวัติการณ์ที่ 29.5 ล้านคนในปี 2558

งบลงทุนมีแนวโน้มปรับลดลง คณะกรรมการของ AOT มีมติชะลอโครงการทำอากาศยานสุวรรณภูมิ เฟส 2 (มูลค่า 6.2 หมื่นล้านบาท) และเห็นชอบให้ก่อสร้างอาคารผู้โดยสารหลังใหม่ (multi-function terminal) มูลค่า 2.4 หมื่นล้านบาทแทน โดยคาดว่าจะจัดทำรายละเอียดของอาคารผู้โดยสารหลังใหม่นี้เสร็จและส่งให้คณะกรรมการบริษัทพิจารณาในเดือน ต.ค. และหลังจากนั้นก็จะส่งให้ ครม. พิจารณาอนุมัติต่อไป โดยโครงการทั้งสองโครงการจะช่วยสนับสนุนให้ทำอากาศยานสุวรรณภูมิมีขีดความสามารถในการรองรับผู้โดยสารเพิ่มขึ้นอีก 33-44% จาก 45 ล้านคนปี สู่ 60-65 ล้านคนปี แต่โครงการทำอากาศยานสุวรรณภูมิเฟส 2 ใช้เงินลงทุนสูงกว่าเนื่องจากมีงานวางรากฐานสำหรับขยายทำอากาศยานในอนาคตรวมอยู่ด้วย

แนวโน้ม upside ของกำไรและราคาเป้าหมาย เราคาดว่ากำไรปกติของ AOT จะเติบโต 17% YoY ในปีบัญชี 2558 อิงกับจำนวนผู้โดยสารทั้งหมดที่เพิ่มขึ้น 15% YoY ในปีบัญชี 2558 ที่จะฟื้นตัวดีขึ้นจากที่เติบโตเพียง 2% YoY ในปีบัญชี 2557 การวิเคราะห์ความอ่อนไหวของเราพบว่า การเติบโตของจำนวนผู้โดยสารทุก ๆ 5% จากระดับที่เราตั้งสมมติฐานไว้ในปีบัญชี 2558 จะหนุนให้กำไรปกติของ AOT ปรับขึ้นได้ 7% ราคาเป้าหมายปัจจุบันของ AOT ที่เราคำนวณได้จากวิธี DCF ที่ 245 บาท/หุ้น นั้นได้รวมโครงการทำอากาศยานสุวรรณภูมิเฟส 2 เข้ามาแล้ว ซึ่งราคาเป้าหมายจะปรับขึ้นสู่ 265 บาท/หุ้น ถ้าบริษัทเปลี่ยนมาลงทุนก่อสร้างอาคารผู้โดยสารหลังใหม่แทน เนื่องจากจะใช้เม็ดเงินลงทุนลดลง

Forecasts and valuation

Year to 30 Sep	Unit	2012	2013	2014F	2015F	2016F
Revenue	(Btmn)	30,405	36,810	38,205	43,313	46,581
EBITDA	(Btmn)	17,170	21,566	22,841	25,975	28,287
Core profit	(Btmn)	6,941	9,935	12,309	14,437	16,089
Reported profit	(Btmn)	6,500	16,347	12,435	14,437	16,089
Core EPS	(Bt)	4.86	6.95	8.62	10.11	11.26
DPS	(Bt)	1.80	4.60	3.48	4.04	4.50
P/E, core	(x)	49.2	34.4	27.7	23.6	21.2
EPS growth, core	(%)	69.2	43.1	23.9	17.3	11.4
P/BV, core	(x)	4.4	3.7	3.5	3.2	2.9
ROE	(%)	9.2	11.7	13.0	14.2	14.4
Dividend yield	(%)	0.8	1.9	1.5	1.7	1.9
EV/EBITDA	(x)	21.3	15.9	15.0	13.4	12.6

Source: SCBS Investment Research

Financial statement

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY September 30	FY2012	FY2013	FY2014F	FY2015F	FY2016F
Total revenue	30,405	36,810	38,205	43,313	46,581
Operating cost	(17,505)	(18,949)	(19,960)	(21,941)	(22,806)
Operating profit	12,900	17,862	18,245	21,372	23,775
Other income	1,844	1,727	1,709	2,058	2,212
Other expense	(2,244)	(2,798)	(2,713)	(3,248)	(3,494)
Interest expense	(2,060)	(1,977)	(1,709)	(1,946)	(2,149)
Pre-tax profit	10,441	14,814	15,531	18,235	20,344
Corporate tax	(3,494)	(4,869)	(3,184)	(3,647)	(4,069)
Equity a/c profits	-	-	-	-	-
Minority interests	(6)	(9)	(38)	(152)	(186)
Core profit	6,941	9,935	12,309	14,437	16,089
Extra-ordinary items	(441)	6,412	126	-	-
Net Profit	6,500	16,347	12,435	14,437	16,089
EBITDA	17,170	21,566	22,841	25,975	28,287
Core EPS (Bt)	4.86	6.95	8.62	10.11	11.26
Net EPS (Bt)	4.55	11.44	8.70	10.11	11.26
DPS (Bt)	1.80	4.60	3.48	4.04	4.50

Balance Sheet (Btmn)

FY September 30	FY2012	FY2013	FY2014F	FY2015F	FY2016F
Total current assets	37,183	43,532	46,791	52,104	50,173
Total fixed assets	112,828	109,529	114,136	130,374	152,024
Total assets	150,012	153,061	160,927	182,477	202,197
Total loans	56,598	41,785	43,511	52,931	60,657
Total current liabilities	17,418	19,452	19,709	21,747	23,023
Total long-term liabilities	54,798	41,869	44,094	54,144	62,272
Total liabilities	72,217	61,321	63,803	75,890	85,296
Paid-up capital	14,286	14,286	14,286	14,286	14,286
Total equity	77,795	91,740	97,124	106,587	116,902
BVPS (Bt)	54.46	64.22	67.99	74.61	81.83

Cash Flow Statement (Btmn)

FY September 30	FY2012	FY2013	FY2014F	FY2015F	FY2016F
Core Profit	6,941	9,935	12,309	14,437	16,089
Depreciation and amortization	4,669	4,775	5,600	5,793	5,793
Operating cash flow	11,486	25,852	18,626	22,313	23,193
Investing cash flow	(5,598)	(5,672)	(10,207)	(22,031)	(27,443)
Financing cash flow	(7,415)	(17,216)	(5,324)	4,446	1,951
Net cash flow	(1,527)	2,964	3,095	4,728	(2,300)

Key Financial Ratios

	FY2012	FY2013	FY2014F	FY2015F	FY2016F
Gross margin(%)	42.4	48.5	47.8	49.3	51.0
Operating margin(%)	42.4	48.5	47.8	49.3	51.0
EBITDA margin(%)	56.5	58.6	59.8	60.0	60.7
EBIT margin(%)	41.1	45.6	45.1	46.6	48.3
Net profit margin(%)	21.4	44.4	32.5	33.3	34.5
ROE (%)	8.4	17.8	12.8	13.5	13.8
ROA (%)	4.3	10.7	7.7	7.9	8.0
Net D/E (x)	0.7	0.5	0.4	0.5	0.5
Interest coverage (x)	8.3	10.9	13.4	13.3	13.2
Debt service coverage (x)	2.3	2.9	3.7	4.3	4.5
Payout Ratio (%)	39.6	40.2	40.0	40.0	40.0

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY September 30	3QFY13	4QFY13	1QFY14	2QFY14	3QFY14
Total revenue	8,877	9,566	9,695	10,118	8,722
Operating cost	(4,436)	(5,838)	(4,540)	(4,723)	(4,830)
Operating profit	4,441	3,728	5,155	5,396	3,893
Other income	400	553	521	454	409
Other expense	(555)	(880)	(459)	(686)	(632)
Interest expense	(531)	(493)	(484)	(459)	(452)
Pre-tax profit	3,755	2,907	4,734	4,705	3,218
Corporate tax	(1,021)	(1,111)	(1,009)	(1,023)	(665)
Equity a/c profits	0	0	0	0	0
Minority interests	6	(2)	(15)	(29)	(1)
Core profit	2,740	1,795	3,710	3,652	2,552
Extra-ordinary items	412	3,460	63	43	(73)
Net Profit	3,152	5,254	3,773	3,695	2,479
EBITDA	5,466	4,636	6,600	6,533	5,071
Core EPS (Bt)	1.92	1.26	2.60	2.56	1.79
Net EPS (Bt)	2.21	3.68	2.64	2.59	1.74

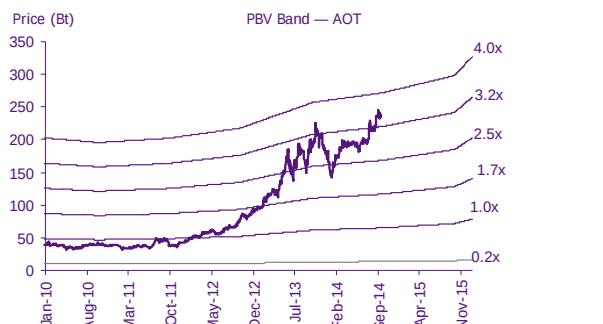
Balance Sheet (Btmn)

FY September 30	3QFY13	4QFY13	1QFY14	2QFY14	3QFY14
Total current assets	44,838	43,532	47,675	43,282	45,179
Total fixed assets	100,890	109,529	107,341	107,382	107,851
Total assets	145,729	153,061	155,016	150,664	153,030
Total loans	42,471	41,785	40,111	38,967	38,855
Total current liabilities	16,295	19,452	18,079	17,917	17,931
Total long-term liabilities	42,969	41,869	41,360	40,083	39,702
Total liabilities	59,264	61,321	59,440	58,000	57,633
Paid-up capital	14,286	14,286	14,286	14,286	14,286
Total equity	86,464	91,740	95,576	92,665	95,397
BVPS (Bt)	60.53	64.22	66.90	64.87	66.78

Main Assumptions

	FY2012	FY2013	FY2014F	FY2015F	FY2016F
Total passengers (mn)	71.5	86.1	87.6	100.4	107.5
Passenger growth (%)	7.9	20.4	1.7	14.7	7.0
Total aircraft movement ('000)	480.3	559.4	643.3	652.3	697.9
Aircraft growth (%)	8.8	16.5	15.0	15.0	7.0

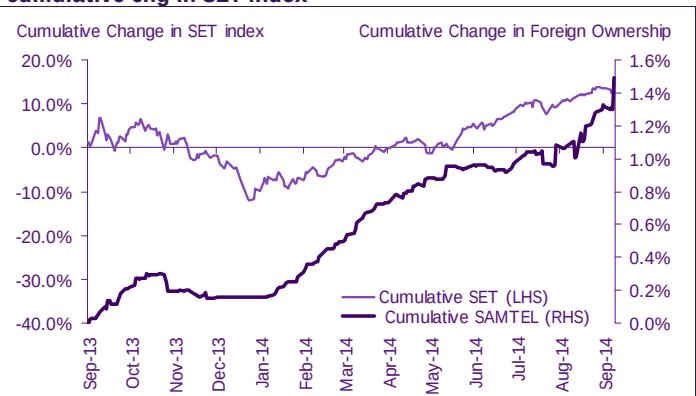
PBV Band Chart



12-Month Cumulative directors trade

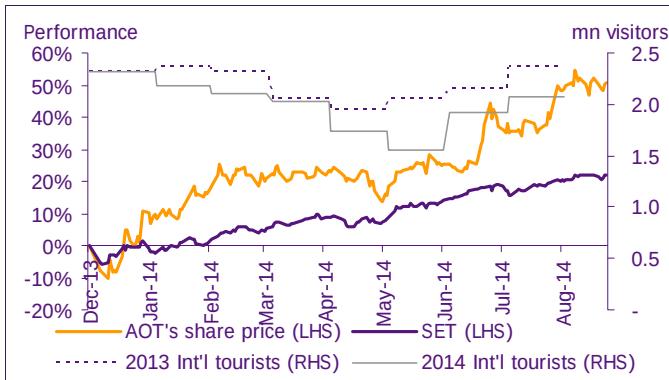
NA

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



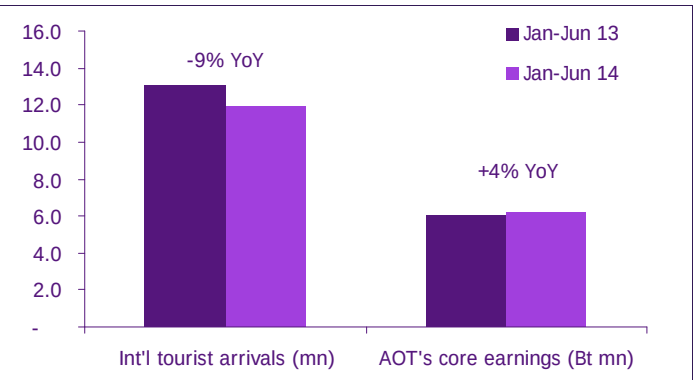
Source: SET, SCBS Investment Research

Figure 1 : AOT share price has surged 51% vs. 22% for the SET



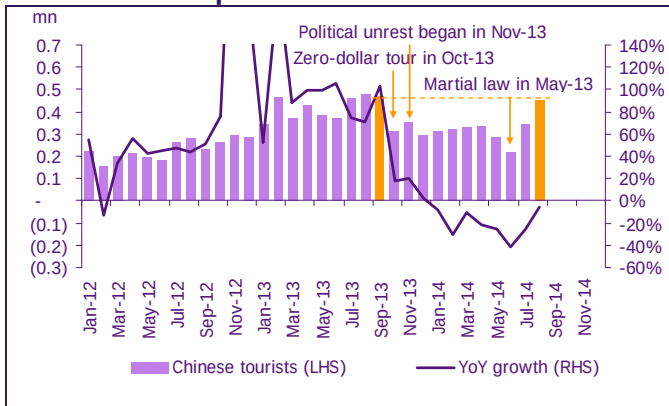
Source: SET, Tourism Authority of Thailand and SCBS Investment Research

Figure 2 : AOT's core earnings up despite dimmer tourism outlook



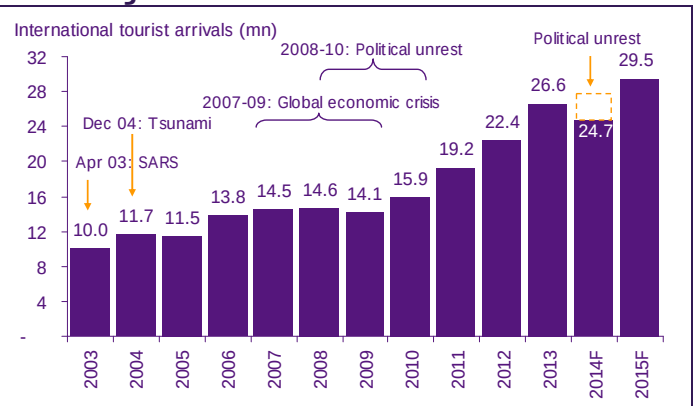
Source: AOT, Tourism Authority of Thailand and SCBS Investment Research

Figure 3 : Chinese tourists in August met the pre-crisis level in September 2013



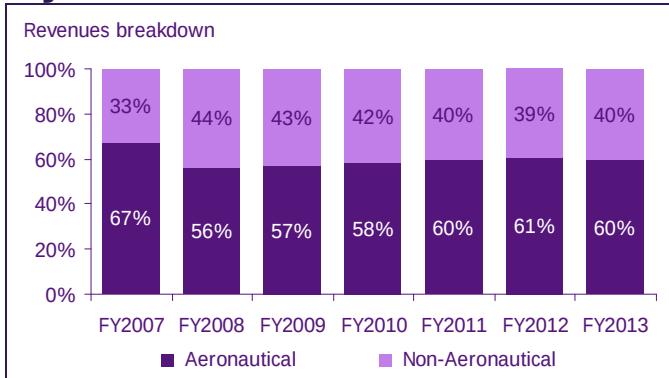
Source: Tourism Authority of Thailand and SCBS Investment Research

Figure 4 : Expect international tourist arrivals to hit record high at 29.5mn in 2015



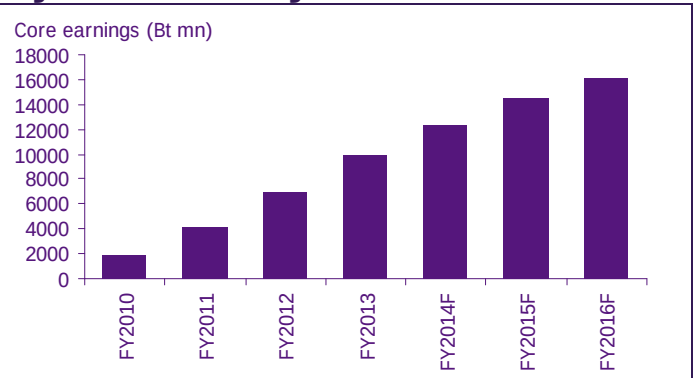
Source: SCBS Investment Research

Figure 5 : AOT's revenue breakdown



Source: AOT

Figure 6 : AOT's earnings outlook



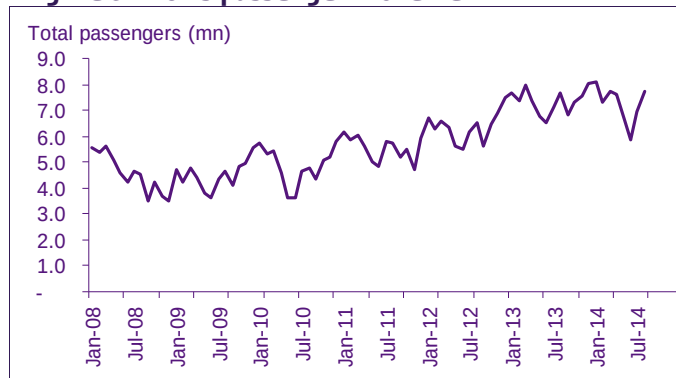
Source: SCBS Investment Research

Figure 7 : Scenario analysis of AOT's investment plan

	Mid-2015 TP (DCF)	
Scenario 1: Building Multi Terminal and delay of Suvarnabhumi phase 2 => Lower CAPEX to Bt24bn from Bt62bn	Bt265	Additional Bt20/share
Scenario 2: Going with Suvarnabhumi phase 2 at CAPEX Bt62bn	Bt245	Current valuation based on this scenario

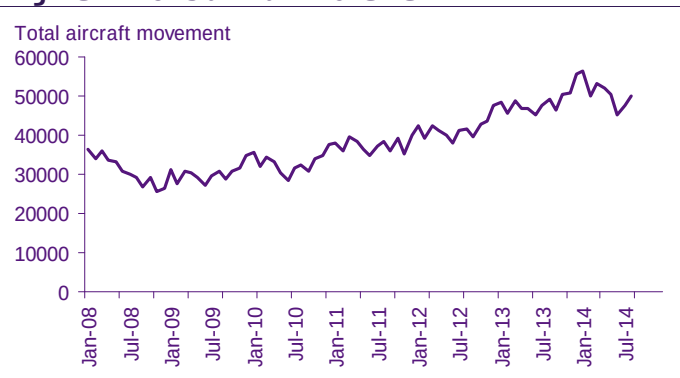
Source: SCBS Investment Research

Figure 8 : AOT's passenger movement



Source: AOT

Figure 9 : AOT's aircraft movement



Source: AOT

Figure 10 : AOT's earnings review

Revenue breakdown	3QFY13	4QFY13	1QFY14	2QFY14	3QFY14	% Chg YoY	% Chg QoQ	9MFY13	9MFY14	% Chg YoY
Landing & parking fees	1,202	1,247	1,418	1,414	1,259	4.8	(10.9)	3,514	4,091	16.4
Passenger service charges	4,064	4,179	4,262	4,353	3,623	(10.9)	(16.8)	12,506	12,238	(2.1)
Boarding bridge charges	130	130	143	150	142	9.4	(4.9)	404	435	7.6
Aeronautical rev.	5,396	5,556	5,823	5,917	5,024	(6.9)	(15.1)	16,423	16,764	2.1
Rental of office space & real estate	436	435	451	449	453	3.8	1.0	1,321	1,353	2.4
Other service charges	918	1,034	1,034	1,044	999	8.8	(4.3)	2,741	3,077	12.3
Concession revenues	2,126	2,540	2,387	2,709	2,246	5.6	(17.1)	6,759	7,342	8.6
Non-Aeronautical rev.	3,481	4,010	3,872	4,202	3,698	6.2	(12.0)	10,821	11,772	8.8
Total revenues	8,877	9,566	9,695	10,118	8,722	(1.7)	(13.8)	27,244	28,536	4.7
Personnel expenses	(1,090)	(2,054)	(1,082)	(1,111)	(1,125)	3.2	1.2	(3,249)	(3,318)	2.1
Operating expenses	(1,310)	(1,364)	(1,271)	(1,284)	(1,387)	5.9	8.0	(3,876)	(3,942)	1.7
Repair and maintenance	(472)	(765)	(388)	(531)	(550)	16.7	3.7	(1,275)	(1,469)	15.3
State property rental	(385)	(418)	(417)	(427)	(367)	(4.6)	(14.1)	(1,172)	(1,210)	3.2
Depreciation and amortization	(1,180)	(1,236)	(1,382)	(1,370)	(1,401)	18.7	2.3	(3,539)	(4,153)	17.3
Total operating expenses	(4,436)	(5,838)	(4,540)	(4,723)	(4,830)	8.9	2.3	(13,111)	(14,093)	7.5
Key statistics										
No. of aircraft (movements)	139,185	143,570	156,739	159,934	147,878	6.2	(7.5)	415,850	464,551	11.7
No. of passenger (mn)	20.6	21.7	22.9	23.1	20.1	(2.6)	(13.0)	64.5	66.2	2.6

Source: AOT and SCBS Investment Research

Figure 11 : Airport regional peers

Company name	Country	Mkt Cap US mn.	PE (x)			EPS Growth (%)			13-15F CAGR (%)	EV/EBITDA (x)			PBV (x)			ROE (%)		
			14F	15F	16F	14F	15F	16F		14F	15F	16F	14F	15F	16F	14F	15F	16F
Sydney Airport	Australia	8,489	47.8	39.8	35.2	375	20	13	138.7	16.7	15.8	14.9	5.9	7.1	9.1	11	15	21
Shanghai Int'l. Airport	China	4,539	13.0	11.7	10.3	15	12	14	13.2	7.2	6.5	5.7	1.5	1.4	1.3	12	12	13
Guangzhou Baiyun Int'l. Airport	China	1,491	9.0	8.5	7.6	14	6	12	10.1	3.6	3.4	3.1	1.1	1.0	0.9	12	12	12
Shenzhen Airport	China	1,218	24.3	18.0	15.6	(39)	35	15	(9.3)	8.6	6.8	6.8	0.9	0.9	0.9	3	5	7
Xiamen Int'l. Airport	China	799	10.0	8.8	7.4	12	14	18	13.2	5.3	4.7	4.0	1.7	1.5	1.3	18	17	19
Hainan Meilan Int'l. Airport	China	385	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.m.	n.m.	n.m.
Beijing Capital Int'l. Airport	China	3,297	14.7	12.7	11.5	3	16	10	9.2	7.7	7.2	6.7	1.2	1.1	1.1	8	9	9
Malaysia Airports Holdings	Malaysia	3,177	44.0	33.7	25.7	(45)	30	31	(15.7)	15.7	13.7	12.7	1.8	1.7	1.7	4	5	7
Auckland Int Airport	New Zealand	3,647	27.4	25.5	23.5	2	7	9	4.7	16.3	15.4	14.5	1.7	1.5	1.5	6	6	6
Airports of Thailand PCL	Thailand	10,602	26.6	22.2	18.9	(16)	20	17	0.3	15.3	13.2	11.5	3.4	3.1	2.8	13	15	15
Average			24.1	20.1	17.3	36	18	15	18.3	10.7	9.6	8.9	2.1	2.2	2.3	10	11	12
	Australia		47.8	39.8	35.2	375	20	13	138.7	16.7	15.8	14.9	5.9	7.1	9.1	11	15	21
	China		11.8	9.9	8.7	1	14	12	6.1	5.4	4.8	4.4	1.1	1.0	0.9	9	9	10
	Malaysia		44.0	33.7	25.7	(45)	30	31	(15.7)	15.7	13.7	12.7	1.8	1.7	1.7	4	5	7
	New Zealand		27.4	25.5	23.5	2	7	9	4.7	16.3	15.4	14.5	1.7	1.5	1.5	6	6	6
	Thailand		26.6	22.2	18.9	(16)	20	17	0.3	15.3	13.2	11.5	3.4	3.1	2.8	13	15	15

Source: Bloomberg

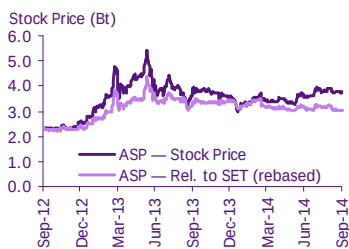
ชื่อ

Stock data

Last close (Sep 19) (Bt)	3.78
12-m target price (Bt)	4.40
Upside (Downside) to TP (%)	16.40
Mkt cap (Btbn)	8.04
Mkt cap (US\$mn)	250

Bloomberg code	ASP TB
Reuters code	ASP.BK
Risk rating	H
Mkt cap (%) SET	0.06
Sector % SET	1.14
Shares issued (mn)	2,106
Par value (Bt)	1
12-m high / low (Bt)	4 / 3
Avg. daily 6m (US\$mn)	0.98
Foreign limit / actual (%)	49 / 9
Free float (%)	73.7
Dividend policy (%)	≥ 75

Price Performance



Source: SET, SCBS Investment Research

Share performance

	1M	3M	12M
Absolute	-3.6	5.6	-5.0
Relative to SET	-5.6	-2.2	-10.9

Source: SET, SCBS Investment Research

กิตติมา สัตยพันธ์, CFA

นักวิเคราะห์การลงทุนวิจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1003

kittima.sattayapan@scb.co.th

เติบโตตามตลาดหุ้น

โดยปกติแล้วบริษัทหลักทรัพย์ไม่ใช่หุ้นที่ได้รับความนิยมมากนักเพราะมีความเสี่ยงที่จะได้รับผลกระทบจากความผันผวนของตลาดหุ้น อย่างไรก็ตามในช่วงที่ตลาดหุ้นอยู่ในแนวโน้มขาขึ้นอยู่ในระดับที่น่าสนใจอย่างมาก ในช่วงที่ตลาดหุ้นปรับขึ้นครั้งล่าสุด ราคาหุ้น ASP ปรับเพิ่มขึ้นจากระดับ 2.34 บาท/หุ้นในเดือน พ.ย. 2555 สู่ระดับสูงสุดที่ 5.4 บาท/หุ้นในเดือน พ.ค. 2556 เพิ่มขึ้นมากกว่า 100% ในระยะเวลาเพียง 6 เดือน นอกจากนี้แล้วในด้านปัจจัยพื้นฐาน เราก็ขอความสำเร็จของ ASP ในการรุกธุรกิจบริหารสินทรัพย์ ซึ่งช่วยลดความผันผวนของกำไรได้อย่างมีประสิทธิภาพ valuation ดูน่าสนใจอย่างมาก เพราะราคาหุ้นที่ ASP ซื้อขายอยู่ในปัจจุบัน ผลตอบแทนจากเงินปันผลจะอยู่ที่ 9.2% ในปี 2557 และ 10.5% ในปี 2558

ปรับสมมติฐานมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์เฉลี่ยต่อวันเพิ่มขึ้นและส่วนแบ่งการตลาดสูงขึ้น รายได้คำนวณหน้าในงวดครึ่งหลังปี 57 ของ ASP น่าจะปรับตัวเพิ่มขึ้นจากงวดครึ่งแรกปี 57 โดยได้รับปัจจัยหนุนจากมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์เฉลี่ยต่อวันที่เพิ่มขึ้น HoH เราปรับสมมติฐานมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์เฉลี่ยต่อวัน (ไม่รวมบัญชี บล.) ในปี 2557 เพิ่มขึ้นอีก 14% จาก 3.5 หมื่นล้านบาท สู่ 4 หมื่นล้านบาท (เทียบกับ 4.4 หมื่นล้านบาทในปี 2556) เพื่อสะท้อนมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์เฉลี่ยต่อวันตั้งแต่ต้นไตรมาส 3/57 จนถึงปัจจุบันที่สูงกว่าคาด มูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์เฉลี่ยต่อวัน QTD อยู่ที่ 4.8 หมื่นล้านบาท ส่งผลทำให้มูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์เฉลี่ยต่อวัน YTD ปรับขึ้นมาอยู่ที่ 3.6 หมื่นล้านบาท นอกจากนี้ส่วนแบ่งการตลาดของ ASP ก็เพิ่มขึ้นจาก 3.72% ในงวดครึ่งแรกปี 57 สู่ 4.2% QTD ในไตรมาส 3/57

กำไรจากเงินลงทุนในไตรมาส 3/57 เนื่องจาก SET มีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องในไตรมาส 3/57 ดังนั้นเราคาดว่ากำไรจากเงินลงทุนทั้งที่เกิดขึ้นจริงและยังไม่เกิดขึ้นจริงจะอยู่ในระดับที่ดี SET ปรับขึ้นมาแล้ว 6% QTD ในไตรมาส 3/57 เทียบกับที่ปรับขึ้น 8% QoQ ในไตรมาส 2/57 ASP จะได้รับประโยชน์จากการปรับตัวขึ้นของ SET เนื่องจากบริษัทมีพอร์ตเทรดหุ้นมูลค่าสูงถึง 1.53 พันล้านบาท โดย 926 ล้านบาทอยู่ในหลักทรัพย์จดทะเบียนในตลาดหุ้นไทย และ 1.5 พันล้านบาทอยู่ในหลักทรัพย์จดทะเบียนในต่างประเทศ (ได้แก่ สหรัฐฯ ญี่ปุ่น ฮองกง จีน สหราชอาณาจักร ฝรั่งเศส อิตาลี และสเปน) ในไตรมาส 2/57 มูลค่าพอร์ตลงทุนของ ASP ปรับตัวเพิ่มขึ้นถึง 39% QoQ หรือ 1 พันล้านบาท โดย 686 ล้านบาทเกิดจากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหุ้นไทยในพอร์ตเทรดหุ้นของบริษัท

ค่าธรรมเนียมที่ไม่ใช่ค่าขายหน้ากระจ่ายตัวดี ความสมดุลระหว่างค่าธรรมเนียมจากธุรกิจพาณิชย์กับค่าธรรมเนียมจากการบริหารสินทรัพย์ช่วยสนับสนุนให้ค่าธรรมเนียมที่ไม่ใช่ค่าขายหน้าอยู่ในระดับที่มีเสถียรภาพ เราคาดว่ารายได้ที่ไม่ใช่ค่าขายหน้าในงวดครึ่งหลังปี 57 จะอยู่ในระดับที่ค่อนข้างทรงตัวจากงวดครึ่งแรกปี 57 เนื่องจากค่าธรรมเนียมธุรกิจพาณิชย์ (IB) จากดีล IPO ที่ลดลง HoH น่าจะได้รับการชดเชยบางส่วนจากค่าธรรมเนียมการบริหารสินทรัพย์ที่เพิ่มขึ้น HoH ซึ่งเป็นผลมาจากการปรับตัวเพิ่มขึ้นของตลาดหุ้น ในไตรมาส 2/57 ASP รับรู้รายได้ค่าธรรมเนียม IB จากดีล IPO 2 ดีล คือ อิชิตัน กรุ๊ป (ICHI) มูลค่าการทำ IPO 3.9 พันล้านบาท และศรีสวัสดิ์ พาวเวอร์ 1979 (SAWAD) มูลค่าการทำ IPO 1.73 พันล้านบาท บริษัทยังมีดีลรออยู่อีก 20 ดีล ได้แก่ IPO 7 ดีล (รวมถึงเจ้าพระยามหานครซึ่งกำลังดำเนินการยื่นไฟลิ่ง), PO 1 ดีล, และที่ปรึกษาทางการเงิน 12 ดีล ASP คาดว่าดีลที่ปรึกษาทางการเงิน 2-3 ดีลจะเกิดขึ้นในช่วงครึ่งหลังปี 57

ปรับราคาเป้าหมายเพิ่มขึ้น และปรับคำแนะนำขึ้นสู่ “ซื้อ” การปรับสมมติฐานมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์เฉลี่ยต่อวันเพิ่มขึ้นจาก 3.5 หมื่นล้านบาท สู่ 4 หมื่นล้านบาทสนับสนุนให้เราปรับประมาณการกำไรปี 2557 ของ ASP เพิ่มขึ้น 16% และปรับราคาเป้าหมายเพิ่มขึ้น 19% สู่ 4.4 บาท เราปรับคำแนะนำสำหรับ ASP ขึ้นสู่ “ซื้อ” โดยคาดการณ์ผลตอบแทนจากเงินปันผลในระดับที่น่าดึงดูดที่ 9% (6% ในงวดครึ่งแรกปี 57) เราชอบ ASP มากกว่า MBKET เนื่องจาก ASP มีรายได้ที่กระจายตัวมากกว่า MBKET ด้วยรายได้คำนวณหน้ากับรายได้ที่ไม่ใช่ค่าขายหน้าที่มีสมดุลกันโดยได้รับการสนับสนุนจากธุรกิจพาณิชย์ (IB) รายได้ที่ได้เข้ามาอย่างต่อเนื่องจากการบริหารสินทรัพย์ และพอร์ตลงทุนขนาดใหญ่ซึ่งจะได้รับประโยชน์จากการปรับตัวขึ้นของตลาดหุ้นเพราะมีสัดส่วนของเงินลงทุนในหลักทรัพย์สูง

Forecasts and valuation

FY Dec	2012	2013	2014F	2015F	2016F
Net profit (Btbn)	603	1,066	863	981	1,126
EPS (Bt)	0.29	0.51	0.41	0.47	0.53
BVPS (Bt)	1.99	2.11	2.12	2.23	2.37
DPS (Bt)	0.24	0.40	0.35	0.40	0.45
PER (x)	13.20	7.47	9.22	8.12	7.07
EPS growth	19.4	76.7	(19.0)	13.6	14.8
PBV (x)	1.90	1.79	1.79	1.69	1.59
ROE (%)	14.79	24.73	19.41	21.41	23.22
Dividend yields	6.35	10.58	9.21	10.47	12.02

Source: SCBS Investment Research

Financial statement

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	2012	2013	2014F	2015F	2016F
Brokerage fee income	1,159	1,764	1,530	1,539	1,549
Fee & service income	313	593	550	550	550
Gain on investment	321	389	320	320	320
Interest & dividend income on securities	154	186	186	186	186
Interest on loans	111	167	143	143	143
Other income	19	10	10	10	10
Total income	2,077	3,110	2,740	2,748	2,758
Interest on Borrowings	48	86	75	76	77
Securities business expenses	109	145	124	124	124
Operating expenses	1,159	1,541	1,478	1,490	1,505
Pre-provision profit	761	1,339	1,062	1,058	1,053
Provision	(0)	0	0	0	0
Pre-tax profit	761	1,339	1,062	1,058	1,053
Tax	158	273	212	212	211
Minority interest	0	0	0	0	0
Core net profit	603	1,066	850	847	842
Extra item	0	0	0	0	0
Net profit	603	1,066	850	847	842
EPS (Bt)	0.29	0.51	0.40	0.40	0.40
DPS (Bt)	0.40	0.34	0.34	0.34	0.00

Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	2012	2013	2014F	2015F	2016F
Cash	528	988	1,059	1,253	1,454
Investments	2,144	1,503	2,503	2,503	2,503
Net loans	4,410	4,221	4,221	4,221	4,221
Total assets	8,281	7,686	8,269	8,476	8,689
Total liabilities	4,100	3,251	3,826	3,909	3,999
Paid-up capital (Bt1 par)	2,106	2,106	2,106	2,106	2,106
Total Equities	4,181	4,435	4,443	4,567	4,690
BVPS (Bt)	1.99	2.11	2.11	2.17	2.23

Key Assumptions and Financial Ratios

	2012	2013	2014F	2015F	2016F
Market share (%)	4.12	4.14	3.90	3.90	3.90
Daily market T/O	28,106	43,982	40,000	40,000	40,000
Commission rate (%)	0.19	0.19	0.19	0.19	0.19
Cost to income (%)	63.36	56.95	61.23	61.50	61.84
D/E (x)	0.98	0.73	0.86	0.86	0.85
Operating profit margin (%)	29.04	34.26	31.02	30.80	30.53
ROA (%)	8.19	13.35	10.65	10.11	9.81
ROE (%)	14.79	24.73	19.14	18.79	18.19

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14
Brokerage fee income	493	383	266	242	342
Fee & service income	130	242	94	69	239
Gain on investment	19	65	116	46	95
Interest & dividend income on securities	57	51	38	42	54
Interest on loans	46	37	40	27	29
Other income	2	3	1	3	3
Total income	747	782	555	428	762
Interest on Borrowings	23	19	20	17	18
Securities business expenses	39	30	26	24	32
Operating expenses	377	374	331	267	391
Pre-provision profit	308	359	177	120	319
Provision	(0)	(0)	0	(0)	(0)
Pre-tax profit	308	359	177	120	319
Tax	63	72	37	24	65
Minority interest	0	0	0	0	0
Core net profit	244	287	140	96	255
Extra item	0	0	0	0	0
Net profit	244	287	140	96	255
EPS (Bt)	0.12	0.14	0.07	0.05	0.12

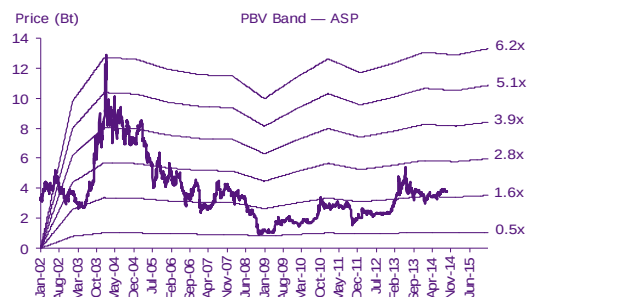
Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14
Cash	636	832	988	842	624
Investments	1,541	2,112	1,503	1,600	2,612
Net loans	4,720	3,835	4,221	2,870	4,561
Total assets	9,346	8,274	7,686	7,505	9,466
Total liabilities	4,909	3,973	3,251	2,993	5,111
Paid-up capital (Bt1 par)	2,106	2,106	2,106	2,106	2,106
Total Equities	4,436	4,301	4,435	4,512	4,355
BVPS (Bt)	2.11	2.04	2.11	2.14	2.07

Key Assumptions and Financial Ratios

	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14
Market share (%)	4.26	4.11	3.35	3.31	4.04
Daily market T/O	50,527	37,270	30,397	27,272	36,902
Commission rate (%)	0.19	0.19	0.20	0.20	0.19
Cost to income (%)	58.81	54.05	68.09	71.90	58.08
D/E (x)	1.11	0.92	0.73	0.66	1.17
Operating profit margin (%)	32.70	36.71	25.20	22.48	33.45
ROA (%)	10.45	13.88	7.28	5.13	10.77
ROE (%)	22.02	26.70	12.61	8.53	23.41

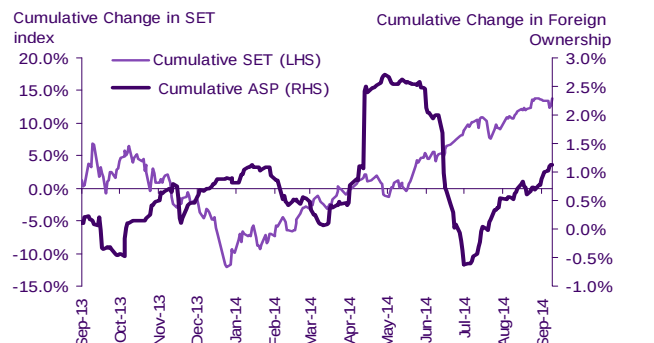
PBV Band Chart



12-Month Cumulative directors trade

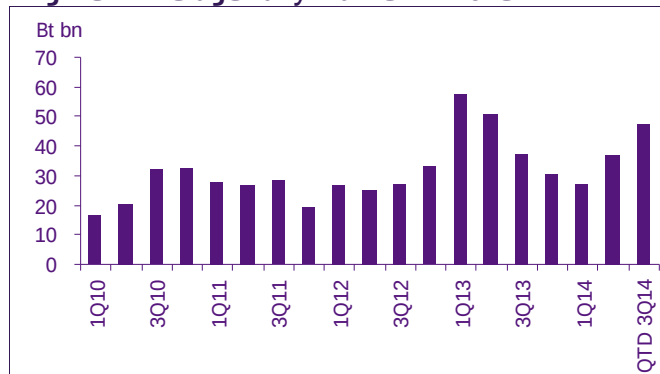
NA

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



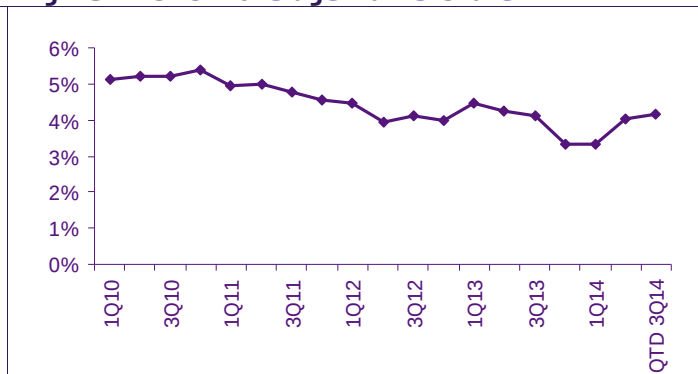
Source: SET, SCBS Investment Research

Figure 1: Average daily market turnover



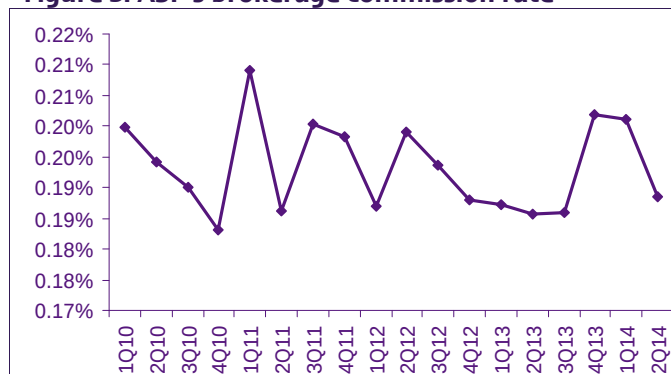
Source: SET and SCBS Investment Research

Figure 2: ASP's brokerage market share



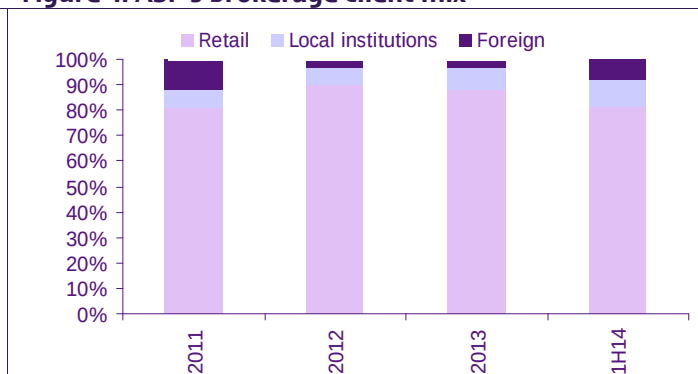
Source: SET and SCBS Investment Research

Figure 3: ASP's brokerage commission rate



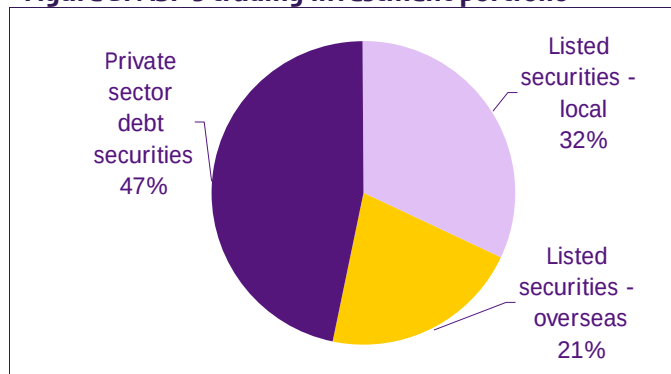
Source: SET and SCBS Investment Research; Note: 1Q13 as of March 20

Figure 4: ASP's brokerage client mix



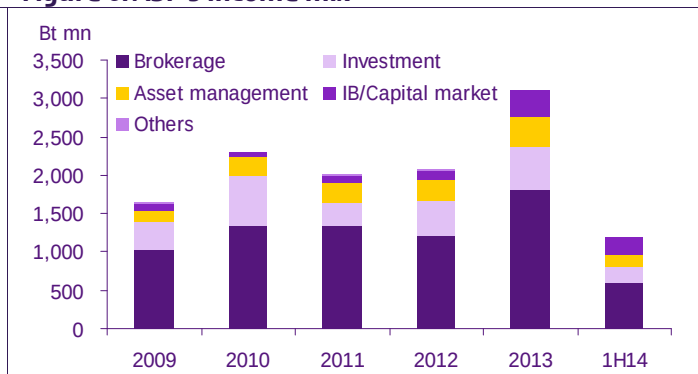
Source: ASP and SCBS Investment Research

Figure 5: ASP's trading investment portfolio



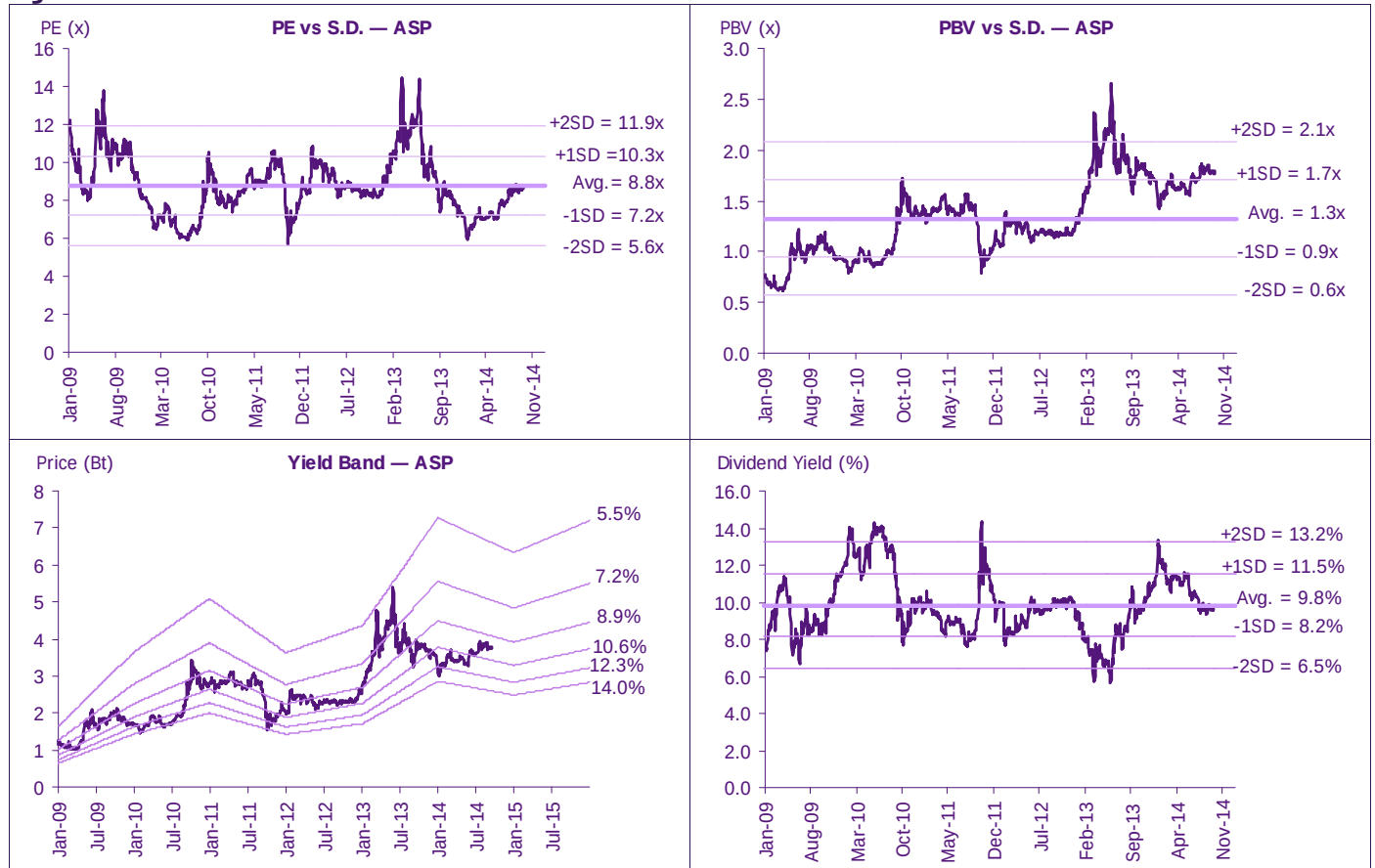
Source: ASP and SCBS Investment Research

Figure 6: ASP's income mix



Source: ASP and SCBS Investment Research

Figure 7: Historical valuation



Source: SCBS Investment Research

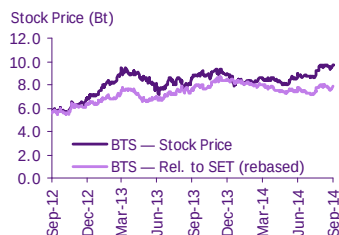
ข้อ

Stock Data

Last close (Sep 19) (Bt)	9.60
12-m target price (Bt)	10.80
Upside (Downside) to TP (%)	12.50
Mkt cap (Btbn)	114.38
Mkt cap (US\$mn)	3,554

Bloomberg code	BTS TB
Reuters code	BTS.BK
Risk rating	L
Mkt cap (%) SET	0.80
Sector % SET	5.08
Shares issued (mn)	11,914
Par value (Bt)	4
12-m high / low (Bt)	9.9 / 7.7
Avg. daily 6m (US\$mn)	14.29
Foreign limit / actual (%)	49 / 14
Free float (%)	57.6
Dividend policy (%)	≥ 50

Price Performance



Source: SET, SCBS Investment Research

Share performance

	1M	3M	12M
Absolute	0.5	8.5	7.9
Relative to SET	-1.6	0.4	1.2

Source: SET, SCBS Investment Research

ศิริมา ดิษฐา, CFA

นักวิเคราะห์การลงทุนอาวุโส

ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1004

sirima.dissara@scb.co.th

ตัวแทนหุ้นระบบขนส่งมวลชน

รัฐบาลใหม่เข้ามาซึ่งความหวังครั้งใหม่เกี่ยวกับความคืบหน้าของโครงการระบบรถไฟฟ้าขนส่งมวลชนสายใหม่ BTS วางแผนเข้าประมูลโครงการอย่างน้อย 6 โครงการ (ส่วนต่อขยายและสายที่เชื่อมต่อกับสายสีเขียว) ในไตรมาส 4/57-ปี 2559 ในขณะที่ BTS เป็นผู้ดำเนินการระบบรถไฟฟ้าสายสีเขียวตั้งแต่เริ่มที่มีฐานะการเงินแข็งแกร่งและผลงานดี ทำให้มีแนวโน้มสูงที่บริษัทจะชนะการประมูลโครงการเหล่านี้ ซึ่งจะช่วยสนับสนุนให้มูลค่าของ BTS ปรับขึ้นได้อีก 3.5 บาท แต่เรายังไม่ได้นำมารวมไว้ในราคาเป้าหมาย ความเสี่ยงที่ราคาหุ้นจะปรับลดลงถูกจำกัดด้วยโครงการซื้อหุ้นคืนระยะยาว 6 เดือน (จนถึงเดือน ก.พ. 2558) และผลตอบแทนจากเงินปันผลระดับสูงเฉลี่ย 6-7% ต่อปี

มีแนวโน้มสูงที่จะได้โครงการระบบรถไฟฟ้าขนส่งมวลชนสายใหม่ การจัดตั้งรัฐบาลเฉพาะกาลที่มุ่งเน้นผลประโยชน์ของประชาชนส่วนรวมเป็นหลักและลดภาระหนี้สาธารณะลง ทำให้ BTS คาดว่าจะเห็นความคืบหน้าในโครงการรถไฟฟ้าสายใหม่ โดยจะเปิดโอกาสให้ภาคเอกชนเข้ามามีส่วนร่วมมากขึ้น แทนที่จะพึ่งพาการลงทุนจากรัฐบาลและรัฐวิสาหกิจเพียงอย่างเดียว BTS มีแนวโน้มสูงที่จะได้สัญญาโครงการใหม่ โดยเฉพาะโครงการส่วนต่อขยายสายสีเขียว เพราะ 1) BTS เป็นผู้ดำเนินการเพียงรายเดียวที่สามารถให้บริการแบบไร้รอยต่อซึ่งจะช่วยให้อัตราการเปลี่ยนเส้นทางได้ 15 นาที และทยอยเปิดสถานีใหม่เมื่อก่อสร้างเสร็จได้ 2) งบประมาณและค่าใช้จ่ายในการดำเนินงาน O&M จะลดลง 3) BTS มีฐานะการเงินที่แข็งแกร่ง (เงินสดสุทธิ 3 หมื่นล้านบาท) และมีผลงานที่ดี (ประสิทธิภาพ 14 ปีในการดำเนินงานรถไฟฟ้า BTS สายหลักและก่อสร้างรถไฟฟ้าสายหลักได้เสร็จในเวลา 35 เดือน)

ยังไม่ได้รวม upside จากโครงการใหม่เข้ามาไว้ในราคาเป้าหมายของเรา BTS วางแผนประมูลโครงการรถไฟฟ้าสายใหม่อย่างน้อย 6 โครงการ ระยะทางรวม 118.5 กม. และใช้งบลงทุน 1.18 แสนล้านบาท โดยหลักๆ เป็นส่วนต่อขยายและสายที่เชื่อมต่อกับสายเดิม (สีเขียว) โครงการที่คาดว่าจะเปิดประมูลในไตรมาส 4/57 ถึงปี 2559 ได้แก่ 1) สายสีเขียวเข้ม-เข้ม (บางนา-สวนรมณี); 2) สายสีเขียวเข้ม-อ่อน (หมอชิต-คคต); 3) LRT (บางนา-สวนรมณี); 4) สายสีชมพู (แคราย-มีนบุรี); 5) สายสีเขียวอ่อน (บางหว้า-บรมราชชนนี); และ 6) สายสีเทา (วัชรพล-สะพานพระราม 9) เมื่อใช้สมมติฐานว่า BTS ชนะการประมูลสัญญา O&M เหล่านี้ทุกสาย ระยะเวลาดำเนินการ 30 ปี รายได้จากการให้บริการเดินรถ (O&M) จำนวน 141 ล้านบาท/กม.ในปีแรกโดยมีอัตราเติบโตเฉลี่ย 3.5% ต่อปี และมี EBIT margin ที่ 25% เราคำนวณอย่างคร่าวๆ ได้ว่าราคาเป้าหมายจะปรับเพิ่มขึ้นได้อีก 3.5 บาท (1.1 บาทจากส่วนต่อขยายสายสีเขียว 3 สาย และ 2.4 บาทจาก 3 สายที่เชื่อมต่อกับสายสีเขียว)

ธุรกิจอื่นๆ จะได้รับประโยชน์จากการขยายเครือข่ายเส้นทางเดินรถไฟฟ้า ธุรกิจสื่อโฆษณาของ BTS เติบโตตามการขยายเครือข่ายเส้นทางเดินรถไฟฟ้า เนื่องจากสถานีใหม่แต่ละสถานีจะมีพื้นที่พาณิชย์เพิ่มเติมให้บริษัทเข้าประมูล ธุรกิจสังหาริมทรัพย์จะเติบโตจากการเปิดตัวโครงการใหม่ตามเส้นทางเดินรถไฟฟ้าสายใหม่ (คอนโดมิเนียม Abstracts พหลโยธิน พาร์ค) และมูลค่าที่ดินใกล้กับเส้นทางเดินรถไฟฟ้าสายใหม่ เช่น หมอชิต (17 ไร่), พญาไท (3.2 ไร่), และบางนา (350 ไร่) จะปรับเพิ่มขึ้น

ความเสี่ยงที่ราคาหุ้นจะลดลงถูกจำกัดด้วยผลตอบแทนจากเงินปันผลสูงและโครงการซื้อหุ้นคืน BTS ตกลงจ่ายเงินปันผล 7 พันล้านบาทในปีบัญชี 2558 และ 8 พันล้านบาทในปีบัญชี 2559 คิดเป็นผลตอบแทนจากเงินปันผลระดับสูงเฉลี่ย 6-7% ต่อปี นอกจากนี้ BTS ก็ประกาศโครงการซื้อหุ้นคืนในวงเงินไม่เกิน 6 พันล้านบาท จำนวนหุ้นไม่เกิน 600 ล้านหุ้น (5% ของจำนวนหุ้นทั้งหมด) โดยจะซื้อหุ้นคืนตั้งแต่วันที่ 24 ก.พ. 2558 นับถึงปัจจุบัน บริษัทซื้อหุ้นคืนมาแล้ว 95.8 ล้านหุ้น (0.8% ของทั้งหมด) ในราคา 925 ล้านบาท บริษัทใช้วิธีซื้อหุ้นคืนเพื่อให้สามารถบริหารสภาพคล่องส่วนเกินอย่างมีประสิทธิภาพมากขึ้น เพิ่มผลตอบแทนด้วยการขายหุ้นที่ซื้อคืนในราคาที่สูงขึ้น และเพิ่มความเชื่อมั่นของนักลงทุนที่มีต่อแนวโน้มอนาคตของบริษัท

แนะนำ "ซื้อ" ราคาเป้าหมายที่เราคำนวณจากวิธี SOTP ที่ 10.8 บาท ประกอบด้วยมูลค่าธุรกิจระบบรถไฟฟ้าขนส่งมวลชนที่ 3.8 บาท โดย 1.9 บาทเกิดจากระบบหลัก (BTSGIF, ราคาตลาด) และ 1.9 บาทเกิดจากส่วนต่อขยายสายปัจจุบัน (DCF) มูลค่าธุรกิจสื่อโฆษณาที่ 2.2 บาท (VGI, ราคาตลาด) มูลค่าธุรกิจสังหาริมทรัพย์ที่ 2.4 บาท (2 เท่าของ BV) และเงินสดสุทธิที่ 2.3 บาท ปัจจัยเสี่ยงสำคัญ คือ upside จากโครงการรถไฟฟ้าสายใหม่ การเปลี่ยนแปลงในจำนวนผู้โดยสารและอัตราค่าโดยสาร การเปลี่ยนแปลงในเม็ดเงินโฆษณา และการก่อสร้างโครงการอสังหาริมทรัพย์เสร็จ

Forecasts and valuation

Year to 31 Mar	Unit	2013	2014	2015F	2016F	2017F
Revenue	(Btmn)	5,585	8,115	8,292	8,569	9,581
EBITDA	(Btmn)	3,808	4,036	3,526	3,578	3,819
Core profit	(Btmn)	719	2,102	2,404	2,660	3,145
Reported profit	(Btmn)	1,719	12,645	2,488	2,660	3,145
Core EPS	(Bt)	0.07	0.18	0.20	0.23	0.27
DPS	(Bt)	0.39	0.60	0.59	0.68	0.16
P/E, core	(x)	133.4	53.4	47.2	42.6	36.0
EPS growth, core	(%)	(34.2)	150.0	13.2	10.7	18.2
P/BV, core	(x)	1.90	1.88	2.07	2.24	2.31
ROE	(%)	3.4	21.2	4.5	5.3	6.4
Dividend yield	(%)	4.0	6.3	6.2	7.1	1.7
EV/EBITDA	(x)	27.4	21.7	25.3	25.8	28.8

Source: SCBS Investment Research

Financial statement

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY March 31	2012	2013	2014	2015F	2016F
Total revenue	3,679	5,585	8,115	8,292	8,569
Cost of goods sold	1,896	2,882	4,089	4,011	3,951
Gross profit	1,783	2,702	4,026	4,281	4,618
SG&A	872	1,301	1,839	2,065	2,142
Other income	1,822	2,019	1,338	1,049	843
Interest expense	1,432	1,248	631	326	156
Pre-tax profit	1,301	2,173	2,895	2,939	3,162
Corporate tax	173	1,248	882	588	632
Equity a/c profits	(2)	3	619	740	950
Minority interests	(130)	(209)	(529)	(688)	(819)
Core profit	996	719	2,102	2,404	2,660
Extra-ordinary items	1,109	1,000	10,543	84	0
Net Profit	2,106	1,719	12,645	2,488	2,660
EBITDA	3,017	3,808	4,036	3,526	3,578
Core EPS (Bt)	0.11	0.07	0.18	0.20	0.23
Net EPS (Bt)	0.23	0.17	1.08	0.21	0.23
DPS (Bt)	0.30	0.39	0.60	0.59	0.68

Balance Sheet (Btmn)

FY March 31	2012	2013	2014	2015F	2016F
Total current assets	7,868	52,218	37,227	32,571	27,676
Total fixed assets	60,450	15,073	39,530	36,385	35,439
Total assets	68,317	67,291	76,757	68,956	63,116
Total loans	35,493	12,758	7,450	4,025	2,295
Total current liabilities	8,338	9,022	8,630	6,746	6,553
Total long-term liabilities	21,727	7,767	8,365	7,354	6,048
Total liabilities	30,065	16,789	16,995	14,101	12,600
Paid-up capital	36,600	44,427	47,657	47,657	47,657
Total equity	38,252	50,502	59,762	54,855	50,515
BVPS (Bt)	4.20	4.58	5.02	4.65	4.28

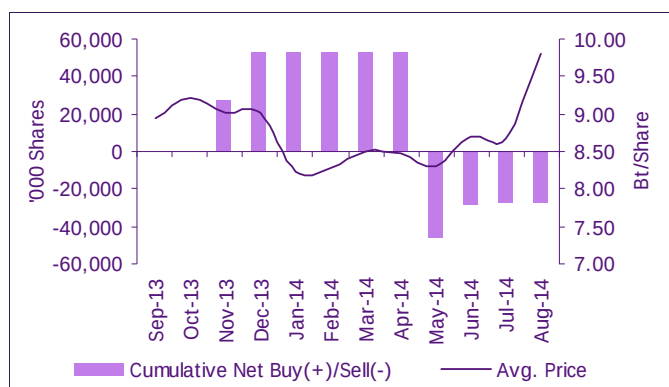
Cash Flow Statement (Btmn)

FY March 31	2012	2013	2014	2015F	2016F
Core Profit	996	719	2,102	2,404	2,660
Depreciation and amortization	(284)	(388)	(511)	(260)	(260)
Operating cash flow	(523)	(39,260)	50,776	3,803	3,105
Investing cash flow	(2,487)	44,771	(47,255)	21,708	4,205
Financing cash flow	1,977	(3,556)	(8,692)	(10,820)	(8,730)
Net cash flow	(1,033)	1,956	(5,171)	14,690	(1,420)

Key Financial Ratios

	2012	2013	2014	2015F	2016F
Gross margin(%)	48.5	48.4	49.6	51.6	53.9
Operating margin(%)	24.8	25.1	27.0	26.7	28.9
EBITDA margin(%)	82.0	68.2	49.7	42.5	41.8
EBIT margin(%)	74.3	61.2	43.4	39.4	38.7
Net profit margin(%)	57.2	30.8	155.8	30.0	31.0
ROE (%)	5.8	3.5	21.8	4.7	5.5
ROA (%)	1.1	0.2	1.7	2.4	2.9
Net D/E (%)	89.3	16.3	(41.4)	(43.9)	(41.3)
Interest coverage (x)	2.1	3.1	6.4	10.8	22.9
Payout Ratio (%)	129.9	225.6	55.5	281.4	300.7

12-Month Cumulative directors trade



Source: SEC

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY March 31	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15
Total revenue	2,303	2,182	2,067	1,694	1,686
Cost of goods sold	1,297	1,118	946	860	850
Gross profit	1,006	1,065	1,121	834	836
SG&A	433	462	444	500	383
Other income	382	331	344	282	402
Interest expense	193	174	134	131	134
Pre-tax profit	763	760	886	485	723
Corporate tax	337	216	215	115	212
Equity a/c profits	126	176	158	159	168
Minority interests	(130)	(141)	(157)	(101)	(112)
Core profit	422	579	673	428	567
Extra-ordinary items	10,387	380	(224)	0	84
Net Profit	10,808	959	449	428	650
EBITDA	1,047	1,080	1,143	767	968
Core EPS (Bt)	0.037	0.050	0.056	0.036	0.048
Net EPS (Bt)	0.947	0.083	0.038	0.036	0.055

Balance Sheet (Btmn)

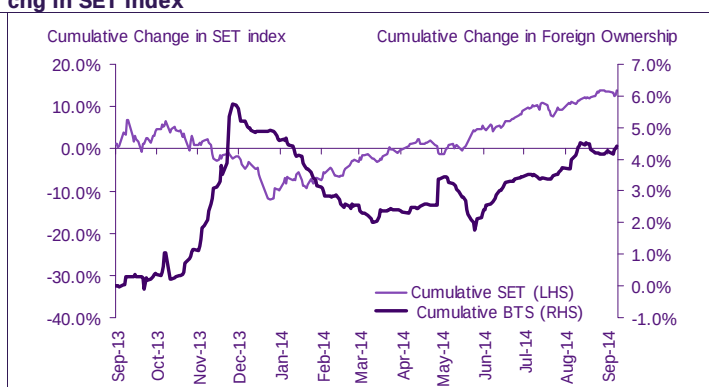
FY March 31	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15
Total current assets	40,601	30,187	40,082	37,227	36,420
Total fixed assets	39,023	46,048	40,429	39,530	40,705
Total assets	79,624	76,235	80,511	76,757	77,125
Total loans	10,188	7,445	7,446	7,450	8,632
Total current liabilities	6,838	7,942	8,543	8,630	8,671
Total long-term liabilities	11,825	8,189	8,333	8,365	9,593
Total liabilities	18,662	16,131	16,876	16,995	18,264
Paid-up capital	45,611	46,105	47,657	47,657	47,657
Total equity	60,962	60,104	63,635	59,762	58,861
BVPS (Bt)	5.34	5.21	5.34	5.02	4.94

Main Assumptions

	2012	2013	2014	2015F	2016F
No. of riderships ('000 per day)	481.3	539.1	591.4	626.8	720.9
Fare rate (Bt/trip)	24.4	24.9	26.5	26.8	27.6
Income from train O&M (Bt mn)	818	1,086	1,528	1,795	1,876
Media rev from BTS (Bt mn)	2,401	3,641	4,467	5,040	5,799
Media rev from non-BTS (Bt mn)	823	1,481	1,555	1,664	1,830
Property revenue (Bt mn)	398	797	2,849	1,671	1,130

PBV Band Chart

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



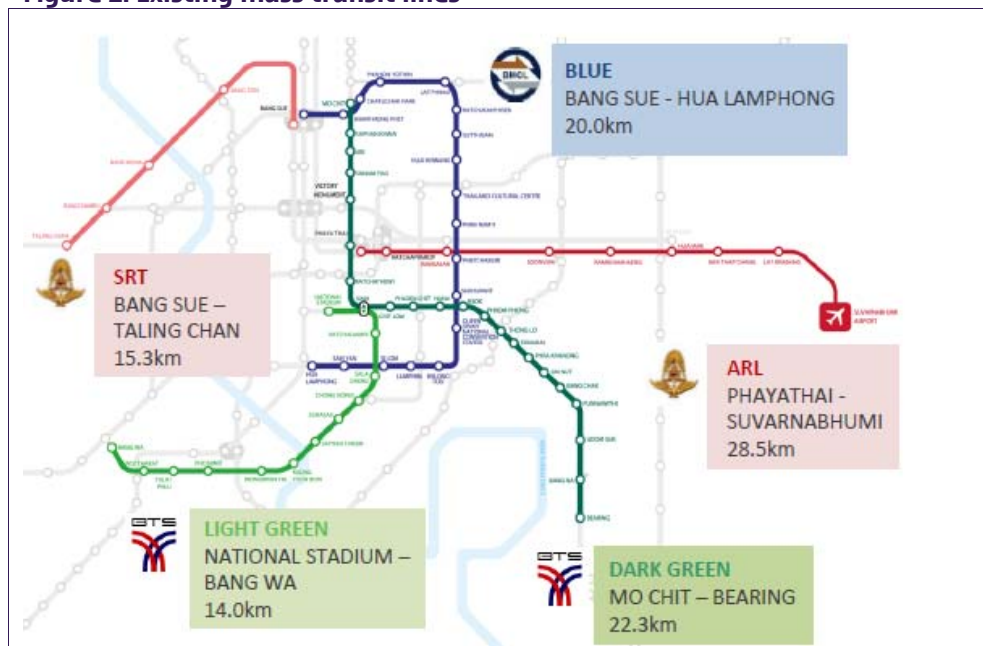
Source: SET, SCBS Investment Research

Figure 1: Of 100km existing Bangkok mass transit, 36.3km operated by BTS

Line	Route	Operator	Operating since	Distance (km)
Dark Green (Core)	Mo Chit - On Nut	BTS	Dec-99	17
Light Green (Core)	National - Stadium Saphan Taksin	BTS	Dec-99	6.5
Blue	Bang Sue - Hua Lamphong	BMCL	Jul-04	20
Light Green (Extension)	Saphan Taksin - Wongwian Yai	BTS	May-09	2.2
Red Line Airport Link	Phayathai - Suvarnabhumi	SRT	Aug-10	28.5
Dark Green (Extension)	On Nut - Bearing	BTS	Aug-11	5.3
SRT Line	Bang Sue - Taling Chan	SRT	Nov-12	15.3
Light Green (Extension)	Wongwian Yai - Bang Wa	BTS	Dec-13	5.3
Total				100.1

Source: Company data

Figure 2: Existing mass transit lines



Source: Company data

Figure 3: Of 237km ongoing projects prioritized by the government, BTS is interested in 118.5km (6 lines)

Line	Route	Authorizing Body	Operate Year	Distance (km)	Note	Timeline of bidding
Purple	Bang Yai - Bang Sue	MRTA	2015	23.0		
Blue	Hua Lamphong - Bang Khae	MRTA	2016	14.0		
Blue	Bang Sue - Tha Pra	MRTA	2016	13.0		
Dark Red	Bang Sue - Rangsit	SRT	2017	26.3		
Dark Green South	Bearing - Samut Prakarn	MRTA	2017	12.8	Extensions to BTS's current lines	4Q14F
Dark Green North	Mo Chit - Saphan Mai - Khu Khot	MRTA	2018-19	18.4	Extensions to BTS's current lines	Late 4Q14F-early 1Q15F
LRT	Bangna - Suvarnabhumi	BMA	2017	18.3	Lines connecting to BTS's lines	1Q15F
Pink	Khae Rai - Pak Gred - Min Buri	MRTA	2017	36.0	Lines connecting to BTS's lines	Mid-2015F
Light Green	Bang Wa - Borommaratchachonnani	BMA	2018-19	7.0	Extensions to BTS's current lines	2016F
Grey	Watcharaphon - Rama 9 bridge	BMA	2018	26.0	Lines connecting to BTS's lines	2016F
Dark Green	Samut Prakarn - Bangpu	MRTA	2018	7.0	Extensions to BTS's current lines	
Light Red	Bang Sue - Phayathai - Makkasan	SRT	2017	9.0	Lines connecting to BTS's lines	
Light Red	Makkasan - Hua Mak	SRT	2017	10.0		
Dark Red	Rangsit - Thammasart University	SRT	2017	10.0		
Dark Red	Bang Sue - Hua Lamphong	SRT	2017	6.5		
Total				237.3		

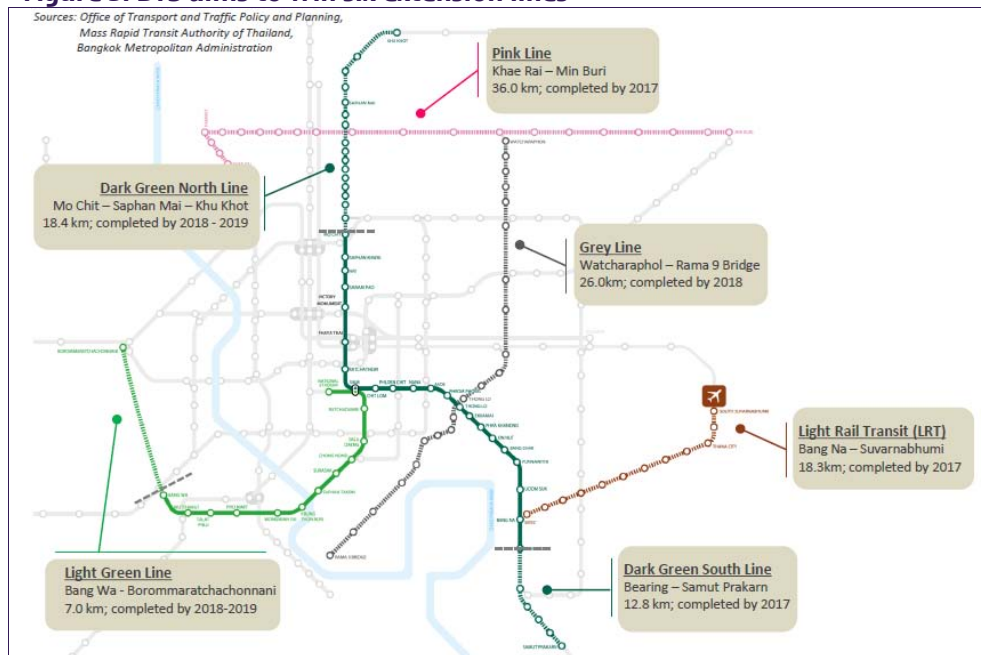
Source: Company data

Figure 4: Projected CAPEX breakdown by six future lines

Expected future lines		Distance (km)	CAPEX (Bt mn)			
			Civil work	E&M	Rolling Stock	Total
Dark Green South	Bearing - Samut Prakarn	12.8		9,129		9,129
Dark Green North	Mo Chit - Saphan Mai - Khu Khot	18.4		20,056		20,056
LRT	Bangna - Suvarnabhumi	18.3	18,849	23,152		42,001
Pink	Khae Rai - Pak Gred - Min Buri	36.0	11,927	8,073		20,000
Light Green	Bang Wa - Borommaratchachonnani	7.0			2,400	2,400
Grey	Watcharaphon - Rama 9 bridge	26.0	12,000	12,250		24,250
Total		118.5	42,776	72,660	2,400	117,836

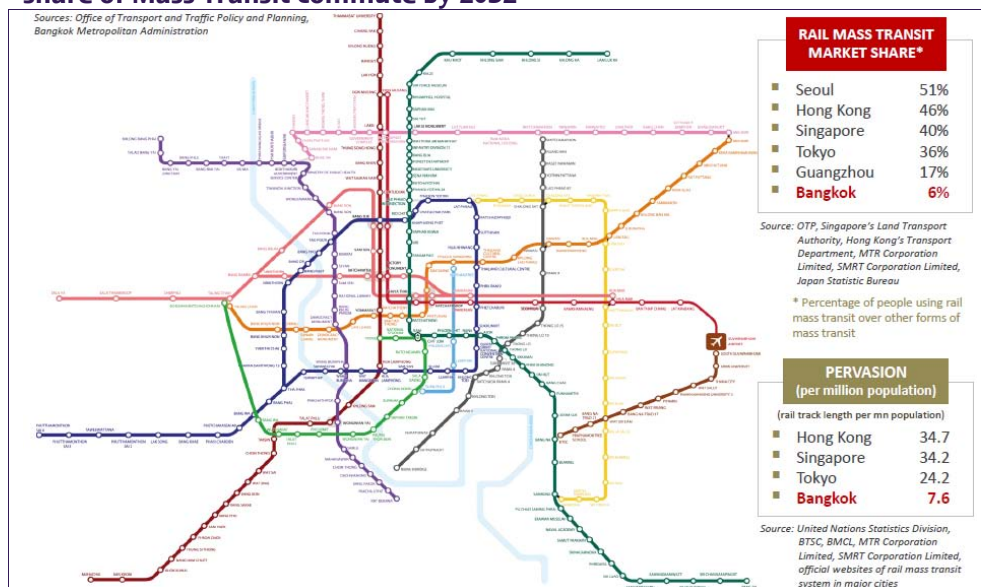
Source: Company data

Figure 5: BTS aims to win six extension lines



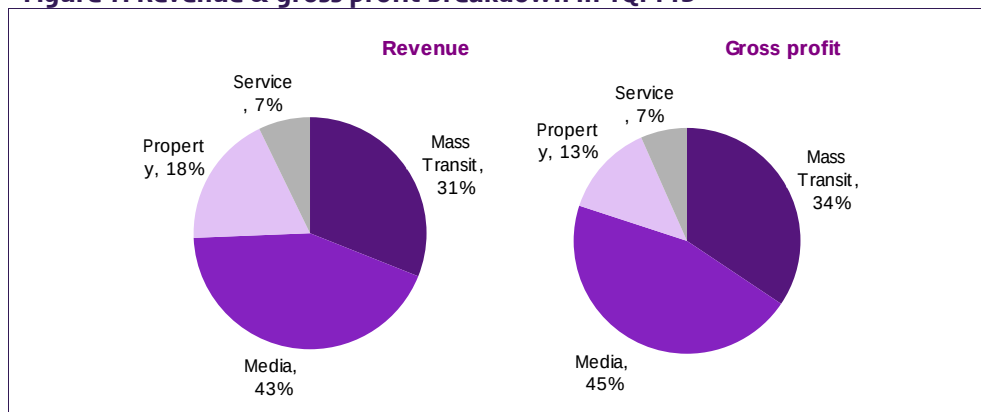
Source: Company data

Figure 6: Bangkok Rail Mass Transit Master Plan (515.3 km by 2029, 42.4% share of Mass Transit commute by 2032)



Source: Company data

Figure 7: Revenue & gross profit breakdown in 1QFY15



Source: SCBS Investment Research

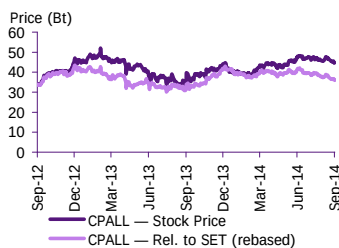
ชื่อ

Stock Data

Last close (Sep 19) (Bt)	44.75
12-m target price (Bt)	58.00
Upside (Downside) to TP (%)	29.61
Mkt cap (Btbn)	401.99
Mkt cap (US\$mn)	12,492

Bloomberg code	CPALL TB
Reuters code	CPALL.BK
Risk rating	L
Mkt cap (%) SET	2.80
Sector % SET	8.24
Shares issued (mn)	8,983
Par value (Bt)	1
12-m high / low (Bt)	48.3 / 35
Avg. daily 6m (US\$mn)	20.05
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	-1.6	-6.8	12.6
Relative to SET	-3.8	-13.7	5.6

Source: SET, SCBS Investment Research

ศิริมา ดิสรสา, CFA

นักวิเคราะห์การลงทุนวิจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1004

sirima.dissara@scb.co.th

เข้าสู่ช่วงที่กำไรเติบโตอย่างโดดเด่น

ในช่วง 3 เดือนที่ผ่านมา ราคาหุ้น CPALL ปรับตัว underperform กลุ่มพาณิชย์อยู่ 6% และ SET อยู่ 14% สะท้อนถึงกำไรที่ลดลง 4 ไตรมาสอันเป็นผลมาจากการอุปโภคบริโภคที่ชะลอตัวลง และค่าธรรมเนียมกับดอกเบี้ยจ่ายจำนวนมากจากคิล MAKRO ตั้งแต่ไตรมาส 3/56 โดยมองข้ามไปว่า CPALL จะพลิกกลับมาเป็นบริษัทที่กำไรโตครั้งหลังปี 57 เด็ดขาดที่สุดในกลุ่มพาณิชย์ โดยได้รับปัจจัยหนุนจากอัตราเติบโตของยอดขายสาขาเดิมที่ฟื้นตัวดีขึ้น การขยายสาขา และอัตรากำไรที่เพิ่มขึ้น และที่สำคัญคือจะไม่มีต้นทุนทางการเงินที่เป็นภาระพิเศษอีกต่อไป เราคาดว่า CPALL จะรายงาน EPS ในระยะ 3 ปีข้างหน้าเติบโตเฉลี่ย 25% ต่อปี สูงที่สุดในกลุ่มพาณิชย์ และนำ "ชื่อ" ด้วยราคาเป้าหมาย 58 บาท

การปรับตัว underperform ของราคาหุ้นสะท้อนผลการดำเนินงานที่ปรับตัวแย่ลง ในช่วง 3 เดือนที่ผ่านมา ราคาหุ้น CPALL ปรับตัวลดลง 7% แย่กว่ากลุ่มพาณิชย์อยู่ 6% และแย่กว่า SET อยู่ 14% สะท้อนถึงกำไรที่ปรับตัวลดลง 4 ไตรมาส เพราะการอุปโภคบริโภคชะลอตัว รวมถึงมีสาเหตุหลักมาจากการบันทึกค่าธรรมเนียมและดอกเบี้ยจ่ายจำนวนมากเกี่ยวกับคิล MAKRO เริ่มตั้งแต่ไตรมาส 3/56 มาจนถึงไตรมาส 2/57

แต่มองข้ามตำแหน่งผู้นำที่กำไรจะเติบโตสูงที่สุดในงวดครั้งหลังปี 57 และในระยะยาว ตลาดกำลังมองข้ามแนวโน้มที่กำไรของ CPALL จะปรับตัวเพิ่มขึ้นสู่ระดับที่เติบโตสูงกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่มพาณิชย์ โดยที่เราคาดว่ากำไรปีต่อปีจะเติบโต 27% YoY (เทียบกับกลุ่มพาณิชย์ที่ +11% YoY) ในงวดครั้งหลังปี 57 กำไรของ CPALL จะเติบโตเพิ่มขึ้นโดยได้รับปัจจัยหนุนจากอัตราเติบโตของยอดขายสาขาเดิมที่ฟื้นตัวดีขึ้น สาขาที่เพิ่มขึ้น และอัตรากำไรที่สูงขึ้น โดยไม่มีภาระต้นทุนทางการเงินเพิ่มเติมจากคิล MAKRO (ฐานเดิม YoY) อัตราเติบโตของยอดขายสาขาเดิมจะฟื้นตัวจาก -0.6% YoY ในงวดครั้งแรกปี 57 โดยเกิดจากบรรยากาศโดยรวมในประเทศที่ดีขึ้น และการกลับมาจัดโปรโมชันแถมปีที่ได้รับความนิยมอย่างมากตั้งแต่ปลายเดือน ก.ค. จนถึง พ.ย. อัตรากำไรขั้นต้นของบริษัทจะเพิ่มขึ้นโดยได้รับปัจจัยหนุนจากส่วนผสมผลิตภัณฑ์ที่ดีขึ้น และประโยชน์จากการเพิ่มพลังทางธุรกิจร่วมกับ MAKRO ทั้งนี้ในกลุ่มพาณิชย์ มีเพียง CPALL กับ MAKRO ที่จะเปิดสาขาใหม่ในปี 2557 มากกว่าแผนเดิมที่วางไว้ โดย CPALL จะเปิดสาขาใหม่เกือบ 700 สาขา (เทียบกับเป้าที่วางไว้ตอนต้นปี 2557 ที่ 600 สาขา) และ MAKRO จะเปิดสาขาใหม่ 13 สาขา (เทียบกับเป้าที่วางไว้ตอนต้นปี 2557 ที่ 6 สาขา) เราคาดว่า CPALL จะรายงาน EPS ในระยะ 3 ปีข้างหน้าเติบโตสูงที่สุดในกลุ่มพาณิชย์ที่อัตราเฉลี่ย 25% ต่อปี (เทียบกับกลุ่มพาณิชย์ที่ 20%) ไปจนถึงปี 2559 โดยได้รับปัจจัยหนุนจากอัตราเติบโตของยอดขายสาขาเดิมที่ฟื้นตัวดีขึ้น อัตรากำไรที่เพิ่มขึ้น การขยายสาขาอย่างต่อเนื่อง และดอกเบี้ยจ่ายที่ลดลงจากการลดภาระหนี้

ริไฟแนนซ์หนี้เสร็จแล้ว: ไม่มีความเสี่ยงเกี่ยวกับอัตราแลกเปลี่ยนอีกต่อไป ต้นทุนทางการเงินและความเสี่ยงจากการขึ้นอัตราดอกเบี้ยปรับลดลง CPALL ออกหุ้นกู้ใหม่จำนวน 4 หมื่นล้านบาท ตอนปลายเดือน ส.ค. 2557 โดยมีต้นทุนทางการเงินเฉลี่ยอยู่ที่ 4.6% เพื่อริไฟแนนซ์เงินกู้ระยะยาว ช่วยให้ CPALL สามารถปิดสถานะบัญชีเงินกู้ในสกุลดอลลาร์สหรัฐได้ทั้งหมด (จาก 6% ตอนต้นเดือน ส.ค. และ 100% ในไตรมาส 3/56) ซึ่งหมายความว่าบริษัทจะไม่มีความเสี่ยงเกี่ยวกับอัตราแลกเปลี่ยนอีกต่อไป นอกจากนี้ CPALL ยังเพิ่มสัดส่วนหนี้ที่มีอัตราดอกเบี้ยคงที่ที่ 72% (เทียบกับ 50% ตอนต้นเดือน ส.ค. 2557 และ 0% ในไตรมาส 3/56) เพื่อลดความเสี่ยงจากต้นทุนทางการเงินที่สูงขึ้นถ้ามีการปรับอัตราดอกเบี้ยขึ้นในปี 2558 ด้วย การคำนวณของเราพบว่า กำไรสุทธิของ CPALL จะปรับขึ้นได้อีก 2% ในปี 2558 ด้วยการริไฟแนนซ์หนี้เพื่อลดต้นทุนทางการเงินลง ทั้งนี้ในจำนวนหนี้ระยะยาวทั้งหมด 1.8 แสนล้านบาท แบ่งเป็นหุ้นกู้จำนวน 1.3 แสนล้านบาท (อายุ 3-10 ปี; อัตราดอกเบี้ยคงที่ ~4.7%) และที่เหลือเป็นเงินกู้ระยะยาว (อายุ 7 ปี; อัตราดอกเบี้ยลอยตัวที่ ~5-6%)

ชื่อ เราแนะนำ "ชื่อ" CPALL ด้วยราคาเป้าหมายกลางปี 2558 ที่คำนวณได้จากวิธี DCF ที่ 58 บาท อิงกับ WACC 9.3% และอัตราเติบโต 3% ปัจจัยเสี่ยงที่สำคัญ คือ: 1) การเปลี่ยนแปลงของอัตราเติบโตยอดขายสาขาเดิมและการขยายสาขา; 2) การเปลี่ยนแปลงในต้นทุนพนักงานและค่าใช้จ่ายด้านสาธารณูปโภค; 3) การเจรจาขอส่วนลดกับซัพพลายเออร์; และ 4) การแข่งขัน

Forecasts and valuation

Year to 31 Dec	Unit	2012	2013	2014F	2015F	2016F
Revenue	(Btmn)	188,702	272,286	376,906	431,142	487,325
EBITDA	(Btmn)	17,318	20,258	30,590	37,026	42,349
Core profit	(Btmn)	11,010	11,035	11,450	15,820	20,420
Reported profit	(Btmn)	11,049	10,537	11,628	15,820	20,420
Core EPS	(Bt)	1.23	1.23	1.27	1.76	2.27
DPS	(Bt)	0.90	0.90	0.83	0.88	1.14
P/E, core	(x)	36.51	36.43	35.11	25.41	19.69
EPS growth, core	(%)	41.45	0.23	3.76	38.17	29.08
P/BV, core	(x)	14.70	12.18	11.00	8.95	7.00
ROE	(%)	44.89	36.56	32.92	38.83	39.90
Dividend yield	(%)	2.01	2.01	1.85	1.97	2.54
EV/EBITDA	(x)	21.19	27.72	18.30	14.85	12.60

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	376,906	431,142	487,325
Cost of goods sold	(140,091)	(210,657)	(300,068)	(342,654)	(386,939)
Gross profit	48,611	61,629	76,838	88,488	100,386
SG&A	(43,736)	(58,309)	(67,683)	(75,230)	(84,304)
Other income	9,075	12,313	16,475	18,660	21,005
Interest expense	(0)	(2,214)	(8,889)	(9,525)	(9,016)
Pre-tax profit	13,950	13,419	16,742	22,393	28,070
Corporate tax	(2,913)	(2,292)	(5,100)	(6,350)	(7,382)
Equity a/c profits	0	0	0	0	0
Minority interests	(26)	(91)	(192)	(223)	(269)
Core profit	11,010	11,035	11,450	15,820	20,420
Extra-ordinary items	39	(498)	178	0	0
Net Profit	11,049	10,537	11,628	15,820	20,420
EBITDA	17,318	20,258	30,590	37,026	42,349
Core EPS (Bt)	1.23	1.23	1.27	1.76	2.27
Net EPS (Bt)	1.23	1.17	1.29	1.76	2.27
DPS (Bt)	0.90	0.90	0.83	0.88	1.14

Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	2012	2013	2014F	2015F	2016F
Total current assets	48,854	53,963	67,176	75,795	73,577
Total fixed assets	23,313	234,703	250,426	263,489	276,429
Total assets	72,168	288,665	317,603	339,284	350,006
Total loans	0	185,309	185,309	180,309	158,468
Total current liabilities	41,025	200,798	94,058	128,254	149,216
Total long-term liabilities	3,788	54,860	186,994	166,102	143,353
Total liabilities	44,812	255,658	281,052	294,356	292,569
Paid-up capital	8,983	8,983	8,983	8,983	8,983
Total equity	27,355	33,007	36,550	44,928	57,438
BVPS (Bt)	3.05	3.67	4.07	5.00	6.39

Cash Flow Statement (Btmn)

FY December 31	2012	2013	2014F	2015F	2016F
Core Profit	11,010	11,035	11,450	15,820	20,420
Depreciation and amortization	3,368	4,625	4,960	5,109	5,262
Operating cash flow	24,084	26,105	31,040	35,477	42,247
Investing cash flow	(9,807)	(204,982)	(19,941)	(18,171)	(18,202)
Financing cash flow	(5,394)	180,424	(8,085)	(12,442)	(29,751)
Net cash flow	8,883	1,547	3,014	4,863	(5,706)

Key Financial Ratios

	2012	2013	2014F	2015F	2016F
Gross margin(%)	25.8	22.6	20.4	20.5	20.6
Operating margin(%)	2.6	1.2	2.4	3.1	3.3
EBITDA margin(%)	9.2	7.4	8.1	8.6	8.7
EBIT margin(%)	7.4	5.7	6.8	7.4	7.6
Net profit margin(%)	5.9	3.9	3.1	3.7	4.2
ROE (%)	40.4	31.9	31.8	35.2	35.6
ROA (%)	15.3	3.7	3.7	4.7	5.8
Net D/E (x)	(1.3)	4.8	4.3	3.3	2.3
Interest coverage (x)	n.a.	9.1	3.4	3.9	4.7
Payout Ratio (%)	73.2	76.7	65.0	50.0	50.0

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14
Total revenue	51,082	82,351	88,414	86,158	88,945
Cost of goods sold	(37,655)	(65,138)	(70,475)	(68,152)	(70,031)
Gross profit	13,427	17,213	17,939	18,006	18,915
SG&A	(12,624)	(16,436)	(17,668)	(16,449)	(16,885)
Other income	2,479	3,805	3,566	2,991	3,188
Interest expense	(127)	(910)	(1,177)	(1,346)	(2,398)
Pre-tax profit	3,155	3,672	2,660	3,203	2,819
Corporate tax	(534)	(586)	(431)	(643)	(542)
Equity a/c profits	0	0	0	0	0
Minority interests	(8)	(36)	(40)	(31)	(26)
Core profit	2,612	3,051	2,189	2,528	2,250
Extra-ordinary items	37	(391)	(147)	177	1
Net Profit	2,649	2,660	2,042	2,705	2,252
EBITDA	4,160	5,832	5,189	5,877	6,619
Core EPS (Bt)	0.29	0.34	0.24	0.28	0.25
Net EPS (Bt)	0.29	0.30	0.23	0.30	0.25

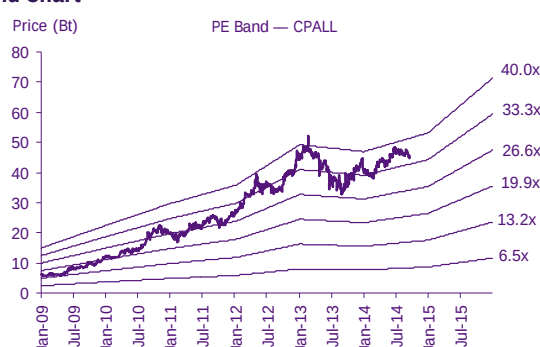
Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14
Total current assets	60,595	44,849	53,963	49,723	43,774
Total fixed assets	172,358	232,798	234,703	253,093	254,754
Total assets	232,953	277,647	288,665	302,816	298,529
Total loans	143,333	186,157	185,309	186,825	190,230
Total current liabilities	200,245	242,227	200,798	63,402	65,542
Total long-term liabilities	4,495	4,659	54,860	203,768	203,222
Total liabilities	204,741	246,886	255,658	267,170	268,764
Paid-up capital	8,983	8,983	8,983	8,983	8,983
Total equity	28,212	30,762	33,007	35,646	29,765
BVPS (Bt)	3.14	3.42	3.67	3.97	3.31

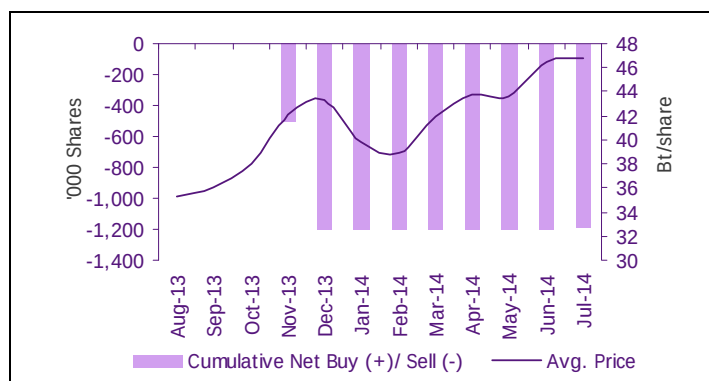
Main Assumptions

	2012	2013	2014F	2015F	2016F
SSS growth (%) - CPALL	13.0%	5.7%	2.2%	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%	6.5%	6.0%	6.0%
No. of new stores - MAKRO	5	7	13	10	10
No. of stores (year end) - MAKRO	57	64	77	87	97

PE Band Chart

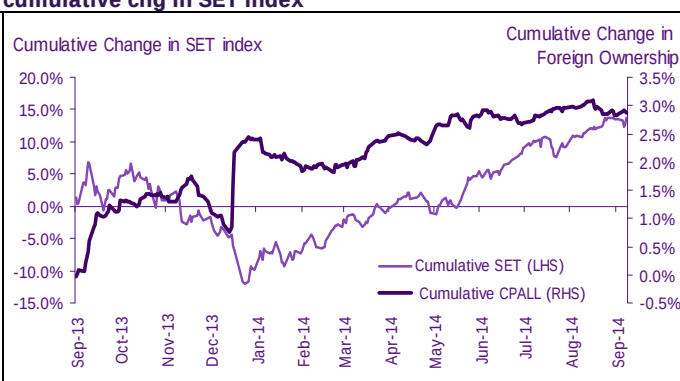


12-Month Cumulative directors trade



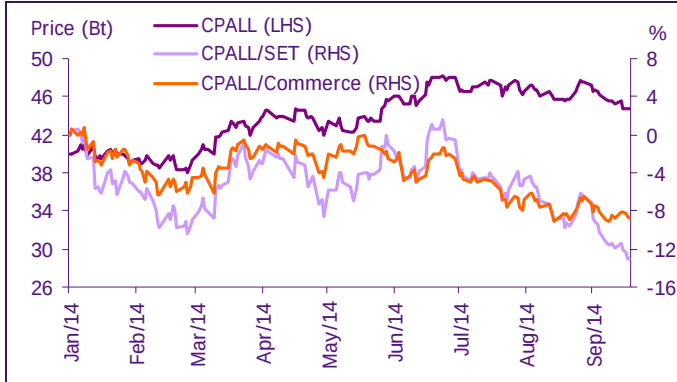
Source: SEC

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



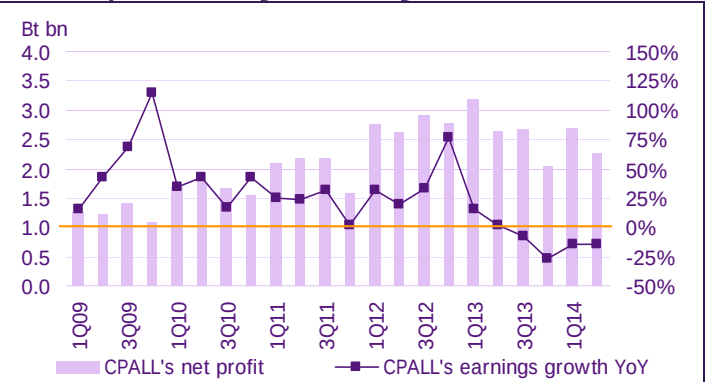
Source: SET, SCBS Investment Research

Figure 1: CPALL's share price has underperformed sector and SET...



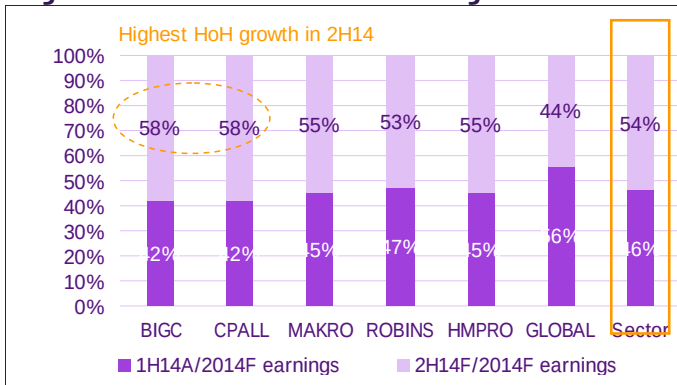
Source: SCBS Investment Research

Figure 2: ..from CPALL's weak earnings due to sluggish consumption and high financing costs since 3Q13



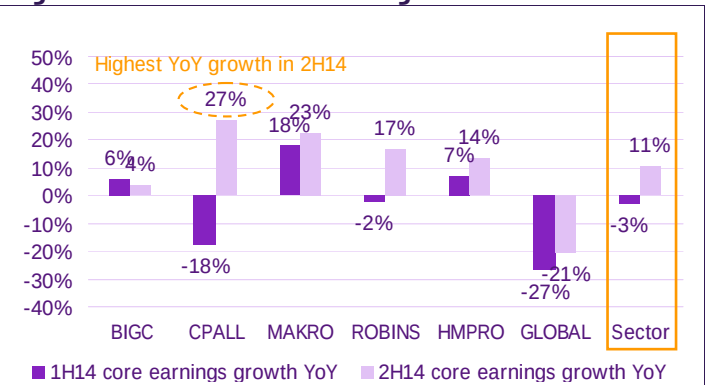
Source: SCBS Investment Research

Figure 3: CPALL to show best earnings HoH in 2H14



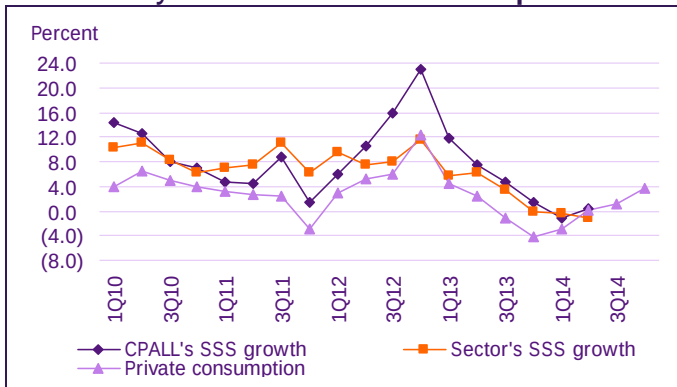
Source: SCBS Investment Research

Figure 4: .. and also best earnings YoY in sector



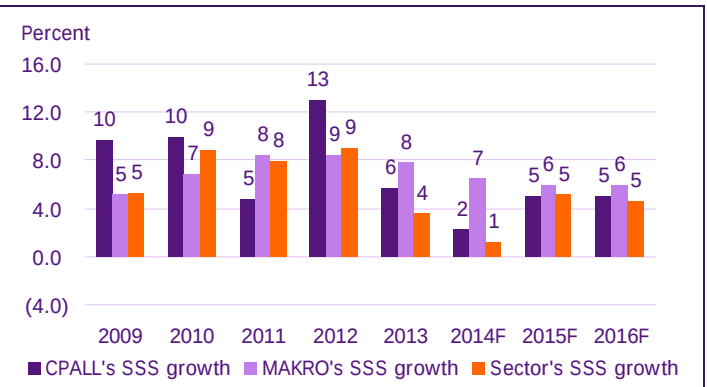
Source: SCBS Investment Research

Figure 5: CPALL's SSS growth set to recover for the rest of the year in tandem with consumption revival



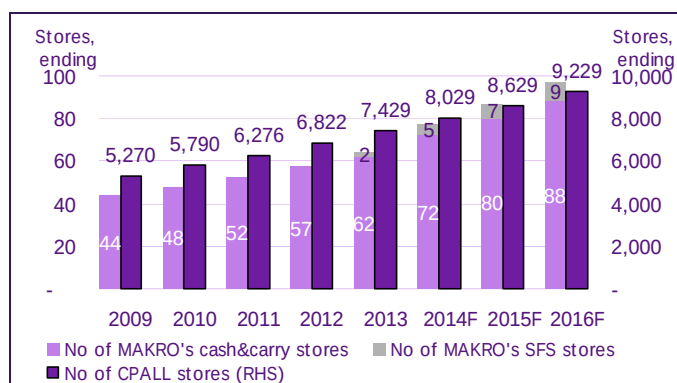
Source: Company data, SCB EIC and SCBS Investment Research

Figure 6: SSS growth for CPALL and MAKRO to be better than sector in 2014-16F



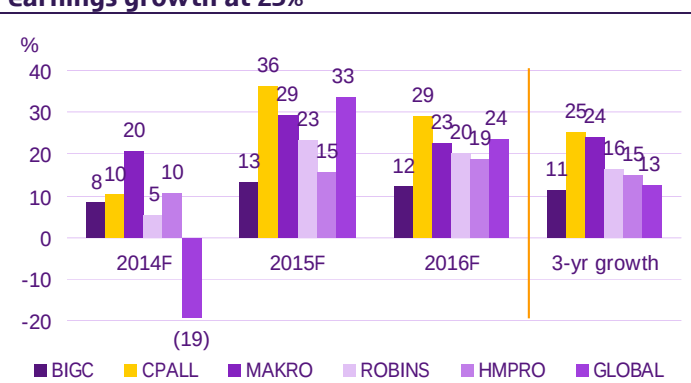
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 7: Store expansion on course



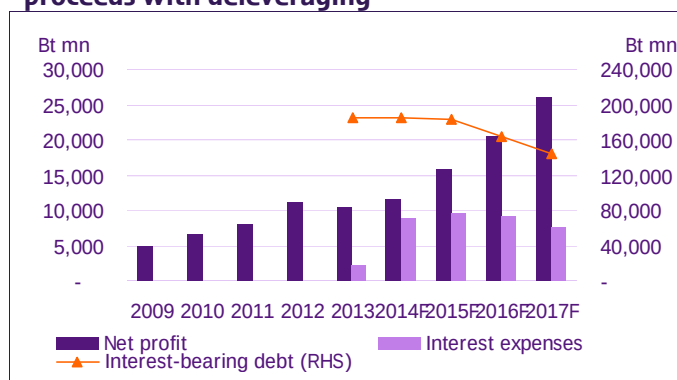
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 8: CPALL to show the sector's best 2-year earnings growth at 25%



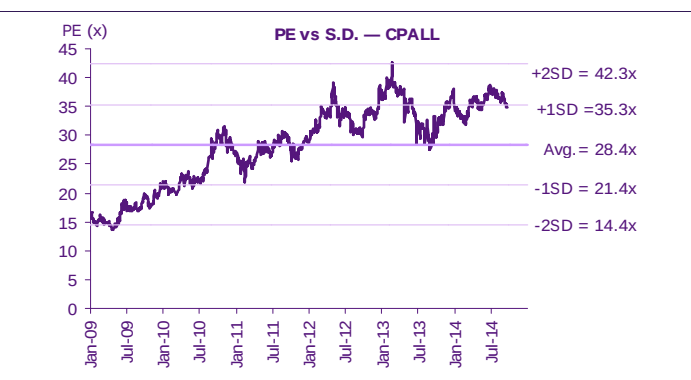
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 9: Upside from lower interest expenses as it proceeds with deleveraging



Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 10: CPALL's 5-year PE band



Source: SCBS Investment Research

Figure 11: Regional peers

			Mkt Cap	PE (x)		EPS Growth (%)		13-15F	2-yr	PBV (x)		ROE (%)		EV/EBITDA (x)	
Ticker	Company name	Country	US mn.	14F	15F	14F	15F	CAGR (%)	PEG (x)	14F	15F	14F	15F	14F	15F
Home Improvement															
ACES IJ Equity	Ace Hardware Indonesia Tbk PT	Indonesia	1,473	29.4	25.0	13.2	17.9	15.5	1.9	7.2	5.9	26.1	25.1	22.0	18.6
9842 JP Equity	Arcland Sakamoto Co Ltd	Japan	478	10.4	8.8	2.4	18.5	10.2	1.0	1.0	0.9	10.0	10.8	4.8	4.3
8218 JP Equity	Komeri Co Ltd	Japan	1,285	12.2	11.3	4.1	8.2	6.1	2.0	0.9	0.8	7.7	8.0	6.0	5.8
9843 JT Equity	Nitori Holdings Co Ltd	Japan	6,670	17.2	16.1	5.9	6.8	6.4	2.7	2.5	2.2	15.5	14.6	9.0	8.5
Convenience Store / Food Retail															
D01 SP Equity	Dairy Farm International Holdings Ltd	Hong Kong	13,805	27.5	24.3	0.4	12.9	6.5	4.2	9.3	8.1	36.0	35.0	17.2	15.5
8028 JP Equity	FamilyMart Co Ltd	Japan	3,965	17.0	16.9	1.2	0.8	1.0	n.m.	1.5	1.4	9.1	8.8	4.0	3.7
2651 JP Equity	Lawson Inc	Japan	7,118	19.0	17.5	10.9	8.6	9.7	1.9	2.9	2.7	15.6	16.0	6.2	5.9
3382 JP Equity	Seven & I Holdings Co Ltd	Japan	35,265	20.1	18.3	12.2	9.6	10.9	1.8	1.7	1.6	8.7	8.9	7.0	6.5
2912 TT Equity	President Chain Store Corp	Taiwan	7,806	24.2	23.1	20.4	4.5	12.2	2.0	8.5	7.8	36.1	34.9	12.9	11.3
Hypermarket / Supermarket															
600361 CH Equity	BeijingHualian Hypermarket Co Ltd	China	549	31.6	56.2	166.7	-43.8	22.5	1.4	1.1	1.1	5.3	2.0	n.a.	n.a.
980 HK Equity	Lianhua Supermarket Holdings Co Ltd	China	732	42.1	34.2	80.0	23.3	49.0	0.9	1.3	1.2	3.8	5.5	n.a.	n.a.
002264 CH Equity	New Huadu Supercenter Co Ltd	China	669	41.9	30.8	140.9	36.1	n.m.	n.m.	n.a	n.a	n.m.	n.m.	14.5	12.4
1025 HK Equity	Wumart Stores Inc	China	1,255	14.6	12.9	14.7	13.1	13.9	1.0	1.9	1.8	12.1	12.6	5.1	4.6
8267 JP Equity	Aeon Co Ltd	Japan	8,979	19.4	17.1	-22.2	13.2	-6.2	n.m.	0.8	0.8	4.1	4.6	6.3	5.9
8270 JP Equity	UNY Group Holdings Co Ltd	Japan	1,304	16.2	16.1	-43.6	0.8	-24.6	n.m.	0.4	0.4	2.9	3.0	7.2	7.2
PGOLD PM Equity	Puregold Price Club Inc	Philippines	2,255	23.2	20.0	7.8	16.2	11.9	2.0	2.9	2.6	13.3	14.1	14.1	11.9
139480 KS Equity	E-Mart Co Ltd	South Korea	6,629	13.8	12.7	1.5	8.9	5.1	2.7	1.0	0.9	7.7	7.8	9.3	8.6
Department Store															
3308 HK Equity	Golden Eagle Retail Group Ltd	China	2,233	12.0	10.9	-4.1	11.0	3.2	n.m.	2.4	2.1	20.8	19.9	7.9	7.1
1833 HK Equity	Intime Retail Group Co Ltd	China	2,052	12.0	10.8	-11.5	11.3	-0.8	n.m.	1.3	1.2	10.5	10.7	10.8	9.3
3368 HK Equity	Parkson Retail Group Ltd	China	965	16.2	16.0	1.6	1.6	1.6	n.m.	1.0	1.0	6.2	6.2	5.8	5.4
3099 JP Equity	Isetan Mitsukoshi Holdings Ltd	Japan	4,841	23.9	21.5	-8.0	11.4	1.2	n.m.	0.9	0.9	3.9	4.3	11.7	11.1
3086 JP Equity	J Front Retailing Co Ltd	Japan	3,374	14.4	14.1	-3.2	2.0	-0.6	n.m.	0.8	0.8	6.1	5.7	9.2	9.0
8252 JP Equity	Marui Group Co Ltd	Japan	2,687	14.7	13.6	6.3	7.5	6.9	2.1	0.7	0.7	5.1	5.4	13.5	12.6
8233 JP Equity	Takashimaya Co Ltd	Japan	2,851	15.8	15.3	12.3	3.8	7.9	2.0	0.8	0.8	5.4	5.4	8.4	8.0
SMPH PM Equity	SM Prime Holdings Inc	Philippines	10,667	25.2	22.2	12.8	13.3	13.1	1.9	2.6	2.4	10.9	11.4	16.6	14.5
CAPL SP Equity	CapitaLand Ltd	Singapore	11,439	14.1	13.7	20.0	2.5	10.9	1.3	0.9	0.8	4.8	4.9	21.7	20.2
004170 KS Equity	Shinsegae Co Ltd	South Korea	2,336	18.0	16.3	10.8	9.9	10.4	1.7	1.0	0.9	5.7	5.9	12.7	12.0
2903 TT Equity	Far Eastern Department Stores Ltd	Taiwan	1,458	19.8	16.0	1.5	23.9	12.2	1.6	1.5	1.4	8.0	9.7	9.6	8.6
Thailand Modern Trade															
BIGC TB Equity	Big C Supercenter PCL	Thailand	6,108	26.8	22.9	4.9	17.1	10.8	2.5	4.6	4.1	18.3	18.5	15.6	13.9
CPALL TB Equity	CP ALL PCL	Thailand	13,049	34.5	26.5	15.9	30.2	22.8	1.5	12.1	10.1	37.6	41.6	20.3	17.3
HMPRO TB Equity	Home Product Center PCL	Thailand	3,732	34.0	29.3	12.5	15.9	14.2	2.4	7.4	6.4	24.7	24.8	18.3	15.6
ROBINS TB Equity	Robinson Department Store PCL	Thailand	1,952	28.6	23.1	8.9	23.6	16.1	1.8	4.8	4.3	17.7	19.7	14.8	11.9
GLOBAL TB Equity	Siam Global House PCL	Thailand	1,400	44.9	33.3	12.7	34.9	23.3	1.9	3.5	3.3	8.4	10.0	25.7	19.5
MAKRO TB Equity	Siam Makro PCL	Thailand	6,110	37.6	30.0	21.0	25.3	23.2	1.6	15.9	14.2	44.5	49.4	24.6	20.0
Simple Average				22.7	20.5	15.6	11.8	9.9	1.9	3.3	2.9	13.7	14.1	12.3	10.8

Source: Bloomberg and SCBS Investment Research

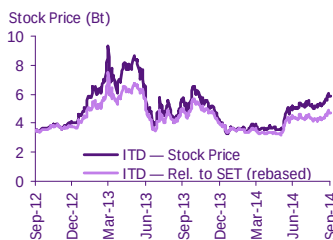
ชื่อ

Stock data

Last close (Sep 19) (Bt)	5.80
12-m target price (Bt)	8.50
Upside (Downside) to TP (%)	46.55
Mkt cap (Btbn)	28.19
Mkt cap (US\$mn)	876

Bloomberg code	ITD TB
Reuters code	ITD.BK
Risk rating	H
Mkt cap (%) SET	0.20
Sector % SET	1.61
Shares issued (mn)	4,860
Par value (Bt)	1
12-m high / low (Bt)	6.7 / 3.2
Avg. daily 6m (US\$mn)	17.38
Foreign limit / actual (%)	32 / 7
Free float (%)	66.4
Dividend policy (%)	≥ 40

Price Performance



Source: SET, SCBS Investment Research

Share performance

	1M	3M	12M
Absolute	10.5	13.7	0.0
Relative to SET	8.1	5.3	-6.2

Source: SET, SCBS Investment Research

วชิราลักษณ์ แสงเลิศศิลป์

นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1033

vajiralux.sanglerdsillapachai@scb.co.th

ได้ประโยชน์จากยุคลงทุนครั้งใหญ่ของประเทศ

ราคาหุ้น ITD ปรับขึ้นมาแล้ว 17% QTD ทั้ง ๆ ที่รายงานผลประกอบการไตรมาส 2/57 ที่อ่อนแอ เนื่องจากตลาดมีความเชื่อมั่นเพิ่มมากขึ้นในแผนของรัฐบาลที่จะเร่งเดินหน้าพัฒนาโครงสร้างพื้นฐาน ITD มีผลงานโดดเด่นมากที่สุดในการก่อสร้างโครงการขนาดใหญ่ในประเทศไทย ดังนั้นจึงมีแนวโน้มที่จะเป็นบริษัทที่ได้รับประโยชน์มากที่สุดจากโครงการลงทุนพัฒนาโครงสร้างพื้นฐาน มูลค่า 2.4 ล้านล้านบาท นอกจากนี้การพบผู้บริหารครั้งล่าสุดยังทำให้เราพบพัฒนาการที่น่าสนใจเกี่ยวกับโครงการขนาดใหญ่ในต่างประเทศ 3 โครงการในบังคลาเทศ เมียนมาร์ และโมซัมบิก รวมถึงโครงการเหมืองโปแตชด้วย เรายังคงเลือก ITD เป็นหุ้น top pick ในไตรมาส 4/57 ด้วยราคาเป้าหมาย 8.5 บาท

โครงการที่มีแนวโน้มได้มา ITD มีแนวโน้มที่จะได้สัญญางานใหม่เพิ่มเติมหลายโครงการจากโครงการลงทุนพัฒนาโครงสร้างพื้นฐาน มูลค่า 2.4 ล้านล้านบาทในปี 2558-2565 เมื่อ MRT กลับมาเปิดประมูลอีกครั้งหลังจากหยุดชะงักไปเป็นเวลา 4 ปี โครงการแรกที่คาดว่าจะเปิดประมูล คือ รถไฟฟ้าสายสีเขียวเหนือ (หมอชิต-คูคต) โดยจะจัดประมูลและประกาศผู้ชนะการประมูลก่อนสิ้นปี 2557 ITD น่าจะชนะการประมูลสัญญางานก่อสร้าง ~25%-50% จากทั้งหมด 2.6 หมื่นล้านบาท โครงการถัดไป คือ รถไฟฟ้าสายสีชมพู (แคราย-มีนบุรี) รถไฟฟ้าใต้ดินสายสีส้ม (ตลิ่งชัน-มีนบุรี) และรถไฟฟ้าสายสีเหลือง ITD น่าจะได้สัญญางานส่วนต่อขยายสายสีแดง มูลค่า 4 พันล้านบาท เนื่องจากบริษัทมีสัญญาแรกเริ่มอยู่แล้ว นอกจากนี้ ITD ยังเป็นหนึ่งในบริษัทที่รับเหมาก่อสร้างไทยเพียงไม่กี่รายที่ที่ประสบความสำเร็จในการทำงานก่อสร้างใต้ดินและวางรถไฟ ด้วยประสบการณ์เช่นนี้ ITD จึงน่าจะได้รับสัญญางานในสัดส่วนที่ค่อนข้างสูงจากงบประมาณทั้งหมด 4.53 แสนล้านบาทที่จะนำมาใช้ลงทุนในโครงการรถไฟรางคู่ของ ร.ฟ.ท. นอกจากนี้โครงการป้องกันน้ำท่วมก็อาจจะถูกนำกลับมาพิจารณาอีกครั้ง โดย ITD ชนะประมูลโครงการมูลค่า 5.3 หมื่นล้านบาทจากแผนที่วางไว้เดิม

โครงการในต่างประเทศ การเข้าพบผู้บริหารครั้งล่าสุด ทำให้เราพบพัฒนาการที่น่าสนใจเกี่ยวกับโครงการขนาดใหญ่ในต่างประเทศของ ITD คือ 1) โครงการทางด่วนยกระดับ Dhaka มูลค่าโครงการ 3.7 หมื่นล้านบาท ระยะเวลาสัมปทาน 30 ปี อยู่ในช่วงของการหารือขั้นสุดท้าย โดยมีรายงานข่าวที่ยืนยันเกี่ยวกับเรื่องนี้ โดยอ้างว่า ITD ได้นำ China Railway Construction เข้ามาร่วมทุน 2) โครงการทวายน่าจะกลับมาเดินหน้าอีกครั้ง แม้ว่าจะมีขนาดเล็กลงมา แต่อย่างน้อยที่สุดก็น่าจะมากพอที่จะช่วยให้ ITD ได้เงินลงทุนจำนวน 6.3 พันล้านบาทกลับคืนมา 3) โครงการโมซัมบิก มูลค่า 1.2 แสนล้านบาท ปัจจุบันอยู่ในขั้นตอนการวางแผนการเงิน ซึ่งกำหนดกรอบเวลาไว้ภายใน 12 เดือน

โครงการเหมืองโปแตช โครงการเหมืองโปแตชในอูรธาซึ่งอยู่ภายใต้การดำเนินงานของ Asia Pacific Potash Corporation (APPC) ที่เป็นบริษัทย่อยที่ ITD ถือหุ้นอยู่ 90% มีความคืบหน้าที่ดี โดยหลังจากทำงานอย่างหนักและหารือกับชาวบ้านมาเป็นปีๆ ทำให้บริษัทเชื่อว่าโครงการนี้เป็นที่การยอมรับจากชาวบ้าน ขั้นตอนต่อไปคือการขอประทานบัตรจากกระทรวงอุตสาหกรรม ซึ่งผู้บริหารหวังว่าจะได้มาก่อนสิ้นปีนี้ ITD วางแผนจัดหาแหล่งเงินทุนสำหรับโครงการนี้ด้วยการนำ APPC เข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งหนึ่งในย่านเอเชีย

ปัจจัยกระตุ้นราคาหุ้นให้ปรับตัวเพิ่มขึ้น มีปัจจัยกระตุ้นราคาหุ้นหลายปัจจัยรออยู่ เนื่องจากจะมีโครงการหลายโครงการเปิดให้เข้าร่วมประมูล และมีข่าวเกี่ยวกับสัมปทานของบริษัททั้งในประเทศ (เหมืองโปแตช) และต่างประเทศ (Dhaka และโมซัมบิก) เราประเมินมูลค่า ITD ได้ที่ 8.5 บาท/หุ้น (มูลค่าธุรกิจรับเหมาที่ 6.5 บาท โดยอิงกับ EV/EBITDA ปี 2558 ที่ 12 เท่า และมูลค่าธุรกิจในตลาดหลักทรัพย์แห่งหนึ่งในย่านเอเชีย

Forecasts and valuation

Year to 31 Dec	Unit	2012	2013	2014F	2015F	2016F
Revenue	(Btmn)	46,291	43,913	45,558	47,428	70,248
EBITDA	(Btmn)	5,106	5,412	4,769	4,948	5,891
Core profit	(Btmn)	856	832	967	1,245	1,917
Reported profit	(Btmn)	134	907	967	1,245	1,917
Core EPS	(Bt)	0.20	0.19	0.20	0.26	0.39
DPS	(Bt)	0.00	0.00	0.00	0.10	0.16
P/E, core	(x)	28.4	31.0	29.2	22.6	14.7
EPS growth, core	(%)	(168.1)	(8.2)	6.2	28.8	54.0
P/BV, core	(x)	2.6	2.3	2.1	2.0	1.8
ROE	(%)	9.3	7.6	7.5	8.9	12.8
Dividend yield	(%)	0.0	0.0	0.0	1.8	2.7
EV/EBITDA	(x)	9.0	10.3	12.1	11.1	9.5

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)	(1,401)	(1,505)
Pre-tax profit	1,034	1,230	1,101	1,497	2,273
Corporate tax	(212)	(336)	(225)	(305)	(461)
Equity a/c profits	7	22	25	28	30
Minority interests	26	(85)	66	25	75
Core profit	856	832	967	1,245	1,917
Extraordinaries	(722)	75	0	0	0
Net profit	134	907	967	1,245	1,917
EBITDA	5,106	5,412	4,769	4,948	5,891
Core EPS (Bt)	0.20	0.19	0.20	0.26	0.39
Net EPS (Bt)	0.03	0.20	0.20	0.26	0.39
DPS (Bt)	0.00	0.00	0.00	0.10	0.16

Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	2012	2013	2014F	2015F	2016F
Total current assets	33,604	35,414	35,310	34,441	41,630
Total fixed assets	24,910	29,737	31,191	21,428	22,231
Total assets	58,513	65,151	66,501	55,869	63,861
Total loans	22,886	18,816	16,487	15,000	15,000
Total current liabilities	31,581	35,441	30,959	30,063	36,905
Total long-term liabilities	17,417	17,327	22,000	22,000	22,000
Total liabilities	48,998	52,767	52,959	52,063	58,905
Paid-up capital	4,194	4,860	4,860	4,860	4,860
Total equity	9,516	12,383	13,542	14,444	15,624
BVPS (Bt)	2.27	2.55	2.79	2.97	3.21

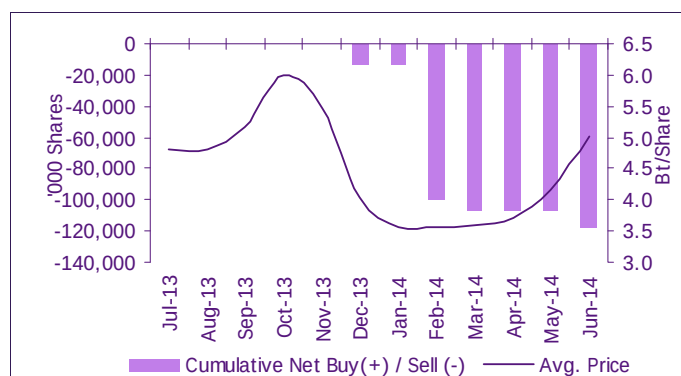
Cash Flow (Btmn)

FY December 31	2012	2013	2014F	2015F	2016F
Pretax profit	320	1,328	1,126	1,525	2,303
Depreciation and amortization	1,786	1,978	1,974	2,049	2,113
Operating cash flow	(28)	5,807	2,925	3,037	3,088
Investing cash flow	(4,156)	(4,715)	(2,813)	(2,988)	(2,987)
Financing cash flow	2,192	(1,267)	6,673	1,285	101
Net cash flow	136	(441)	6,626	1,054	(183)

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	7.5	8.9	12.8
ROA (%)	0.2	1.5	1.5	1.9	2.7
Net D/E (x)	3.3	2.6	2.4	2.0	1.9
Payout Ratio (%)	0.0	0.0	0.0	40.0	40.0

12-Month Cumulative directors trade



Source: SEC

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14
Total revenue	10,254	10,782	12,237	10,882	11,498
Cost of goods sold	(9,137)	(9,662)	(10,883)	(9,779)	(10,422)
Gross profit	1,117	1,119	1,355	1,103	1,077
SG&A	(548)	(496)	(431)	(563)	(555)
Other income	123	129	237	132	284
Interest expense	(533)	(527)	(579)	(570)	(646)
Pre-tax profit	158	225	582	102	159
Corporate tax	(110)	(86)	(86)	(33)	(141)
Equity a/c profits	(5)	20	(1)	21	5
Minority interests	(20)	(18)	(23)	9	(24)
Core profit	23	142	472	99	(1)
Extraordinaries	67	(119)	(20)	57	51
Net profit	90	24	452	156	50
EBITDA	1,163	1,237	1,740	1,149	1,301
Core EPS (Bt)	0.01	0.03	0.11	0.02	(0.00)
Net EPS (Bt)	0.02	0.00	0.10	0.03	0.01

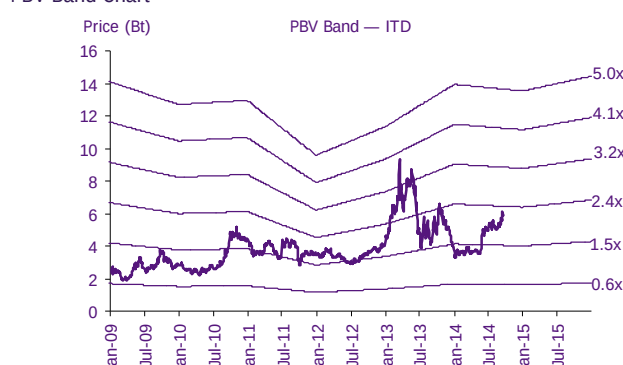
Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14
Total current assets	33,203	33,623	35,414	38,067	43,235
Total fixed assets	27,634	28,306	29,737	30,432	31,376
Total assets	60,837	61,929	65,151	68,500	74,611
Total loans	20,348	27,155	16,874	18,624	23,966
Total current liabilities	35,836	32,949	35,441	38,526	38,717
Total long-term liabilities	15,286	17,158	17,327	17,415	23,241
Total liabilities	51,121	50,106	52,767	55,941	61,958
Paid-up capital	4,194	4,860	4,860	4,860	4,860
Total equity	9,716	11,823	12,383	12,559	12,653
BVPS (Bt)	2.32	2.43	2.55	2.79	2.97

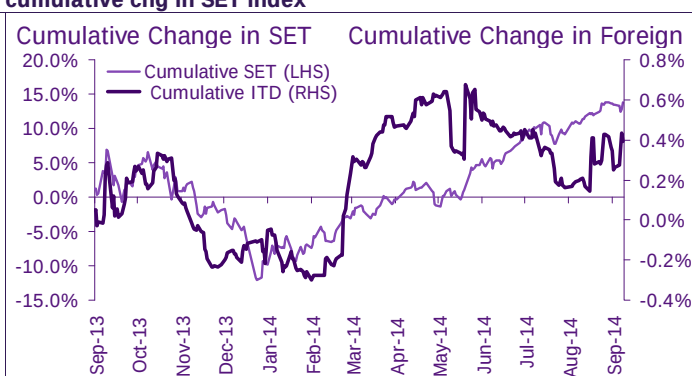
Main Assumptions

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. Subsidiaries	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



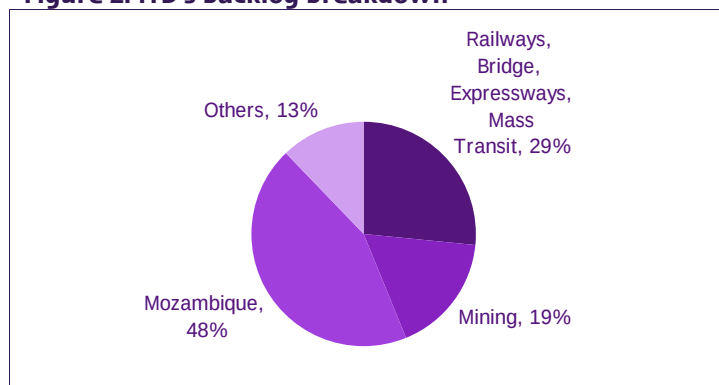
Source: SET, SCBS Investment Research

Figure 1: ITD's backlog update

Existing Backlog (As of May 15, 2014)	Contract value	Remaining value	Revenue contribution			Start Year	Finish Year
	(Bt mn)	(Bt mn)	2014F	2015F	2016F		
SRT Red Line (Phase 1) Contract 2	21,102	18,883	4,800	4,800	4,800	2013	2017
MRT Blue Line Extension Contract 1	10,666	4,466	1,500	1,500	1,466	2011	2016
Purple Line Contract 6	3,335	2,383	800	800	783	2013	2015
Dhaka Elevated Expressway PPP (Concession) Bangladesh	38,095	37,825		9,400	9,400	2014	2017
Highway route in Lao PDR phase 1	2,151	1,923	650	650	623	2013	2016
Track Strengthening, Khlong 19	2,624	2,383	1,200	1,183		2014	2015
Mae Moh Mining Phase 7	10,946	5,573	950	960	960	2009	2018
Design and construction of Moatize Railway Line to Macuse, Mozambique	52,260	52,260			16,000	2016	2019
Design and construction of macuse Port Terminal, Mozambique	45,000	45,000			11,000	2016	2019
Existing backlog before 2014 - to finish in the next 18 months	86,718	33,655	29,400	13,655		2011	2015
New backlog awarded in 2014 - to finish in 5-18 months (Jan-July 2014)	4,000	4,000	2,558	1,442		2014	2015
Current backlog	276,897	208,352					
New backlog awarded in 2014 - to finish in 5-18 months (July-December 2014)	6,000	6,000	3,700	2,300		2014	2015
New backlog awarded in 2015	35,000	35,000		10,738	11,667	2015	2022
New backlog awarded in 2016 - Thai	60,000	60,000			13,549	2016	2022
New backlog awarded in 2016 - Mozambique	22,740	22,740			-		
New backlog awarded in 2016 - Thai	40,000	40,000					
Sales forecast (Bt mn)			45,558	47,428	70,248		

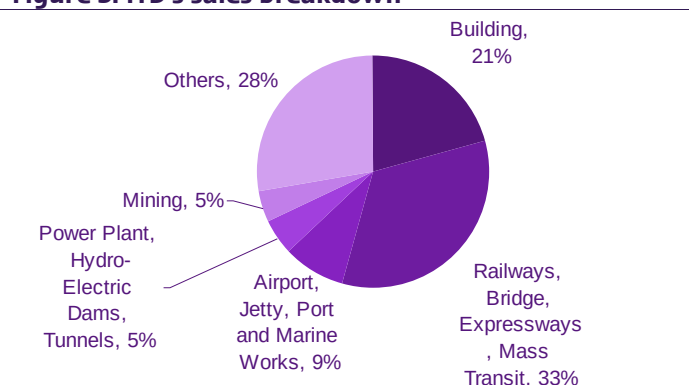
Source: Company, SCBS Investment Research

Figure 2: ITD's backlog breakdown



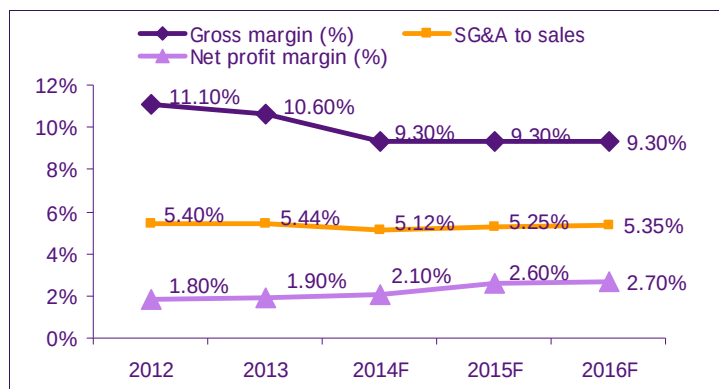
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 3: ITD's sales breakdown



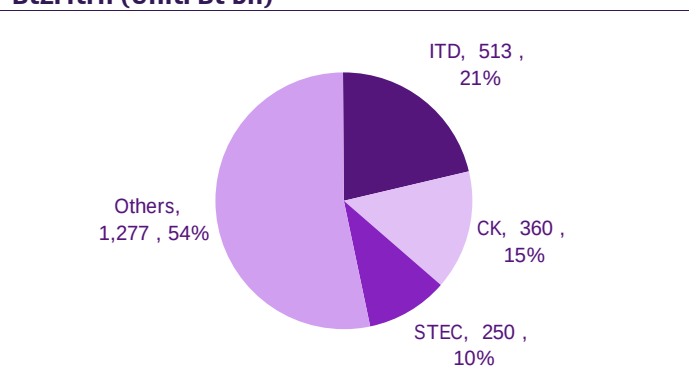
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 4: ITD's margin



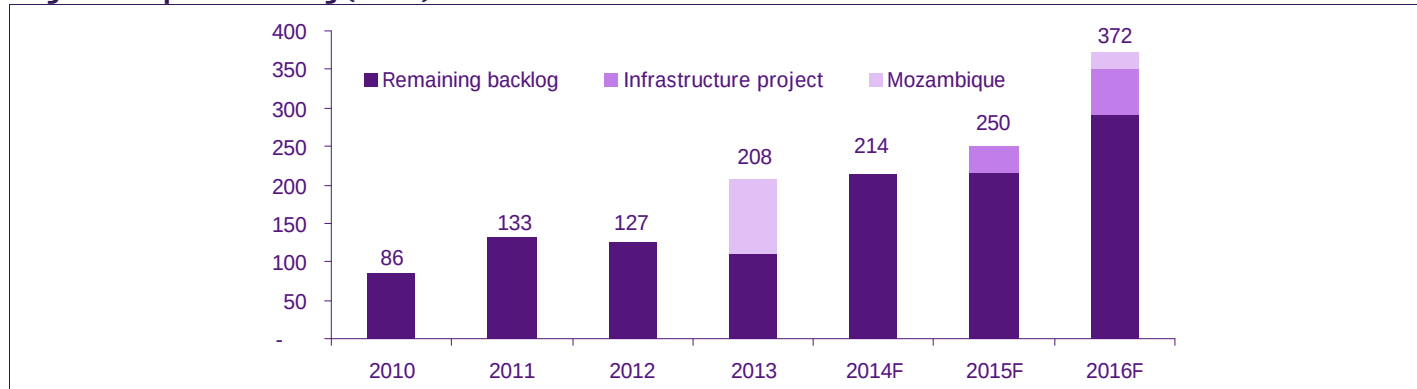
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 5: Expected share of Thai contractors from Bt2.4trn (Unit: Bt bn)



Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 6: Update backlog (Bt bn)



Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 7: Mozambique concession and scope of job

Business Overview

➤ **Italian-Thai Development Public Company Limited (ITD)** has been announced as the award-winning concessionaire and has been granted the acquisition of rights to conceive , design, finance, build, operate, transfer for Macuse port and railway project from Ministry of Transport and Communications (MTC), the Republic of Mozambique.

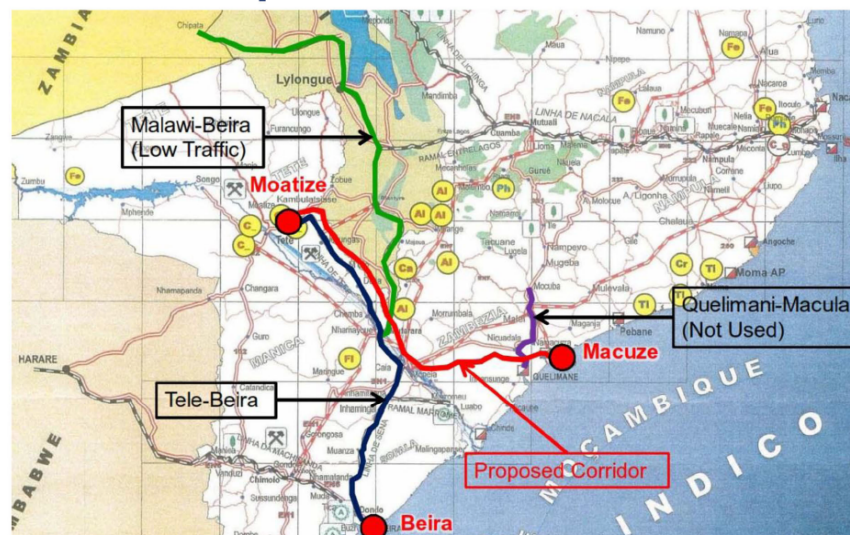


32

Source: Company data

Figure 8: Mozambique map

Location Map



Source: Company data

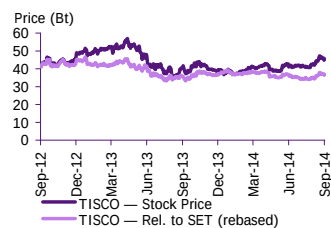
ชื่อ

Stock Data

Last close (Sep 19) (Bt)	46.00
12-m target price (Bt)	50.00
Upside (Downside) to TP (%)	8.70
Mkt cap (Btbn)	36.83
Mkt cap (US\$mn)	1,145

Bloomberg code	TISCO TB
Reuters code	TISCO.BK
Risk rating	M
Mkt cap (%) SET	0.26
Sector % SET	17.86
Shares issued (mn)	801
Par value (Bt)	10
12-m high / low (Bt)	47.5 / 36
Avg. daily 6m (US\$mn)	1.64
Foreign limit / actual (%)	49 / 47
Free float (%)	74.3
Dividend policy (%)	50

Price Performance



Source: SET, SCBS Investment Research

Share performance

	1M	3M	12M
Absolute	-1.8	-1.2	2.4
Relative to SET	-5.1	-9.1	-2.5

Source: SET, SCBS Investment Research

กิตติมา สัตยพันธ์, CFA

นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1003

kittima.sattayapan@scb.co.th

ผ่านจุดเลวร้ายไปแล้ว

กำไรของ TISCO มีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้น 17% ในปี 2558 แม้กระทั่งในกรณีที่ตลาดสินเชื่อรถยนต์ไม่ฟื้นตัว ปัจจัยสำคัญที่จะช่วยกระตุ้นให้กำไรปรับตัวเพิ่มขึ้น คือ ความจำเป็นในการตั้งสำรองลดน้อยลง เนื่องจากราคารถมือสองอยู่ในระดับที่มีเสถียรภาพแล้ว และนับถึงตอนนี้ลูกหนี้สินเชื่รถมือสองส่วนใหญ่ก็ชำระคืนหนี้ไปได้มากกว่าครึ่งแล้ว นอกจากนี้รายได้ที่มีใช้ดอกเบี้ยที่มีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้นของ TISCO ได้รับแรงหนุนจากตลาดทุนที่ดี ก็จะเป็นปัจจัยอีกอย่างหนึ่งที่ช่วยสนับสนุนให้กำไรปรับตัวเพิ่มขึ้น เราคาดว่าอัตราดอกเบี้ยจะปรับขึ้นในช่วงครึ่งหลังปี 58 แต่จะส่งผลกระทบต่อ NIM ของ TISCO น้อยที่สุด เนื่องจากการปรับอัตราดอกเบี้ยขึ้นน่าจะเป็นไปในลักษณะทยอยปรับขึ้น และเป็นสิ่งที่มีการคาดการณ์กันในช่วงกว้างแล้ว ซึ่งจะช่วยให้ผู้บริหารมีเวลามากพอในการปรับตัว ราคาหุ้น TISCO ปรับขึ้นช้ากว่าหุ้นอื่นๆ ในกลุ่มธนาคารอย่างมาก และสะท้อนปัจจัยลบมากเกินไป โดยซื้อขายที่ PE เพียง 8 เท่า และ PBV เพียง 1.3 เท่าในปี 2558

NPL ผ่านจุดเลวร้ายไปแล้ว เราเชื่อว่าสถานการณ์เลวร้ายของ NPL ที่เกิดจากสินเชื่รถมือสองจบลงแล้ว เพราะเหตุผล 2 ประการ ประการแรก ราคารถมือสองอยู่ในระดับที่มีเสถียรภาพแล้ว หลังจากการร่วงลง 30-40% ในช่วง 2 ปีที่ผ่านมา ประการที่สอง NPL จากสินเชื่รถมือสองเกือบทั้งหมดเกิดจากสินเชื่อที่ปล่อยไปในปี 2555 และงวดครึ่งแรกปี 56 ซึ่งหมายความว่านับถึงตอนนี้ลูกหนี้สินเชื่รถมือสองที่ยังเหลืออยู่ น่าจะชำระคืนหนี้ไปได้มากกว่าครึ่งแล้ว ทั้งนี้ลูกหนี้สินเชื่รถมือสองได้ทิ้งรถไปเพราะราคารถมือสองปรับตัวลดลงมาก ไม่ใช่เป็นเพราะไม่สามารถชำระหนี้ได้ และด้วยเหตุที่หนี้ส่วนที่เหลืออยู่น่าจะต่ำกว่าราคาตลาด ดังนั้นจึงน่าจะมีความเสี่ยงที่ลูกหนี้เหล่านี้จะทิ้งรถไป

กำไรจะเติบโต 17% ในปี 2558 แม้สินเชื่เติบโตต่ำ เราคาดว่ากำไรของ TISCO จะเพิ่มขึ้น 17% ในปี 2558 บนสมมติฐานว่าสินเชื่เติบโตน้อยมาก ปัจจัยสำคัญที่จะช่วยกระตุ้นให้กำไรเพิ่มขึ้น คือ ความจำเป็นในการตั้งสำรองลดน้อยลง ซึ่งเราคาดว่าค่าเผื่อหนี้สงสัยจะสูญต่อสินเชื่รวมของ TISCO ปรับลดลงจากระดับสูงผิดปกติที่ 1.7% ในงวดครึ่งแรกปี 57 สู่ 1.6% ในงวดครึ่งหลังปี 57 (1.65% ในปี 2557), 1.4% ในปี 2558, 1.3% ในปี 2559 สู่ระดับปกติที่ 1.2% ในปี 2560 ในขณะที่เดียวกัน รายได้ที่มีใช้ดอกเบี้ยก็มีแนวโน้มปรับตัวดีขึ้นจากที่มีอัตราเติบโต -2% ในปี 2557 สู่ 10% ในปี 2558 และ 12% ในปี 2559 โดยได้รับปัจจัยหนุนจากธุรกิจ bancassurance และที่สำคัญกว่านั้นคือการฟื้นตัวดีขึ้นอย่างมากของตลาดทุนในงวดครึ่งหลังปี 57 ซึ่งมีแนวโน้มที่จะเกิดขึ้นต่อเนื่องไปจนถึงปี 2558 เราคาดการณ์ไว้แล้วถึงตลาดรถยนต์ที่ฟื้นตัวดีขึ้นเล็กน้อย ซึ่งสะท้อนในสมมติฐานอัตราการขยายตัวของสินเชื่ 0% ในปี 2557 และ 6% ในปี 2558 ที่เราคาดการณ์ไว้สำหรับ TISCO

แรงกดดันที่ NIM ได้รับการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยจะมีน้อยลง TISCO รายงานส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยสุทธิ (NIM) ที่น่าประทับใจในไตรมาส 2/57 ที่ 2.95% (+0.26% QoQ) ส่งผลทำให้ NIM เฉลี่ยในงวดครึ่งแรกปี 57 อยู่ที่ 2.76% เราคาดว่า NIM ของ TISCO จะขยับขึ้นอีกสู่ 2.98% ในงวดครึ่งหลังปี 57 และงวดครึ่งแรกปี 58 โดยได้รับปัจจัยหนุนจาก: 1) ต้นทุนทางการเงินที่ลดลงอีก 2) สภาพคล่องส่วนเกินที่ลดลง และ 3) การเปลี่ยนมาเน้นปล่อยสินเชื่อกลุ่มที่ให้ผลตอบแทนสูงขึ้น (สินเชื่รถยนต์ใหม่และสินเชื่ไฟแนนซ์รถยนต์) เราคาดว่าอัตราดอกเบี้ยนโยบายจะปรับขึ้น 0.50% ในปี 2558 โดยจะทยอยปรับขึ้นในงวดครึ่งหลังปี 58 เนื่องจากการขึ้นอัตราดอกเบี้ยเป็นสิ่งที่มีการคาดการณ์กันไว้ในช่วงกว้างแล้ว ดังนั้นเราเชื่อว่า TISCO จะมีเวลามากพอในการลดผลกระทบดังกล่าว เราใช้สมมติฐาน NIM ของ TISCO ที่ 2.70% ในงวดครึ่งหลังปี 58 และ NIM เฉลี่ยทั้งปี 2558 ที่ 2.80% ทรงตัวจากระดับที่เราคาดการณ์ไว้ในปี 2557 ก่อนที่จะลดลงสู่ 2.66% ในปี 2559

หุ้น laggard ของกลุ่มธนาคาร ราคาหุ้น TISCO ปรับตัว underperform ดัชนีกลุ่มธนาคารอยู่ 13% YTD (+25% YTD เทียบกับดัชนีกลุ่มธนาคารที่ +38% YTD) และปัจจุบันซื้อขายที่ PE ต่ำสุดในกลุ่มธนาคาร (8 เท่าในปี 2558) และ PBV มี discount จาก ROE มากที่สุด (PBV 1.3 เท่า เทียบกับ ROE 18%) เราคาดว่ากำไรที่มีแนวโน้มเติบโตอย่างแข็งแกร่งที่ระดับ 17% ในปี 2557 จะเป็นปัจจัยสำคัญที่ช่วยกระตุ้นให้ราคาหุ้นปรับขึ้น

Forecasts and valuation

FY Dec	Unit	2012	2013	2014F	2015F	2016F
Pre-provision profit	(Bt mn)	5,627	8,390	8,922	9,140	9,662
Net profit	(Bt mn)	3,705	4,249	4,101	4,805	5,234
PPP/Sh	(Bt)	7.73	10.48	11.14	11.42	12.07
EPS	(Bt)	5.09	5.31	5.12	6.00	6.54
BVPS	(Bt)	25.00	28.71	31.94	35.94	40.37
DPS	(Bt)	2.40	2.00	2.00	2.10	2.22
PER	(x)	9.04	8.67	8.98	7.67	7.04
P/PPP	(x)	5.95	4.39	4.13	4.03	3.81
EPS growth	(%)	13.42	4.26	(3.48)	17.14	8.93
PBV	(x)	1.84	1.60	1.44	1.28	1.14
ROE	(%)	21.54	20.63	16.89	17.68	17.13
Dividend yields	(%)	5.22	4.35	4.35	4.57	4.83

Source: SCBS Investment Research

Financial statement

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	2012	2013	2014F	2015F	2016F
Interest & dividend income	15,211	19,272	19,685	20,134	21,664
Interest expense	8,166	10,304	9,943	10,387	11,705
Net interest income	7,044	8,968	9,742	9,747	9,958
Non-interest income	4,715	5,933	5,804	6,394	7,172
Non-interest expenses	5,024	5,340	5,524	5,724	6,085
Earnings before tax & provision	6,736	9,561	10,022	10,416	11,045
Tax	1,081	1,064	1,040	1,216	1,323
Equities & minority interest	28	107	60	60	60
Core pre-provision profit	5,627	8,390	8,922	9,140	9,662
Provision	1,922	4,141	4,820	4,336	4,428
Core net profit	3,705	4,249	4,101	4,805	5,234
Extra item	0	0	0	0	0
Net profit	3,705	4,249	4,101	4,805	5,234
EPS (Bt)	5.09	5.31	5.12	6.00	6.54
DPS (Bt)	2.40	2.00	2.00	2.10	2.22

Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	2012	2013	2014F	2015F	2016F
Cash	1,046	1,131	1,289	1,443	1,598
Interbank assets	31,196	53,242	31,945	31,306	30,680
Investments	7,016	11,490	17,490	17,490	17,490
Gross loans	248,316	292,151	292,151	309,680	340,648
Accrued interest receivable	353	536	536	536	536
Loan loss reserve	5,122	6,354	10,444	14,050	17,748
Net loans	243,547	286,332	282,242	296,166	323,436
Total assets	290,497	359,263	340,115	353,640	380,529
Deposits	219,823	264,641	241,882	251,073	273,168
Interbank liabilities	13,971	16,703	16,703	16,703	16,703
Borrowings	27,877	44,084	44,084	44,084	44,084
Total liabilities	272,117	336,044	314,313	324,634	347,971
Minority interest	184	231	231	231	231
Paid-up capital	7,279	8,007	8,007	8,007	8,007
Total Equities	18,196	22,987	25,571	28,775	32,327
BVPS (Bt)	25.00	28.71	31.94	35.94	40.37

Key Assumptions and Financial Ratios

	2012	2013	2014F	2015F	2016F
Growth					
YoY loan growth	34.21	17.65	-	6.00	10.00
YoY fee & insurance income growth	44.65	25.70	0.70	8.21	12.51
Profitability					
Yield on earn'g assets (%)	6.01	5.99	5.64	5.75	5.80
Cost on int-bear'g liab (%)	3.55	3.51	3.17	3.38	3.63
Spread (%)	2.46	2.48	2.47	2.37	2.17
Net interest margin(%)	2.78	2.79	2.79	2.78	2.67
ROE (%)	21.54	20.63	16.89	17.68	17.13
Asset Quality					
NPLs/Total Loans(%)	1.30	1.77	2.51	2.60	2.48
LLR/NPLs(%)	165.28	127.95	142.67	174.47	209.89
Provision expense/Total loans (%)	0.77	1.42	1.65	1.40	1.30
Liquidity					
Loans/Deposits & borrowings (%)	100.25	94.63	102.16	104.92	107.37
Efficiency					
Cost to income ratio (%)	42.72	35.84	35.53	35.47	35.52
Capital Fund					
Capital adequacy ratio(%)	12.79	13.38	16.00	16.80	17.03
Tier-1(%)	8.51	9.15	11.95	12.93	13.45
Tier-2(%)	4.28	4.22	4.05	3.88	3.58

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14
Interest & dividend income	4,766	4,944	5,095	4,998	4,858
Interest expense	2,537	2,627	2,776	2,692	2,435
Net interest income	2,229	2,317	2,319	2,306	2,423
Non-interest income	1,456	1,318	1,398	1,369	1,414
Non-interest expenses	1,388	1,401	1,102	1,310	1,363
Earnings before tax & provision	2,297	2,234	2,615	2,365	2,474
Tax	303	293	184	238	246
Equities & minority interest	25	31	13	22	11
Core pre-provision profit	1,969	1,910	2,418	2,105	2,217
Provision	810	778	1,613	1,170	1,225
Core net profit	1,159	1,132	804	935	992
Extra item	0	0	0	0	0
Net profit	1,159	1,132	804	935	992
EPS (Bt)	1.45	1.41	1.00	1.17	1.24
	-	-	-	-	-

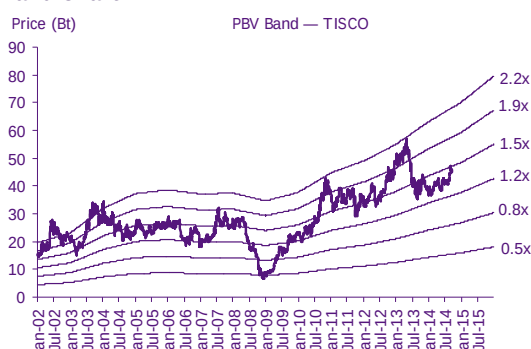
Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14
Cash	983	1,153	1,131	1,087	1,094
Interbank assets	32,376	41,605	53,242	29,554	29,445
Investments	7,640	9,991	11,490	16,354	17,605
Gross loans	280,558	284,855	292,151	284,655	280,276
Accrued interest receivable	394	384	536	407	424
Loan loss reserve	5,913	5,715	6,354	6,477	6,702
Net loans	275,039	279,524	286,332	278,586	273,998
Total assets	323,969	338,391	359,263	332,807	329,483
Deposits	238,093	257,217	264,641	227,611	226,736
Interbank liabilities	18,911	15,559	16,703	16,419	19,367
Borrowings	34,728	33,734	44,084	54,626	49,452
Total liabilities	303,525	316,756	336,044	308,606	305,776
Minority interest	238	269	231	255	269
Paid-up capital	8,007	8,007	8,007	8,007	8,007
Total Equities	20,207	21,366	22,987	23,946	23,438
BVPS (Bt)	25.24	26.69	28.71	29.91	29.27

Financial Ratios

	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14
YoY loan growth	33.62	24.82	17.65	6.70	(0.10)
YoY fee & insurance income growth	30.95	15.27	(3.92)	(21.47)	3.04
Yield on earn'g assets (%)	6.00	6.02	5.88	5.82	5.91
Cost on int-bear'g liab (%)	3.51	3.51	3.51	3.45	3.28
Net interest margin(%)	2.81	2.82	2.68	2.68	2.95
Cost to income ratio (%)	37.67	38.55	29.66	35.65	35.52
NPLs/Total Loans(%)	1.45	1.47	1.70	1.89	2.27
LLR/NPLs(%)	145.33	136.15	127.95	120.70	105.29
Provision expense/Total loans (%)	1.16	1.09	2.21	1.64	1.75

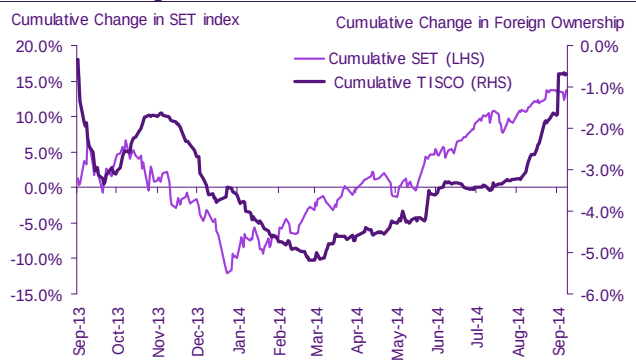
PBV Band Chart



12-Month Cumulative directors trade

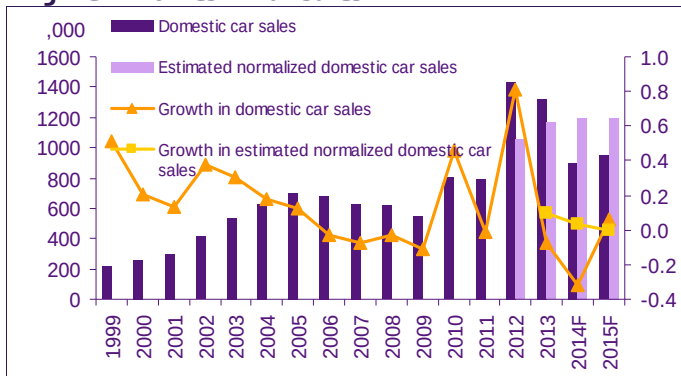
NA

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



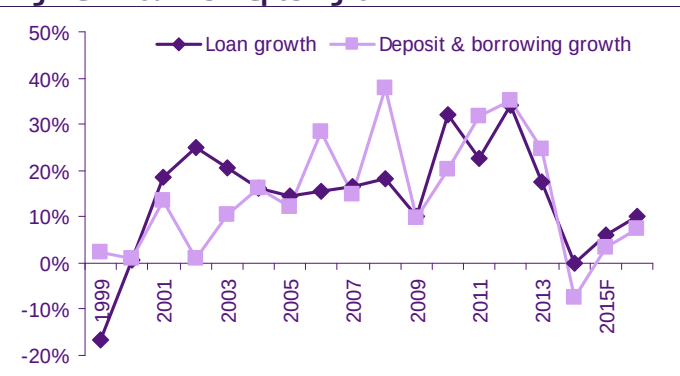
Source: SET, SCBS Investment Research

Figure 1: Domestic car sales



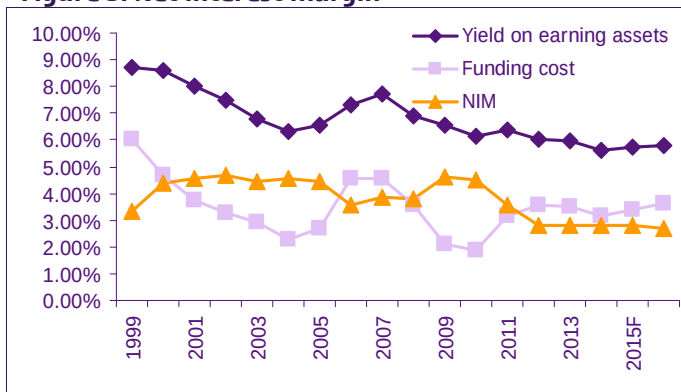
Source: Toyota (Thailand) and SCBS Investment Research

Figure 2: Loan vs. deposit growth



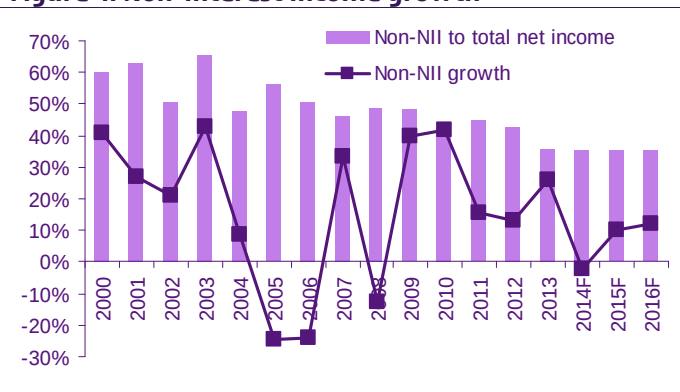
Source: TISCO and SCBS Investment Research

Figure 3: Net interest margin



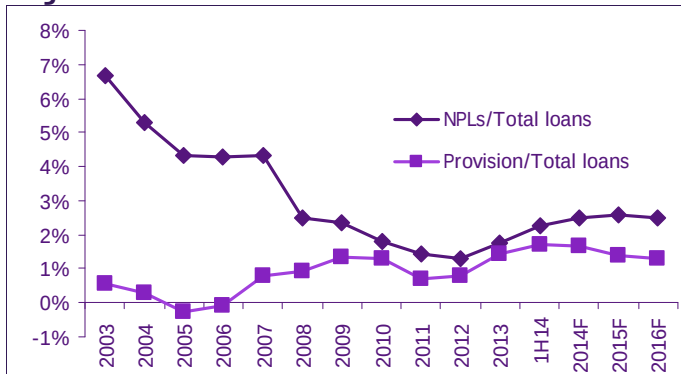
Source: TISCO and SCBS Investment Research

Figure 4: Non-interest income growth



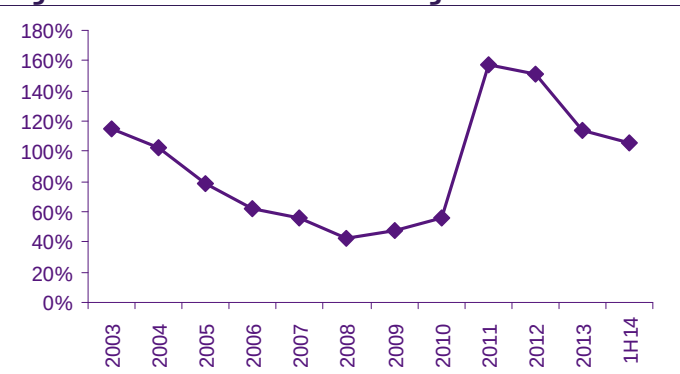
Source: TISCO and SCBS Investment Research

Figure 5: NPLs vs. Provision relative to total loans



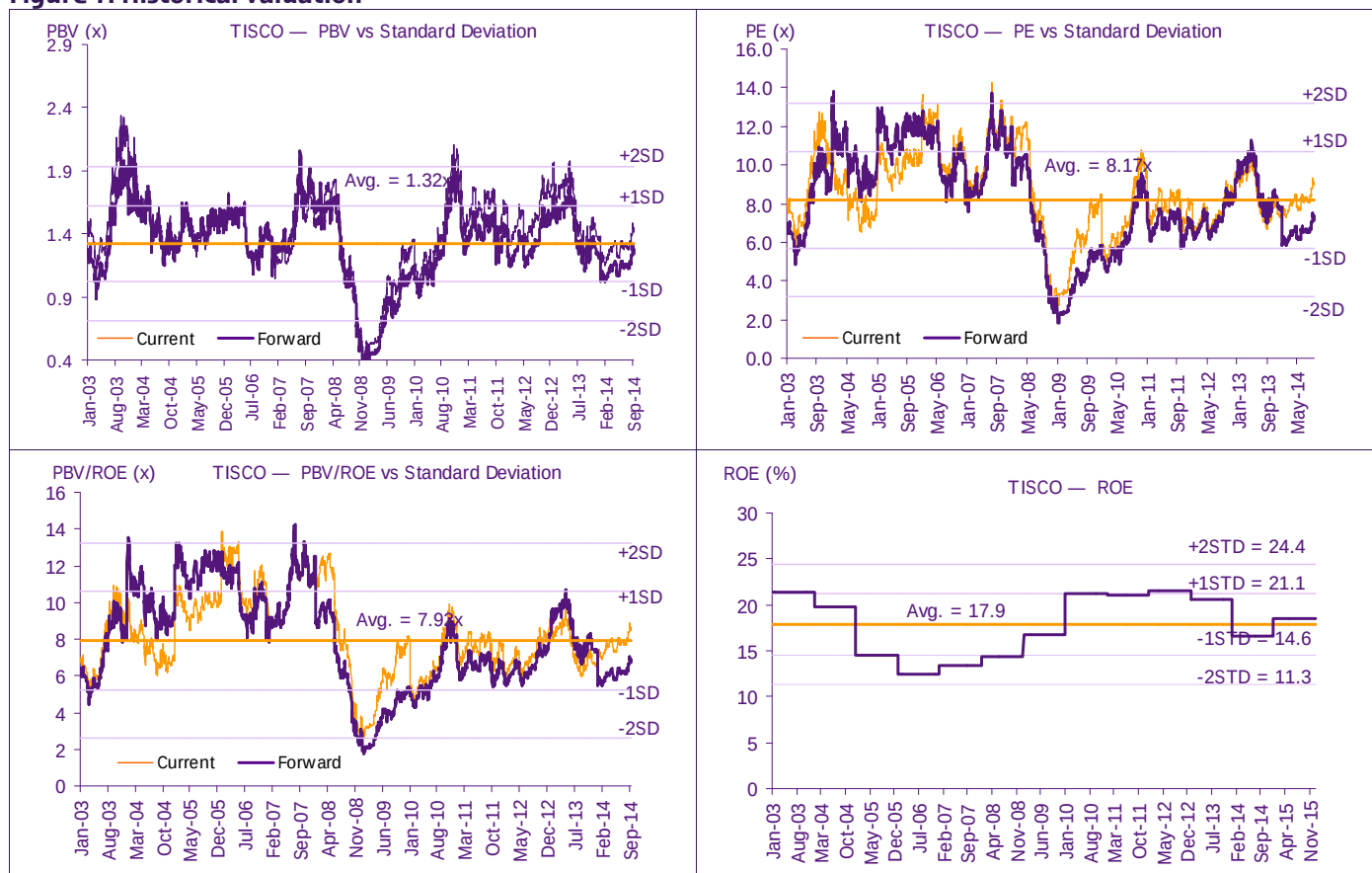
Source: TISCO and SCBS Investment Research

Figure 6: Loan loss reserve coverage



Source: TISCO and SCBS Investment Research

Figure 7: Historical valuation



Source: SCBS Investment Research

กลุ่มอุตสาหกรรม

This page is left blank intentionally

วชิราลักษณ์ แสงเลิศศิลป์ชัย

นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1033

vajiralux.sanglersillapachai@scb.co.th

ธุรกิจไก่ หมู และกุน่ายังดี ขณะทีธุรกิจกุ้งทรงตัว

- ธุรกิจไก่และหมูจะดีต่อเนื่องในช่วงครึ่งหลังปี 57
- ราคาวัตถุดิบอาหารสัตว์ที่ลดลงมากส่งผลดีต่อ CPF และ GFPT
- Top pick: CPF เพราะกำไรครึ่งปีหลังปรับตัวเพิ่มขึ้นมากที่สุด

อุตสาหกรรมไก่และหมูดีในช่วงครึ่งหลังปี 57 ส่วนต่างราคาไก่และหมูกับต้นทุนวัตถุดิบอาหารสัตว์น่าจะปรับตัวเพิ่มขึ้น เพราะราคาไก่และหมูในประเทศอยู่ในระดับที่ดี ในขณะที่ราคาวัตถุดิบอาหารสัตว์ (ข้าวโพด กากถั่วเหลือง และปลาป่น) ปรับตัวลดลง ราคาข้าวโพดและกากถั่วเหลืองลดลงเพราะมีผลผลิตจำนวนมาก เนื่องจากสภาพอากาศที่ดีส่งผลทำให้ผลผลิตข้าวโพดและถั่วเหลืองปรับตัวเพิ่มขึ้นสู่ระดับสูงสุดเป็นประวัติการณ์ โรงงานผลิตอาหารสัตว์ (รวมถึงผู้ผลิตเนื้อสัตว์) จะได้รับประโยชน์จากสถานการณ์เช่นนี้ใน 2-3 ไตรมาส เนื่องจากส่วนต่างระหว่างราคาผลิตภัณฑ์กับวัตถุดิบกว้างขึ้น

ราคาวัตถุดิบอาหารสัตว์ที่ลดลงมากเป็นข่าวดีสำหรับ CPF และ GFPT ราคาข้าวโพดเฉลี่ยในช่วง 8 เดือนแรกปี 57 อยู่ที่ 9.18 บาท/กก. ลดลง 9% YoY ขณะที่ปัจจุบันราคาข้าวโพดในตลาดโลกปรับลดลงมาแล้ว 29% จากจุดสูงสุดในเดือน พ.ค. และค่อนข้างทรงตัวในระดับต่ำ 342 ดอลลาร์สหรัฐ/บุชเชล มาตั้งแต่ต้นปี ราคาถั่วเหลืองเฉลี่ยในช่วง 8 เดือนแรกปี 57 อยู่ที่ 20.25 บาท/กก. เพิ่มขึ้น 16% YoY ขณะที่ราคาถั่วเหลืองในตลาดโลกปรับลดลงมาแล้ว 22% จากจุดสูงสุดในเดือน มิ.ย. และอยู่ที่ 445 ดอลลาร์สหรัฐ/บุชเชล YTD ปัจจัยสนับสนุน คือ ผลผลิตในยุโรป อเมริกาใต้ และภูมิภาคทะเลดำ มีมากกว่าปีก่อน นอกจากนี้อุปสงค์ยังเพิ่มขึ้นปรับตัวลดลง เพราะราคาน้ำมันที่ลดลงส่งผลทำให้เรือฟิชมีความน่าดึงดูดน้อยลงในการนำมาใช้เป็นเชื้อเพลิงในการผลิตพลังงานทางเลือก ราคาวัตถุดิบในระดับต่ำเช่นนี้มีแนวโน้มที่จะช่วยสนับสนุนให้ CPF และ GFPT มีอัตรากำไรขั้นต้นสูงในไตรมาส 4/57-ไตรมาส 2/58

จะส่งออกไก่ได้มากขึ้นในช่วงครึ่งหลังปี 57 กำไรจากการดำเนินงานงวดครึ่งหลังปี 57 น่าจะดีกว่างวดครึ่งแรกปี 57 อย่างมาก โดยได้รับปัจจัยหนุนจากการส่งออกไก่ได้เพิ่มขึ้นมากอันเป็นผลมาจากความกังวลเกี่ยวกับการนำเข้าจากจีน ร้านอาหารหลายแห่งในภูมิภาคเอเชีย โดยเฉพาะญี่ปุ่น หันมานำเข้าไก่จากไทยแทนหลังจากมีรายงานข่าวบริษัท Shanghai Husi Food ซึ่งเป็นบริษัทในเครือ OSI Group LLC ที่มีฐานอยู่ในสหรัฐฯ ใช้เนื้อสัตว์ไม่ได้คุณภาพ ทำให้ GFPT และ CPF ได้รับออเดอร์ผลิตภัณฑ์จาก McDonald's Holding Co. (Japan) ซึ่งหันมาส่งออเดอร์ให้ไทยแทนการสั่งซื้อจากจีน ทำให้เพิ่มการสั่งซื้อจากซัพพลายเออร์ที่มีอยู่ คือ McKey Foods Services (Thailand) Ltd. เพิ่มขึ้น โดยบริษัทดังกล่าวเป็นกิจการที่ GFPT ถือหุ้นอยู่ 49% ผลบวกในเรื่องนี้จึงตกกับ GFPT มากที่สุด

ธุรกิจปลาแข็งแกร่ง ราคาปลาทูน่ายังคงต่ำกว่าระดับ 2,000 ดอลลาร์สหรัฐ ซึ่งจะช่วยให้ TUF มีอัตรากำไรในระดับที่น่าพอใจ TUF รายงานอัตรากำไรขั้นต้นของผลิตภัณฑ์ทูน่าแบรนด์ในระดับสูงที่ 24% และแม้แต่อัตรากำไรขั้นต้นในไตรมาส 3/57 จะต่ำกว่านี้ แต่เราคาดว่ายังอยู่ในระดับแข็งแกร่งที่ 20% ส่วนต่างของอัตรากำไรน่าจะได้รับการชดเชยจากปริมาณขายที่สูงขึ้นในช่วง high season ของการส่งออก TUF เข้าซื้อกิจการของ 2 บริษัทในเดือน ก.ย. คือ บริษัทผลิตผลิตภัณฑ์แช่แข็งในฝรั่งเศส และบริษัทผลิตผลิตภัณฑ์แช่แข็งในนอร์เวย์ ซึ่งทั้งสองบริษัทเป็นเจ้าของแบรนด์สินค้าในระดับพรีเมียม ติดดังกล่าวจะเสริมสินในไตรมาส 4/57 และเราคาดว่ากิจการที่เข้ามาใหม่นี้จะช่วยให้ TUF ทำรายได้สูงได้ตามเป้าที่วางไว้ที่ 5 พันล้านดอลลาร์สหรัฐ

ธุรกิจกุ้งพื้นตัวช้ามาก ผลผลิตกุ้งของประเทศไทยมีจำนวน 82,000 ตันในงวดครึ่งแรกปี 57 (-25% YoY) และผลผลิตในงวดครึ่งหลังปี 57 ก็ยังไม่มีแนวโน้ม เนื่องจากในปีนี้ การจับกุ้งเกิดขึ้นช้ากว่าปกติ เพราะอากาศเย็นผิดปกติเมื่อต้นปีนี้ ดังนั้นช่วง high season จึงเลื่อนออกไปจากกลางไตรมาส 3/57 เป็นต้นไตรมาส 4/57 และมีโอกาสสูงที่ฤดูกาลจับกุ้งสุดท้ายในงวดครึ่งหลังปี 57 อาจจะคลาดเคลื่อนไปจากที่คาดการณ์ไว้ก่อนหน้านี้

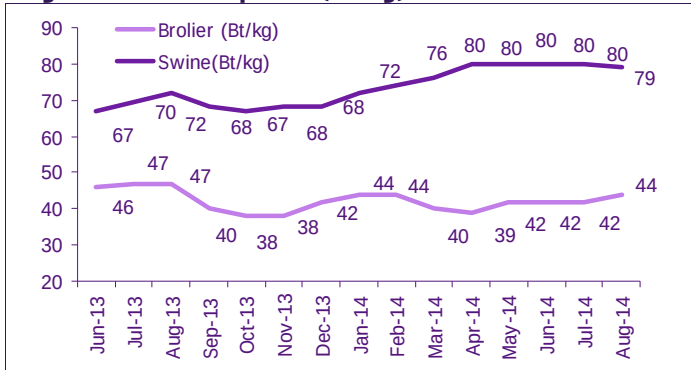
แนะนำ TUF (ซื้อ, ราคาเป้าหมาย 80 บาท) และ CPF (ซื้อ, ราคาเป้าหมาย 42 บาท); GFPT แนะนำซื้อเก็งกำไร (ซื้อ, ราคาเป้าหมาย 20 บาท) โดยปกติแล้วบริษัทส่งออกอาหารมักจะมีรายได้ในช่วงครึ่งปีหลังสูงกว่าช่วงครึ่งปีแรก โดยเฉพาะธุรกิจไก่ส่งออกซึ่งจุดสูงสุดอยู่ในไตรมาส 3 ดังนั้นสำหรับผู้ผลิตไก่ ปริมาณขายระดับสูงน่าจะส่งผลทำให้รายได้และกำไรสุทธิเพิ่มขึ้น QoQ หุ่น top pick ของเรา คือ CPF เนื่องจากบริษัทจะรายงานกำไรในงวดครึ่งหลังปี 57 เพิ่มขึ้นมากที่สุด

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	31.25	42.0	37.9	n.m.	16.8	12.2	n.m.	n.m.	38	1.8	1.4	1.4	(1)	9	12	1.6	3.5	5.1	35.9	12.3	9.6
GFPT	Buy	20.60	20.0	(0.6)	17.2	12.9	12.3	n.m.	33	6	3.5	2.9	2.5	22	22	20	1.7	2.3	2.4	12.7	10.4	9.5
PM	Buy	10.00	12.0	25.2	14.7	13.3	12.1	0	11	9	4.3	3.9	3.6	29	27	27	5.0	5.2	5.5	11.5	10.0	9.2
TUF	Buy	70.00	80.0	17.7	28.7	14.6	13.8	(33)	97	6	1.9	1.7	1.5	7	12	11	2.1	3.4	3.6	20.5	12.1	11.2
Average					20.2	14.4	12.6	(17)	47	15	2.8	2.5	2.2	14	18	18	2.6	3.6	4.2	20.2	11.2	9.9

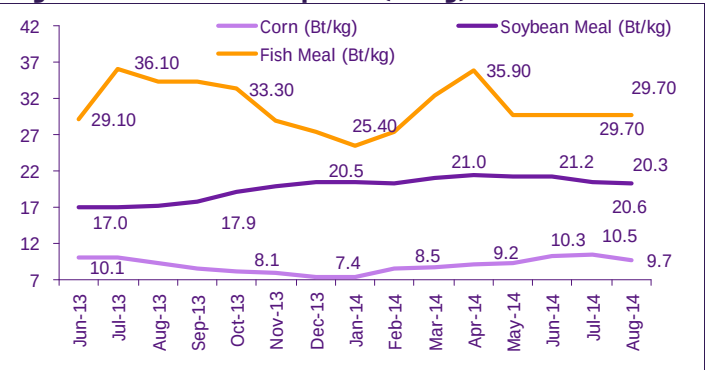
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: Product prices (Bt/kg)



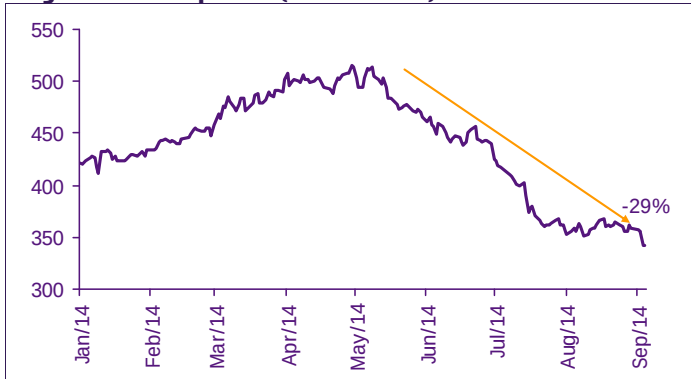
Source: Company Data, SCBS Investment Research

Figure 2: Raw material prices (Bt/kg)



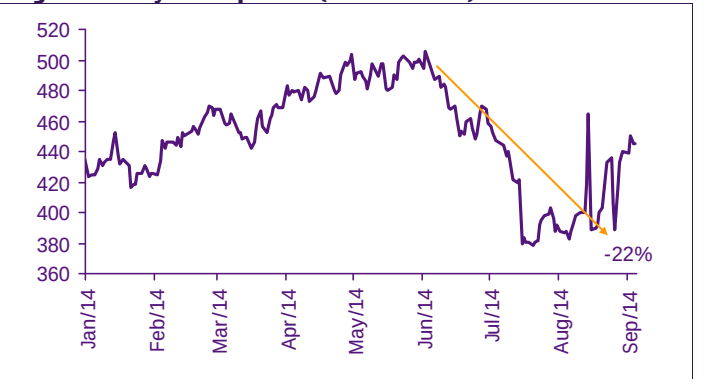
Source: Company Data, SCBS Investment Research

Figure 3: Corn prices (US\$/bushel)



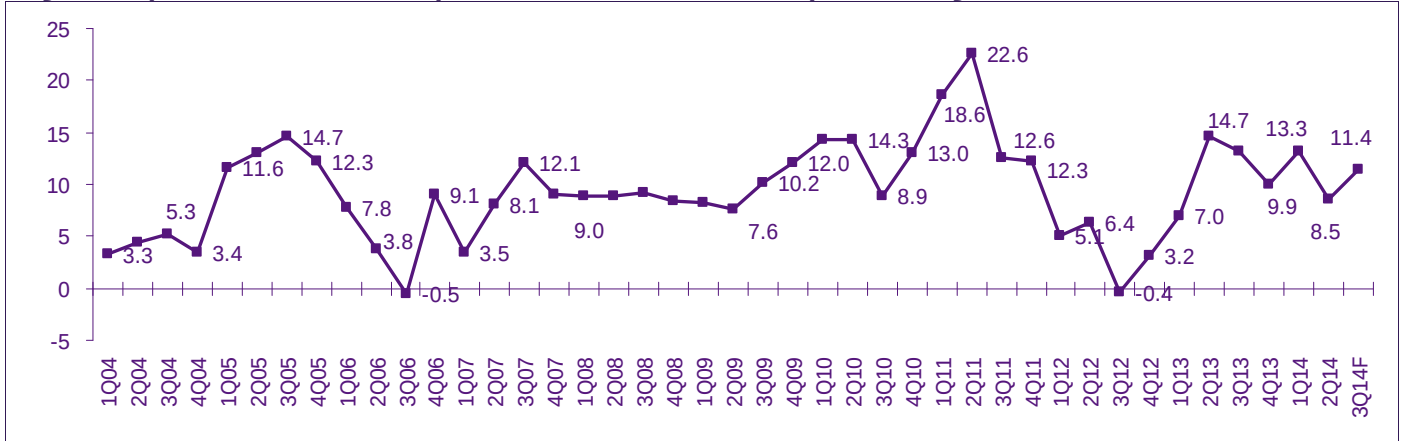
Source: Company data, SCBS Investment Research

Figure 4: Soybean prices (US\$/bushel)



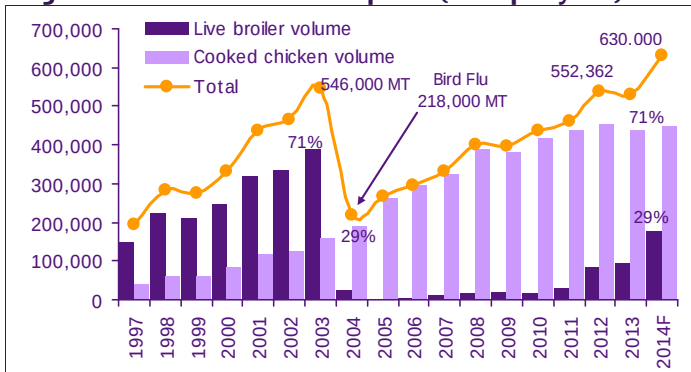
Source: Company data, SCBS Investment Research

Figure 5: Spread between broiler prices minus 1.8x animal feed prices (Bt/kg)



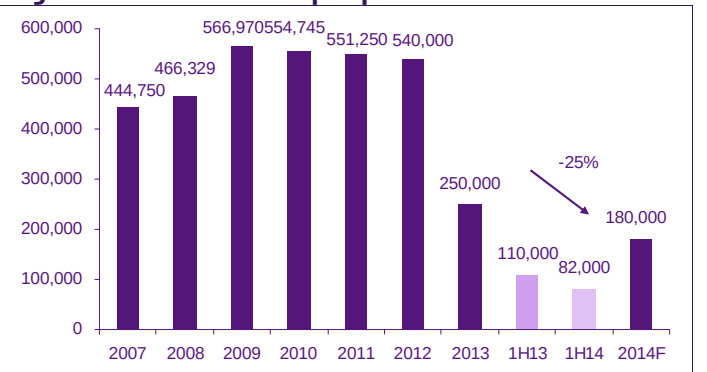
Source: SCBS Investment Research

Figure 6: Thailand broiler exports (tons per year)



Source: Thai Broiler Processing Exporters Association

Figure 7: Thailand shrimp exports



Source: Department of Fisheries and Department of Foreign Trade

ฐานิดา ทรงพัฒนัย
นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน
ด้านหลักทรัพย์
0-2949-1012
tanida.songphanayothin@scb.co.th

แนวโน้มอุตสาหกรรม

- ยอดขายจะเพิ่มขึ้นในไตรมาส 4/57 เพราะความเชื่อมั่นและแนวโน้มเศรษฐกิจดีขึ้น แต่ท้ายที่สุดแล้วยอดขายจะยังอยู่ในระดับทรงตัว HoH
- ยอดผลิตรถยนต์จะเพิ่มขึ้นในช่วงครึ่งหลังปี 57 เนื่องจากผู้ผลิตรถยนต์จะเพิ่มการผลิตก่อนงาน Motor Show ประจำปี และจะเร่งเพิ่มยอดส่งออกอย่างต่อเนื่อง
- ยังคง neutral แต่อาจจะปรับเรตติ้งขึ้นในอนาคต

ไตรมาส 2/57 – ไตรมาสที่อ่อนแอที่สุดของปีนี้ ถ้าไปปกติไตรมาส 2/57 ของบริษัทในกลุ่มยานยนต์ 3 แห่งภายใต้การวิเคราะห์ของเราปรับตัวลดลง YoY และ QoQ ตามคาด โดยมีสาเหตุมาจากปัจจัยฤดูกาลและเศรษฐกิจที่ชะลอตัวลง AH เป็นบริษัทเพียงแห่งเดียวที่รายงานรายได้เพิ่มขึ้น โดยยอดขายสูงกว่าที่เราคาดการณ์ไว้มากถึง ~20% หลักๆ เกิดจากยอดขายจำนวนมากจากธุรกิจตัวแทนจำหน่ายรถยนต์ อย่างไรก็ตาม อัตราการไถ่จากธุรกิจตัวแทนจำหน่ายรถยนต์ และต้นทุนคงที่สูงจากธุรกิจผลิตชิ้นส่วนรถยนต์ (OEM) เป็นตัวถ่วงให้อัตรากำไรอยู่ในระดับต่ำ SAT และ STANLY รายงานยอดขายลดลงตามแนวโน้มอุตสาหกรรมยานยนต์ และอัตราการไถ่ลดลง QoQ ด้วย เพราะอัตราการไถ่กำลังการผลิตในโรงงานอยู่ในระดับต่ำ

ยอดขายในงวดครึ่งหลังปี 57 จะอยู่ในระดับที่ค่อนข้างทรงตัว ยอดขายรถยนต์ในประเทศในเดือน ส.ค. อยู่ที่ 6.9 แสนคัน -31% YoY และ -1% MoM ซึ่งสร้างความผิดหวังพอสมควร เนื่องจากคาดว่าจะมี Bangkok International Grand Motor Sale (BIG Sale) ที่จัดขึ้นในเดือน ส.ค. จะช่วยกระตุ้นยอดขายรถยนต์ในประเทศอยู่ในระดับที่ค่อนข้างทรงตัวในช่วง 2 เดือนแรกของไตรมาส 3/57 ซึ่งโดยปกติแล้วไม่ใช่ช่วง high season ของการซื้อรถยนต์ และเราเชื่อว่าผลกระทบของมาตรการรถคันแรก ซึ่งดึงเอาอุปสงค์ในอนาคตเข้ามา ยังไม่หมดลง เราคาดว่ายอดขายจะค่อยๆ ปรับตัวเพิ่มขึ้นในไตรมาส 4/57 ตามความเชื่อมั่นผู้บริโภคที่ตอนนี้ปรับตัวเพิ่มขึ้นติดต่อกัน 4 เดือนแล้วตามแนวโน้มเศรษฐกิจที่ดีขึ้น อย่างไรก็ตาม เราคาดว่าสุดท้ายแล้วยอดขายรถยนต์ในช่วงครึ่งหลังปี 57 จะอยู่ในระดับเดียวกับหรือเพิ่มขึ้นเล็กน้อยจากช่วงครึ่งแรกปี 57

ยอดขายผลิตรถยนต์จะค่อยๆ ปรับเพิ่มขึ้น เราคาดว่าจะเห็นยอดผลิตรถยนต์ปรับตัวเพิ่มขึ้นเล็กน้อยในไตรมาส 3/57 แม้ปริมาณการผลิตจะต่ำกว่าไตรมาส 1/57 หลังจากนั้นก็ปรับตัวเพิ่มขึ้นในไตรมาส 4/57 เนื่องจากผู้ผลิตรถยนต์จะเพิ่มการผลิตเตรียมไว้สำหรับงาน Thailand International Motor Expo 2014 ในเดือน ธ.ค. และความพยายามในการเพิ่มยอดส่งออกอย่างต่อเนื่อง เนื่องจากผลการดำเนินงานของบริษัทผลิตชิ้นส่วนรถยนต์จะปรับตัวตามยอดผลิตรถยนต์ ดังนั้นเราคาดว่ากำไรของบริษัทเหล่านี้จะเพิ่มขึ้นเช่นเดียวกับยอดผลิตรถยนต์

ปรับประมาณการยอดขายผลิตรถยนต์ลดลงสู่ 2 ล้านคัน เราปรับประมาณการยอดขายผลิตรถยนต์ในปีนี้ลดลงจาก 2.2 ล้านคัน สู่ 2.0 ล้านคัน ขณะเดียวกันก็ปรับประมาณการยอดขายรถยนต์ในประเทศลดลงจาก 1 ล้านคัน สู่ 9 แสนคัน และปรับประมาณการยอดส่งออกรถยนต์ลดลงจาก 1.20 ล้านคัน สู่ 1.15 ล้านคัน เพื่อสะท้อนสถานการณ์ปัจจุบัน ประมาณการใหม่ของเราสะท้อนถึงการระบายสินค้าคงคลังสำหรับปีนี้ เนื่องจากการตรวจสอบของเราพบว่าสินค้าคงคลังยังอยู่ในระดับสูง ดังนั้นเราคาดว่ายอดขายผลิตรถยนต์จะยังคงต่ำกว่ายอดขายและยอดส่งออกในเดือนที่เหลือของปีนี้ เนื่องจากผู้ผลิตรถยนต์จะบริหารสินค้าคงคลังส่วนเกินอย่างต่อเนื่อง

ยังคง neutral แต่เริ่มเห็นสัญญาณที่ดีขึ้น แนวโน้มเศรษฐกิจที่ดีขึ้นช่วยสนับสนุนให้เรามีมุมมองเชิงบวกมากขึ้นต่อกลุ่มยานยนต์ แม้เรายังคงเรตติ้งของบริษัททั้งสามแห่งในกลุ่มนี้ไว้ไม่เปลี่ยนแปลง แต่เรามีแนวโน้มที่จะปรับเรตติ้งขึ้นเมื่อมีสัญญาณชัดเจนมากขึ้นถึงการฟื้นตัวของอุตสาหกรรมยานยนต์ ในขณะที่ราคาหุ้นทั้งสามตัวมี upside จำกัด เราชอบ SAT มากที่สุด เนื่องจาก SAT ซื้อขายที่ P/E 9 เท่าในปี 2558 ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของบริษัทที่ 10 เท่า และแม้ AH ก็ซื้อขายที่ P/E ในระดับที่น่าสนใจ แต่เราชอบ SAT มากกว่า เพราะผลการดำเนินงานมีเสถียรภาพมากกว่า

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	16.70	16.0	(1.7)	8.8	10.1	8.2	(18)	(13)	23	1.0	0.9	0.9	12	9	11	2.9	2.5	3.0	4.2	6.5	5.7
SAT	Neutral	18.20	19.0	7.9	9.5	10.1	9.1	4	(6)	11	1.6	1.4	1.3	18	15	15	4.1	3.5	3.8	5.5	5.2	4.7
STANLY	Neutral	226.00	235.0	6.7	12.1	12.3	12.0	33	(2)	2	1.7	1.5	1.3	14	13	12	2.6	2.7	2.8	6.5	6.0	5.4
Average					10.2	10.8	9.8	6	(7)	12	1.4	1.3	1.2	15	12	12	3.2	2.9	3.2	5.4	5.9	5.3

Source: SCBS Investment Research

Figure 1: 2Q14 results

	Core earnings (Bt mn)					Growth		Core earnings (Bt mn)			% YoY Growth		
	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14	% YoY	% QoQ	2013	2014F	2015F	2013	2014F	2015F
AH	157	144	1	153	101	(35.9)	(34.0)	610	533	654	(18.3)	(12.6)	22.6
SAT	189	171	214	167	127	(33.0)	(24.1)	811	765	846	3.7	(5.7)	10.7
STANLY*	394	358	327	268	202	(48.8)	(24.7)	1,545	1,368	1,629	7.6	(11.4)	19.0
Automotive sector	740	672	542	587	429	(42.0)	(26.9)	2,966	2,667	3,129	(6.9)	(29.7)	52.3

Source: SCBS Investment Research

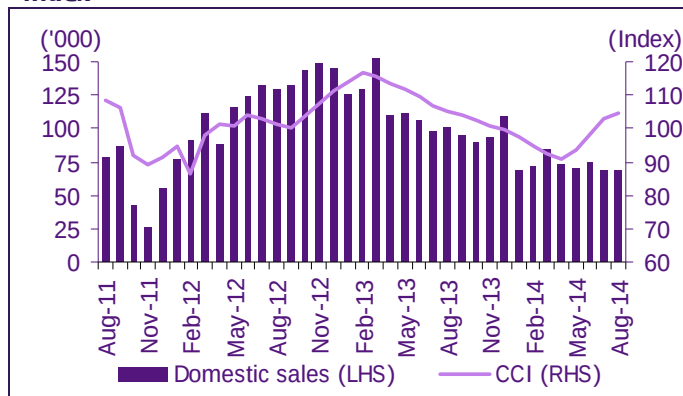
*STANLY's core earnings are calendarized

Figure 2: Auto industry data

000 Units	Aug-13	Aug-14	YoY	MoM	8M13	8M14	YoY	2014F	YoY
Domestic auto sales	100.3	68.8	-31.4%	-0.7%	939	579	-38.4%	900	-32.1%
Auto export	104.2	89.6	-14.1%	-2.4%	729	741	1.7%	1,150	1.9%
Auto production	193.1	140.8	-27.1%	-7.0%	1,104	1,245	12.8%	2,000	-18.6%

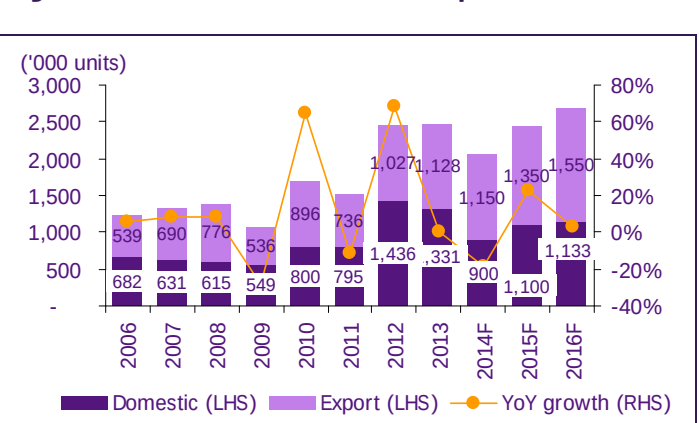
Source: The Federation of Thai Industries, SCBS Investment Research

Figure 3: Domestic sales vs. Consumer Confidence Index



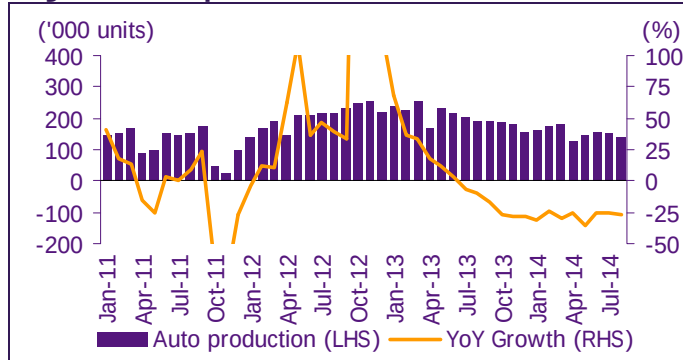
Source: The Federation of Thai Industries, UTCC, SCBS Investment Research

Figure 4: Domestic sales and auto exports forecasts



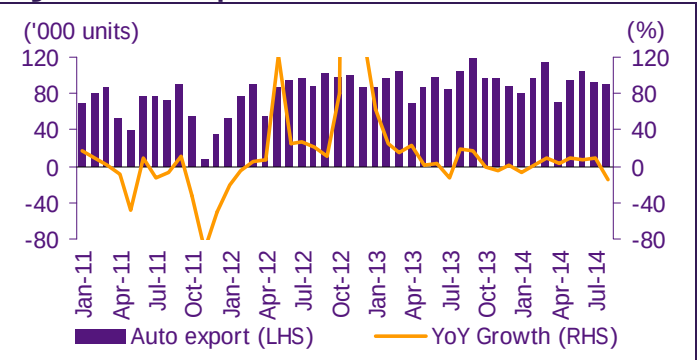
Source: The Federation of Thai Industries, SCBS Investment Research

Figure 5: Auto production



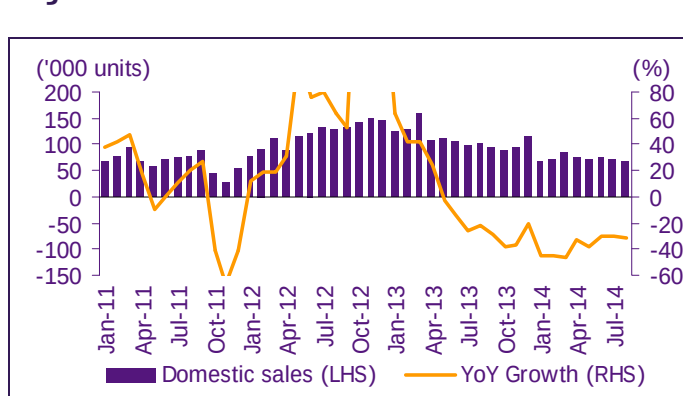
Source: The Federation of Thai Industries, SCBS Investment Research

Figure 6: Auto exports



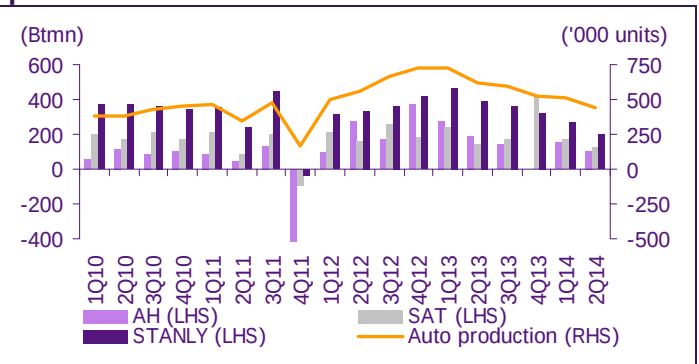
Source: The Federation of Thai Industries, SCBS Investment Research

Figure 7: Domestic sales



Source: The Federation of Thai Industries, SCBS Investment Research

Figure 8: Auto parts suppliers' net profits follow auto production trend



Source: The Federation of Thai Industries, Setsmart, SCBS Investment Research

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

เปลี่ยนจากแรงปะทะมาเป็นแรงเสริม

- อัตราการขยายตัวของสินเชื่อจะฟื้นตัวดีขึ้นโดยได้รับปัจจัยหนุนจากอุปสงค์สะสมและแนวโน้มที่การลงทุนจะกลับคืนสู่วัฏจักรขาขึ้นอันเป็นผลมาจากความคืบหน้าในโครงการโครงสร้างพื้นฐาน
- แม้การแข่งขันระดมเงินฝากสูงขึ้น แต่ NIM น่าจะอยู่ในระดับทรงตัวโดยได้รับปัจจัยหนุนจากอัตราส่วนเงินให้สินเชื่อต่อเงินฝากที่เพิ่มขึ้นและแนวโน้มการขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายในปี 2558
- อัตราการเกิด NPL ใหม่และค่าเผื่อหนี้สงสัยจะสูญต่อสินเชื่อรวมน่าจะลดลงเมื่อเศรษฐกิจฟื้นตัวโดยเฉพาะสินเชื่อรถยนต์
- ยังคงเลือก BBL กับ TISCO เป็น Top picks ในฐานะหุ้น laggard plays

อัตราการขยายตัวของสินเชื่อจะปรับตัวดีขึ้น อัตราการขยายตัวของสินเชื่อน่าจะค่อยๆ ปรับตัวเพิ่มขึ้นในช่วงครึ่งหลังปี 57 โดยได้รับปัจจัยหนุนจากเศรษฐกิจที่ฟื้นตัวดีขึ้น อุปสงค์สะสม และช่วง high season ของสินเชื่อเงินทุนหมุนเวียน เรายังคงประมาณการอัตราการขยายตัวของสินเชื่อกลุ่มธนาคารไว้ที่ 5% (เทียบกับ 1.3% ในช่วง 7 เดือนแรกปี 57) และอัตราการขยายตัวของรายได้ที่มีโชดดอกเบี้ยที่ -3% ในปี 2557 เราคาดว่าอัตราการขยายตัวของสินเชื่อจะฟื้นตัวดีขึ้นสู่ 10% ในปี 2558 โดยได้รับปัจจัยกระตุ้นจากอุปสงค์สะสม การฟื้นฟูโครงการโครงสร้างพื้นฐาน และการอุปโภคบริโภคภาคเอกชนที่ปรับตัวดีขึ้น

NIM จะอยู่ในระดับทรงตัว หลังจากปรับตัวดีขึ้นในช่วงครึ่งแรกปี 57 เพราะการแข่งขันระดมเงินฝากลดน้อยลง ส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยสุทธิ (NIM) ของกลุ่มธนาคารน่าจะอยู่ในระดับทรงตัวหรือลดลงเล็กน้อยในไตรมาส 4/57 ผลกระทบเชิงบวกจากอัตราส่วนเงินให้สินเชื่อต่อเงินฝากที่สูงขึ้นต่อการขยายสินเชื่อได้ในอัตราเร่งน่าจะชดเชยผลกระทบเชิงลบจากการแข่งขันระดมเงินฝากที่สูงขึ้น ธนาคารจะกลับมาแข่งขันระดมเงินฝากเชิงรุกเพื่อรองรับการขยายสินเชื่อในอนาคตเพราะการลงทุนจะปรับตัวเพิ่มขึ้น แนวโน้มการขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายในปี 2558 (น่าจะเกิดขึ้นในช่วงครึ่งหลังปี 58) จะส่งผลดีต่อ NIM ของธนาคาร (ยกเว้น TCAP TISCO และ KKP) ซึ่งน่าจะช่วยลดผลกระทบเชิงลบจากการแข่งขันระดมเงินฝากที่สูงขึ้น

ค่าเผื่อหนี้สงสัยจะสูญต่อสินเชื่อรวมจะลดลง เศรษฐกิจที่ฟื้นตัวดีขึ้นน่าจะช่วยให้อัตราการเกิด NPL ใหม่และค่าเผื่อหนี้สงสัยจะสูญต่อสินเชื่อรวมลดลงในช่วงครึ่งหลังปี 57 โดยเฉพาะสินเชื่อรถยนต์ เนื่องจากมาตรการรถยนต์มือสองอยู่ในระดับทรงตัว แม้เศรษฐกิจจะชะลอตัวลง แต่คุณภาพสินทรัพย์โดยรวมของกลุ่มธนาคารก็ยังไม่เปลี่ยนแปลงในช่วงครึ่งแรกปี 57 โดยอัตราส่วน NPL ต่อสินเชื่อรวมอยู่ในระดับทรงตัว QoQ ที่ 2.3% และอัตราการผิดนัดชำระหนี้ (NPL และสินเชื่อจัดชั้นกล่าวถึงเป็นพิเศษ) ก็เพิ่มขึ้นเพียง 0.10% QoQ สู่ 4.7% ณ ไตรมาส 2/57 NPL เกิดใหม่ส่วนใหญ่เกิดจากสินเชื่ออุปโภคบริโภค โดยเฉพาะสินเชื่อรถยนต์

ยังคงเลือก BBL และ TISCO เป็น top pick ของกลุ่มธนาคาร BBL และ TISCO เป็นหุ้นธนาคารเพียง 2 ตัวที่ปัจจุบันซื้อขายที่ระดับค่าเฉลี่ยในอดีต การมีงบดุลแข็งแกร่งที่สุดในทุกๆ ด้านทำให้ BBL อยู่ในตำแหน่งดีที่สุดที่จะหลุดพ้นออกมาจากปัจจัยลบที่เป็นแรงปะทะในช่วงครึ่งแรกปี 57 และจะได้รับแรงเสริมด้านบวกเพราะเป็นธนาคารที่ความพร้อมมากที่สุดที่จะคว้าโอกาสขยายรายได้จากวัฏจักรการลงทุนขาขึ้น ส่วน TISCO ซื้อขายที่ PER 7 เท่า และ PBV 1.3 เท่าในปี 2558 ต่ำสุดในกลุ่มธนาคาร ในขณะที่ ROE อยู่ในระดับสูงที่ 18% (อันดับ 3) และกำไรปี 2558 มีแนวโน้มฟื้นตัวดีขึ้นมาก โดยได้รับปัจจัยหนุนจากค่าเผื่อหนี้สงสัยจะสูญต่อสินเชื่อรวมที่กลับมาอยู่ในระดับปกติ และอัตราการขยายตัวของสินเชื่อที่ฟื้นตัวดีขึ้น

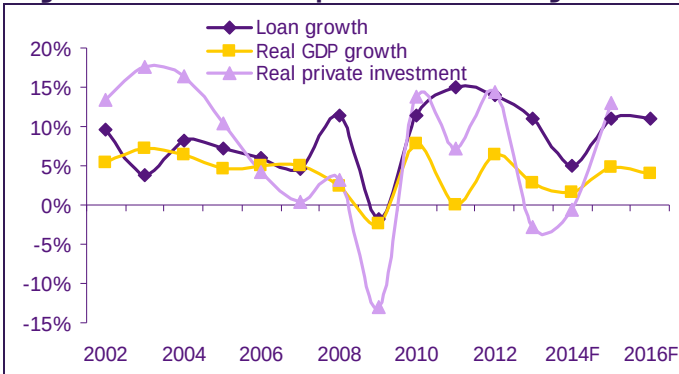
Valuation Summary

	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	49.50	30.0	(38.0)	25.3	21.1	17.7	(19)	20	20	2.5	2.3	2.1	10	11	12	1.6	1.4	1.7
BBL	Buy	211.00	245.0	19.6	11.2	10.9	9.6	9	3	14	1.4	1.2	1.1	13	12	12	3.1	3.4	3.9
KBANK	Buy	235.00	250.0	8.1	13.6	12.0	10.5	17	13	14	2.6	2.2	1.9	20	20	19	1.5	1.7	2.1
KKP	Buy	44.00	50.0	17.6	8.4	12.6	8.7	29	(33)	44	1.1	1.0	1.0	13	8	11	6.1	4.0	5.7
KTBB	Buy	24.20	25.0	6.9	10.0	10.6	9.2	45	(6)	14	1.6	1.5	1.4	17	15	15	3.6	3.6	4.1
LHBANK	Sell	1.80	1.2	(31.6)	25.6	22.6	21.4	23	13	6	1.5	1.5	1.4	6	7	7	3.2	1.8	1.9
TCAP	Buy	37.75	40.0	9.1	5.2	9.3	8.0	68	(44)	17	1.0	0.9	0.9	20	11	11	4.2	3.2	3.1
TISCO	Buy	46.00	50.0	13.0	8.7	8.9	7.6	4	(3)	17	1.6	1.4	1.3	21	17	18	4.3	4.3	4.6
TMB	Sell	3.04	2.6	(12.5)	23.1	15.5	13.4	354	49	16	2.1	1.9	1.7	10	13	14	1.3	1.9	2.2
Average					14.4	13.5	11.6	22	5	15	1.8	1.6	1.5	15	13	14	3.2	2.9	3.3

Source: SCBS Investment Research

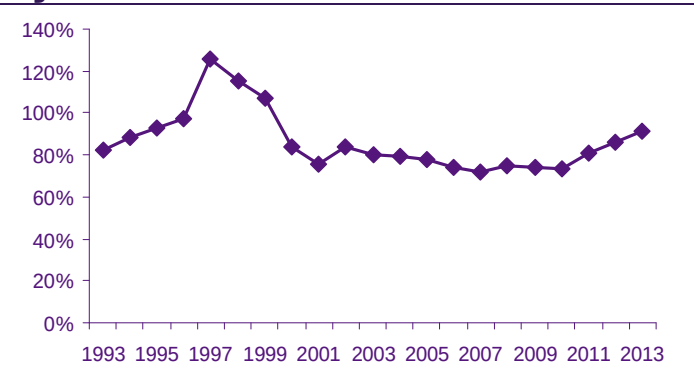
หมายเหตุสำคัญ: บริษัทหลักทรัพย์ ไทยพาณิชย์ จำกัด (SCBS) เป็นบริษัทย่อยที่ธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) (SCB) ถือหุ้นทั้งหมด ข้อมูลใดๆ ที่เกี่ยวข้องกับ SCB มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ในการเปรียบเทียบเท่านั้น

Figure 1: Loan vs. GDP & private investment growth



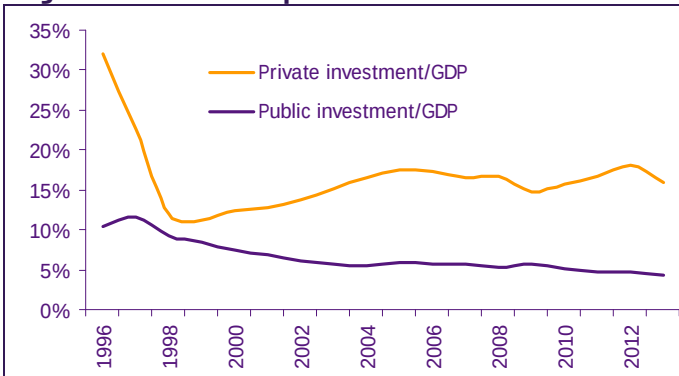
Source: BoT and SCBS Investment Research

Figure 2: Loans to nominal GDP



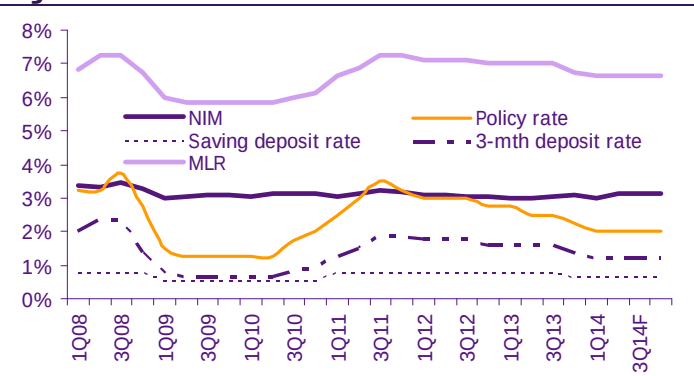
Source: BoT and SCBS Investment Research

Figure 3: Private and public investment/GDP



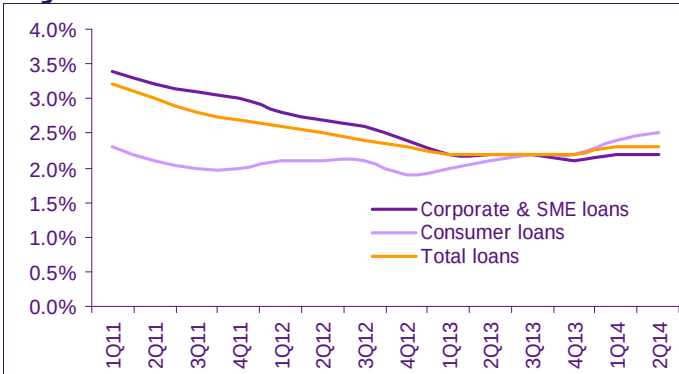
Source: BoI and SCBS Investment Research

Figure 4: NIM and interest rates



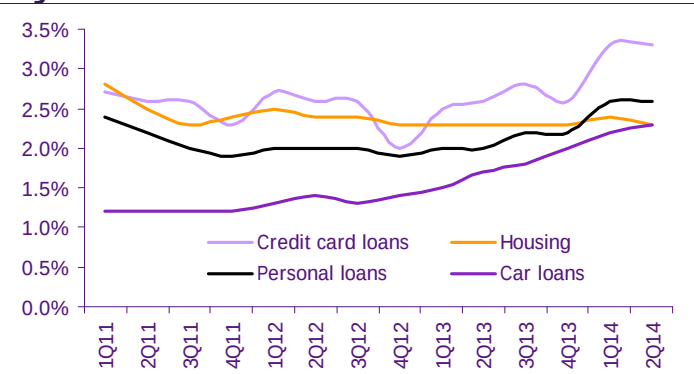
Source: NESDB and SCBS Investment Research

Figure 5: NPLs/Total loans



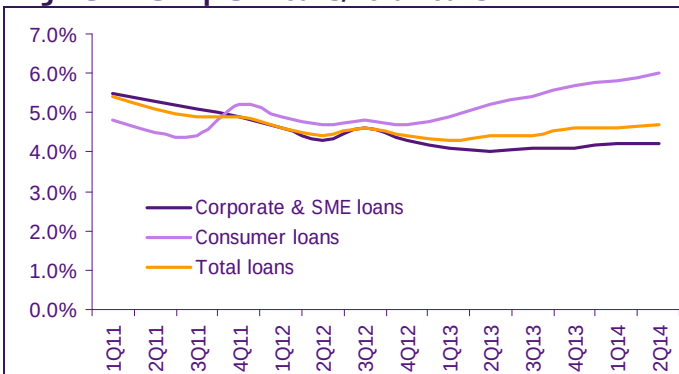
Source: BoT and SCBS Investment Research

Figure 6: Consumer NPLs/Total loans



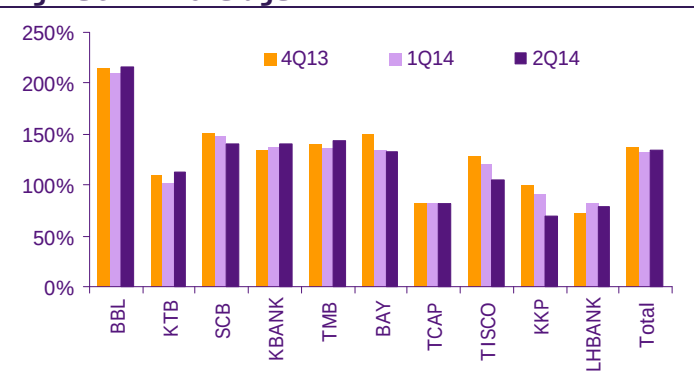
Source: BoT and SCBS Investment Research

Figure 7: Delinquent loans/Total loans



Source: BoT and SCBS Investment Research

Figure 8: LLR coverage



Source: BoT and SCBS Investment Research

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

กำลังปรับตัว

- การปรับตัว CCI และ PCI เป็นบวกต่ออุปสงค์และการเคลื่อนไหวของราคาหุ้นกลุ่มพาณิชย์
- ไตรมาส 2/57 เป็นจุดต่ำสุด และจะค่อย ๆ ดีขึ้นในไตรมาส 3/57 แล้วทำจุดสูงสุดในไตรมาส 4/57
- Top picks: CPALL (กำไรครึ่งหลังปี 57 จะเติบโตสูงที่สุดและเติบโตในระยะยาว) และ ROBINS (หุ้น laggard มากที่สุดในกลุ่มพาณิชย์)

ผลประกอบการไตรมาส 2/57 กำไรไตรมาส 2/57 ของกลุ่มพาณิชย์อยู่ในระดับทรงตัว YoY แต่ลดลง 2% QoQ กำไรในระดับทรงตัว YoY ได้รับปัจจัยหนุนจากการขยายสาขาอย่างต่อเนื่องซึ่งช่วยชดเชยอัตราเติบโตของยอดขายสาขาเดิมที่ปรับตัวลดลง (-1.2% YoY ในไตรมาส 2/57) เพราะได้รับผลกระทบจากความเชื่อมั่นระดับต่ำในเดือน เม.ย.-พ.ค. ชั่วโงมทำการที่ส่งผลในช่วงเคอร์ฟิววันที่ 22 พ.ค. ถึงวันที่ 13 มิ.ย. และ EBIT margin ที่แคบลง (-0.70% YoY) ขณะที่กำไรที่ลดลง QoQ เกิดจากปัจจัยฤดูกาล ทั้งนี้ในกลุ่มพาณิชย์ BIGC เป็นบริษัทที่รายงานกำไรเติบโตสูงที่สุด (+20% YoY) เพราะอัตรากำไรดีขึ้น ในขณะที่ GLOBAL เป็นบริษัทที่รายงานกำไรอ่อนแอที่สุด (-26% YoY) โดยเกิดจากอัตราเติบโตของยอดขายสาขาเดิมและอัตรากำไรที่ปรับตัวแยลง

ดัชนีเกี่ยวกับการอุปโภคบริโภคปรับตัว เป็นบวกต่ออุปสงค์และราคาหุ้นกลุ่มพาณิชย์ ดัชนีความเชื่อมั่นผู้บริโภค (CCI) พุ่งตัว 4 เดือนติดต่อกันสู่ระดับสูงสุดในรอบ 13 เดือนที่ 80.1 จุดในเดือน ส.ค. โดยได้รับปัจจัยหนุนจากสถานการณ์ที่ดีขึ้นและการจัดตั้งรัฐบาลใหม่เพื่อจัดทำนโยบายกระตุ้นเศรษฐกิจ ดัชนีการอุปโภคบริโภคภาคเอกชน (PCI) ก็พลิกกลับมามีอัตราเติบโตเป็นบวกที่ +0.2% ในเดือน ก.ค. 2557 ทั้งนี้หากมองย้อนหลังกับไปตั้งแต่ปี 2552 พบว่า CCI และราคาหุ้นกลุ่มพาณิชย์เคลื่อนไหวในทิศทางเดียวกัน โดยมีค่า correlation เกือบ 70% ดังนั้นความเชื่อมั่นผู้บริโภคที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องน่าจะเป็นบวกต่อราคาหุ้นกลุ่มพาณิชย์

การอุปโภคบริโภคภาคเอกชนจะฟื้นตัวในช่วงครึ่งหลังปี 57 เป็นบวกต่ออัตราเติบโตของยอดขายสาขาเดิมกลุ่มพาณิชย์ หลังจากมีอัตราเติบโตติดลบ 3 ไตรมาสติดต่อกัน การอุปโภคบริโภคภาคเอกชนก็พลิกกลับมาเติบโต 0.2% ในไตรมาส 2/57 SCB EIC คาดว่าการอุปโภคบริโภคภาคครัวเรือนจะฟื้นตัวสู่ระดับที่เติบโต +2.5% ในช่วงครึ่งหลังปี 57 (เทียบกับ -1.4% ในช่วงครึ่งแรกปี 57) โดยเกิดจากฐานต่ำเพราะเศรษฐกิจชะลอตัวตอนกลางปี 2556 และสถานการณ์ความไม่สงบทางการเมืองตั้งแต่เดือน พ.ย. 2556 รวมถึงความเชื่อมั่นที่ดีขึ้นจากการเมืองที่มีเสถียรภาพมากขึ้น การเบิกจ่ายงบประมาณของรัฐได้เร็วขึ้น และนโยบายช่วยเหลือชาว SME และธุรกิจ SME ที่ผ่านมามีอัตราเติบโตของยอดขายสาขาเดิมของกลุ่มพาณิชย์เคลื่อนไหวในทิศทางเดียวกันกับอัตราเติบโตของการอุปโภคบริโภคภาคเอกชน เราคาดว่าอัตราเติบโตของยอดขายสาขาเดิมกลุ่มพาณิชย์จะฟื้นตัวจาก -0.8% ในช่วงครึ่งแรกปี 57 สู่ +2.9% ในช่วงครึ่งหลังปี 57 อัตราเติบโตของยอดขายสาขาเดิมสำหรับกลุ่มสินค้าจำเป็น (คาด +5.0% ในช่วงครึ่งหลังปี 57 เทียบกับ +1.5% ในช่วงครึ่งแรกปี 57) ก็มีแนวโน้มที่จะสูงกว่าอัตราเติบโตของยอดขายสาขาเดิมสำหรับกลุ่มสินค้าฟุ่มเฟือย (คาด +0.9% ในช่วงครึ่งหลังปี 57 เทียบกับ -3.1% ในช่วงครึ่งแรกปี 57)

ผลการดำเนินงานงวดครึ่งหลังปี 57 มีแนวโน้มปรับตัวดีขึ้นทั้ง HoH และ YoY เราเชื่อว่าผลการดำเนินงานของกลุ่มพาณิชย์ผ่านจุดต่ำสุดไปแล้วในไตรมาส 2/57 และจะค่อย ๆ ปรับตัวดีขึ้นในไตรมาส 3/57 แล้วทำจุดสูงสุดของปีนี้ในไตรมาส 4/57 จากปัจจัยฤดูกาล เราคาดว่ากำไรงวดครึ่งหลังปี 57 ของกลุ่มพาณิชย์จะคิดเป็นสัดส่วน 54% ของกำไรสุทธิปี 2557 โดยได้รับปัจจัยหนุนจากปัจจัยฤดูกาลและการฟื้นตัวของอัตราเติบโตของยอดขายสาขาเดิมตามความเชื่อมั่นผู้บริโภคที่ปรับตัวดีขึ้น เมื่อเทียบ YoY เราคาดว่ากำไรงวดครึ่งหลังปี 57 ของกลุ่มพาณิชย์จะเติบโต 11% YoY โดยเกิดจากฐานต่ำของปีก่อนเพราะเศรษฐกิจชะลอตัวและสถานการณ์ความไม่สงบทางการเมือง โดยในงวดครึ่งหลังปี 57 CPALL มีแนวโน้มที่จะรายงานกำไรเติบโตดีที่สุด (+27% YoY) ในขณะที่ GLOBAL จะรายงานกำไรอ่อนแอที่สุด (-21% YoY)

Top picks คือ CPALL และ ROBINS

■ **CPALL:** 1) กำไรงวดครึ่งหลังปี 57 มีแนวโน้มเติบโตสูงสุดในกลุ่มพาณิชย์ทั้ง YoY และ HoH โดยได้รับปัจจัยหนุนจากการฟื้นตัวของอัตราเติบโตของยอดขายสาขาเดิม อัตรากำไรที่เพิ่มขึ้น และไม่มีค่าธรรมเนียมจากดีล MAKRO หลังจากบันทึกค่าใช้จ่ายเหล่านี้ในไตรมาส 3/56 ถึงไตรมาส 2/57; 2) EPS ในระยะ 3 ปีข้างหน้าจะเติบโตสูงที่สุดในกลุ่มพาณิชย์ที่อัตราเติบโตเฉลี่ย +25% ต่อปี โดยเกิดจากการดำเนินงานที่ดีขึ้น ประโยชน์จากการผนึกพลังทางธุรกิจร่วมกับ MAKRO และดอกเบี้ยจ่ายที่ลดลงจากลดภาระหนี้; และ 3) Upside จากแนวโน้มการลดภาระหนี้ลงได้เร็วกว่าคาด

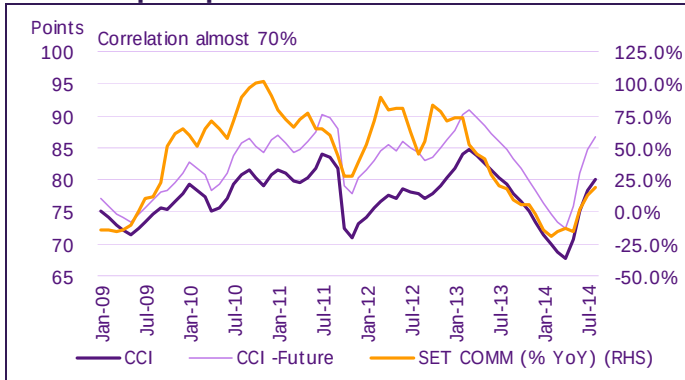
■ **ROBINS:** 1) หุ้น laggard มากที่สุดของกลุ่มพาณิชย์ (-30% เทียบกับกลุ่มพาณิชย์ที่ -8% และ SET ที่ -4% นับตั้งแต่ SET ทำจุดสูงสุดในเดือน พ.ค. 2556); และ 2) กำไรในงวดครึ่งหลังปี 57 จะเพิ่มขึ้น และ EPS ในระยะ 3 ปีข้างหน้ามีแนวโน้มเติบโตอย่างแข็งแกร่งเฉลี่ย +16% ต่อปี โดยได้รับปัจจัยหนุนจากอัตราเติบโตของยอดขายสาขาเดิมที่ฟื้นตัวดีขึ้นและการขยายสาขาเชิงรุกมากขึ้น

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

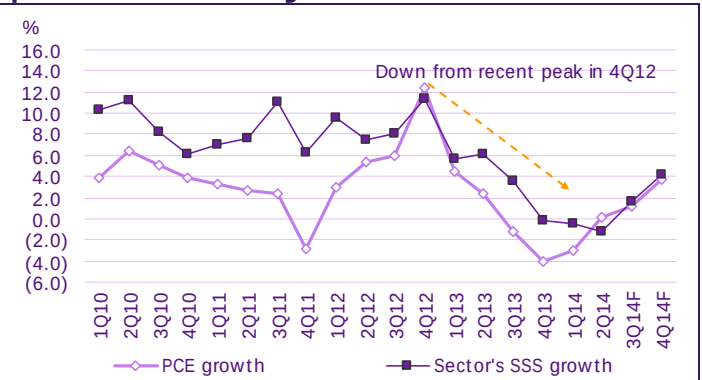
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: Better CCI for the past few months, positive to sector price performance



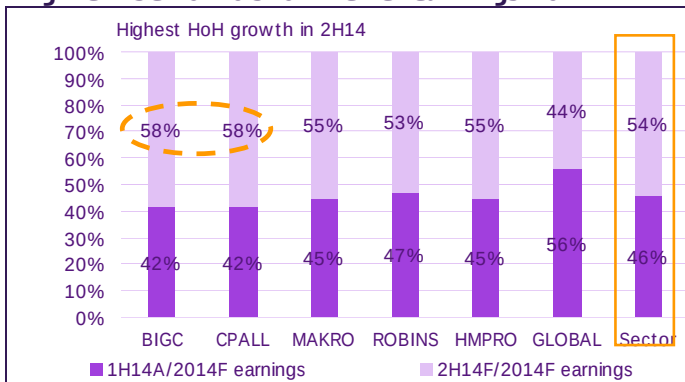
Source: UTCC and SCBS Investment Research

Figure 2: Private consumption to move up in 2H14, positive to sector SSS growth



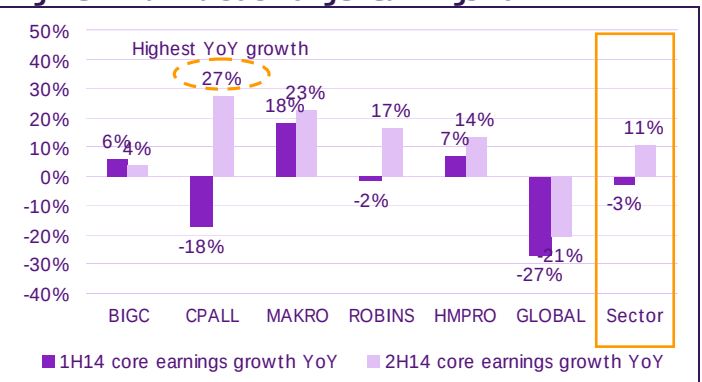
Source: SCB EIC (Aug 2014) and SCBS Investment Research

Figure 3: Sector to show better earnings HoH in 2H14



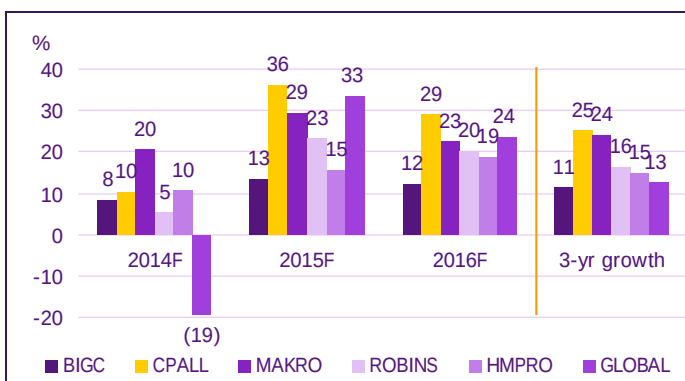
Source: SCBS Investment Research

Figure 4: .. and also stronger earnings YoY



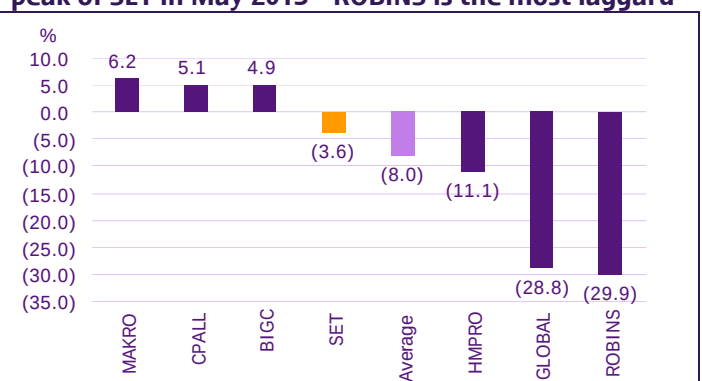
Source: SCBS Investment Research

Figure 5: Sector EPS growth- CPALL best in 2014-16F



Source: SCBS Investment Research

Figure 6: Stock price performance since the recent peak of SET in May 2013 - ROBINS is the most laggard



Source: SCBS Investment Research

ศิริมา ดิสราร, CFA

นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1004

sirima.dissara@scb.co.th

กฤตภาส จิรภาพนุเมศ

นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1019

krittapas.jiraphanumes@scb.co.th

ราคาหุ้นกลุ่มวัสดุก่อสร้างยังไม่สะท้อนการลงทุนฟื้นตัว

- ความเชื่อมั่นดีขึ้น, อุปสงค์จะเพิ่มขึ้นอย่างเห็นได้ชัดมากขึ้นในปี 2558, อัตรากำไรยังแข็งแกร่ง
- การลงทุนฟื้นตัว แต่ราคาหุ้นกลุ่มวัสดุก่อสร้างยังปรับขึ้นน้อย
- Top pick คือ SCC และ SCCC

สรุปผลการดำเนินงานไตรมาส 2/57 กำไรปกติของบริษัทในกลุ่มวัสดุก่อสร้างปรับตัวลดลง 14% YoY เพราะปริมาณขายและอัตรากำไรลดลง และลดลง 5% QoQ จากปัจจัยฤดูกาล DCC กับ SCCC เป็นบริษัทที่มีผลการดำเนินงานดีที่สุด (-5% YoY) ในขณะที่ TPIPL เป็นบริษัทที่มีผลการดำเนินงานแย่มากที่สุด (-46% QoQ) เพราะค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารเพิ่มขึ้นมาก

ความเชื่อมั่นทางธุรกิจปรับตัวเพิ่มขึ้น ดัชนีความเชื่อมั่นทางธุรกิจ (BSI) ปรับตัวเพิ่มขึ้นสู่ 49.6 จุดในเดือน ก.ค. จาก 48 จุดในเดือน มิ.ย. สะท้อนถึงการเมืองที่มีเสถียรภาพมากขึ้น การปฏิบัติหน้าที่ได้ตามปกติของรัฐบาล และความไม่แน่นอนที่ลดน้อยลงเกี่ยวกับนโยบายรัฐบาล

อุปสงค์จะฟื้นตัวอย่างชัดเจนในปีหน้า งบประมาณปี 2558 ผ่านความเห็นชอบแล้ว และการเบิกจ่ายงบประมาณน่าจะกลับคืนสู่ระดับปกติ ในขณะเดียวกัน การลงทุนภาคเอกชนก็มีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้นปานกลางในระยะสั้นจนกว่าอุปสงค์จะฟื้นตัวอย่างชัดเจน บริษัทในกลุ่มวัสดุก่อสร้างมีแนวโน้มที่จะได้รับประโยชน์จากความคืบหน้าในแผนพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานระยะยาว 8 ปี มูลค่า 2.4 ล้านล้านบาท เนื่องจากการลงทุนภาครัฐ (30-40% ของปริมาณการใช้จ่ายเงินแผ่นดินทั้งหมด) จะช่วยกระตุ้นการลงทุนภาคเอกชน เช่น โครงการอสังหาริมทรัพย์ที่อยู่อาศัยและพาณิชย์ (60-70% ของปริมาณการใช้จ่ายเงินแผ่นดินทั้งหมด) โดยปกติแล้วเมื่ออุปสงค์ฟื้นตัวเพิ่มขึ้น อุปสงค์วัสดุก่อสร้างก็มักจะปรับตัวเพิ่มขึ้นในอีก 6 เดือนต่อมา SCB EIC คาดว่าการลงทุนภาครัฐจะเติบโต 16.5% ในปี 2558 (จาก +1.5% ในปี 2557) และการลงทุนภาคเอกชนจะเติบโต 13.0% ในปี 2558 (จาก -0.5% ในปี 2557) โดยเกิดจากฐานต่ำที่มีสาเหตุมาจากการเมืองที่ขาดเสถียรภาพ บวกกับการเบิกจ่ายงบประมาณรัฐบาลเพิ่มมากขึ้น และความเชื่อมั่นในการลงทุนที่ดีขึ้น แม้ปริมาณขายไม่อาจจะเติบโตมากนักในไตรมาส 4/57 โดยคาดว่าจะอยู่ในระดับทรงตัว QoQ แต่เพิ่มขึ้นเล็กน้อย YoY จากการลงทุนของภาครัฐและภาคเอกชนที่ค่อยๆ ฟื้นกลับคืนมา แต่สำหรับปี 2558 เราคาดว่าปริมาณขายปูนซีเมนต์และกระเบื้องเซรามิคจะเติบโต 5% (เทียบกับ 0% ในปี 2557)

อัตรากำไรของกลุ่มวัสดุก่อสร้างยังอยู่ในระดับที่ดี โดยได้รับปัจจัยหนุนจาก: 1) ราคาขายผลิตภัณฑ์ระดับสูง (+2% YoY สำหรับราคาปูนซีเมนต์ และทรงตัว YoY สำหรับราคากระเบื้องเซรามิค ในช่วง 8 เดือนแรกปี 57); 2) ต้นทุนเชื้อเพลิงระดับต่ำอย่างต่อเนื่อง เพราะราคาถ่านหิน (ราคาถ่านหิน spot price ในรูปเงินบาท -9% YoY ในช่วง 8 เดือนแรกปี 57) และต้นทุนก๊าซธรรมชาติ (ราคาน้ำมันในรูปเงินบาททรงตัว YoY ในช่วง 8 เดือนแรกปี 57) ปรับตัวลดลง ทั้งนี้โดยปกติแล้วผู้ผลิตปูนซีเมนต์จะทำสัญญาซื้อถ่านหินล่วงหน้าไว้ 6-12 เดือน และราคาก๊าซธรรมชาติจะปรับตัวตามหลังราคาน้ำมันโดยเฉลี่ย 6 เดือน

การลงทุนจะฟื้นตัวดีขึ้น แต่ยังไม่สะท้อนในราคาหุ้นกลุ่มวัสดุก่อสร้าง พัฒนาการเชิงบวกเกี่ยวกับการลงทุนภาครัฐและภาคเอกชนน่าจะช่วยสนับสนุนราคาหุ้นที่เกี่ยวข้องกับการลงทุน แต่ราคาหุ้นกลุ่มวัสดุก่อสร้างยังไม่ได้สะท้อนพัฒนาการเชิงบวกดังกล่าว เนื่องจากในช่วง 3 เดือนที่ผ่านมา กลุ่มวัสดุก่อสร้างปรับขึ้นมาเพียง 4% (หรือ 2% หากไม่รวม TPIPL) เทียบกับกลุ่มรับเหมาก่อสร้างที่ปรับขึ้นมาแล้ว 11%, กลุ่มอสังหาริมทรัพย์ที่อยู่อาศัยปรับขึ้นมาแล้ว 10% และ SET ปรับขึ้นมาแล้ว 7%

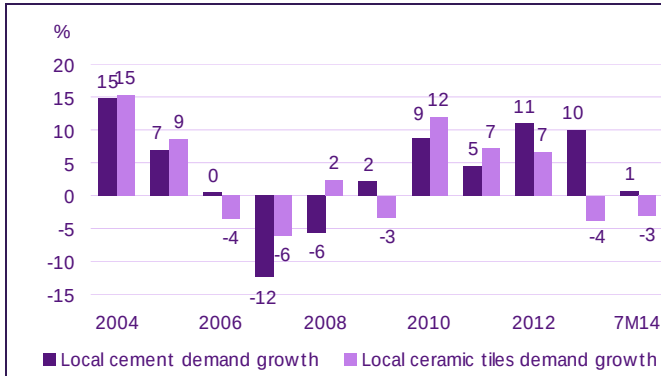
Top picks: SCC และ SCCC SCC เป็น top pick อันดับหนึ่งของเรา เพราะ 1) SCC เป็นหุ้นที่ราคาปรับขึ้นช้าเป็นอันดับสองในกลุ่มวัสดุก่อสร้าง (SCC +1% เทียบกับกลุ่มวัสดุก่อสร้างที่ +2% และ SET ที่ +7% ในช่วง 3 เดือนที่ผ่านมา); 2) ผลการดำเนินงานไตรมาส 4/57 มีแนวโน้มปรับตัวดีขึ้น ทั้ง QoQ โดยเกิดจากเงินปันผลรับตามฤดูกาล และ YoY เพราะไม่มีการหยุดซ่อมบำรุงโรงงาน MOC เหมือนในไตรมาส 4/56; 3) PEG เฉลี่ย 2 ปีที่ 0.8 เท่า น่าดึงดูดมากที่สุดในกลุ่มวัสดุก่อสร้าง (PE ปี 2558 ที่ 14 เท่า เทียบกับ EPS growth 2 ปีที่ 18%) โดยได้รับปัจจัยหนุนจากส่วนต่างราคาเคมีภัณฑ์ที่กว้างขึ้นจากภาวะอุปสงค์และอุปทานที่ดี ปริมาณขายผลิตภัณฑ์ที่ไม่เกี่ยวกับเคมีภัณฑ์เพิ่มขึ้น และการเติบโตจากการลงทุนใหม่ในอาเซียน ทั้งนี้กำไรงวดครึ่งแรกปี 57 ของ SCC 45% มาจากธุรกิจปูนซีเมนต์และวัสดุก่อสร้าง, 28% มาจากธุรกิจเคมีภัณฑ์, 11% มาจากธุรกิจกระดาษ, และ 16% มาจากธุรกิจอื่นๆ SCCC เป็น top pick อันดับสองของเรา เนื่องจาก SCCC เป็นหุ้นที่ราคาปรับขึ้นช้าที่สุดในกลุ่มวัสดุก่อสร้าง (SCCC -4% เทียบกับกลุ่มวัสดุก่อสร้างที่ +2% และ SET ที่ +7% ในช่วง 3 เดือนที่ผ่านมา) และเป็นตัวแทนหุ้นที่จะได้รับประโยชน์จากอุปสงค์ปูนซีเมนต์ที่เพิ่มขึ้นและอัตรากำไรที่แข็งแกร่งในปีหน้า

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	57.75	60.0	9.5	18.2	18.0	16.0	3	1	12	8.5	8.4	7.9	47	47	51	5.5	5.6	6.3	13.0	12.8	11.5
DRT	Sell	6.25	5.7	(4.1)	14.4	15.9	14.6	(10)	(10)	9	2.8	2.9	2.8	20	18	19	5.2	4.7	5.1	8.9	9.0	8.4
SCC	Buy	456.00	520.0	17.0	16.0	16.8	14.2	45	(5)	18	2.9	2.7	2.5	20	17	18	3.4	3.0	3.5	11.0	10.5	9.2
SCCC	Buy	432.00	500.0	19.7	20.2	17.8	15.6	27	13	15	5.2	4.6	4.2	27	27	28	3.5	4.0	4.5	14.3	12.8	11.2
TPIPL	Sell	19.20	15.0	(21.3)	37.7	30.5	27.1	418	23	13	0.7	0.6	0.6	2	2	2	0.3	0.6	0.6	13.7	10.4	8.6
Average					21.3	19.8	17.5	97	5	13	4.0	3.8	3.6	23	22	24	3.6	3.6	4.0	12.2	11.1	9.8

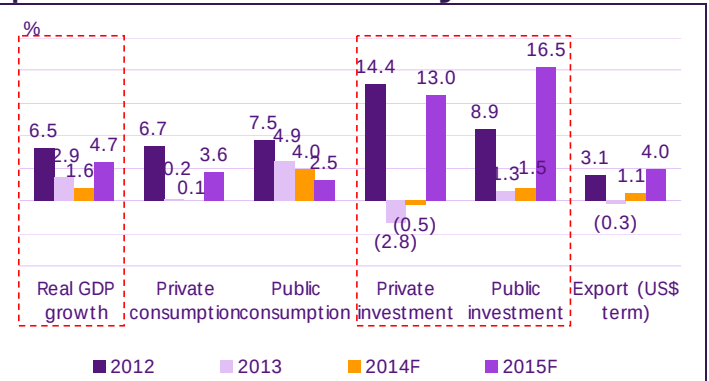
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: Local cement & ceramic tile demand still weak in 2014 to date



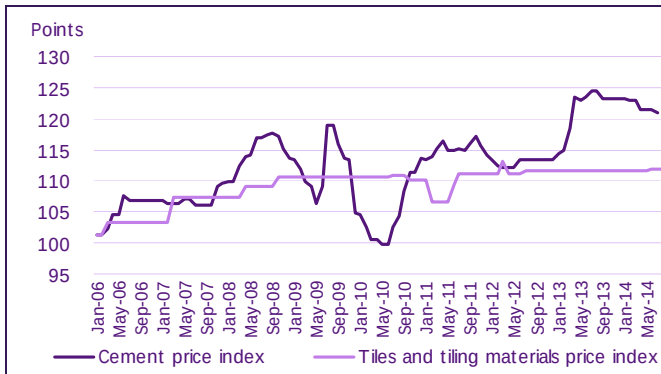
Source: OIE, BOT and SCBS Investment Research

Figure 2: From all GDP combinations, private and public investments show the best growth in 2015



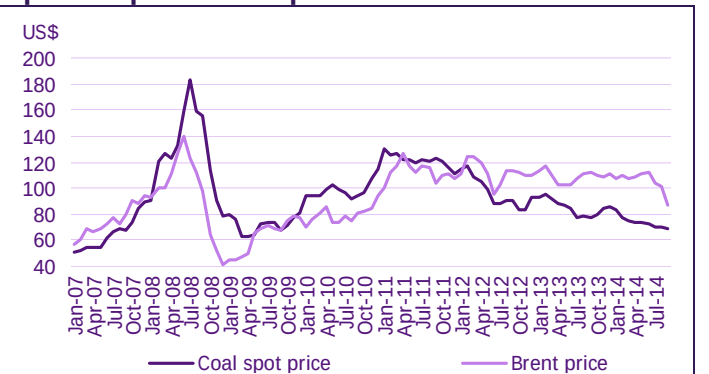
Source: SCB EIC and SCBS Investment Research

Figure 3: Wholesale price in 8M14: +2% YoY for cement and flat for ceramic tile



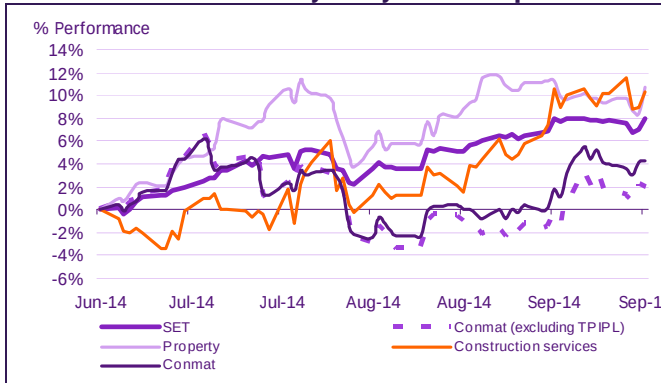
Source: REIC and SCBS Investment Research

Figure 4: Fuel costs not a concern, given the decline in spot coal price and oil price



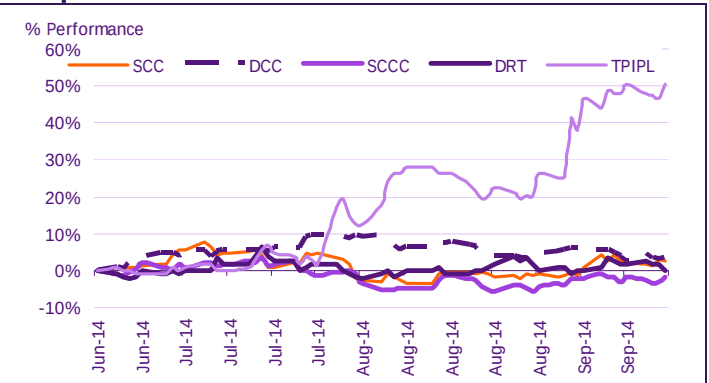
Source: Barlow Jucker, Bloomberg, and SCBS Investment Research

Figure 5: Construction materials sector has lagged in the investment recovery story over the past 3 months



Source: SCBS Investment Research (based on stocks under SCBS coverage)

Figure 6: Stock price performance in the sector over the past 3 months



Source: SCBS Investment Research

Figure 7: Bt2.4trn infrastructure projects vs. Bt2trn infrastructure projects from previous government

Unit: Bt bn	Bt2.4trn projects (2015-22)	%	Bt2trn projects (2013-20)	%
Roadways	1,168	48%	275	14%
Railways	498	20%	1,191	60%
MRT	531	22%	457	23%
Water transport	98	4%	56	3%
Air transport	136	6%	-	0%
Contingencies	-	0%	21.05	1%
Total	2,430	100%	2,000	100%

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

วชิราลักษณ์ แสงเลิศศิลป์ชัย

นักวิเคราะห์การลงทุนวิจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1033

vajiralux.sanglersdillapachai@scb.co.th

เข้าสู่ยุคการลงทุนครั้งใหญ่ของภาครัฐ

- การลงทุนภาครัฐจำนวนมากในปี 2558-2565 จะส่งผลดีต่อบริษัทรับเหมาก่อสร้างไทย
- การลงทุนภาคเอกชนก็มีแนวโน้มเติบโตเช่นกัน โดยเฉพาะอาคารสูง
- Top pick ของเรา คือ ITD

งบประมาณปี 2558-2565 จะนำมาใช้สนับสนุนการลงทุนภาครัฐ รัฐบาลเริ่มเดินหน้าแผนพัฒนาระบบโครงสร้างพื้นฐานระยะเวลา 8 ปี วงเงินรวม 2.4 ล้านล้านบาทแล้ว เงินลงทุนส่วนใหญ่จะนำมาใช้ปรับปรุงและสร้างระบบรางรถไฟ (49%), ระบบถนน (16%), และระบบขนส่งมวลชน (22%) ซึ่งเปลี่ยนแปลงไปจากแผนที่วางไว้ก่อนหน้านี้ โดยมีการจัดสรรงบประมาณเพิ่มเติม 7.4 แสนล้านบาท สำหรับรถไฟรางมาตรฐานขนาด 1.435 เมตร แนวโน้มเช่นนี้จะส่งผลดีต่อบริษัทรับเหมาก่อสร้างไทย โดยเฉพาะบริษัทที่มีประสบการณ์รับงานทั้งภาครัฐและภาคเอกชน เนื่องจากจะมีงานใหม่เพิ่มเข้ามาในระยะยาว เราเชื่อว่า ITD จะได้สัญญางานมูลค่าสูงถึง ~5.13 แสนล้านบาท แม้บริษัทมีงานใหม่ระยะยาวอยู่แล้วที่จะบันทึกเป็นรายได้เฉลี่ย 6.4 หมื่นล้านบาทต่อปีในระยะ 8 ปีข้างหน้า ขณะที่คาดว่า CK จะได้สัญญางานมูลค่า 3.6 แสนล้านบาท หรือเฉลี่ย 4.6 หมื่นล้านบาทต่อปี (ระหว่าง 3-6.5 หมื่นล้านบาท) ในระยะ 8 ปีข้างหน้าเช่นกัน ส่วน STEC ที่แม้มีงานใหม่เพิ่มจากภาคเอกชนเข้ามาเพิ่มแล้ว แต่ก็น่าจะยังสามารถรับงานใหม่เพิ่มได้อีก 2.5 แสนล้านบาท ซึ่งหมายความว่าบริษัทรับเหมาก่อสร้างไทยจะได้อำนาจ ~47% ของงานทั้งหมดในแผนพัฒนาโครงสร้างพื้นฐาน 2.4 ล้านล้านบาท

เริ่มลงทุนในระบบขนส่งมวลชนเป็นอันดับแรก รัฐบาลจะเริ่มลงทุนในระบบขนส่งมวลชนในกรุงเทพฯ และปริมณฑลเป็นอันดับแรก รัฐบาลวางแผนเปิดประมูลโครงการมูลค่า 1.18 แสนล้านบาทในปีงบประมาณ 2558 (ต.ค. 2557 – ก.ย. 2558) ได้แก่ 1) รถไฟฟ้า MRT สายสีเขียวเหนือ (หมอชิต-คูคต) สัญญาที่ 1-4 มูลค่า 2.6 หมื่นล้านบาท; 2) รถไฟฟ้า MRT ส่วนต่อขยายสายสีน้ำเงิน (งานระบบ M&E และบริการ O&M สัญญา 6) มูลค่า 2.5 หมื่นล้านบาท; 3) รถไฟฟ้า MRT ส่วนต่อขยายสายสีเขียว (งานระบบ M&E และบริการ O&M สัญญา 3) มูลค่า 1.1 หมื่นล้านบาท นอกจากนี้ก็มีแนวโน้มที่โครงการรถไฟฟ้า MRT สายสีชมพู (แคราย-มีนบุรี), สายสีเหลือง (ลาดพร้าว-สำโรง), และสายสีส้ม (ตลิ่งชัน-มีนบุรี) มูลค่ารวม ~2.3 แสนล้านบาท จะพร้อมเปิดประมูลภายในสิ้นปี 2557 ด้วย

รางรถไฟ ถนน และโครงการป้องกันน้ำท่วม ก็พร้อมเดินหน้าเช่นเดียวกัน รางรถไฟ: ด้วยงบประมาณ 4.53 แสนล้านบาทสำหรับรถไฟทางคู่ 17 สายทาง การลงทุนเฟสแรกน่าจะเกิดขึ้นในปี 2559 โดยที่ ร.ฟ.ท.ยังไม่ได้ซื้อสรุปใดๆ เกี่ยวกับโครงการนี้ โครงการรถไฟทางคู่จะแบ่งเป็น 3 เฟส เฟสแรกจะครอบคลุม 6 สายทาง และจะสร้างเสร็จในปี 2559-2560 เฟสที่สองจะครอบคลุม 9 สายทาง และเฟสที่สามจะครอบคลุม 2 สายทางช่วงปี 2561-2565 โครงการใหม่ที่มีริเริ่มโดย คสช. ประกอบด้วย รถไฟรางมาตรฐานขนาด 1.435 เมตร จำนวน 2 สายทาง มูลค่า 7.4 แสนล้านบาท ระยะเวลา 8 ปี การมีโครงการนี้เพิ่มเข้ามาส่งผลทำให้สัดส่วนงบประมาณที่จัดสรรให้กับระบบรางปรับเพิ่มขึ้นเป็น 49% ถนน: งบประมาณที่จัดสรรให้กับระบบถนนอยู่ที่ ~4 แสนล้านบาท โดยจัดสรรงบประมาณ 1 หมื่นล้านบาทสำหรับก่อสร้างถนนเลียบแม่น้ำเจ้าพระยา งบประมาณที่เหลือจะนำมาใช้สร้างถนนเชื่อมต่อตัวเมืองและแหล่งผลิต โดยงบประมาณเหล่านี้จะรวมอยู่ในงบประมาณประจำปีของกรมทางหลวง โครงการป้องกันน้ำท่วม: อาจจะมีการปรับแผนของรัฐบาลชุดก่อน โดยจะมีการเจรจากับผู้ชนะการประมูลตอนต้นปีงบประมาณ 2558 (เริ่มวันที่ 1 ต.ค. 2557)

โครงการภาคเอกชนขยายตัว ภาคเอกชนมีความต้องการใช้บริการของบริษัทรับเหมาที่มีความเชี่ยวชาญในการก่อสร้างอาคารสูงเพิ่มขึ้นอย่างมาก ITD เป็นบริษัทรับเหมาอันดับต้นๆ ที่มีความเชี่ยวชาญในงานก่อสร้างด้านนี้ และจำเป็นต้องปฏิเสธงานบางส่วนไปเพราะมีขีดความสามารถในการรับงานจำกัด การขาดแคลนบริษัทรับเหมาก่อสร้างที่มีประสบการณ์ส่งผลทำให้เจ้าของโครงการจัดประมูลแบบปิดกับบริษัทรับเหมาเฉพาะราย

Valuation และคำแนะนำ หุ้น top pick ในไตรมาส 4/57 ของเรา คือ ITD ขณะที่เราให้ราคาเป้าหมายของ CK ที่ 34 บาท (มูลค่าธุรกิจรับเหมาที่ 15 บาท และมูลค่าเงินลงทุนในบริษัทย่อยที่ 19 บาท) ราคาเป้าหมายของ ITD อยู่ที่ 8.5 บาท (มูลค่าธุรกิจรับเหมาที่ 6.5 บาท โดยอิงกับ EV/EBITDA ปี 2558 ที่ 12 เท่า และมูลค่าธุรกิจอื่นต่างประเทศที่หลักๆ เกิดจากโครงการในโมซัมบิก ที่ 2.0 บาท) ราคาเป้าหมายของ STEC ยังคงอยู่ที่ 30 บาท โดยอิงกับ DCF 8 ปี และสถานะเงินสดจำนวนมาก

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
BJCHI	Buy	40.25	60.0	54.0	10.2	12.8	10.1	13	(20)	27	2.9	2.8	2.4	44	22	26	6.0	5.0	6.0	8.0	10.3	7.9
CK	Buy	28.00	34.0	22.9	55.7	32.7	31.1	1,031	71	5	2.8	2.9	2.8	7	9	10	1.5	1.4	1.4	18.8	19.9	18.0
ITD	Buy	5.80	8.5	46.6	31.0	29.2	22.6	(8)	6	29	2.1	2.1	2.0	8	7	9	0.0	0.0	1.8	11.6	13.6	12.5
NWR	Buy	2.22	2.7	22.9	n.m.	38.7	24.6	n.m.	n.m.	57	1.5	1.4	1.3	(2)	4	6	0.0	1.3	2.0	8.8	6.3	6.3
STEC	Buy	25.75	30.0	18.4	27.3	25.8	25.4	2	6	2	5.0	4.5	4.1	21	18	17	1.9	1.9	1.9	16.3	15.4	14.1
Average					31.0	27.8	22.8	259	15	24	2.9	2.8	2.5	15	12	13	1.9	1.9	2.6	12.7	13.1	11.8

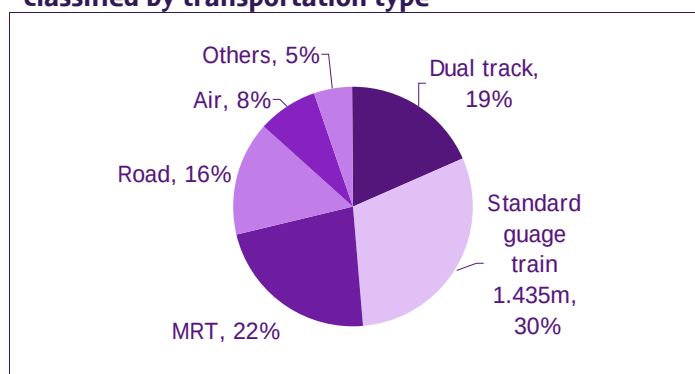
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: Value of infrastructure possible projects of Bt2.4trn classified by plans

Unit: (Bt bn)		Investment value		Proportion	Phase I (2015)	Phase I (2016-2017)	Phase I (2018-2019)
Plan 1	Railways		453	19%	23	196	235
	Double track (phase I) 6 routes		196	8%			
	Double track (phase II) 9 routes		190	8%			
	Double track (phase III) 2 routes		45	2%			
	Railways system improvement		23	1%			
New	Standard guage train 1.435 m		740	30%		350	390
	Chiang Khong-Denchai-Pashee-Laem Chabang		350	14%			
	Nongkai-Khon Kean-Nakhorn Ratchasima-Chacheangsao-Laem chabang		390	16%			
Plan 2:	Public transportation in BKK & vicinity		553	23%	132	221	200
	MRT 10 routes		457	19%			
	Roads and bridges including banking road around Chaopraya river		10	0%			
	Suberb Trains (SRT Red Line and Airport Raillink)		86	4%			
Plan 3:	Roads and bridges including banking road around Chaopraya river		385	16%	110	150	125
	NGV 3,183 buses		13	1%			
	Public roads in provinces to accommodate the AEC		372	15%			
Plan 4:	Waterways		105	4%	10	55	40
	Water course and Ports		105	4%			
Plan 5:	Air transportation system		194	8%	60	120	14
	Suwanabhumi Airport Phase 2		100	4%			
	Donmaung Airport Extension		36	1%			
	Phuket Airport Extension		19	1%			
	Air traffic imrovement		2	0%			
	Raise aviation		37	2%			
Total			2,430	100%	335	1,092	1,004

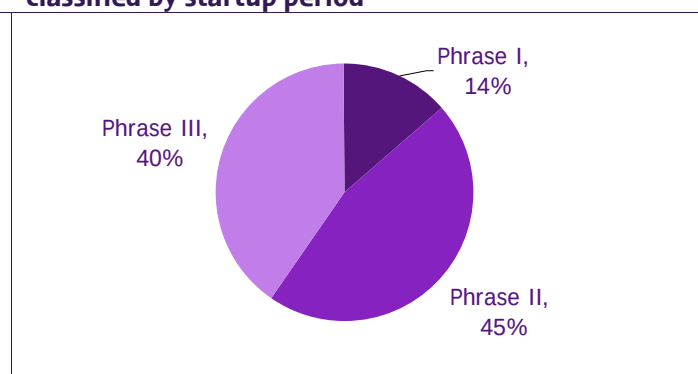
Source: SCB EIC, SCBS Investment Research analysis based on Office of Transport and Traffic Policy and Planning (OPT), Ministry of Transport

Figure 2: Proposal for infrastructure projects classified by transportation type



Source: SCB EIC, SCBS Investment Research

Figure 3: Bt2.4trn infrastructure projects (2015-2022) classified by startup period



Source: SCBS Investment Research

Figure 4: Backlog summary

Company	Backlog (Btbn)	# Years	New order guidance in 2014 (Btbn)	YTD new orders won (Btbn)
ITD	208	4	41	8
CK	101	3	47	22
STEC	49	2	20	0.7
UNIQ	26	3.5	5-15	0.5

Source: Company data, SCBS Investment Research

Figure 5: 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

แนวโน้มแยกลงเพราะราคาน้ำมันลดลง

- ความกังวลเกี่ยวกับการปฏิรูปพลังงานผ่องคลายลง แต่ราคาหุ้นน่าจะยังมี upside จำกัด
- ผลการดำเนินงานไตรมาส 3/57 น่าจะได้รับผลกระทบจากราคาน้ำมันที่ลดลง
- Top pick คือ PTTEP ราคาเป้าหมาย 210 บาท

สรุปผลการดำเนินงานไตรมาส 2/57: ดีขึ้นเพราะได้รับปัจจัยหนุนจากราคาน้ำมันที่สูงขึ้นและกำไรจากสินค้าคงคลัง กำไรสุทธิของบริษัทในกลุ่มพลังงานปรับตัวเพิ่มขึ้นมาก QoQ และ YoY โดยได้รับปัจจัยหนุนจากผลการดำเนินงานที่ดีขึ้นของบริษัทที่ประกอบธุรกิจกลั่นน้ำมันซึ่งรับรู้กำไรจากสินค้าคงคลัง นอกจากนี้กำไรที่สูงขึ้นจาก PTTEP และ PTT ก็ช่วยหนุนให้ผลการดำเนินงานของบริษัทในกลุ่มพลังงานปรับตัวดีขึ้นด้วย โดยเกิดจากราคาน้ำมันที่สูงขึ้นและกำไรจากการแลกเปลี่ยนสินทรัพย์ในโครงการ Canada oil sand

แนวโน้มกำไรไตรมาส 3/57: ลดลงเพราะขาดทุนจากสต็อกน้ำมันจำนวนมาก ราคาน้ำมันที่ลดลงมากมีแนวโน้มที่จะส่งผลกระทบต่อกำไรไตรมาส 3/57 ของบริษัทในกลุ่มพลังงาน โดยเฉพาะบริษัทที่ประกอบธุรกิจกลั่นน้ำมัน โดยมีสาเหตุมาจากขาดทุนสต็อกน้ำมันจำนวนมากและค่าการกลั่นที่ลดลง เราคาดว่าบริษัทบางแห่งในกลุ่มนี้จะรายงานขาดทุนสุทธิในไตรมาส 3/57 เราคาดว่ากำไรของกลุ่มพลังงานจะลดลง 54% QoQ แต่ยังเพิ่มขึ้น 21% YoY

ความกังวลเกี่ยวกับการปฏิรูปพลังงานผ่องคลายลง ความกังวลของตลาดเกี่ยวกับผลกระทบของการปฏิรูปพลังงานโดยเฉพาะอย่างยิ่งราคาน้ำมันขายปลีก ต่อบริษัทจดทะเบียนค่อยๆ ผ่องคลายลงในไตรมาส 3/57 หลังจากคณะกรรมการนโยบายพลังงานแห่งชาติ (กพช.) ประกาศปรับโครงสร้างราคาน้ำมันขายปลีก โดยปรับลดภาษีสรรพสามิตและเงินสมทบเข้ากองทุนน้ำมันเชื้อเพลิงลง นับถึงปัจจุบันการปรับโครงสร้างราคาน้ำมันขายปลีกไม่ได้มีผลกระทบใดๆ ต่อผู้ประกอบการ และดัชนีกลุ่มพลังงานก็ปรับตัวเพิ่มขึ้น 7.2% ในช่วง 6 สัปดาห์ที่ผ่านมา เราเชื่อว่าตลาดรับรู้พัฒนาการเชิงบวกนี้ไปค่อนข้างมากแล้ว ดังนั้นราคาหุ้นกลุ่มพลังงานน่าจะยังมี upside จากปัจจัยนี้จำกัด

อุปสงค์ที่ลดลงจะสร้างแรงกดดันต่อราคาน้ำมันอย่างต่อเนื่อง อุปสงค์น้ำมันในตลาดโลกที่ลดลงส่งผลทำให้ราคาน้ำมันดิบเบรนท์และราคาน้ำมันดิบดูไบปรับตัวลดลงอย่างต่อเนื่องในช่วง 3 เดือนที่ผ่านมา หลังจาก International Energy Agency (IEA) ได้ปรับลดคาดการณ์อุปสงค์น้ำมันทั่วโลกสำหรับปี 2557 ลงจากเดิมที่ 1 ล้านบาร์เรล/วัน สู่ 9 แสนบาร์เรล/วัน เพราะ GDP มีแนวโน้มอ่อนตัวลงโดยเฉพาะอย่างยิ่งในยุโรปและจีน แม้สถานการณ์ภูมิรัฐศาสตร์ในประเทศส่งออกน้ำมันในภูมิภาคตะวันออกกลางและแอฟริกาเหนือ (MENA) ยังคงตึงเครียดอย่างต่อเนื่อง ราคาน้ำมันเฉลี่ย QTD ในไตรมาส 3/57 ลดลง 3-6% QoQ เราคาดว่าอุปสงค์ที่เพิ่มขึ้นตามฤดูกาลและความพยายามในการรักษาเสถียรภาพราคาน้ำมันของโอเปกจะช่วยสนับสนุนราคาน้ำมันในไตรมาส 4/57 ให้อยู่เหนือระดับ 100 ดอลลาร์สหรัฐ/บาร์เรล

ค่าการกลั่นน่าจะฟื้นตัวในระยะสั้น ค่าการกลั่นเฉลี่ยในตลาดสิงคโปร์ลดลงอย่างต่อเนื่องอีก 24% QoQ สู่ระดับเพียง 4.4 ดอลลาร์สหรัฐ/บาร์เรล ซึ่งเป็นตัวเลขรายไตรมาสต่ำที่สุดสำหรับปี 2557 สะท้อนถึงอุปสงค์ในตลาดภูมิภาคที่ลดลงโดยเฉพาะอุปสงค์น้ำมันเบนซิน อุปสงค์ที่เพิ่มขึ้นจากการกลับมาจัดเก็บสต็อก heating oil เพิ่มก่อนถึงฤดูหนาวในไตรมาส 4/57 จะช่วยสนับสนุนค่าการกลั่นได้ในระดับหนึ่ง แต่อุปสงค์ทั่วโลกที่ชะลอตัวลงและอุปทานเพิ่มเติมจะสร้างแรงกดดันต่ออัตรากำไรอย่างต่อเนื่องในช่วงที่เหลือของปีนี้และปีหน้า

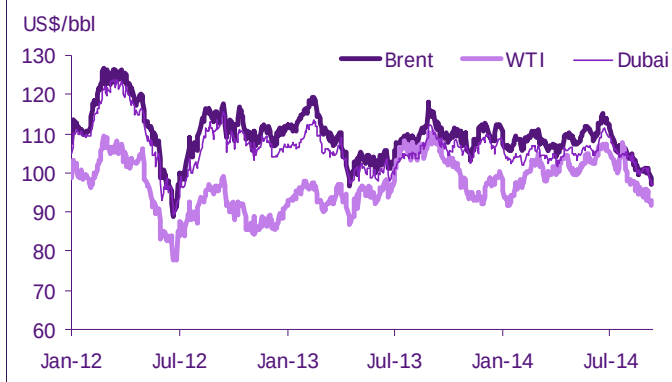
ราคาถ่านหินอาจจะปรับตัวในระยะสั้น ราคาถ่านหินในตลาดภูมิภาคยังคงอยู่ในแนวโน้มขาลงในไตรมาส 3/57 โดยราคาถ่านหิน Newcastle โดยเฉลี่ย QTD ปรับลงมาอยู่ที่ 68.8 ดอลลาร์สหรัฐ/ตัน ลดลง 5.4% QoQ อุปทานถ่านหินส่วนเกินในตลาดภูมิภาคจะสร้างแรงกดดันต่อราคาถ่านหินอย่างต่อเนื่องในระยะกลาง แต่ราคาถ่านหินประเภทให้ความร้อน (thermal coal) น่าจะปรับตัวในระยะสั้นจากการลดผลผลิตลงในวงกว้าง

ยังคงเลือก PTTEP เป็น top pick เรายังคงชอบ PTTEP มากกว่าหุ้นตัวอื่นๆ ในกลุ่มพลังงาน เนื่องจากผลการดำเนินงานของบริษัทมีแนวโน้มปรับตัวดีขึ้นโดยได้รับปัจจัยหนุนจากสินทรัพย์ที่เข้าซื้อมาจาก Hess การเริ่มดำเนินงานของโครงการซอติกา และไม่มีผลขาดทุนจากโครงการ Canada oil sand อีกต่อไป นอกจากนี้ เรายังมองว่า PTTEP ไม่น่าจะได้รับผลกระทบจากการปฏิรูปพลังงาน valuation ปัจจุบันดูน่าสนใจ โดยซื้อขายที่ PE ปี 2557 เพียง 9.9 เท่า คิดเป็นระดับ -0.7SD จาก PE เฉลี่ย 10 ปี เรายังคงราคาเป้าหมายที่คำนวณได้จากวิธี DCF ไว้ที่ 210 บาท นอกจากนี้ผลตอบแทนจากเงินปันผลที่ 4% ก็น่าสนใจด้วย

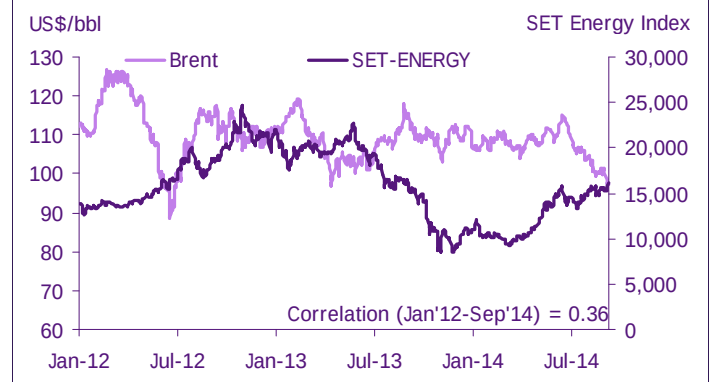
Valuation summary

	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	Neutral	30.50	34.0	13.8	26.3	23.7	17.7	(47)	11	34	1.16	1.07	1.04	4	5	6	3.9	2.3	3.0	10.8	11.3	9.8
BCP	Buy	33.75	44.0	34.5	10.1	9.7	8.9	120	4	9	1.34	1.23	1.14	14	13	13	4.0	4.1	4.7	6.0	6.0	5.5
ESSO	Sell	5.85	6.5	11.1	n.m.	46.2	15.7	78	n.m.	194	0.90	0.88	0.83	(2)	2	5	0.0	0.0	1.7	14.8	11.1	7.6
IRPC	Sell	3.32	3.4	3.0	n.m.	73.2	31.1	45	n.m.	135	0.90	0.89	0.87	(2)	1	3	0.6	0.6	1.2	21.1	14.4	11.5
PTT	Buy	354.00	400.0	16.7	10.7	9.9	9.7	(12)	8	2	1.23	1.12	1.02	12	12	11	3.7	3.7	3.7	5.8	5.0	4.9
PTTEP	Buy	164.00	210.0	32.1	11.0	9.9	10.0	(23)	11	(2)	1.69	1.52	1.39	17	16	14	3.7	4.0	4.0	4.3	3.9	4.0
TOP	Buy	53.00	64.0	24.5	9.0	14.7	10.5	27	(39)	39	1.19	1.13	1.07	14	8	10	4.0	3.8	4.3	5.5	6.6	5.4
Average					13.4	26.7	14.8	27	(1)	59	1.20	1.12	1.05	8	8	9	2.8	2.6	3.2	9.8	8.3	7.0

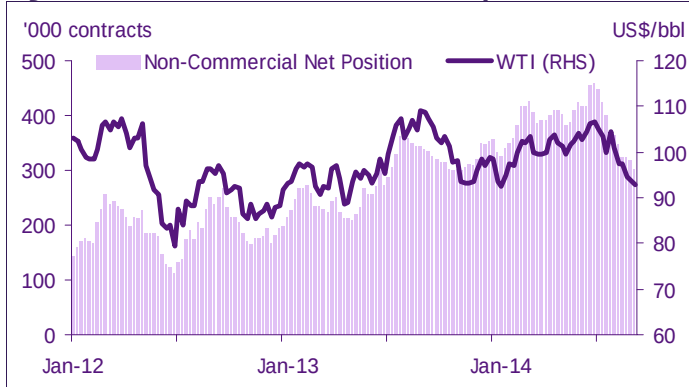
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: Benchmark crude oil price

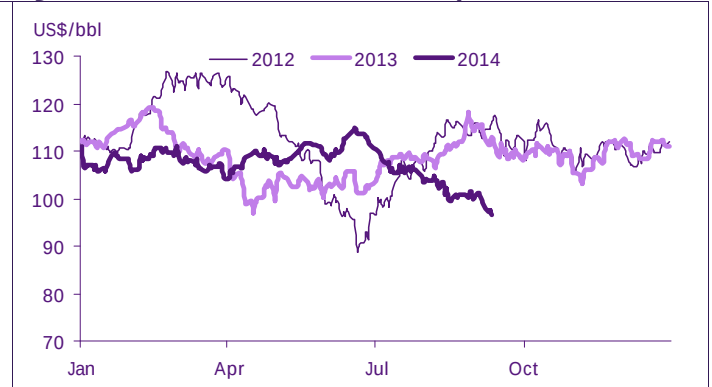
Source: Bloomberg Finance LP, SCBS Investment Research

Figure 2: Oil price vs. SET Energy Index

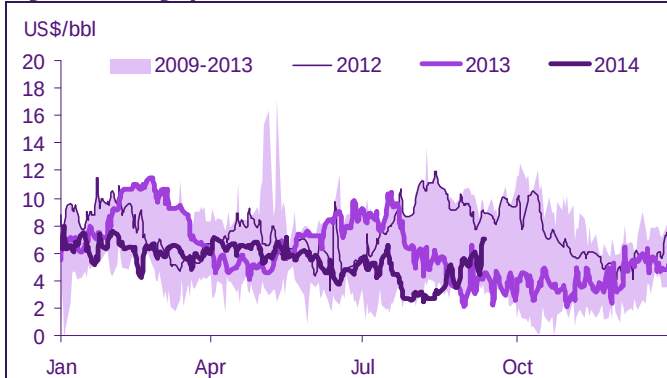
Source: Bloomberg Finance LP, SCBS Investment Research

Figure 3: CFTC non-commercial oil net position

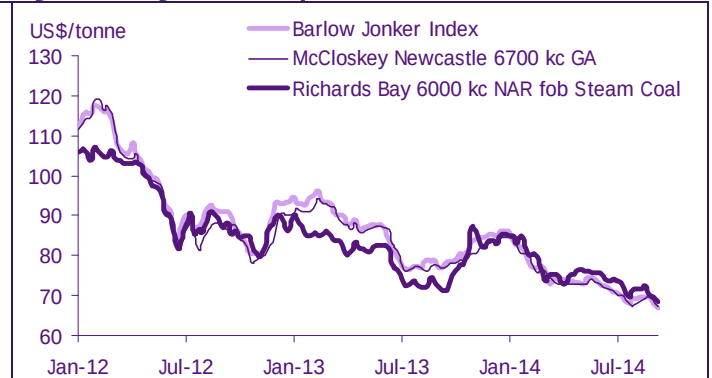
Source: CFTC, Bloomberg Finance LP, SCBS Investment Research

Figure 4: Seasonal movement of oil price (Brent)

Source: Bloomberg Finance LP, 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

ฟื้นตัวและมีโอกาสเติบโต

- บริษัทที่ประกอบธุรกิจสินเชื่ออุปโภคบริโภคโดยเฉพาะ AEONTS มีโอกาสขยายสินเชื่อได้เพิ่มขึ้นจากมาตรการสินเชื่อ Nano Finance ของกระทรวงการคลัง
- คุณภาพสินทรัพย์อยู่ในระดับที่สามารถจัดการได้ในช่วงครึ่งแรกปี 57 และคาดว่าจะปรับตัวดีขึ้นในช่วงครึ่งหลังปี 57 โดยจะค่อย ๆ ฟื้นตัว
- ชอบ AEONTS มากกว่า KTC หลัก ๆ เป็นเพราะโอกาสเติบโตสูงกว่า

Upside จากสินเชื่อ Nano Finance กระทรวงการคลังกำลังวางแผนเสนอมาตรการสินเชื่อ Nano Finance ที่จะอนุญาตให้สถาบันการเงินปล่อยสินเชื่อแบบไม่มีหลักประกันในวงเงินไม่เกิน 100,000 บาท/ราย ที่อัตราดอกเบี้ยไม่เกิน 36% ต่อปี AEONTS มีความสนใจที่จะเข้าไปจับตลาดกลุ่มผู้มีรายได้น้อยกว่า KTC และด้วยอัตราดอกเบี้ยที่กำหนดไว้ไม่เกิน 36% สูงกว่าเพดานอัตราดอกเบี้ยสินเชื่อส่วนบุคคลที่ 28% ทำให้มีความเป็นไปได้ที่จะเข้าไปเจาะตลาดกลุ่มนี้

อัตราการผิดนัดชำระหนี้จะลดลงในช่วงครึ่งหลังปี 57 แม้เศรษฐกิจจะชะลอตัวลงและหนี้ครัวเรือนของประเทศไทยอยู่ในระดับสูงที่ 83% แต่ทั้ง KTC และ AEONTS สามารถรักษาคุณภาพสินทรัพย์ไม่ให้แยกลงในช่วงครึ่งแรกปี 57 เศรษฐกิจที่ค่อย ๆ ฟื้นตัวน่าจะช่วยให้อัตราการผิดนัดชำระหนี้ปรับลดลงในช่วงครึ่งหลังปี 57 การจ่ายเงินให้แก่ชาวนาโนโครงการรับจำนำข้าวช่วยลดความเสี่ยงด้านคุณภาพสินทรัพย์และกระตุ้นการใช้จ่ายอุปโภคบริโภค ซึ่งจะส่งผลดีต่อ AEONTS มากกว่า KTC เนื่องจาก AEONTS มีสัดส่วนการปล่อยสินเชื่อในต่างจังหวัดสูงกว่า KTC เพราะลูกค้า ~64% ของบริษัทอยู่ในต่างจังหวัดซึ่งจะได้รับประโยชน์จากการจ่ายเงินโครงการนี้

AEONTS: คาดกำไรฟื้นตัวเพิ่มขึ้น 14% QoQ สู่ 665 ล้านบาทไตรมาส 2 ปีบัญชี 57 (21 พ.ค.-20 ส.ค.) โดยได้รับปัจจัยหนุนจากการใช้จ่ายอุปโภคบริโภคที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นเพราะสถานการณ์การเมืองกลับคืนสู่ภาวะปกติหลังจากทำไรด์ตัวลง QoQ ติดต่อกัน 3 ไตรมาส แต่กำไรจะลดลง 3% YoY จากการตั้งสำรองเพิ่มขึ้นอันเป็นผลมาจากการใช้มาตรฐานบัญชีใหม่ (collective approach) ชวนาได้รับเงินค้ำจำนำข้าวแล้วและเนื่องจาก AEONTS มีลูกค้าในต่างจังหวัดสัดส่วนสูงถึง 64% ของลูกค้าทั้งหมด ดังนั้นเราจึงคาดว่าสินเชื่อจะเติบโต QoQ ในอัตราเร่งสู่ 4-5% จาก 3.7% ในไตรมาส 1 ปีบัญชี 57 ซึ่งจะส่งผลทำให้สินเชื่อเติบโต 7-8% ในงวดครึ่งแรกปีบัญชี 57 เทียบกับประมาณการทั้งปีของเราที่ 16%

AEONTS ขยายการลงทุนในบริษัทย่อยที่ตั้งอยู่ในกลุ่มประเทศ CLMV AEONTS จะจัดตั้งเงินทุนเพิ่มเติมให้กับบริษัทย่อยในกัมพูชา เมียนมาร์ และลาว บริษัทย่อยในกัมพูชาจะเพิ่มทุนจำนวน 6 ล้านดอลลาร์สหรัฐ (4 ล้านดอลลาร์สหรัฐจาก AEONTS และ 2 ล้านดอลลาร์สหรัฐจาก AEON Financial Service Co., Ltd.) ซึ่งจะส่งผลทำให้ทุนจดทะเบียนเพิ่มขึ้นเป็น 10 ล้านดอลลาร์สหรัฐ และสัดส่วนการถือหุ้นของ AEONTS จะปรับลดลงจาก 100% เหลือ 80% AEONTS จะเพิ่มทุน 1.25 ล้านดอลลาร์สหรัฐให้กับบริษัทย่อยในเมียนมาร์ที่บริษัทถือหุ้น 100% ซึ่งจะทำให้ทุนจดทะเบียนของบริษัทย่อยแห่งนี้ปรับเพิ่มขึ้นสู่ 5.5 ล้านดอลลาร์สหรัฐ ขณะเดียวกันบริษัทย่อยในลาวที่ AEONTS ถือหุ้นอยู่ 92.6% ก็จะเพิ่มทุนจำนวน 2 หมื่นล้านกีบลาว (80 ล้านบาท) สู่ 2.55 หมื่นล้านกีบลาว (102 ล้านบาท) บริษัทย่อยในกัมพูชาพลิกกลับมาทำกำไรที่ 18 ล้านบาทในปีบัญชี 2556 (คิดเป็นสัดส่วน 1% ของกำไรของ AEONTS) ขณะที่บริษัทย่อยในเมียนมาร์ (จัดตั้งในเดือน พ.ย. 2555) และลาว (จัดตั้งในเดือน ม.ค. 2556) มีผลขาดทุน ~9 ล้านบาทในปีบัญชี 2556 AEONTS คาดว่าบริษัทย่อยในเมียนมาร์จะเริ่มสร้างกำไรในปีบัญชี 2558 และบริษัทย่อยในลาวจะสามารถทำกำไรได้ในปีบัญชี 2559 บริษัทย่อยในกัมพูชาน่าจะมีกำไรเพิ่มขึ้นอย่างมากในอีกหลายปีข้างหน้า โดยได้รับปัจจัยหนุนจากการเปิด AEONTS Mail ในกรุงพนมเปญ และสาขาใหม่ในเสียมเรียบ

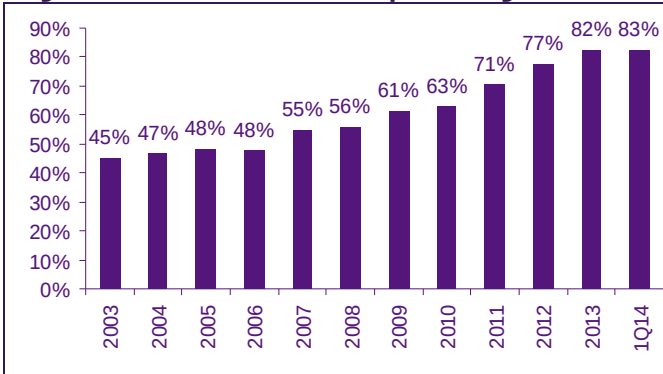
KTC: ค่าใช้จ่ายการตลาดจะเพิ่มขึ้นในช่วงครึ่งหลังปี 57 ผลประกอบการของ KTC สร้างเซอร์ไพรส์เชิงบวกมาติดต่อกัน 2 ไตรมาสแล้ว โดยได้รับปัจจัยหนุนจากการตั้งสำรองและค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานที่ต่ำกว่าคาด KTC จะจัดแคมเปญการตลาดเชิงรุกมากขึ้นในช่วงครึ่งหลังปี 57 ดังนั้นเราคาดว่ากำไรครึ่งปีหลังจะลดลงจากครึ่งปีแรก

ชอบ AEONTS มากกว่า KTC เราเชื่อว่าราคาหุ้นปัจจุบันสะท้อนความเสี่ยงขาลงที่มีต่อคุณภาพสินทรัพย์และการขยายตัวของสินเชื่อไปค่อนข้างมากแล้ว เราชอบ AEONTS มากกว่า KTC เพราะเหตุผล 3 ข้อ คือ 1) AEONTS มีโอกาสเติบโตสูงกว่า KTC จากการขยายการลงทุนในกลุ่มประเทศ CLMV (กัมพูชา ลาว เมียนมาร์ และเวียดนาม) 2) AEONTS มีโอกาสขยายสินเชื่อได้เพิ่มขึ้นจากมาตรการสินเชื่อ Nano Finance และ 3) AEONTS จะได้รับผลกระทบจาก พ.ร.บ.บัตรเครดิตน้อยกว่า KTC ถ้ามีการประกาศใช้ พ.ร.บ.นี้

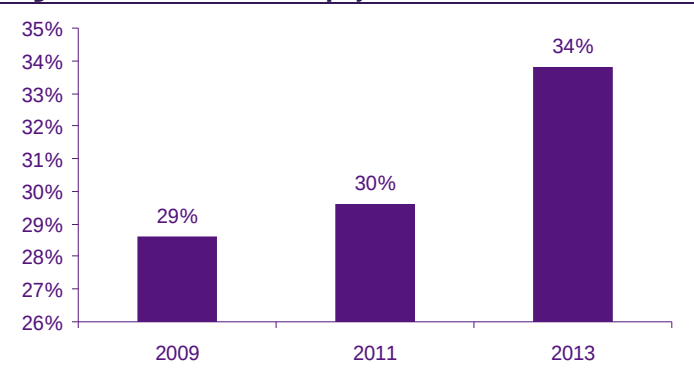
Valuation Summary

	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	115.50	130.0	16.3	11.5	10.7	9.0	48	8	19	3.24	2.73	2.28	31	28	28	3.5	3.7	4.4
KTC	Neutral	73.00	60.0	(14.5)	14.7	12.0	11.6	403	23	3	3.07	2.62	2.30	23	24	21	2.7	3.4	3.5
Average					13.1	11.3	10.3	226	15	11	3.16	2.67	2.29	27	26	24	3.1	3.5	4.0

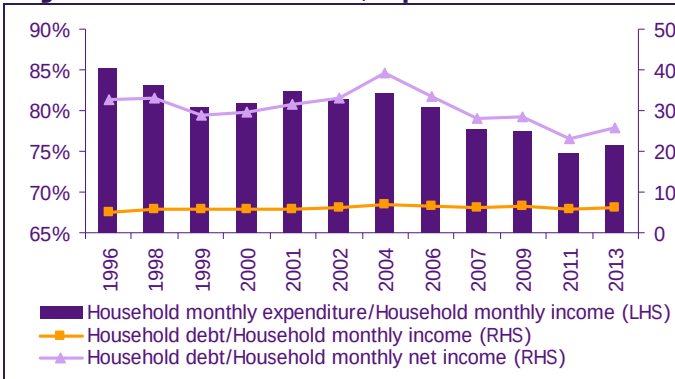
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: Household debt as a percentage of GDP

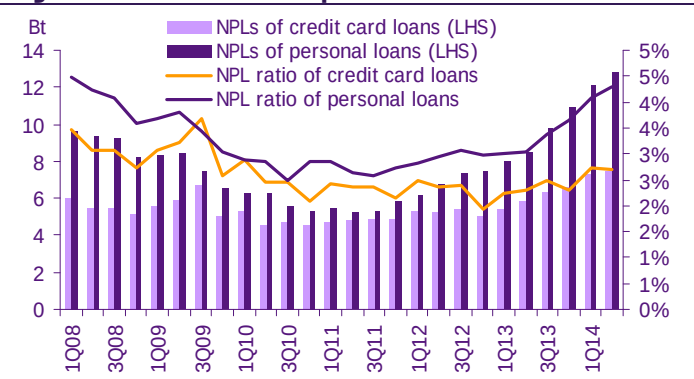
Source: SCB EIC, BoT and SCBS Investment Research

Figure 2: Household debt payments to income

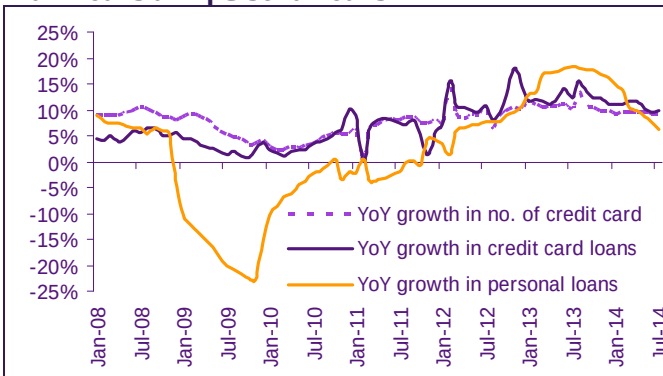
Source: BoT and SCBS Investment Research

Figure 3: Household income, expenditure and debt

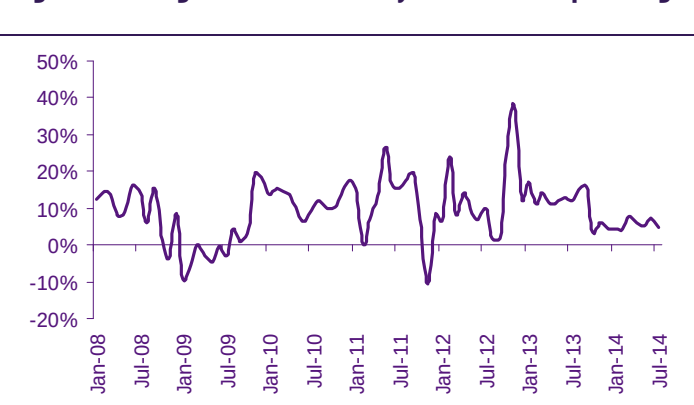
Source: BoT and SCBS Investment Research

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

ระวีบุษ ปิยะกรียงไกร
นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน
ด้านหลักทรัพย์
0-2949-1002
raweenuch.piyakriengkai@scb.co.th

ผลการดำเนินงานที่แข็งแกร่งเป็นปัจจัยกระตุ้น

- ราคาหุ้นกลุ่มการแพทย์ปรับตัวขึ้นแรง YTD เพราะผลการดำเนินงานแข็งแกร่ง ในภาวะที่เต็มไปด้วยปัจจัยลบ
- คาดโมเมนตัมดีต่อเนื่อง: ผลการดำเนินงานที่แข็งแกร่งในไตรมาส 3/57 จะเป็นปัจจัยสนับสนุนในไตรมาส 4/57
- ในไตรมาส 4/57 เราชอบ BGH มากที่สุด

สรุปผลการดำเนินงานไตรมาส 2/57 ในไตรมาส 2/57 BGH เป็นบริษัทที่มีผลการดำเนินงานดีที่สุดในกลุ่มการแพทย์ เพราะกำไรปกติเพิ่มขึ้น 24% YoY สูงที่สุดในกลุ่มการแพทย์ โดยได้รับปัจจัยหนุนจาก EBITDA margin ที่เพิ่มขึ้นจาก 19% ในไตรมาส 2/56 สู่ 21% ในไตรมาส 2/57 อันเป็นผลมาจากรายได้ที่สูงขึ้นและการควบคุมต้นทุน BCH สามารถรายงานกำไรปกติเพิ่มขึ้น YoY ในไตรมาส 2/57 เป็นครั้งแรกหลังจากกำไรหดตัวลง YoY ติดต่อกัน 5 ไตรมาส ทั้งนี้เพราะขาดทุนที่โรงพยาบาลใหม่ คือ World Medical Center (WMC) ปรับลดลง BH รายงานกำไรปกติเพิ่มขึ้น 9% YoY เพราะรายได้ต่อคนไข้เพิ่มขึ้น แม้ว่าปริมาณผู้ป่วยปรับลดลง โดยเฉพาะผู้ป่วยต่างชาติ โดยมีสาเหตุมาจากสถานการณ์ความไม่สงบทางการเมือง

ราคาหุ้นปรับตัวขึ้นมาก ตั้งแต่ต้นปี 2557 จนถึงปัจจุบัน ดัชนีกลุ่มการแพทย์ปรับตัวขึ้นมามากถึง 57% เทียบกับ SET ที่เพิ่มขึ้น 22% ทั้งนี้ในจำนวนหุ้นกลุ่มการแพทย์ที่อยู่ภายใต้การวิเคราะห์ของเรา ราคาหุ้น BCH ปรับขึ้นมากถึง 70%, BGH ปรับขึ้น 59% และ BH ปรับขึ้น 48% เราเชื่อว่าราคาหุ้นที่ปรับตัวขึ้นมากได้รับปัจจัยกระตุ้นจากปัจจัยพื้นฐาน คือ ผลการดำเนินงานที่แข็งแกร่ง เนื่องจากการทำกำไรของบริษัทในกลุ่มการแพทย์สามารถเติบโต YoY ได้ ทั้งๆ ที่เศรษฐกิจชะลอตัวลงและเกิดสถานการณ์ความไม่สงบทางการเมือง ซึ่งน่าจะเกิดจากการที่การบริการทางการแพทย์เป็นสิ่งจำเป็น

ปัจจัยบวกในไตรมาส 4/57 คือ กำไรไตรมาส 3/57 ที่แข็งแกร่ง เราคาดว่าโมเมนตัมของกลุ่มการแพทย์จะเป็นบวกอย่างต่อเนื่อง โดยได้รับปัจจัยหนุนจากผลการดำเนินงานไตรมาส 3/57 ที่แข็งแกร่ง (ประกาศเดือน พ.ย.) โดยเราคาดว่า BGH และ BH จะรายงานกำไรปกติสูงสุดเป็นประวัติการณ์ในไตรมาส 3/57 ทั้งนี้นอกเหนือจากรายได้ที่เพิ่มขึ้น QoQ ตามปัจจัยฤดูกาลแล้ว กำไรปกติที่แข็งแกร่งของ BGH ยังจะได้รับการสนับสนุนจาก EBITDA margin ที่เพิ่มขึ้น YoY และไม่มีต้นทุนจากการเปิดโรงพยาบาลใหม่ เพราะมีการเลื่อนการเปิดออกไปเป็นไตรมาส 4/57 สำหรับ BH เราคาดว่าผู้ป่วยต่างชาติจะกลับมา เพราะสถานการณ์การเมืองคลี่คลายไปในทางที่ดีขึ้น ผลการดำเนินงานของ BCH จะกลับคืนสู่แนวโน้มขาขึ้น โดยคาดว่ากำไรปกติในไตรมาส 3/57 จะเพิ่มขึ้น YoY เพราะผลการดำเนินงานที่โรงพยาบาลเดิมและ WMC ปรับตัวดีขึ้น ในขณะที่คาดว่าผลการดำเนินงานของกลุ่มการแพทย์ในไตรมาส 4/57 จะอ่อนตัวลง QoQ จากปัจจัยฤดูกาล

คงมุมมองเชิงบวกในระยะยาว ชอบ BGH มากที่สุด เรายังคงมุมมองเชิงบวกในระยะยาวต่อกลุ่มการแพทย์ เนื่องจากกำไรจะเติบโตอย่างมีคุณภาพ ในไตรมาส 4/57 นี้ เราชอบ BGH มากที่สุดในกลุ่มการแพทย์ เนื่องจากผลการดำเนินงานของบริษัทมีแนวโน้มเติบโตอย่างสดใสในระยะยาวโดยได้รับปัจจัยหนุนจากเครือข่ายโรงพยาบาลขนาดใหญ่ครอบคลุมบริการทางการแพทย์ทุกประเภทและผู้ป่วยทุกกลุ่ม แนวโน้ม upside ของกำไรจะมาจากการเข้าซื้อและควบรวมกิจการ สำหรับ BCH แม้ราคาหุ้นจะมี upside จำกัดเมื่อเทียบกับราคาเป้าหมายของเรา แต่เรายังคงมุมมองเชิงบวก และเชื่อว่าราคาหุ้นจะปรับขึ้นได้อีกโดยได้รับปัจจัยหนุนจากผลการดำเนินงานที่ฟื้นตัวขึ้น และ valuation ที่น่าสนใจเมื่อเทียบกับหุ้นกลุ่มเดียวกันในตลาดภูมิภาค

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	10.30	9.5	(6.2)	43.9	32.2	27.2	(36)	37	18	5.7	5.9	5.4	14	18	21	1.6	1.6	1.8	17.4	16.8	11.9
BGH	Buy	18.70	22.0	18.7	47.3	38.9	31.7	6	21	23	6.8	6.1	5.4	15	16	18	0.9	1.0	1.3	27.7	23.8	19.8
BH	Sell	130.00	110.0	(13.9)	38.4	34.5	31.6	35	11	9	11.7	10.7	9.4	27	27	27	1.5	1.4	1.6	23.0	20.3	18.3
Average					43.2	35.2	30.2	2	23	17	8.1	7.6	6.7	19	21	22	1.3	1.3	1.6	22.7	20.3	16.6

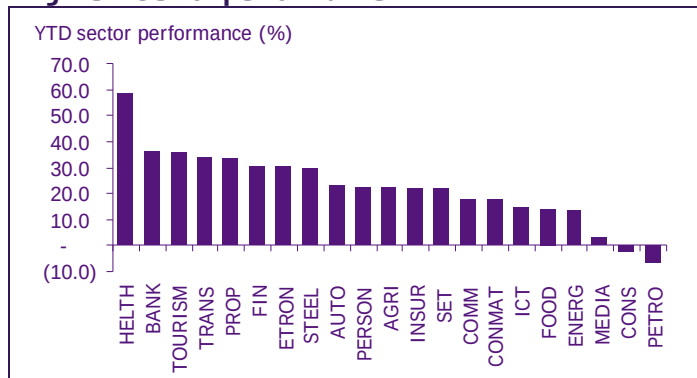
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: 2Q14 earnings review

	Core earnings (Bt mn)					Growth	
	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14	% YoY	% QoQ
BCH	106	167	133	139	110	3.8	(20.7)
BGH	1,216	1,549	1,400	2,075	1,501	23.5	(27.7)
BH	568	681	617	630	621	9.3	(1.5)
Sector	1,890	2,397	2,150	2,844	2,232	18.1	(21.5)

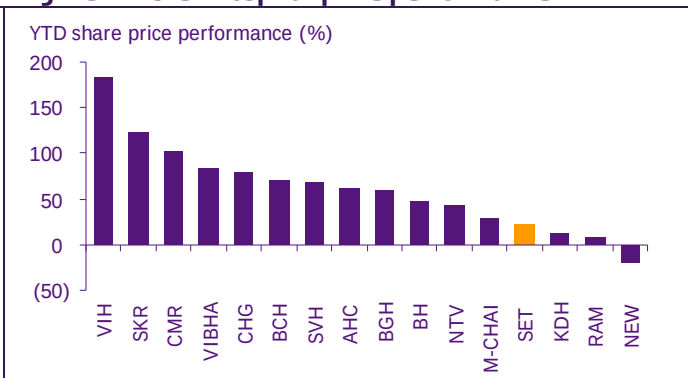
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 2: Sector performance



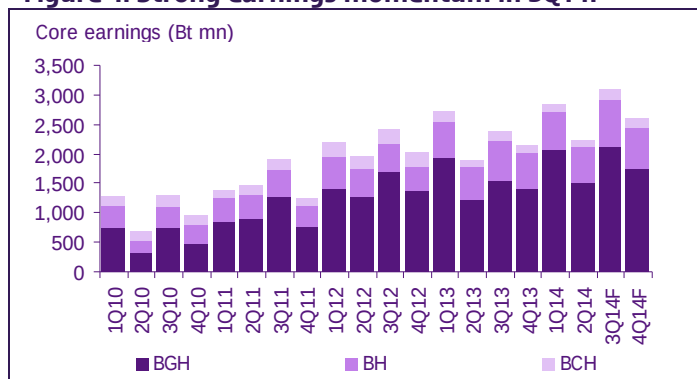
Source: SET and SCBS Investment Research

Figure 3: Listed hospital price performance



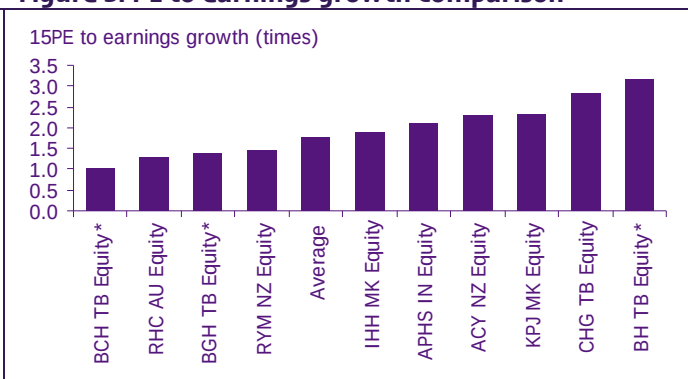
Source: SCBS Investment Research

Figure 4: Strong earnings momentum in 3Q14F



Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 5: PE to earnings growth comparison



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	798	32.2	27.2	24.5	37	18	11	27.0	5.9	5.4	4.8	1.6	1.8	2.0	18	21	21	16.8	11.9	10.6
Bangkok Dusit Medical*	Thailand	8,998	38.9	31.7	26.7	21	23	19	22.1	6.1	5.4	4.8	1.0	1.3	1.5	16	18	19	23.8	19.8	16.8
Bumrungrad Hospital*	Thailand	2,942	34.5	31.6	28.6	11	9	10	10.2	10.7	9.4	8.2	1.4	1.6	1.7	27	27	26	20.3	18.3	17.3
Chularat Hospital	Thailand	608	40.2	34.5	29.8	8	16	16	12.2	6.8	6.3	5.8	1.6	1.7	2.0	18	19	20	25.7	22.1	19.6
Srivichai Vejvivat PCL	Thailand	162	81.3	75.0	n.m.	9	8	n.m.	8.7	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	10	10	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
KPJ Healthcare Bhd	Malaysia	608	31.6	28.9	26.7	15	9	8	12.1	3.2	3.0	2.8	1.6	1.8	2.0	10	10	10	17.2	15.2	13.5
IHH Healthcare Bhd	Malaysia	162	53.7	43.6	35.2	22	23	24	22.6	2.2	2.1	2.1	0.3	0.5	0.5	4	5	6	23.4	20.3	17.1
Raffles Medical Group	Singapore	1,200	31.5	27.6	23.1	-18	14	19	-3.1	4.3	3.9	3.5	1.4	1.5	1.3	15	15	17	23.5	20.6	17.0
Apollo Hospitals Enterpris	India	12,900	42.8	35.5	29.7	12	21	19	16.5	5.1	4.6	4.2	0.6	0.6	0.7	12	13	14	22.1	18.6	15.6
Ramsay Health Care	Australia	1,781	26.9	23.3	20.7	21	15	13	18.3	5.8	5.2	4.6	1.9	2.2	2.5	21	22	22	12.7	10.3	9.2
Ryman Healthcare	New Zealand	2,640	27.4	23.6	20.2	15	16	16	15.7	3.9	3.4	3.0	1.7	1.9	2.2	14	15	16	22.8	20.4	17.2
Ryman Healthcare	New Zealand	9,084	16.0	15.3	16.5	9	5	-7	6.7	1.3	1.2	1.1	2.5	2.6	2.6	6	6	5	7.8	7.5	7.2
Average			38.1	33.2	25.6	14	15	14	14.1	5.0	4.5	4.1	1.4	1.6	1.7	14	15	16	19.6	16.8	14.6
Thailand			45.4	40.0	27.4	17	15	14	16.1	7.4	6.6	5.9	1.4	1.6	1.8	18	19	21	21.6	18.0	16.1
Average Regional excl. Thailand			32.8	28.3	24.6	11	15	13	12.7	3.7	3.4	3.0	1.4	1.6	1.7	12	12	13	18.5	16.1	13.8

Source: Bloomberg and SCBS Investment Research

* BCH, BGH and BH are SCBS estimate

สิริการย์ ฤกษ์นิพัทธ์

นักวิเคราะห์การลงทุนวิจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1020

sirikarn.krisnipat@scb.co.th

แนวโน้มดีขึ้นเล็กน้อย; เน้นหุ้น laggard play

- ไตรมาส 2/57: ยอดขายที่ดินดีขึ้น แต่ยังคงลดลงมาก YoY
- ผลการดำเนินงานงวดครึ่งหลังปี 57 น่าจะปรับตัวดีขึ้นจากงวดครึ่งแรกปี 57
- โอกาส: การย้ายฐานการผลิตของ SME ญี่ปุ่น และการย้ายฐานการผลิตรถยนต์จากออสเตรเลีย
- ปัจจัยเสี่ยง/ความกังวล: การปฏิรูปภาษีและค่าเช่าในการเจรจา FTA กับอียูและสหรัฐฯ
- Top pick: AMATA เพราะเป็นหุ้น laggard play

ยอดขายที่ดินพื้นตัวในไตรมาส 2/57 ยอดขายที่ดินมีจำนวน 440 ไร่ในไตรมาส 2/57 ลดลง 70% YoY เนื่องจากสถานการณ์ความไม่สงบทางการเมืองและการอนุมัติสิทธิประโยชน์จากบีโอไอล่าช้า แต่เพิ่มขึ้นเท่าตัว QoQ ส่วนแบ่งตลาดของ HEMRAJ อยู่ที่ 40% และ AMATA อยู่ที่ 16% ยอดขายที่ดินในงวดครึ่งแรกปี 57 อยู่ที่ 649 ไร่ ลดลง 70% YoY HEMRAJ ปรับเป้ายอดขายที่ดินของบริษัทลงจาก 1,600 ไร่ สู่ 1,200 ไร่ ขณะที่ AMATA ยังคงเป้ายอดขายที่ดินไว้ที่ 1,000 ไร่ ผลประกอบการ HEMRAJ และ WHA อยู่ในระดับทรงตัว แต่ AMATA กับ TICON ชขาดทุน

คาดการณ์การดำเนินงาน จะปรับตัวดีขึ้นในงวดครึ่งหลังของปี 57 AMATA TICON WHA น่าจะรายงานผลการดำเนินงานงวดครึ่งหลังปี 57 ที่ดีขึ้นจากงวดครึ่งปีแรก โดยได้รับปัจจัยหนุนจากการโอนกรรมสิทธิ์ที่ดินเพิ่มมากขึ้นสำหรับ AMATA และการขายสินทรัพย์สำหรับ TICON และ WHA แต่ผลการดำเนินงานของ HEMRAJ จะปรับตัวลดลง เพราะยอดขายที่ดินรอรับรู้รายได้ลดลงและส่วนแบ่งกำไรจาก GHECO-One จะกลับคืนสู่ระดับปกติหลังจากอยู่ในระดับสูงในไตรมาส 2/57

ยอดขายที่ดินก็จะดีขึ้นเช่นกัน ยอดขายที่ดินในงวดครึ่งหลังปี 57 น่าจะปรับตัวเพิ่มขึ้นจากงวดครึ่งแรกปี 57 โดยได้รับปัจจัยหนุนจากอุปสงค์สะสมและความเชื่อมั่นที่ดีขึ้น มูลค่าเงินลงทุนของโครงการที่ได้รับอนุมัติจากบีโอไอในเดือน มิ.ย.-ส.ค.อยู่ที่ 3.56 แสนล้านบาท เพิ่มขึ้นอย่างมากจาก 2.43 หมื่นล้านบาทในเดือน ม.ค.-พ.ค. บอร์ดบีโอไอคาดว่าจะยอดการอนุมัติจะมีจำนวนรวมทั้งสิ้น 7.00 แสนล้านบาทในปี นี้ ซึ่งเราคาดว่าจะจะเป็นปัจจัยบวกกับยอดขายที่ดินในงวดครึ่งหลังปี 57 ปัจจุบันเราคาดการณ์ยอดขายที่ดิน 2,700 ไร่ในปีนี้ ลดลงจากประมาณการเดิมที่ 4,000 ไร่

โอกาสในอนาคต ประเทศไทยมีแนวโน้มได้รับประโยชน์จากการย้ายฐานการผลิตของ SME ญี่ปุ่น โรงงานผลิตรถยนต์ในออสเตรเลีย และโครงการอีโคคาร์เฟส 2 รัฐบาลญี่ปุ่นสนับสนุนให้ผู้ประกอบการ SME ย้ายฐานการผลิตไปยังประเทศต่างๆ ในภูมิภาคอาเซียนในระยะ 5 ปีข้างหน้า (เม.ย. 2557 – มี.ค. 2562) โดยคาดว่าจะมีผู้ประกอบการ SME จำนวน 5,000 ราย หรือ 10% ของทั้งหมดเข้ามาลงทุนในประเทศไทย โดยส่วนใหญ่อยู่ในอุตสาหกรรมยานยนต์และอิเล็กทรอนิกส์ นอกจากนี้ประเทศไทยยังอาจจะได้รับประโยชน์จากการย้ายฐานการผลิตของ Toyota Ford และ GM มาจากออสเตรเลีย เนื่องจากข้อตกลงเขตการค้าเสรีไทย-ออสเตรเลีย (TAFTA) ลดภาษีลงเหลือ 0% และ Toyota Ford และ GM ก็มีฐานการผลิตในประเทศไทยแล้ว ดังนั้นประเทศไทยจึงน่าจะเป็นตัวเลือกอันดับต้นๆ ที่บริษัทเหล่านี้จะย้ายฐานการผลิตมา รัฐบาลอนุมัติใบอนุญาตโครงการอีโคคาร์ เฟส 2 ให้กับผู้ผลิต 3 รายแล้ว และยังมีอีก 7 รายที่รอการอนุมัติอยู่ โดยผู้ผลิตแต่ละรายจะมีกำลังการผลิตอีโคคาร์ 100,000 คัน

ปัจจัยเสี่ยง-ความกังวล: การเปลี่ยนแปลงหลักเกณฑ์ ความกังวลเกี่ยวกับการปฏิรูปภาษี (ลดสิทธิพิเศษทางภาษีของบีโอไอ ลดอัตราภาษีเงินได้นิติบุคคล ขึ้น VAT และการประกาศใช้ภาษีสิ่งแวดล้อม) ประกอบกับความล่าช้าในการเจรจา FTA กับอียูและสหรัฐฯ อาจจะส่งผลกระทบต่อต้นทุนและกำไรในระยะสั้น ถึงแม้ว่าประเทศไทยจะเป็นศูนย์กลางของประเทศอาเซียนและเป็นศูนย์กลางการผลิตรถยนต์เครื่องใช้ไฟฟ้าและอิเล็กทรอนิกส์ อาหาร และโลจิสติกส์

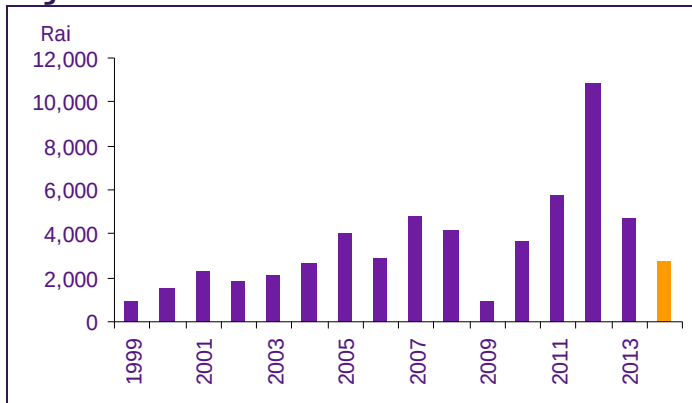
Top pick – AMATA เราเลือก AMATA เพราะเป็นหุ้น laggard play โดยตั้งแต่ต้นปี 2557 ถึงปัจจุบันราคาหุ้น AMATA ปรับตัวเพิ่มขึ้นในระดับเดียวกับ SET แต่ยังต่ำกว่า HEMRAJ ที่ +69% และ WHA ที่ +52% นอกจากนี้ AMATA ก็มีที่ดินอยู่จำนวนมาก ~10,000 ไร่เพื่อตอบสนองอุปสงค์ของภาคอุตสาหกรรม และยอดขายที่ดินรอรับรู้รายได้จำนวน 4.5 พันล้านบาทจะช่วยสนับสนุนให้กำไรเติบโตในปีหน้า

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	16.40	20.0	25.3	11.5	11.7	9.7	1	(1)	21	1.72	1.58	1.42	16	14	15	3.4	3.3	4.0	8.3	9.4	7.9
HEMRAJ	Buy	4.58	4.4	(1.4)	16.5	14.7	14.3	21	13	3	3.03	2.77	2.47	21	20	18	3.7	2.6	2.7	12.4	12.5	12.3
ROJNA	Neutral	8.05	7.3	(3.7)	n.m.	9.8	27.2	n.m.	n.m.	(64)	1.17	1.05	1.05	(9)	11	4	2.8	5.6	2.0	(116.6)	9.4	20.3
TICON	Buy	17.50	30.0	78.7	10.9	8.8	8.0	(2)	24	11	1.78	1.67	1.53	17	20	20	5.7	7.3	8.1	13.7	13.2	12.8
WHA	Buy	40.50	40.0	0.7	26.7	25.3	21.2	288	6	19	9.40	7.86	6.63	42	34	34	1.9	2.0	2.4	21.2	21.4	18.0
Average					16.4	14.1	16.1	77	10	(2)	3.42	2.98	2.62	17	20	18	3.5	4.2	3.8	(12.2)	13.2	14.2

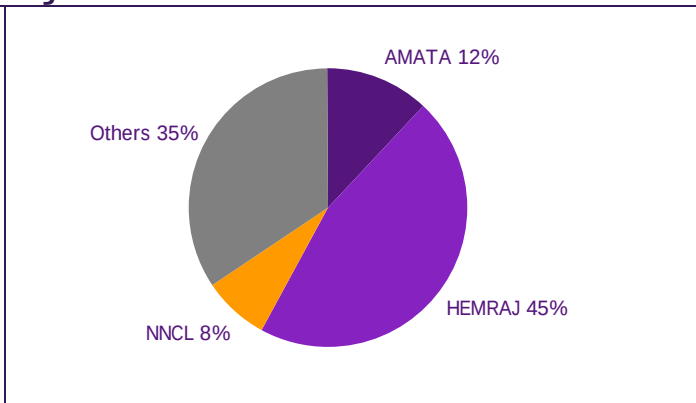
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: IE land sales



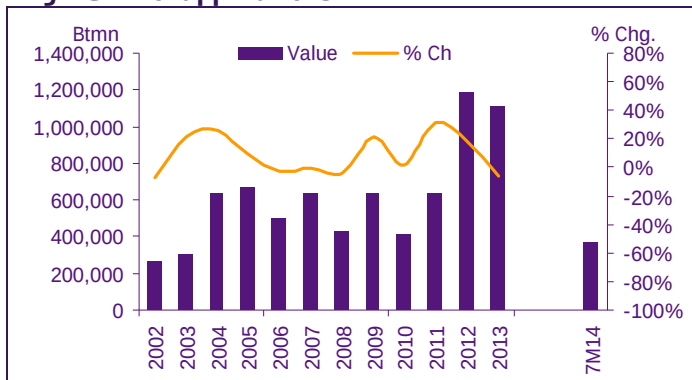
Source: CBRE, SCBS Investment Research

Figure 2: Market share in 1H14



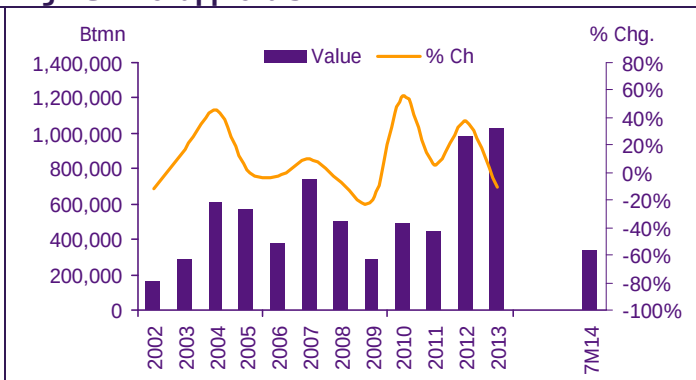
Source: CBRE, AMATA, HEMRAJ

Figure 3: Bol applications



Source: Bol

Figure 4: Bol approvals



Source: Bol

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

แนะนำ switch ไปยัง THRE

- คาด THRE ขาดทุน 1.5 พันล้านบาทในไตรมาส 3/57 มากกว่าที่คาดการณ์ไว้ก่อนหน้านี้ เนื่องจากบริษัทจะบันทึกเงินตั้งสำรองค่าสินไหมทดแทนน้ำท่วมเป็นครั้งสุดท้าย
- BLA จะขยายเบี้ยประกันได้น้อยลงเพราะสภาพแวดล้อมทางการแข่งขันเป็นบวกลดน้อยลง เนื่องจากธนาคารหันมาระดมเงินฝากมากขึ้น และบริษัทจะตั้งเงินสำรองประกันชีวิตพิเศษเพิ่มอีกเพราะ yield curve แบนราบมากขึ้น
- THREL จะสามารถรักษาเบี้ยประกันและอัตรากำไรที่ได้อีกได้ แต่สะท้อนในราคาหุ้นแล้ว
- ชอบ THRE มากที่สุด เพราะผลการดำเนินงานจะฟื้นตัวหลังเคลียร์ค่าสินไหมทดแทนน้ำท่วมหมดในไตรมาส 3/57

THRE: ตั้งสำรองค่าสินไหมทดแทนน้ำท่วมครั้งสุดท้ายในไตรมาส 3/57 THRE จะบันทึกเงินตั้งสำรองค่าสินไหมทดแทนน้ำท่วมที่เหลือทั้งหมดสำหรับบริษัทญี่ปุ่น 3 แห่งเป็นครั้งสุดท้ายจำนวน 2.1 พันล้านบาทในไตรมาส 3/57 THRE ตัดสินใจไม่โอนหนี้ขายหนี้ค่าสินไหมทดแทนน้ำท่วมสำหรับบริษัทญี่ปุ่น 2 แห่งให้กับ TIG Insurance (ซึ่ง THRE จะต้องจ่ายค่าธรรมเนียมจำนวน 1.1 พันล้านบาท) แต่จะชำระหนี้ดังกล่าวเองซึ่งจะทำให้บริษัทประหยัดเงินได้ 53 ล้านบาท เราคาดว่า THRE จะรายงานขาดทุน ~1.5 พันล้านบาทในไตรมาส 3/57 (เทียบกับกำไรสุทธิ 154 ล้านบาทในไตรมาส 2/57 และขาดทุนสุทธิ 3.2 พันล้านบาทในไตรมาส 3/56) มากกว่าที่เราคาดการณ์ไว้ก่อนหน้านี้ว่าจะมีขาดทุน 500-700 ล้านบาทอย่างมาก แต่บริษัทจะสามารถเคลียร์ค่าสินไหมทดแทนน้ำท่วมที่เหลือให้กับบริษัททั้งหมด 3 แห่งได้หมด แทนที่จะเคลียร์ได้เพียง 2 แห่งตามที่วางแผนไว้ก่อนหน้านี้ เรามองเรื่องนี้ในเชิงบวกเนื่องจากจะทำให้ความกังวลเกี่ยวกับค่าสินไหมทดแทนน้ำท่วมและสิ่งที่เรากังวลก่อนหน้านี้ว่าบริษัทอาจจะเพิ่มทุนอีกครั้งหมดไป

BLA: เบี้ยประกันเติบโตน้อยลงแต่อัตรากำไรจะเพิ่มขึ้น หลังจากผลประกอบการไตรมาส 2/57 สร้างความผิดหวัง เราปรับคำแนะนำสำหรับ BLA ลงสู่ “ขาย” เนื่องจากโอกาสที่จะขยายเบี้ยประกันรับรายได้ใหม่ในระยะกลางถึงระยะยาวกำลังจะหมดลง เนื่องจากธนาคารหันมาแข่งขันระดมเงินฝาก และผลตอบแทนพันธบัตรก็ลดลงอย่างต่อเนื่อง ปัจจัยลบอีกอย่างหนึ่ง คือ ความจำเป็นมากขึ้นที่จะต้องรักษาเงินทุนเอาไว้เพราะเกณฑ์ดำรงเงินกองทุนเข้มงวดมากขึ้น ซึ่งอาจจะต้องแลกกับโอกาสเติบโต ทั้งนี้หลังจากขยายเบี้ยประกันได้อย่างมากในช่วงครึ่งแรกปี 57 BLA น่าจะขยายเบี้ยประกันได้น้อยลงในช่วงครึ่งหลังปี 57 เพราะการแข่งขันระดมเงินฝากมีมากขึ้น และบริษัทตั้งเป้าที่จะเปลี่ยนมาเน้นผลิตภัณฑ์ที่ให้อัตรากำไรสูง คือ ผลิตภัณฑ์ประกันชีวิตแบบออมทรัพย์ระยะยาว เราคาดว่าการแข่งขันในกลุ่มผลิตภัณฑ์แบบออมทรัพย์จะปรับตัวสูงขึ้นในไตรมาส 4/57 เนื่องจากธนาคารหันมาแข่งขันระดมเงินฝากเชิงรุกเพื่อสนับสนุนการขยายสินเชื่อเมื่อวัฏจักรการลงทุนกลับเข้าสู่แนวโน้มขาขึ้น ทั้งนี้หลังจากสร้างเซอร์ไพรส์เชิงลบอย่างมากด้วยการตั้งเงินสำรองประกันชีวิตพิเศษจำนวนมากเพราะผลตอบแทนพันธบัตรปรับลดลงในไตรมาส 2/57 เราคาดว่า BLA จะตั้งเงินสำรองประกันชีวิตพิเศษเพิ่มอีกในไตรมาส 3/57 เนื่องจากผลตอบแทนพันธบัตร QTD ยังต่ำกว่าในไตรมาส 2/57

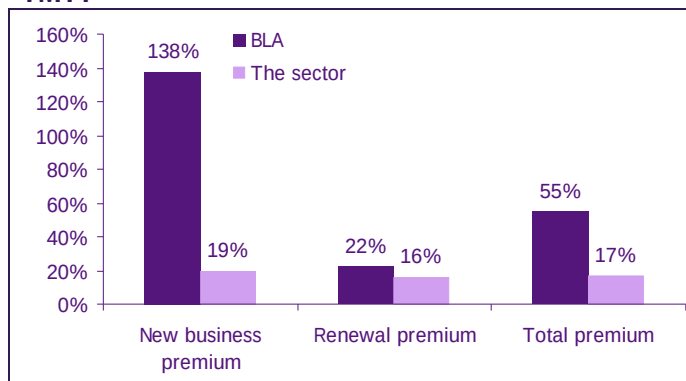
THREL: เติบโตอย่างต่อเนื่อง แต่ราคาหุ้นเต็มมูลค่า เราคาดว่าเบี้ยประกันรับของ THREL จะเติบโตอย่างมีเสถียรภาพที่ระดับ 20% YoY ในงวดครึ่งหลังปี 57 เท่ากับงวดครึ่งแรกปี 57 และเป็นไปตามเป้าที่บริษัทวางไว้ทั้งปี combined ratio ของ THREL ปรับขึ้นเล็กน้อยสู่ระดับ 71% ในงวดครึ่งแรกปี 57 เทียบกับ 69% ในปี 2556 ซึ่งเป็นผลมาจากอัตราค่าบำเหน็จ (commission ratio) ที่สูงขึ้นส่วนหนึ่งเพื่อชดเชยอัตราส่วนค่าสินไหมทดแทน (loss ratio) ที่ลดลง ผู้บริหารคาดว่า combined ratio ในปี 2557 จะอยู่ที่ 70-72% เทียบกับประมาณการของ SCBS ที่ 71% บริษัทจะยังคงเน้นขายประกันชีวิตตรงผ่านทางโทรศัพท์ (DRTV) ผลิตภัณฑ์ประกันชีวิตเพื่อคุ้มครองสินเชื่อผ่าน bancassurance และผลิตภัณฑ์ประกันชีวิตประเภทรวมกันพัฒนา (non-conventional) เพิ่มมากขึ้นเพื่อรักษาอัตรากำไรเอาไว้ THREL ตั้งเป้าเบี้ยประกันรับสุทธิเติบโตอย่างมีเสถียรภาพที่ 20% ในปี 2558 โดยคาดว่าจะได้ลูกค้า DRTV รายใหม่ ซึ่งเป็น 1 ในบริษัทประกันชีวิต 5 อันดับแรก อย่างไรก็ตาม ราคาหุ้น THREL สะท้อนเบี้ยประกันรับที่เติบโตอย่างต่อเนื่องและความสามารถในการทำกำไรที่แข็งแกร่งไปเรียบร้อยแล้ว ส่งผลทำให้ valuation ไม่น่าสนใจ THREL เป็นตัวถ่วงอัตราส่วนเงินกองทุนต่อสินทรัพย์เสี่ยง (CAR) ของ THRE ดังนั้นเราคาดว่า THRE จะขายหุ้นที่ถืออยู่ใน THREL ออกไปบางส่วน

แนะนำ switch จาก BLA และ THREL ที่ราคาหุ้นแพง มายัง THRE ที่มีประเด็นผลการดำเนินงานฟื้นตัว เราแนะนำนักลงทุนให้ switch จาก BLA และ THREL มายัง THRE เราชอบ THRE มากกว่าบริษัทประกันชีวิต 2 แห่งในภาวะที่เรา เพราะ: 1) ผลการดำเนินงานจะฟื้นตัวขึ้นหลังจากเคลียร์ค่าสินไหมทดแทนน้ำท่วมหมดและความกังวลเกี่ยวกับการเพิ่มทุนหมดไป; 2) เบี้ยประกันมีแนวโน้มเติบโตเพิ่มขึ้นเพราะเศรษฐกิจฟื้นตัว ยอดขายรถยนต์ในประเทศปรับตัวเพิ่มขึ้น และความต้องการทำประกันสุขภาพมีมากขึ้นจากการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างประชากร; และ 3) upside ในระยะยาวจากการปรับเพิ่มอันดับความน่าเชื่อถือโดย S&P ซึ่งจะเปิดโอกาสให้บริษัทกลับเข้าสู่ตลาดรับประกันภัยต่อในต่างประเทศได้อีกครั้ง เราเชื่อว่าบริษัทประกันชีวิตทั้งสองแห่งในการวิเคราะห์ของเรามี valuation ที่แพงแล้ว

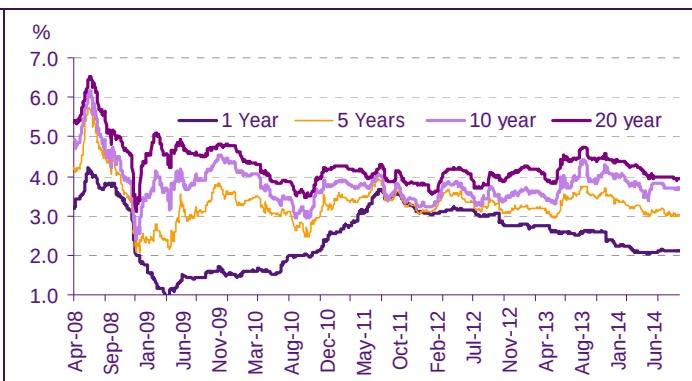
Valuation Summary

	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	Sell	86.50	70.0	(18.4)	23.9	32.3	21.2	33	(26)	52	4.7	4.2	3.6	21	14	18	1.1	0.7	0.9
THRE	Buy	3.68	4.0	8.7	n.m.	n.m.	13.6	36	73	n.m.	4.6	3.6	2.7	(89)	(26)	23	0.0	0.0	0.0
THREL	Neutral	17.30	16.0	(4.5)	27.1	23.1	19.5	44	17	18	9.5	8.2	7.0	42	38	39	2.6	3.0	3.6
Average					23.9	32.3	17.4	34	23	52	4.6	3.9	3.2	(34)	(6)	21	0.5	0.3	0.5

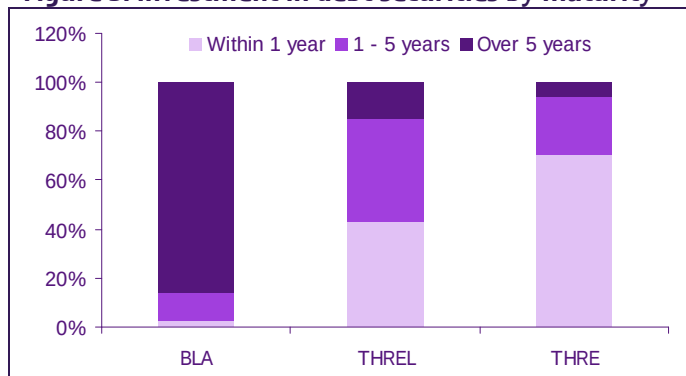
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: YoY growth in life insurance premium for 7M14

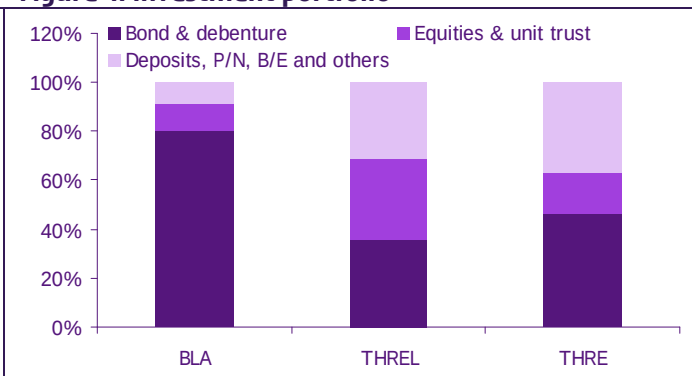
Source: The Thai Life Assurance Association and SCBS Investment Research

Figure 2: Government bond yield

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

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

สถานการณ์เลวร้ายดูเหมือนจะสะท้อนในราคาหุ้นแล้ว

- ADEX มีแนวโน้มเพิ่มขึ้นในช่วงครึ่งหลังปี 57; ผู้ประกอบการรายเดิมน่าจะได้รับประโยชน์
- ธุรกิจ DTTV จะสร้างผลขาดทุนในปี 2557-2559 แต่ดูเหมือนจะสะท้อนในราคาหุ้นแล้ว
- ชอบ BEC มากที่สุด

สรุปผลการดำเนินงานไตรมาส 2/57 ผลการดำเนินงานของบริษัทในกลุ่มสื่อปรับตัวแย่ลงและสร้างความผิดหวังต่อตลาดอย่างต่อเนื่อง แต่ยังไม่ย่ำแย่กว่าในไตรมาส 1/57 รายได้ที่ลดลงเพราะการใช้จ่ายเม็ดเงินโฆษณาตกลงเป็นตัวถ่วงผลการดำเนินงานอย่างต่อเนื่อง แต่ประเด็นใหม่และใหญ่กว่านั้น คือ ขาดทุนจากการเริ่มดำเนินงานธุรกิจดิจิทัลทีวีในไตรมาส 2/57 แม้ผลการดำเนินงานปรับตัวแย่ลงในไตรมาส 2/57 แต่เราพบว่ามันก็แค่เรื่องที่ไม่ค่อยกระทบการกำไรของธุรกิจ ซึ่งหมายความว่าตลาดรับรู้ปัจจัยลบอันได้แก่ รายได้ที่เติบโตต่ำเพราะเศรษฐกิจชะลอตัว และขาดทุนจำนวนมากจากธุรกิจดิจิทัลทีวี ไปค่อนข้างมากแล้ว ดังนั้นเราคาดว่าจะมีการปรับประมาณการกำไรของกลุ่มสื่อลงไม่มากนัก

กฎ “must carry” บังคับให้เปลี่ยนมาออกอากาศในระบบดิจิทัล ในที่สุด กสทช.ก็ตัดสินใจบังคับใช้กฎ “must carry” ที่ออกเมื่อวันที่ 9 ก.พ. โดยสั่งให้ผู้ประกอบการทีวีดาวเทียม และเคเบิลทีวีทุกรายยุติการออกอากาศรายการโทรทัศน์ระบบอนาล็อก (รวมถึงช่อง 3) ภายใน 15 วันนับตั้งแต่วันที่ 8 ก.ย. (รายละเอียดเกี่ยวกับข้อโต้แย้งที่มีมานานระหว่าง BEC กับ กสทช.แสดงไว้ใน Figure 1) แม้เราไม่เข้าใจว่าทำไมรายการระบบอนาล็อกของช่อง 3 จึงไม่สามารถออกอากาศทางทีวีดาวเทียมและเคเบิลทีวีต่อไปโดยใช้ประกาศฉบับที่ 27 ของคณะกรรมการความสงบแห่งชาติ (คสช.) แต่เราก็นึกถึงข้อสงสัยที่ว่า กสทช.จะชนะกรณีพิพาทครั้งนี้ และ BEC จะต้องออกอากาศรายการระบบอนาล็อกคู่ขนานกับทีวีดิจิทัลในประมาณการของเรา เราใช้สมมติฐานตามหลักอนุรักษนิยมว่า BEC จะจ่ายค่าธรรมเนียมใบอนุญาตและ USO เพิ่มขึ้นอีก 4% ให้แก่ กสทช. โดยอิงกับรายได้ที่ได้รับจากระบบอนาล็อก เริ่มตั้งแต่ไตรมาส 4/57 ดังนั้นเราจึงปรับประมาณการกำไรของ BEC ลดลง 2% ในปี 2557 และลดลง 10% ตั้งแต่ปี 2558 เป็นต้นไป

ทีวีดิจิทัลส่งผลกระทบต่อผู้ประกอบการสถานีโทรทัศน์รายเดิม ความสำเร็จของธุรกิจทีวีดิจิทัล (DTTV) ขึ้นอยู่กับ 3 ปัจจัย คือ คุบอง 699 บาท การขยายโครงข่าย การนำช่อง 3 อนาล็อกมาออกอากาศทางช่องทีวีดิจิทัล ถ้า DTTV ได้รับความนิยมเร็วกว่าที่เราและตลาดคาด ก็จะเปิดโอกาสให้ผู้ประกอบการ DTTV ขึ้นอัตราค่าโฆษณาได้เร็วและสูงกว่าที่เราและตลาดคาด ซึ่งจะส่งผลทำให้เราและตลาดมีแนวโน้มปรับประมาณการกำไรได้มากขึ้น ทั้งนี้เป็นเพราะตลาดรวมเอาต้นทุนส่วนใหญ่ในการดำเนินธุรกิจ DTTV เข้ามาในประมาณการแล้ว และคาดว่าธุรกิจ DTTV จะสร้างขาดทุนจำนวนมากเป็นเวลาหลายปี

กำไรจะลดลงเป็นเวลากว่า 2 ปี เราคาดว่ากำไรของกลุ่มสื่อจะลดลง 10-20% ในปี 2557 และจะลดลงอีก 10-15% ในปี 2558 ก่อนที่จะฟื้นตัวในปี 2559 โดยมีสาเหตุมาจากรายได้ค่าโฆษณาที่ลดลงเพราะเศรษฐกิจชะลอตัว และขาดทุนจากธุรกิจ DTTV เพราะรายได้กับต้นทุนไม่สมดุลกัน เราคาดว่าขาดทุนจาก DTTV จะลงไปลึกสุดในปี 2558 หลังจากนั้นผลขาดทุนก็จะลดน้อยลงจนกระทั่งฟื้นตัวดีขึ้นได้บ้างในปี 2559 ดังนั้นในประมาณการของเรา เราจึงคาดว่าผลการดำเนินงานจะต่ำสุดที่สุดในปี 2558 และปรับตัวดีขึ้นในปี 2559

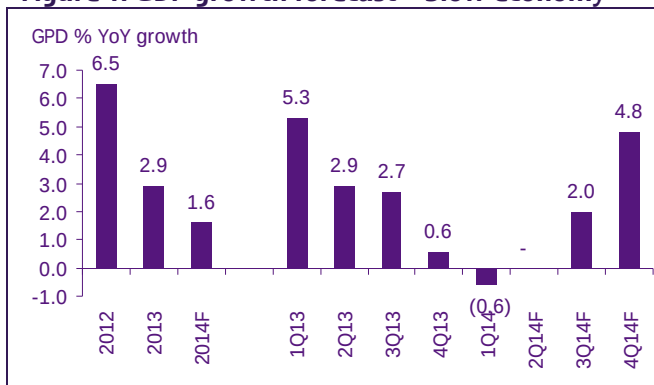
BEC ซื้อขายในระดับราคาที่น่าสนใจ ในขณะที่ผู้ประกอบการสถานีโทรทัศน์ยังคงได้รับผลกระทบจากปัจจัยลบในระดับมหภาคและจุลภาคอย่างต่อเนื่อง แต่เราเชื่อว่าราคาหุ้นที่ลดลงแรงในช่วง 12 เดือนที่ผ่านมา และปรับตัว underperform SET อย่างมาก สะท้อนปัจจัยลบส่วนใหญ่ไปแล้ว อย่างไรก็ตาม เศรษฐกิจมีแนวโน้มฟื้นตัวดีขึ้นในช่วงครึ่งหลังปี 57 ซึ่งจะเป็นปัจจัยสำคัญที่ช่วยสนับสนุนผู้ประกอบการสถานีโทรทัศน์ โดยเฉพาะ BEC หุ่น BEC ดูน่าสนใจที่ระดับราคานี้ เพราะมี upside 4% เมื่อเทียบกับราคาเป้าหมายของเราที่ 47 บาท และให้ผลตอบแทนจากเงินปันผลสูงถึง 5%

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	Neutral	45.00	47.0	9.7	16.1	17.2	19.5	17	(6)	(12)	9.87	9.83	9.95	64	57	51	5.8	5.2	4.6	9.2	10.4	11.3
MAJOR	Neutral	23.90	22.0	(4.0)	24.0	22.4	19.8	13	7	13	3.48	3.44	3.35	15	15	17	4.2	4.0	4.5	11.8	11.6	10.4
MCOT	Sell	23.50	25.0	13.1	10.6	13.5	15.8	(13)	(21)	(15)	2.03	2.00	1.97	19	15	13	9.0	6.7	5.7	5.6	8.9	9.9
Average					16.9	17.7	18.4	6	(7)	(5)	5.13	5.09	5.09	33	29	27	6.3	5.3	4.9	8.9	10.3	10.6

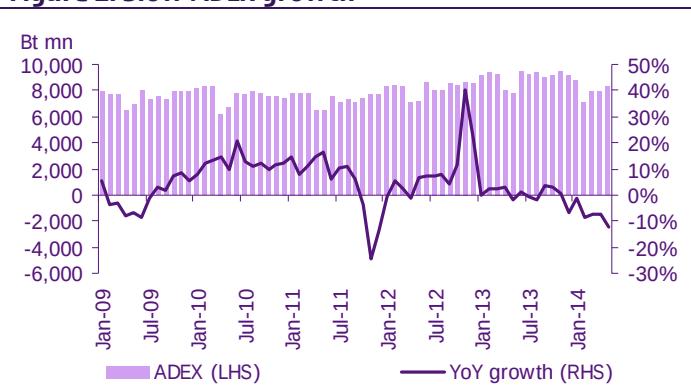
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: GDP growth forecast – Slow economy



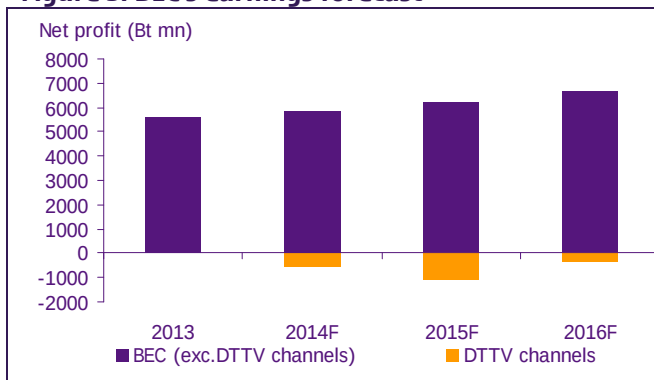
Source: SCB EIC and SCBS Investment Research

Figure 2: Slow ADEX growth



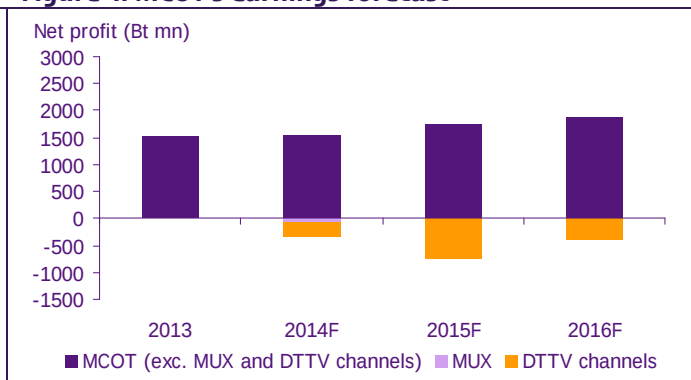
Source: Nielsen Company and SCBS Investment Research

Figure 3: BEC's earnings forecast



Source: SCBS Investment Research

Figure 4: MCOT's earnings forecast



Source: SCBS Investment Research

ชัยพัชร ธนวัฒน์

นักวิเคราะห์การลงทุนวิจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1005

chaipat.thanawattano@scb.co.th

Low season กระบส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ปิโตรมาส 4/57

- อุปสงค์ที่ชะลอตัวในไตรมาส 4/57 จะส่งผลทำให้อัตรากำไรหดตัวลง
 - ผู้ผลิต PET/PTA จะลดการผลิตลงอย่างต่อเนื่อง
 - ความกังวลเกี่ยวกับต้นทุนของ PTTGC ลดน้อยลง คงคำแนะนำ “ซื้อ” เพราะ valuation ถูก
- สรุปผลการดำเนินงานไตรมาส 2/57: กำไรที่แข็งแกร่งของ IVL ช่วยสนับสนุนให้กำไรของกลุ่มปิโตรเคมีปรับเพิ่มขึ้น กำไรปกติไตรมาส 2/57 ของบริษัทในกลุ่มปิโตรเคมีปรับตัวเพิ่มขึ้นถึง 55.4% QoQ และ 36.7% YoY หลักๆ ได้รับปัจจัยกระตุ้นจากขาดทุนสินค้าคงคลังที่ลดลงมากของ IVL เมื่อเทียบกับไตรมาส 1/57 และไตรมาส 2/56 นอกจากนี้ IVL ก็บันทึกกำไรจำนวน 1.7 พันล้านบาทจากการต่อราคาซื้อกิจการ แม้ส่วนใหญ่ถูกหักล้างไปโดยขาดทุนจากการต่อค่าของธุรกิจจำนวน 1.3 พันล้านบาท ผลการดำเนินงานของ PTTCH อ่อนตัวลง เนื่องจากบริษัทต้องบันทึกขาดทุนจากการต่อค่าของสินทรัพย์ที่เกิดจากการปรับโครงสร้างธุรกิจของบริษัททั้งหมดในฝรั่งเศส

แนวโน้มไตรมาส 3/57: ขาดทุนจากสินค้าคงคลังจะส่งผลกระทบต่อกำไร เราคาดว่ากำไรของบริษัทในกลุ่มปิโตรเคมีจะลดลง QoQ และ YoY โดยมีสาเหตุมาจากขาดทุนสินค้าคงคลังของ PTTGC และ IVL แม้จะถูกชดเชยด้วยอัตราการใช้กำลังการผลิตที่สูงขึ้นสำหรับ PTTGC และส่วนแบ่งกำไรจากสินทรัพย์ที่เข้าซื้อใหม่สำหรับ IVL บวกกับกำไรเพิ่มเติมจากการซื้อกิจการในราคาที่ต่ำกว่ามูลค่าทางบัญชี

ราคาเอทิลีนสูงสุดเป็นประวัติการณ์ แต่อุปสงค์อาจจะชะลอตัวลงอีก ราคาผลิตภัณฑ์สายโพลิเอทิลีน QTD ยังอยู่ในระดับที่ดีในไตรมาส 3/57 โดยเพิ่มขึ้น 0.2-2.6% QoQ โดยเฉพาะอย่างยิ่งเอทิลีน ซึ่งราคาปรับขึ้นสู่ระดับสูงสุดเป็นประวัติการณ์ที่ 1,495 ดอลลาร์สหรัฐ/ตัน ราคาเนฟทาที่ลดลงส่งผลทำให้ส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ปรับขึ้น 4.3-10.2% QoQ อย่างไรก็ตาม ผู้ผลิตที่ไม่ได้มีสายการผลิตครบวงจร เช่น TPIPL ยังคงได้รับผลกระทบอย่างต่อเนื่องจากราคาเอทิลีนที่สูงขึ้น ซึ่งกดดันให้ส่วนต่างราคา LDPE-เอทิลีนลดลง 17.5% QoQ ทั้งนี้บรรยากาศที่ซบเซาในตลาดภูมิภาคโดยรวมจะยังคงเป็นปัจจัยสำคัญที่ส่งผลกระทบทำให้อุปสงค์ผลิตภัณฑ์ปิโตรเคมีในตลาดภูมิภาคปรับตัวลดลง อันจะส่งผลให้อัตรากำไรแคบลงในไตรมาส 4/57

กำลังการผลิต PX เพิ่มเติมจะเริ่มเดินเครื่องในปี 2558 ราคาพาราไซลีน (PX) เฉลี่ย YTD ในปี 2557 ดีกว่าคาดหลังจากฟื้นตัว 8.4% QoQ ในไตรมาส 3/57 (QTD) จากระดับต่ำในไตรมาส 2/57 กำลังการผลิตใหม่ในตลาดภูมิภาคที่คาดว่าจะเริ่มเดินเครื่องในช่วงครึ่งหลังปี 57 เข้าสู่ตลาดเรียบร้อยแล้ว แต่จะมีกำลังการผลิตเพิ่มเติมอีก ~6.1 ล้านตันต่อปีเข้าสู่ตลาดในปี 2558 กำลังการผลิตส่วนเกินและอุปสงค์ที่ลดลงจากผู้ผลิต PTA มีแนวโน้มที่จะส่งผลทำให้ PX อยู่ในวัฏจักรขาลงต่อเนื่องเป็นเวลานานอย่างน้อยไปจนถึงปี 2558-59 นอกจากนี้ราคาน้ำมันที่ลดลงก็จะส่งผลทำให้ผู้ซื้อไม่ต้องการจัดเก็บสต็อกเพิ่ม เพราะเกรงว่าจะมีขาดทุนจากสินค้าคงคลังตอนสิ้นไตรมาส

อุปสงค์ PET/โพลิเอสเตอร์ที่ลดลงจะกดดันให้ลดการผลิตลงอีก อุปสงค์ผลิตภัณฑ์สาย PET/โพลิเอสเตอร์จะลดลงอย่างต่อเนื่องเพราะอุปสงค์ในยุโรปและจีนชะลอตัวลง อีกทั้งยังได้รับผลกระทบเพิ่มเติมจากราคาฝ้ายต่ำสุดในรอบ 5 ปี ส่วนต่างราคา PET/PTA เฉลี่ย QTD ในไตรมาส 3/57 ลดลง 2.2% QoQ สู่ 264 ดอลลาร์สหรัฐ/ตัน เพราะต้นทุน PX และ MEG สูงขึ้น ส่งผลทำให้ผู้ผลิต PTA ที่ส่วนใหญ่อยู่ในจีน ลดอัตราการใช้กำลังการผลิตลงเพื่อเพิ่มอัตรากำไร ทั้งนี้ ICIS รายงานว่าอัตราการใช้กำลังการผลิต PTA ในตลาดสำคัญอย่างจีน ปรับลดลงสู่ระดับเพียง 53% เมื่อไม่นานนี้ จากระดับ 80% ในเดือน ม.ค. ขณะเดียวกัน PCI ซึ่งเป็นผู้เชี่ยวชาญในอุตสาหกรรมปิโตรเคมี ก็คาดว่ากำลังการผลิต PTA ส่วนเกินจะครอบงำตลาดในระยะ 3 ปีข้างหน้า

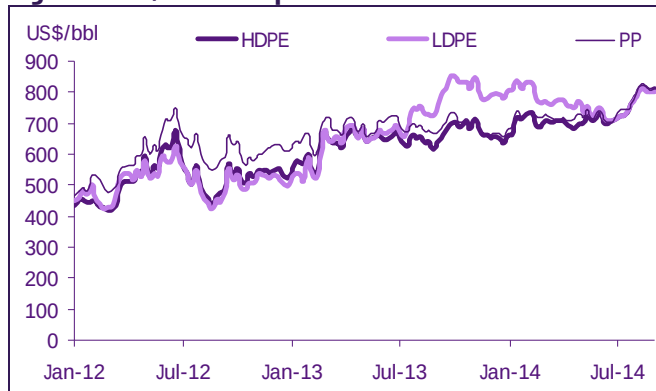
ความกังวลเกี่ยวกับต้นทุนวัตถุดิบของ PTTGC สะท้อนในราคาหุ้นไปค่อนข้างมากแล้ว ยังคงเป็น top pick กลุ่มปิโตรเคมีปรับตัว underperform ตลาดโดยรวมในไตรมาส 3/57 (QTD) หลักๆ เกิดจากความกังวลที่เกิดขึ้นอย่างต่อเนื่องเกี่ยวกับผลกระทบของการปฏิรูปราคาพลังงานต่อราคา LPG ซึ่งเป็นวัตถุดิบตั้งต้นของ PTTGC เราเชื่อว่าตลาดมองลบเกินไปเกี่ยวกับผลกระทบต่อความสามารถในการทำกำไรของ PTTGC ดังนั้นเราจึงมองว่าผลกระทบที่อาจเกิดขึ้นจากราคา LPG ที่สูงขึ้นสะท้อนในราคาหุ้นไปค่อนข้างมากแล้ว ขณะที่ valuation ของ IVL ดูดีตัว แม้วัฏจักรการเข้าซื้อกิจการใหม่จะยังคงเป็นปัจจัยกระตุ้นราคาหุ้นในระยะสั้น

Valuation summary

	Rating	Price	Target	ETR (Bt/Sh)(Bt/Sh) (%)	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	27.00	27.0	1.0	n.m.	33.6	27.3	(1,897)	n.m.	23	2.15	2.05	1.95	(1)	6	7	0.4	1.0	1.3	17.4	11.5	10.1
PTTGC	Buy	62.00	85.0	42.6	8.3	9.1	7.4	7	(9)	24	1.17	1.09	1.00	14	12	14	5.5	5.5	5.5	6.1	6.5	5.2
Average					8.3	21.3	17.3	(945)	(9)	23	1.66	1.57	1.48	6	9	11	2.9	3.3	3.4	11.7	9.0	7.6

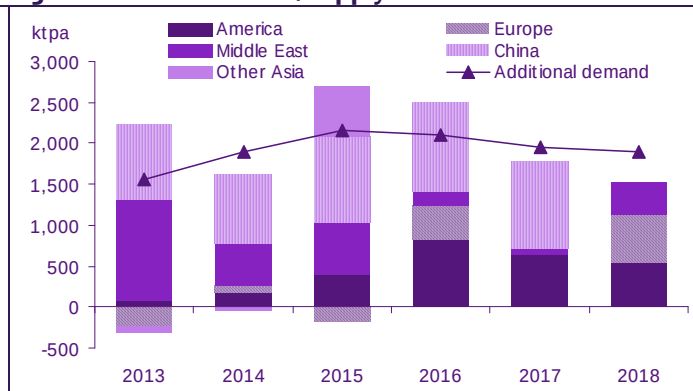
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: PE/PP vs. naphtha



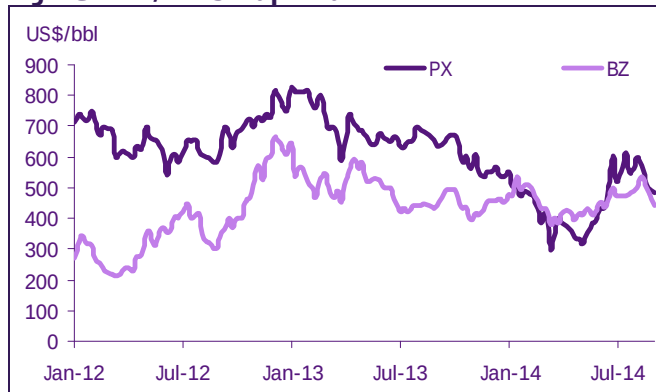
Source: Datastream, SCBS Investment Research

Figure 2: HDPE demand/supply balance



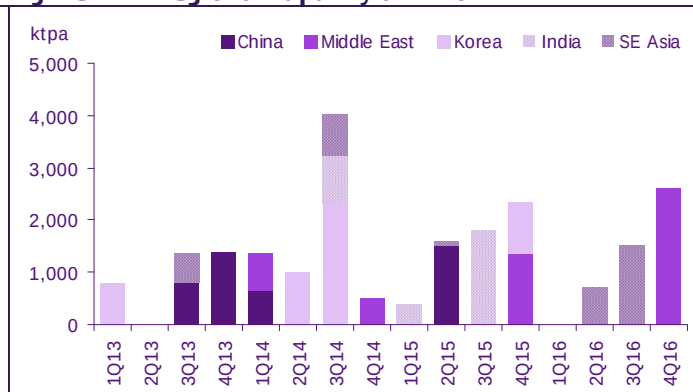
Source: CMAI (October 2013), PTTGC, SCBS Investment Research

Figure 3: PX/BZ vs. naphtha



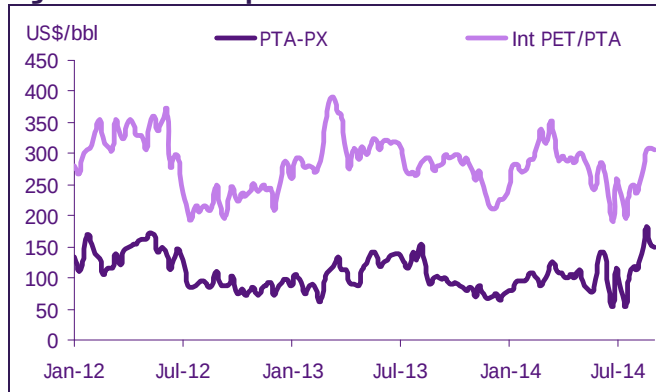
Source: Datastream, SCBS Investment Research

Figure 4: PX regional capacity addition



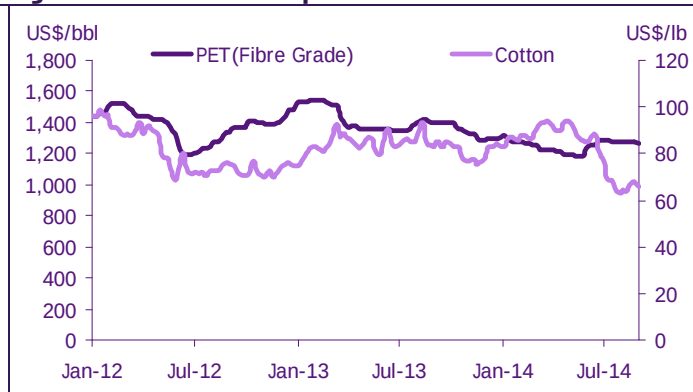
Source: ICIS, SCBS Investment Research

Figure 5: PET/PTA spread



Source: Datastream, SCBS Investment Research

Figure 6: PET vs. cotton prices



Source: Bloomberg Finance LP, SCBS Investment Research

Figure 7: Regional peer comparison

Company	P/E (x)			EPS Growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
	14F	15F	16F	14F	15F	16F	14F	15F	16F	14F	15F	16F	14F	15F	16F	14F	15F	16F
Sinopec Shanghai Petrochem	28.2	21.4	43.6	(37.4)	31.9	(51.0)	2.0	1.9	1.8	5.7	6.8	4.2	0.7	0.9	0.9	12.9	12.2	13.7
China Petroleum & Chemical	8.4	7.7	7.9	8.9	9.5	(2.1)	1.0	0.9	0.9	12.2	12.2	12.0	4.8	5.3	4.9	4.9	4.3	4.0
PetroChina Co Ltd	10.9	10.3	9.4	3.7	6.3	9.8	1.2	1.1	1.1	11.0	11.0	10.7	4.1	4.3	4.5	5.5	5.1	4.8
Reliance Industries Ltd	12.5	11.0	9.0	10.9	13.0	22.0	1.4	1.3	1.2	12.1	12.2	13.6	1.1	1.1	1.4	9.9	8.5	6.7
Far Eastern New Century Corp	18.6	16.8	n.m.	16.5	11.3	n.m.	n.a	n.a	n.a	n.m.	n.m.	n.m.	4.0	4.5	5.1	n.a.	n.a.	n.a.
Formosa Chemicals & Fibre Corp	18.9	18.2	16.1	(11.7)	4.1	12.8	n.a	n.a	n.a	n.m.	n.m.	n.m.	3.3	3.4	3.8	n.a.	n.a.	n.a.
Formosa Plastics Corp	19.0	17.4	14.8	20.0	9.3	17.4	1.8	1.8	n.a	11.8	12.6	n.m.	3.4	3.7	4.1	29.6	22.9	n.a.
Nan Ya Plastics Corp	16.5	16.5	15.0	26.4	0.4	10.1	n.a	n.a	n.a	n.m.	n.m.	n.m.	3.9	4.0	4.3	n.a.	n.a.	n.a.
Formosa Petrochemical Corp	23.8	22.1	21.2	9.6	8.1	4.0	n.a	n.a	n.a	n.m.	n.m.	n.m.	3.6	3.8	3.8	n.a.	n.a.	n.a.
Far Eastern New Century Corp	18.6	16.8	n.m.	16.5	11.3	n.m.	n.a	n.a	n.a	n.m.	n.m.	n.m.	4.0	4.5	5.1	n.a.	n.a.	n.a.
Petronas Chemicals Group Bhd	15.0	14.0	12.9	14.4	7.0	8.4	2.2	2.1	1.9	15.3	15.2	14.9	3.3	3.6	3.7	8.0	7.6	7.3
Indorama Ventures PCL	29.5	21.2	17.5	223.9	38.8	21.3	2.0	1.9	1.8	7.0	9.3	10.9	1.1	1.6	2.0	12.3	10.7	9.9
IRPC PCL	29.9	17.7	10.5	182.5	69.0	69.1	0.9	0.9	0.9	2.3	4.8	7.2	2.2	2.5	3.2	13.8	10.9	8.5
PTT Global Chemical PCL	9.0	8.4	7.8	(0.7)	7.6	7.7	1.2	1.1	1.0	13.3	13.5	13.4	4.9	5.2	5.6	6.5	6.2	5.9
Vinythai PCL	38.6	29.3	19.8	67.6	31.6	48.0	n.a	n.a	n.a	2.3	2.8	4.0	2.8	0.9	1.8	11.0	12.8	10.7
Thai Plastic & Chemical PCL	9.3	9.5	n.m.	9.1	(2.5)	n.m.	1.4	n.a	n.a	15.7	13.9	n.m.	n.a	6.8	n.a	5.9	6.3	n.a.
Alpek SA de CV	24.1	19.0	16.4	766.7	26.7	16.1	2.1	2.0	2.0	8.9	9.9	11.4	n.a	3.1	3.7	9.5	8.6	7.6
Eastman Chemical Co	11.6	10.2	9.2	(10.3)	13.7	11.4	2.8	2.4	1.8	25.3	25.2	22.5	1.8	1.9	1.9	8.0	7.5	7.2
Average	19.9	14.8	14.5	88.2	38.7	15.0	1.5	1.4	1.3	9.8	11.2	10.9	2.7	3.0	3.2	10.0	8.9	7.6

Note: The numbers are based on consensus forecast

Source: Bloomberg Finance LP, SCBS Investment Research

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

โมเมนต์ดีต่อเนื่อง

■ ยอดขายและกำไรฟื้นตัวขึ้นมากในไตรมาส 2/57; แนวโน้มเช่นนี้จะเกิดขึ้นต่อเนื่องในไตรมาส 3/57 และไตรมาส 4/57

■ แนวโน้มดีในปี 2558 ทั้งยอดขาย รายได้ และอัตรากำไร

■ Top picks – LPN และ QH เนื่องจากกำไรจะเติบโตต่อเนื่อง และ valuation ต่ำ

ยอดขายฟื้นตัวในไตรมาส 2/57 ยอดขายสุทธิทั้งหมดของบริษัทพัฒนาโครงการที่อยู่อาศัย 7 อันดับแรกปรับตัวเพิ่มขึ้นถึง 55% QoQ ในไตรมาส 2/57 โดยได้รับปัจจัยหนุนจากยอดขายคอนโดที่ฟื้นตัวและการหยุดของการยกเลิกการจองขึ้นที่ AP กับ SIRI ในไตรมาส 1/57 ยอดขายบ้านแนวราบดีต่อเนื่อง โดยเพิ่มขึ้น 22% QoQ ยอดขายงวดครึ่งแรกปี 57 ลดลง 35% YoY เพราะยอดขายคอนโดลดลงถึง 61% และไม่สามารถชดเชยได้ด้วยยอดขายบ้านแนวราบที่เพิ่มขึ้น 3% ยอดขายรอรับรู้รายได้ทั้งหมดปรับเพิ่มขึ้นสู่ 2.02 แสนล้านบาท ณ เดือน มิ.ย.

กำไรไตรมาส 2/57 ได้รับปัจจัยหนุนจากคอนโดและอัตรากำไร กำไรปกติของบริษัทพัฒนาโครงการที่อยู่อาศัย 7 อันดับแรก เพิ่มขึ้น 12% YoY และเพิ่มขึ้นถึง 57% QoQ โดยได้รับปัจจัยหนุนจากยอดโอนกรรมสิทธิ์คอนโดเพิ่มขึ้นและอัตรากำไรขั้นต้นที่สูงขึ้น (+1.30% YoY และ +0.40% QoQ) เนื่องจากสัดส่วนที่เพิ่มขึ้นของคอนโดที่ให้อัตรากำไรสูง และการปรับราคาขายขึ้น กำไรทั้งหมดในงวดครึ่งแรกปี 57 คิดเป็น 41% ของประมาณการกำไรทั้งปีของเรา ละ 43% ของตลาด สะท้อนถึงการคาดการณ์ว่ากำไรงวดครึ่งหลังปี 57 จะปรับตัวเพิ่มขึ้น

ยอดขายและรายได้จะดีต่อเนื่องในงวดครึ่งหลังปี 57 เรายังคงมุมมองเดิมว่ายอดขายในงวดครึ่งหลังปี 57 จะดีกว่างวดครึ่งแรก เนื่องจากการเปิดตัวคอนโดเพิ่มขึ้น และอัตราการขายที่อยู่ในระดับสูงถึง 60-90% ผลการสำรวจดัชนีความเหมาะสมในการซื้อบ้านหลังใหม่ที่จัดทำโดยมหาวิทยาลัยหอการค้าไทย สนับสนุนการคาดการณ์ของเราที่ว่ายอดขายจะปรับตัวเพิ่มขึ้นในอนาคต โดยดัชนี ทำจุดสูงสุดในรอบ 15 เดือนในเดือน ส.ค. (82.4) และดัชนีความเชื่อมั่นผู้บริโภคปรับตัวเพิ่มขึ้นต่อเนื่องในช่วง 4 เดือนที่ผ่านมาจากระดับต่ำสุดในรอบ 12 ปีในเดือน เม.ย. (67.8) เราคาดว่ายอดขายการรับรู้รายได้จะเพิ่มขึ้นในไตรมาส 3/57 และไตรมาส 4/57 กำไรของ LPN และ SPALI จะเพิ่มขึ้นมาก QoQ ในไตรมาส 3/57 ตามการก่อสร้างคอนโดเสร็จและฐานรายได้ต่ำในไตรมาส 2/57

แนวโน้มดีในปี 2558 เราคาดว่ายอดขาย รายได้ และอัตรากำไร จะเพิ่มขึ้น

- ยอดขายจะเติบโต 15% YoY ในปี 2558 ในขณะที่ยอดขายบ้านแนวราบจะเติบโตตามปกติที่ 10-15% อย่างต่อเนื่อง ยอดขายคอนโดจะเติบโตในอัตราสูงกว่าที่ 20-25% โดยเกิดจากฐานต่ำในปี 2557 ยอดขายคอนโดจะส่งผลให้ยอดขายรอรับรู้รายได้เพิ่มขึ้นและรองรับการเติบโตปี 2559-2560
- การรับรู้รายได้จะได้รับการสนับสนุนจากยอดขายรอรับรู้รายได้จำนวนมากในปัจจุบัน เราคาดว่าบริษัทพัฒนาโครงการที่อยู่อาศัย 7 อันดับแรก มียอดขายรอรับรู้รายได้รวม 2.02 แสนล้านบาท ซึ่งส่วนใหญ่จะก่อสร้างเสร็จและโอนให้กับลูกค้าได้ในปีหน้า เราคาดว่ากำไรของ LPN จะเติบโตสูงที่สุด ตามมาด้วย PS และ QH ทุกบริษัทจะมียอดโอนคอนโดเพิ่มขึ้นในปีหน้า
- อัตรากำไรขั้นต้นมีแนวโน้มปรับขึ้น โดยได้รับปัจจัยหนุนจากยอดขายคอนโดรอรับรู้รายได้ รายได้จากคอนโดในปีหน้าส่วนใหญ่จะมาจากโครงการที่เปิดตัวในปี 2555-2556 หลังจากเกิดเหตุหน้าท่วมตอนปลายปี 2554 และการขึ้นค่าจ้างขั้นต่ำ 40% ในเดือน เม.ย. 2555 ซึ่งหมายความว่าต้นทุนที่สูงขึ้นถูกนำมารวมไว้ในราคาขายเรียบร้อยแล้ว นอกจากนี้ ตลาดคอนโดยังเติบโตอย่างมากตอนเปิดตัวโครงการ ทำให้บริษัทพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ปรับราคาขึ้นได้มากกว่าต้นทุนที่เพิ่มขึ้น

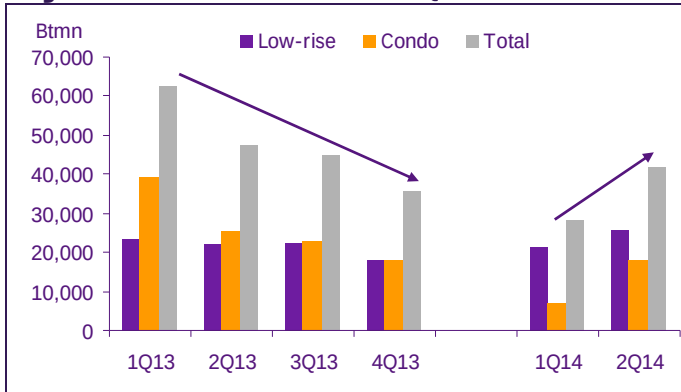
Top picks: QH และ LPN เราชอบ LPN เพราะกำไรจะเติบโตสูงที่สุด และยอดขายรอรับรู้รายได้ระดับสูงในปัจจุบันช่วยรองรับรายได้สูงถึง 93% ของประมาณการปี 2558 ของเรา Valuation จะลดลงอย่างมากเนื่องจากกำไรจะเติบโตก้าวกระโดด QH เป็นหุ้นที่ราคาถูก และกำไรมีแนวโน้มเติบโตแข็งแกร่ง ปัจจัยบวกอยู่ที่แผนขายสินทรัพย์ของ HMPRO และพันธมิตรร่วมทุนใน LHBANK

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	7.35	8.5	19.5	10.5	8.6	7.7	(5)	22	11	1.5	1.3	1.2	15	16	16	3.4	3.8	4.3	14.0	12.0	10.7
LH	Buy	10.70	11.5	12.6	16.5	15.5	13.7	23	7	13	3.2	2.9	2.8	20	20	21	3.7	5.2	5.9	16.8	15.4	14.1
LPN	Buy	21.50	26.5	27.1	13.6	15.5	11.4	7	(12)	36	3.3	3.0	2.6	26	20	25	3.9	3.9	4.4	12.8	14.8	11.2
PS	Buy	33.25	40.0	23.1	12.7	11.8	8.9	48	8	32	3.0	2.5	2.1	26	23	25	2.6	2.8	3.6	12.9	12.2	9.3
QH	Buy	4.34	5.8	37.5	12.3	12.0	9.7	86	3	23	2.3	2.1	1.8	20	18	20	3.7	3.8	4.7	15.0	14.8	12.0
SIRI	Buy	2.14	2.9	42.5	10.7	8.7	7.6	(51)	23	15	1.2	1.1	1.0	12	13	14	4.7	7.0	6.5	18.9	15.5	14.2
SPALI	Buy	25.75	30.0	20.7	15.3	9.8	8.9	5	56	11	3.1	2.6	2.2	22	29	27	2.7	4.2	4.7	15.4	10.0	8.9
Average					13.1	11.7	9.7	16	15	20	2.5	2.2	2.0	20	20	21	3.5	4.4	4.9	15.1	13.5	11.5

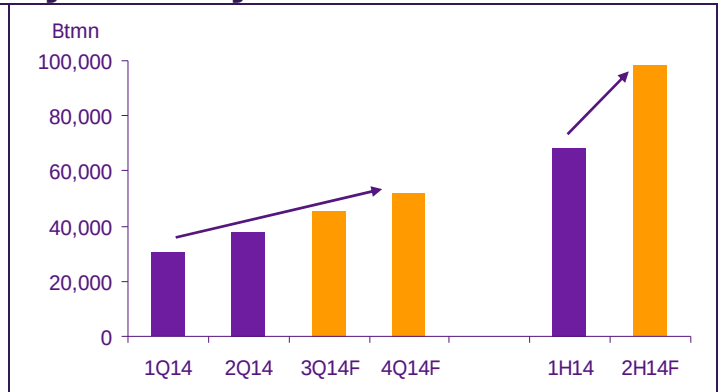
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: Presales recovered in 2Q14



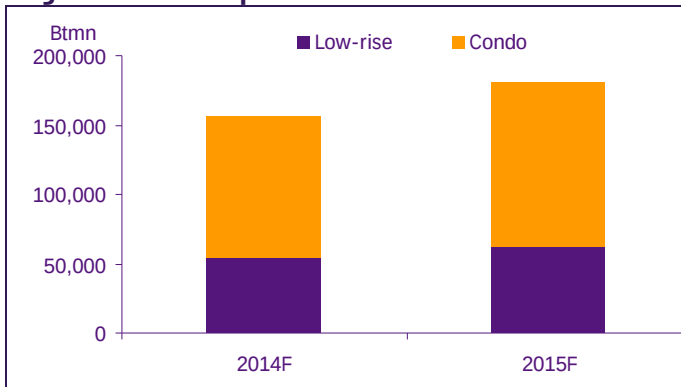
Source: AP, LH, LPN, PS, QH, SIRI, SPALI, SCBS Investment Research

Figure 2: Growing revenue



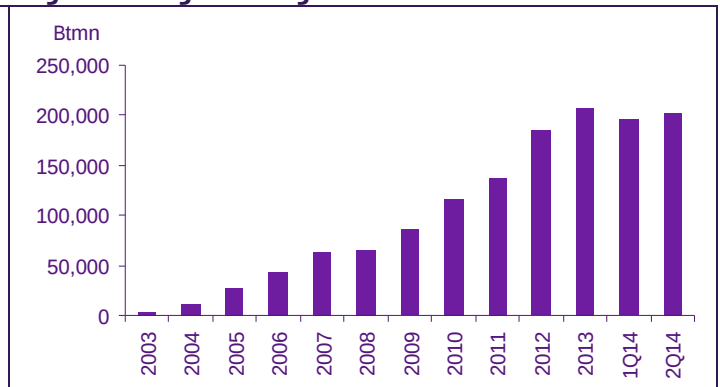
Source: AP, LH, LPN, PS, QH, SIRI, SPALI, SCBS Investment Research

Figure 3: Positive presales forecast for 2015



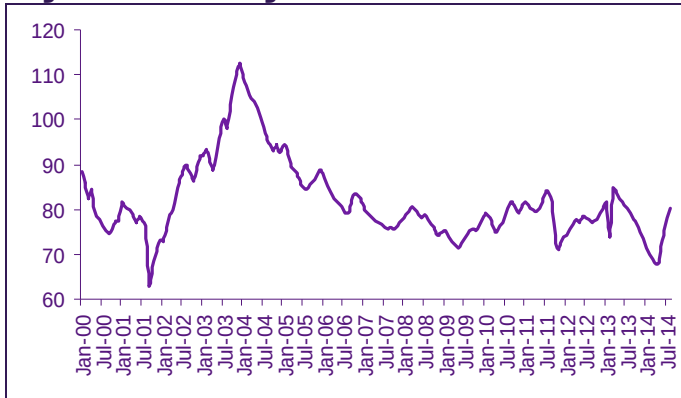
Source: SCBS Investment Research

Figure 4: Large backlog secures 2H14-2016F revenue



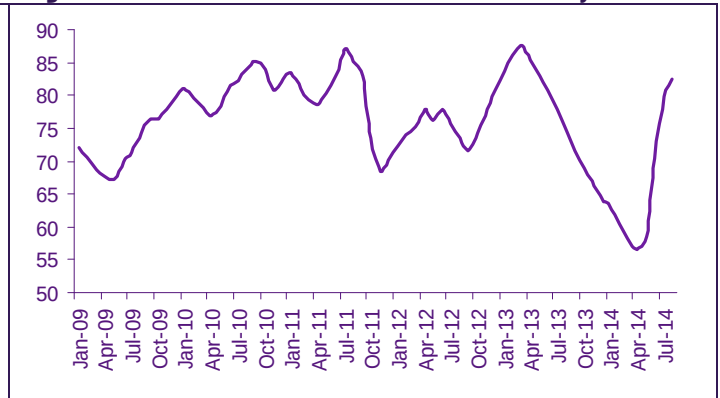
Source: AP, LH, LPN, PS, QH, SIRI, SPALI, SCBS Investment Research

Figure 5: CCI heading north...



Source: UTCC

Figure 6: ... as is the index for readiness to buy a home



Source: UTCC

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

ผลตอบแทนจากเงินปันผลเข้าสู่เขตที่น่าดึงดูด

- ปรับราคาเป้าหมายเพิ่มขึ้น เพราะปรับสมมติฐานมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดฯ เฉลี่ยต่อวันเพิ่มขึ้นจาก 3.5 หมื่นล้านบาท สู่ 4.0 หมื่นล้านบาท
- ปรับคำแนะนำสำหรับ ASP ขึ้นสู่ “ซื้อ” เนื่องจากผลตอบแทนจากเงินปันผลของบริษัทเข้าสู่เขตที่น่าดึงดูด
- ชอบ ASP มากกว่า MBKET เพราะ ASP มีแหล่งรายได้ที่กระจายตัวมากกว่าและให้ผลตอบแทนจากเงินปันผลสูงกว่า MBKET

ปรับสมมติฐานมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดฯ เฉลี่ยต่อวันเพิ่มขึ้น เราปรับสมมติฐานมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดฯ เฉลี่ยต่อวัน (ไม่รวมบัญชีบิต) ในปี 2557 เพิ่มขึ้น 14% จาก 3.5 หมื่นล้านบาท สู่ 4.0 หมื่นล้านบาท (เทียบกับ 4.4 หมื่นล้านบาทในปี 2556) เพื่อสะท้อนถึงมูลค่าการซื้อขายเฉลี่ยต่อวันตั้งแต่ต้นไตรมาส 3/57 ถึงปัจจุบันที่สูงกว่าคาด มูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดฯ เฉลี่ยต่อวัน QTD อยู่ที่ 4.8 หมื่นล้านบาท ส่งผลทำให้มูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดฯ เฉลี่ยต่อวัน YTD ปรับเพิ่มขึ้นสู่ 3.6 หมื่นล้านบาท เราคาดว่ากำไรในงวดครึ่งหลังปี 57 ของบริษัทหลักทรัพย์จะเพิ่มขึ้นจากงวดครึ่งแรกปี 57 เพราะมูลค่าการซื้อขายเฉลี่ยต่อวันในงวดครึ่งหลังปี 57 จะสูงกว่างวดครึ่งแรกปี 57

ค่าธรรมเนียมที่ไม่ใช่ค่านายหน้าจะอยู่ในระดับทรงตัว เราคาดว่ารายได้ค่าธรรมเนียมที่ไม่ใช่ค่านายหน้าในงวดครึ่งหลังปี 57 จะอยู่ในระดับทรงตัวจากงวดครึ่งแรกปี 57 ASP รับรู้รายได้ค่าธรรมเนียมจากธุรกิจพาณิชย์ กิจ (IB) จำนวนมากจากดีล IPO 2 ดีล คือ อิชิตัน กรุ๊ป (ICHI) มูลค่าการทำ IPO 3.9 พันล้านบาท และศรีสวัสดิ์ พาวเวอร์ 1979 (SAWAD) มูลค่าการทำ IPO 1.73 พันล้านบาท บริษัทยังมีดีลรออยู่อีก 20 ดีล ได้แก่ IPO 7 ดีล (รวมถึงเจ้าพระยามหานครซึ่งกำลังดำเนินการยื่นในไฟล์), PO 1 ดีล, และที่ปรึกษาทางการเงิน 12 ดีล ASP คาดว่าดีลที่ปรึกษาทางการเงิน 2-3 ดีลจะเกิดขึ้นในช่วงครึ่งหลังปี 57 ในขณะที่ งาน IB ของ MBKET ประกอบด้วย การควบรวมกิจการ (M&A) 2-3 ดีล, REIT 2 ดีล, กองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐาน 3-4 ดีล, IPO 5-7 ดีล, การเสนอขายหุ้นแบบเฉพาะเจาะจง 1-2 ดีล, และที่ปรึกษาทางการเงิน 1-2 ดีล MBKET มีดีลที่ปรึกษาทางการเงิน และผู้จัดการการจัดจำหน่ายหน่วยทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์อิมแพ็คโกรท (ขนาด IPO 1.5-1.6 หมื่นล้านบาท) ซึ่งกำลังดำเนินการขาย และมีดีล IPO ขนาดเล็กของพรอดิจิ (PDG) มูลค่า 196 ล้านบาท ซึ่งจะจดทะเบียนใน mai บริษัทมี IPO ที่กำลังยื่นไฟล์อยู่ 3 ดีล คือ อัครา ริซอร์สเซส (AKARA), เดอะ แพลทินัม กรุ๊ป (PTNUM), และวิจิตรภัณฑ์ปาล์มมอยล์ (VPO) หลังจากนำหุ้น IPO ขนาดเล็กอย่างไอรา แคปปิตอล (AIRA) เข้าจดทะเบียนใน mai ตอนปลายไตรมาส 2/57

กำไรจากเงินลงทุนดีในไตรมาส 3/57 เนื่องจาก SET มีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องในไตรมาส 3/57 ดังนั้นเราคาดว่ากำไรจากเงินลงทุนทั้งที่เกิดขึ้นจริงและยังไม่ได้เกิดขึ้นจริงจะอยู่ในระดับที่ดี SET ปรับขึ้นมาแล้ว 6% QTD ในไตรมาส 3/57 เทียบกับที่ปรับขึ้น 8% QoQ ในไตรมาส 2/57 ASP จะได้รับประโยชน์จากการปรับตัวขึ้นของ SET มากกว่า MBKET เนื่องจากบริษัทมีพอร์ตลงทุนในหลักทรัพย์ขนาดใหญ่กว่า MBKET อย่างมาก ASP มีพอร์ตเทรดหุ้นมูลค่า 1.53 พันล้านบาท โดย 926 ล้านบาทอยู่ในหลักทรัพย์จดทะเบียนในตลาดหุ้นไทย และ 1.5 พันล้านบาทอยู่ในหลักทรัพย์จดทะเบียนในต่างประเทศ ในขณะที่ MBKET มีเงินลงทุนในหลักทรัพย์เพียง 50 ล้านบาท

ปรับราคาเป้าหมายเพิ่มขึ้น และปรับคำแนะนำสำหรับ ASP ขึ้นสู่ “ซื้อ” การปรับสมมติฐานมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดฯ เฉลี่ยต่อวันในปี 2557 เพิ่มขึ้นจาก 3.5 หมื่นล้านบาท สู่ 4.0 หมื่นล้านบาท สนับสนุนให้เราปรับราคาเป้าหมายของบริษัทหลักทรัพย์ในการวิเคราะห์ของเราเพิ่มขึ้น โดยปรับราคาเป้าหมายของ MBKET เพิ่มขึ้น 26% สู่ 24 บาท/หุ้น และปรับราคาเป้าหมายของ ASP เพิ่มขึ้น 19% สู่ 4.4 บาท นอกจากนี้เรายังปรับคำแนะนำสำหรับ ASP ขึ้นสู่ “ซื้อ” เพราะคาดการณ์ผลตอบแทนจากเงินปันผลในระดับที่น่าดึงดูดที่ 9% (6% ในงวดครึ่งแรกปี 57) เราชอบ ASP มากกว่า MBKET เนื่องจาก ASP มีรายได้ที่กระจายตัวมากกว่า MBKET ด้วยรายได้ค่านายหน้ากับรายได้ที่ไม่ใช่ค่านายหน้าที่สมดุลกันโดยได้รับการสนับสนุนจากธุรกิจพาณิชย์ กิจ (IB) รายได้ที่เข้ามาอย่างต่อเนื่องจากการบริหารสินทรัพย์ และพอร์ตลงทุนขนาดใหญ่

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	Buy	3.78	4.4	25.6	7.5	9.2	8.1	77	(19)	14	1.79	1.79	1.69	25	19	21	10.6	9.2	10.5
MBKET	Sell	23.00	20.0	(4.6)	9.1	11.8	10.9	96	(23)	9	2.49	2.65	2.60	30	22	24	10.8	8.5	9.2
Average					8.3	10.5	9.5	86	(21)	11	2.14	2.22	2.15	27	21	23	10.7	8.8	9.8

Source: SCBS Investment Research

Figure 1: Target price sensitivity to turnover

	MBKET	ASP
Target price at 2014F various daily mkt. turnover		
Bt35bn	19	3.8
Bt40bn — base case	24	4.4
Bt45bn	29	4.9
2014F EPS (Bt) at 2014F various daily mkt. turnover		
Bt35bn	1.53	0.36
Bt40bn — base case	1.92	0.41
Bt45bn	2.31	0.46
2014F DPS (Bt) at 2014F various daily mkt. turnover		
Bt35bn	1.53	0.30
Bt40bn — base case	1.92	0.35
Bt45bn	2.31	0.39
Dividend payout	100%	85%
Target PE (x)	12.5	10.6

Source: SCBS Investment Research

Figure 2: 2014 earnings forecast and assumptions

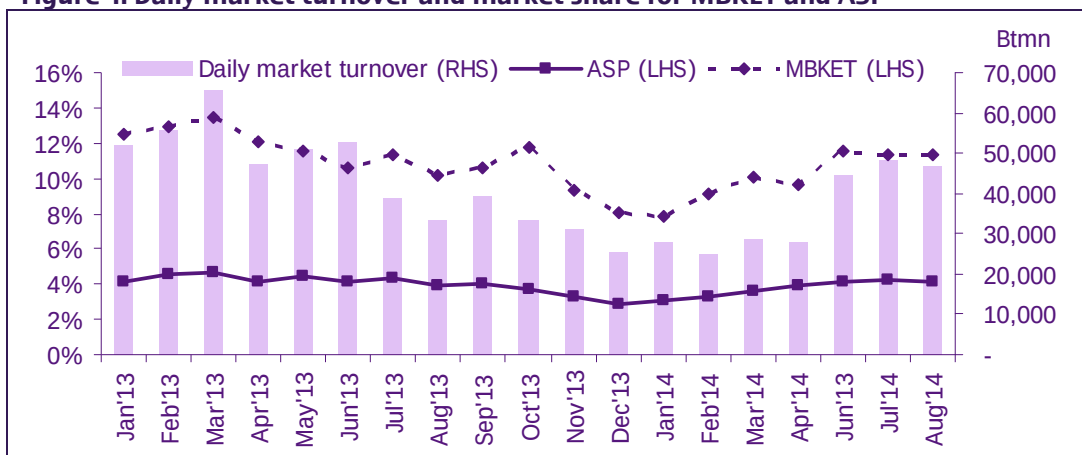
Unit:	Net profit			Market share		Commission rate		Brokerage income		Fee income		Investment gain	
Bt mn	2013	2014F	Change	2013	2014F	2013	2014F	2013	2014F	2013	2014F	2013	2014F
MBKET	1,446	1,095	-24%	11.54%	10.20%	0.13%	0.13%	3,619	2,922	72	180	38	10
ASP	1,066	863	-19%	4.14%	3.90%	0.19%	0.19%	1,764	1,530	593	597	389	300

Source: SCBS Investment Research

Figure 3: Dividend

	MBKET	ASP
DPS (Bt)		
1H14	0.75	0.12
2H14F	1.20	0.23
Dividend yield		
1H14	5%	6%
2H14F	8%	9%

Figure 4: 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

เข้าที่เข้าทาง

- สัดส่วนผู้ใช้งานสมาร์ทโฟนเพิ่มขึ้น และจะสนับสนุนให้รายได้ค่าบริการด้านข้อมูลเติบโต
- ...และเมื่อรวมกับการโอนย้ายผู้ใช้บริการไปยังโครงข่าย 3G ได้มากขึ้น จะช่วยให้ต้นทุนส่วนแบ่งรายได้ปรับลดลง
- การให้บริการแบบ Convergence เป็นแนวโน้มใหม่
- Top picks: ADVANC และ TRUE

สัดส่วนผู้ใช้งานสมาร์ทโฟนเพิ่มขึ้น อัตราส่วนผู้ใช้โทรศัพท์เคลื่อนที่ต่อประชากรทั้งหมดในประเทศไทยอยู่ที่ระดับ 100% แล้ว แต่หลังจากนั้นก็เพิ่มขึ้นสู่ 140% ในไตรมาส 2/57 ซึ่งหลักๆ เราเชื่อว่าเกิดจากความนิยมที่มีมากขึ้นต่ออุปกรณ์ smart devices (โทรศัพท์เคลื่อนที่และแท็บเล็ต) ส่งผลทำให้สัดส่วนผู้ใช้งานสมาร์ทโฟนเพิ่มขึ้นและมีการใช้มัลติซิมเพิ่มมากขึ้น สัดส่วนผู้ใช้งานสมาร์ทโฟน (ปัจจัยสำคัญที่ช่วยสนับสนุนรายได้ค่าบริการด้านข้อมูล) ปรับเพิ่มขึ้นจาก 33% ในไตรมาส 1/57 สู่ 39% ในไตรมาส 2/57 แต่ยังมีโอกาสที่จะปรับขึ้นได้อีก ขณะที่สัดส่วนผู้ใช้งานสมาร์ทโฟนในประเทศอื่นๆ เช่น ฮังการี สิงคโปร์ และมาเลเซีย อยู่ในช่วง 50-70% สัดส่วนผู้ใช้งานสมาร์ทโฟนค่อนข้างต่ำในประเทศไทย หมายความว่ารายได้ค่าบริการด้านข้อมูลจะเติบโตสูงต่อไปได้อีกหลายปี รายได้ค่าบริการด้านข้อมูลในไตรมาส 2/57 เพิ่มขึ้น 6.5% จากไตรมาส 1/57 เติบโต QoQ ต่อเนื่องมาตั้งแต่ไตรมาส 1/54 เราคาดว่าแนวโน้มเช่นนี้จะเกิดขึ้นต่อเนื่องไปอีกอย่างน้อยในระยะ 2 ปีข้างหน้า ซึ่งจะช่วยให้ผู้ให้บริการโทรศัพท์เคลื่อนที่ที่มีรายได้ที่ดี และเราคาดว่ารายได้ค่าบริการด้านข้อมูลจะคิดเป็นสัดส่วน 50% ของรายได้ค่าบริการไม่รวมค่า IC ในปี 2558 (จาก 39% ในปี 2557)

การใช้สมาร์ทโฟนเพิ่มขึ้นก็ช่วยให้ต้นทุนส่วนแบ่งรายได้ลดลงด้วยเช่นกัน ต้นทุนส่วนแบ่งรายได้ของผู้ให้บริการโทรศัพท์เคลื่อนที่ปรับตัวลดลงอย่างต่อเนื่อง โดยเกิดจากการโอนย้ายผู้ใช้บริการไปยังโครงข่าย 3G 2.1GHz อย่างต่อเนื่อง อัตราส่วนต้นทุนส่วนแบ่งรายได้ต่อรายได้ค่าบริการไม่รวมค่า IC ของ ADVANC อยู่ที่ 18%, DTAC อยู่ที่ 23% และ TRUE อยู่ที่ 10% ในไตรมาส 2/57 และในทางทฤษฎีน่าจะปรับลงมาถึงระดับ 5.25% เมื่อโอนผู้ใช้บริการมายังโครงข่าย 3G 2.1GHz ได้ทั้งหมด ทั้งนี้จากการคำนวณของเรา พบว่าการประหยัดต้นทุนส่วนแบ่งรายได้ส่วนที่เหลือคิดเป็น 45.0% ของกำไรสุทธิปี 2556 ของ ADVANC และ 170% ของกำไรสุทธิปี 2556 ของ DTAC และจะช่วยให้ผลการดำเนินงานของ TRUE พ้นตัวจากขาดทุนมามีกำไร ระดับการประหยัดต้นทุนส่วนแบ่งรายได้ส่วนที่เหลือจะมากเกินพอชดเชยค่าใช้จ่ายดำเนินงานเครือข่ายเพิ่มเติม ค่าใช้จ่ายการตลาด และค่าตัดจำหน่าย เราคาดว่า ADVANC และ DTAC จะรายงาน EPS ปี 2556-2559 เติบโตเฉลี่ย 18% และ 24% ตามลำดับ และผลการดำเนินงานของ TRUE จะพ้นตัวจากขาดทุน 1.16 หมื่นล้านบาทในปี 2556 มามีกำไร 5.5 พันล้านบาทในปี 2558 และ 8.5 ล้านบาทในปี 2559

การให้บริการแบบ Convergence เป็นแนวโน้มใหม่ ADVANC ประกาศแผนธุรกิจใหม่โดยเข้าลงทุนในธุรกิจบรอดแบนด์ประจำที่ (FBB) ตามหลัง TRUE ที่เป็นผู้ให้บริการโทรศัพท์เคลื่อนที่รายแรกๆ ที่ให้บริการนี้มานานหลายปีแล้ว โดยให้บริการที่หลากหลายรวมกันได้แก่ บริการโทรศัพท์เคลื่อนที่ เคเบิลทีวี และบรอดแบนด์ ADVANC ตัดสินใจเข้าลงทุนในธุรกิจ FBB เพื่อให้สามารถให้บริการครบวงจรได้ดียิ่งขึ้นและขยายธุรกิจที่กำลังเติบโตด้วยสัดส่วนผู้ใช้บริการ FBB อยู่ที่ 30% เรามองเรื่องนี้ว่าเป็นพัฒนาการที่ดีของกลุ่มสื่อสาร ประการแรก ความเคลื่อนไหวครั้งนี้ชี้ให้เห็นว่าผู้ให้บริการโทรศัพท์เคลื่อนที่ให้ความสำคัญมากขึ้นต่อคุณภาพของบริการไม่ใช่ว่าราคา ประการที่สอง เราเชื่อว่าธุรกิจ FBB จะเป็นธุรกิจที่ช่วยเพิ่มมูลค่า ด้วยสัดส่วนผู้ใช้บริการ FBB ระดับต่ำเพียง 30% ธุรกิจ FBB จึงเป็นธุรกิจที่กำลังเติบโตและมีอัตราการเติบโตใช้บริการต่ำเมื่อเทียบกับโทรศัพท์เคลื่อนที่ นอกจากนี้ EBITDA margin ก็อยู่ในระดับสูงที่ 30%

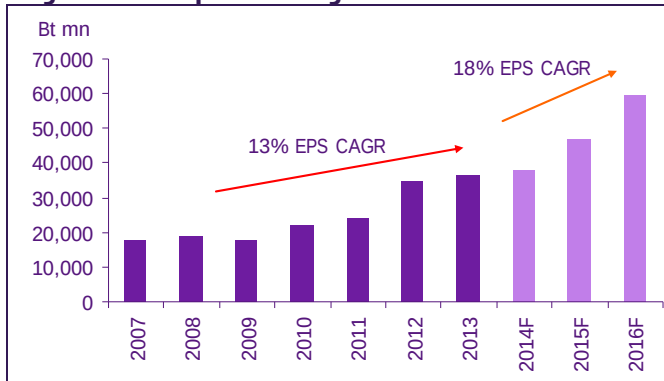
Top picks: ADVANC และ TRUE เราเลือก ADVANC เป็น top pick ในอุตสาหกรรมโทรศัพท์เคลื่อนที่ด้วยราคาเป้าหมาย 300 บาท ตามด้วย TRUE (ราคาเป้าหมาย 10 บาท) ในขณะที่เราแนะนำ "Neutral" สำหรับ DTAC ด้วยราคาเป้าหมาย 120 บาท เราชอบ ADVANC มากกว่า DTAC ด้วยเหตุผลดังต่อไปนี้ ประการแรก เราเชื่อว่าปัจจุบัน ADVANC สามารถเพิ่มยอดผู้ใช้บริการแบบรายเดือนได้มากกว่า DTAC เนื่องจาก ADVANC ปรับปรุงคุณภาพโครงข่ายขึ้นมาให้เทียบเท่าหรือดีกว่า DTAC ครอบคลุมประชากรมากขึ้น และพัฒนาบริการที่เป็น exclusive content ประการที่สอง กำไรของ ADVANC จะเติบโตไล่ตาม DTAC ได้ทันที 23% ในปี 2558 โดยได้รับปัจจัยหนุนจากรายได้ค่าบริการด้านข้อมูลที่เติบโตเร็วขึ้น การประหยัดต้นทุนส่วนแบ่งรายได้ได้มากขึ้นจากการโอนย้ายผู้ใช้บริการไปยังโครงข่าย 3G และต้นทุนค่าโรมมิ่งที่ลดลงจากการมีสัดส่วนผู้ใช้งานสมาร์ทโฟนเพิ่มขึ้น ประการสุดท้าย ADVANC ซื้อขายที่ PE ปี 2558 ต่ำกว่า PE ของ DTAC อยู่ 9% และให้ผลตอบแทนจากเงินปันผลสูงกว่าด้วย นอกจากนี้เราก็คงชอบ TRUE เช่นกัน แต่ด้วยประเด็นที่แตกต่างไปจาก ADVANC เพราะ TRUE กำลังจะเปลี่ยนจากหุ้นที่ผลการดำเนินงานแค่พินตัวมาเป็นหุ้นที่มีกำไรเติบโตสูง

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
ADVANC	Buy	213.00	300.0	46.8	17.3	16.7	13.5	5	4	24	13.8	13.6	12.4	82	82	96	5.7	6.0	7.4	10.4	9.1	7.5
DTAC	Neutral	100.50	120.0	24.9	22.0	18.1	14.8	(3)	21	22	7.3	8.3	9.5	32	43	60	3.7	5.5	6.8	8.8	8.0	6.7
TRUE	Buy	12.60	10.0	(20.6)	n.m.	794.8	55.2	(76)	n.m.	1,340	44.9	4.2	3.9	(134)	1	7	0.0	0.0	0.0	15.6	16.5	13.6
Average					19.7	276.6	27.8	(25)	13	462	22.0	8.7	8.6	(7)	42	54	3.1	3.8	4.7	11.6	11.2	9.3

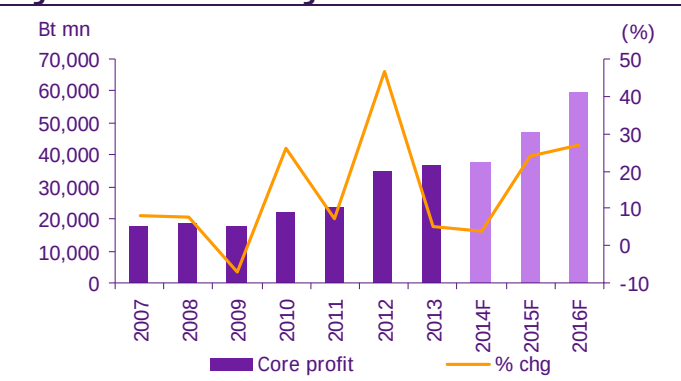
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: Core profit rising for ADVANC...



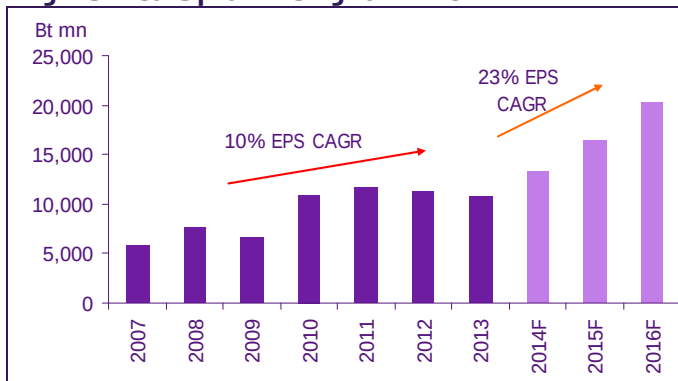
Source: Operators

Figure 2: As is earnings CAGR



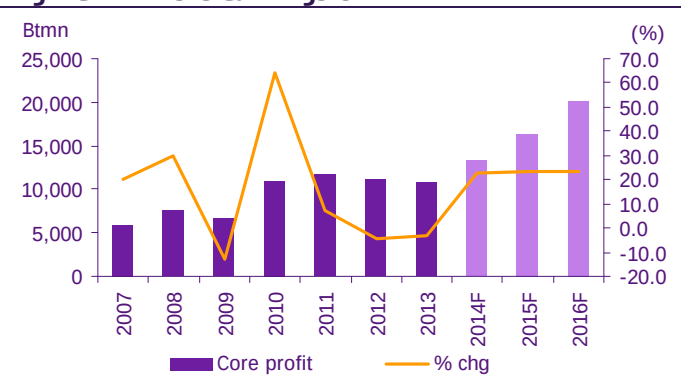
Source: Operators

Figure 3: Core profit rising for DTAC...



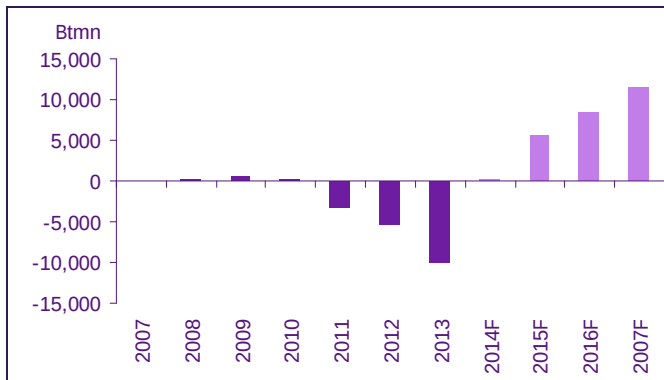
Source: Operators

Figure 4: As is earnings CAGR



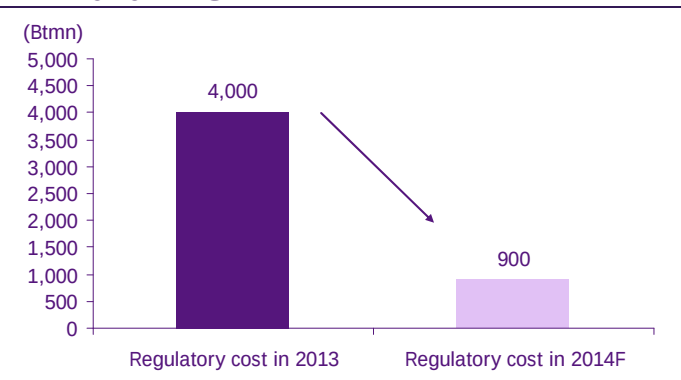
Source: Operators

Figure 5: Profit for TRUE from this year on



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

กลับสู่แนวโน้มขาขึ้น

■ อุตสาหกรรมท่องเที่ยวไทยกำลังฟื้นตัวกลับสู่แนวโน้มขาขึ้น และจะยิ่งดีขึ้นถ้ามีการประกาศยกเลิกกฎัยการศึก

■ Top picks คือ ERW AAV และ AOT เพราะมีแนวโน้มได้รับประโยชน์จากการฟื้นตัวของอุตสาหกรรมท่องเที่ยวไทย

นักท่องเที่ยวจีนกลับมา ข้อมูลสถิติเดือน ส.ค. ซึ่งให้เห็นว่าจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติที่เดินทางเข้ามายังประเทศไทยปรับตัวลดลง 11.9% YoY แต่เพิ่มขึ้น 8% MoM สู่ 2.1 ล้านคน โดยการปรับตัวลดลง YoY ติดต่อกันเป็นเดือนที่ 7 เพราะได้รับผลกระทบจากสถานการณ์ความไม่สงบทางการเมือง อย่างไรก็ตาม ประเด็นบวก คือ นักท่องเที่ยวจีน (ตลาดใหญ่ที่สุดของอุตสาหกรรมท่องเที่ยวไทย โดยคิดเป็น 17% ของจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติทั้งหมดที่เดินทางเข้ามายังประเทศไทย) เริ่มฟื้นกลับมา นักท่องเที่ยวจีนที่เดินทางเข้ามายังประเทศไทยในเดือน ส.ค. มีจำนวน 452,086 คน (ลดลง 5% YoY แต่เพิ่มขึ้น 32% MoM) ฟื้นตัวกลับขึ้นมามีในระดับเดียวกับเดือน ก.ย. 2556 หรือมีจำนวนสูงสุดในรอบ 11 เดือน ก่อนที่จำนวนนักท่องเที่ยวจีนจะเริ่มปรับตัวลดลงอันเป็นผลมาจากการที่รัฐบาลจีนพยายามกักตุนวีซ่าให้แก่นักท่องเที่ยวจีนและได้ทวนตั้งแต่วันที่ 9 ส.ค. ถึงวันที่ 8 พ.ย. ทั้งนี้หลังจากพูดคุยกับ AAV (สายการบินต้นทุนต่ำ ซึ่งรายได้ ~20% มาจากผู้โดยสารจีน) เราเชื่อว่าจำนวนนักท่องเที่ยวจีนจะฟื้นตัวอย่างต่อเนื่อง AAV เปิดเผยว่า load factor ในเส้นทางบินไป/กลับจากจีน ปรับเพิ่มขึ้นจาก 70-75% ในเดือน พ.ค.-มิ.ย. สู่ 80-90% ในเดือน ส.ค. และบริษัทพบว่ามียอดจองตั๋วโดยสารล่วงหน้าจำนวนมากในไตรมาส 4/57-ไตรมาส 1/58

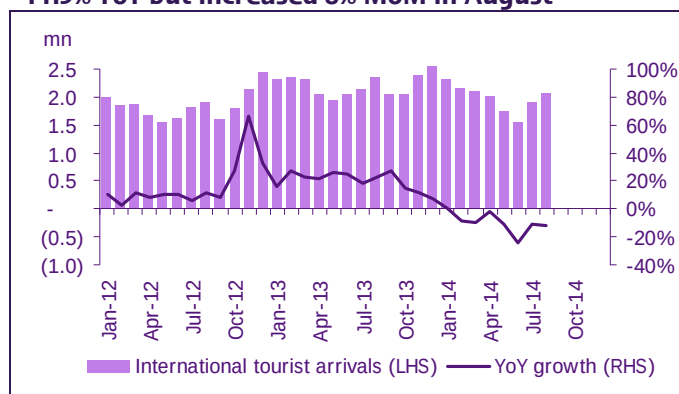
อุตสาหกรรมท่องเที่ยวจะปรับตัวดีขึ้นอีกถ้ายกเลิกกฎัยการศึก รัฐบาลเตรียมออกมาตรการกระตุ้นการท่องเที่ยวไทยอย่างต่อเนื่อง และ 6 ประเทศ (กัมพูชา ลาว เวียดนาม มัลดีฟส์ อิหร่าน และสหรัฐอาหรับเอมิเรตส์) ได้ยกเลิกประกาศเตือนประชาชนเดินทางเข้ามายังประเทศไทยเรียบร้อยแล้ว สะท้อนถึงความเชื่อมั่นมากขึ้นต่อสถานการณ์การเมืองในประเทศไทย ขณะที่ 58 ประเทศยังคงประกาศเตือนเดินทางไว้ยัง มีรายงานข่าวว่ารัฐบาลกำลังพิจารณายกเลิกกฎัยการศึกในบางพื้นที่ โดยเฉพาะในจังหวัดท่องเที่ยว ซึ่งเรามองว่าเป็นบวกอย่างมาก เพราะจะส่งผลทำให้หลายๆ ประเทศลดระดับหรือยกเลิกคำเตือนเดินทางเข้ามายังประเทศไทย และนักท่องเที่ยวก็จะกลับเข้ามามากขึ้นโดยเฉพาะนักท่องเที่ยวจากตลาดที่มีความอ่อนไหวสูงต่อปัญหาการเมือง เช่น จีน จำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติที่เดินทางเข้ามายังประเทศไทยในช่วง 8 เดือนแรกปี 57 อยู่ที่ 15.7 ล้านคน (ลดลง 10.7% YoY) เราคาดการณ์จำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติที่เดินทางเข้ามายังประเทศไทยในปี 2557 ที่ 24.7 ล้านคน (ลดลง 7% YoY) ซึ่งหมายความว่าจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติจะค่อยๆ ฟื้นตัวในช่วงที่เหลือของปีนี้ และคาดการณ์จำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติที่ 29.5 ล้านคนในปี 2558 เพิ่มขึ้น 18% YoY สนับสนุนโดยพัฒนาการเชิงบวกเกี่ยวกับสถานการณ์การเมืองที่จะมีอย่างต่อเนื่อง และเราเห็นอัตราผลตอบแทนการจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติในปี 2558 ถ้าหากมีการยกเลิกกฎัยการศึก

ผลการดำเนินงานมีแนวโน้มปรับตัวดีขึ้นในไตรมาส 4/57; top picks คือ ERW AAV และ AOT เราคาดว่ากำไรของหุ้นที่เกี่ยวข้องกับอุตสาหกรรมท่องเที่ยวจะทำจุดต่ำสุดในไตรมาส 2-3/57 และหลังจากนั้นก็จะปรับตัวดีขึ้นอย่างต่อเนื่อง สู่ระดับที่แข็งแกร่งในไตรมาส 4/57 อีกทั้งยังมี upside ในปี 2558 จากนักท่องเที่ยวต่างชาติที่เดินทางเข้ามาจำนวนมาก หุ้น top picks ของเรา คือ ERW (ประกอบธุรกิจโรงแรมเพียงอย่างเดียว), AAV (สายการบินที่ได้รับความนิยมจากนักท่องเที่ยวและผลการดำเนินงานมีแนวโน้มเติบโตดีกว่าหุ้นสายการบินอื่นๆ) และ AOT (ท่าอากาศยานหลักของประเทศไทย) ทั้งนี้ตั้งแต่ต้นปีจนถึงปัจจุบัน ราคาหุ้น ERW AOT และ AAV ปรับตัว outperform ตลาดอยู่ 24% 24% และ 5% ตามลำดับ และเราเชื่อว่าไม่เอนดัมสำหรับหุ้น top picks ของเราจะดีต่อเนื่อง เนื่องจากหุ้นเหล่านี้จะได้รับประโยชน์มากที่สุดจากการเติบโตของอุตสาหกรรมท่องเที่ยว

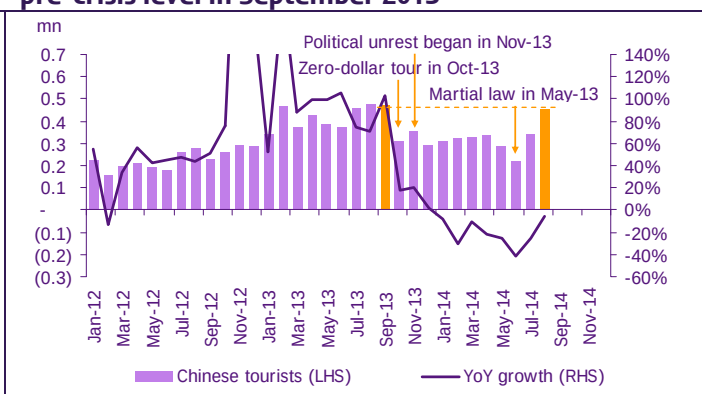
Valuation summary

	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	39.25	42.0	8.0	39.7	40.8	23.9	25	(3)	71	4.75	4.44	3.99	13	11	18	1.0	1.0	1.7	16.3	16.0	12.0
ERW	Buy	4.96	5.7	14.9	92.0	n.m.	39.3	409	n.m.	n.m.	2.23	2.41	2.32	3	(3)	6	3.1	0.0	0.9	14.1	20.2	11.3
MINT	Neutral	35.00	30.0	(13.2)	36.1	32.4	27.9	19	11	16	5.11	4.72	4.25	17	15	16	1.0	1.1	1.3	20.9	19.4	16.6
Average					55.9	36.6	30.3	151	4	44	4.03	3.86	3.52	11	8	13	1.7	0.7	1.3	17.1	18.5	13.3
Airport																						
AOT	Buy	239.00	245.0	4.0	32.4	26.6	23.0	37	22	16	3.67	3.43	3.13	12	13	14	1.8	1.5	1.7	15.7	14.6	13.2
Airline																						
AAV	Buy	4.68	5.0	6.8	25.2	489.5	18.6	5	(95)	2,538	1.17	1.17	1.10	5	0	6	0.0	0.0	1.3	8.5	24.7	6.6
NOK	Neutral	15.80	19.0	20.3	8.4	n.m.	14.3	25	n.m.	n.m.	1.97	2.35	2.02	39	(1)	15	6.5	0.0	3.5	3.1	85.1	9.3
THAI	Sell	14.40	13.0	(9.7)	n.m.	n.m.	39.0	n.m.	(237)	n.m.	0.55	0.72	0.70	(6)	(25)	2	0.0	0.0	0.6	9.5	16.6	8.5
Average					16.8	489.5	24.0	15	(166)	2,538	1.23	1.41	1.28	13	(9)	8	2.2	0.0	1.8	7.0	42.1	8.1

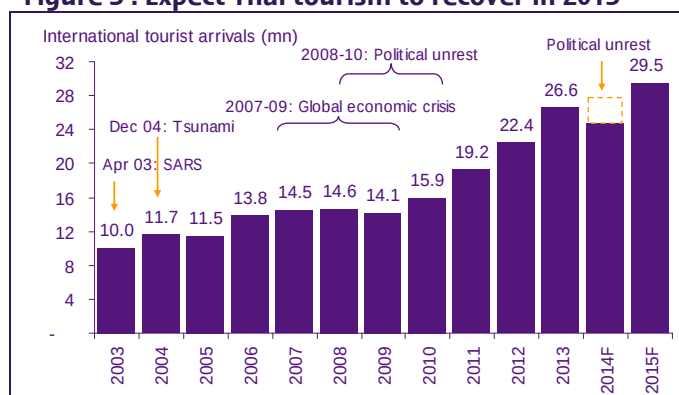
Source: SCBS Investment Research

Figure 1 : International tourist arrivals declined by 11.9% YoY but increased 8% MoM in August

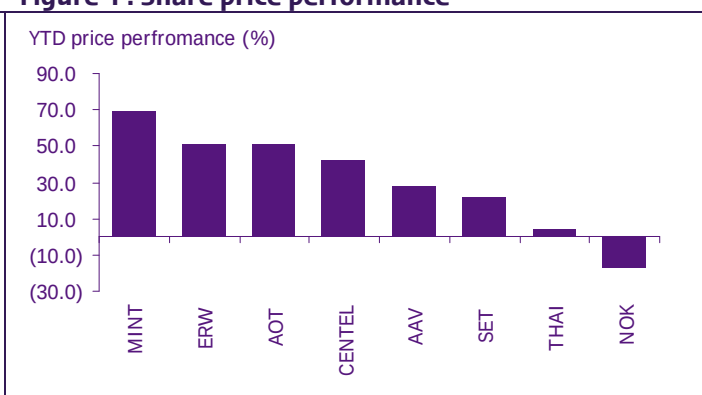
Source: Tourism Authority of Thailand and SCBS Investment Research

Figure 2 : Chinese tourists in August have met the pre-crisis level in September 2013

Source: Tourism Authority of Thailand and SCBS Investment Research

Figure 3 : Expect Thai tourism to recover in 2015

Source: Tourism Authority of Thailand and SCBS Investment Research

Figure 4 : Share price performance

Source SET and SCBS Investment Research

Figure 5 : Tourism stimulus measures

Tourism stimulus measures	Status
An insurance scheme called "Thailand Travel Shield" allowing visitors to buy insurance coverage online	Approved
Visa fee exemption for Chinese and Taiwanese tourists extending from August 9 to November 8	Approved
30-day extensions to tourist visas for residents of 48 countries and one territory (Hong Kong)	Approved
Tourism tax benefits with up to Bt15,000 deduction from personal income tax for expenditure on local tourism	Studying
Lifting the martial law	Studying

Source: SCBS Investment Research

Figure 6 : Earnings of tourism-related plays are set to improve in 4Q14F

Core profit (Bt mn)	1Q14	2Q14	3Q14F		Note	4Q14F	
			YoY	QoQ		YoY	QoQ
Hotel							
CENEL	502	42	-	+		+	+
ERW	2	(133)	-	+		+	+
MINT	1,420	548	+	+	Up YoY from increasing revenues from management fee	+	+
Airport							
AOT	3,652	2,552	+	Flat	Flat QoQ due to year-end adjustment (Fiscal year is end of September)	+	+
Airline							
AAV	148	(199)	-	-	Down QoQ due to using promotion leading to lower fare and higher costs from additional aircrafts	+	+
NOK	41	(159)	-	-	Down QoQ due to using promotion leading to lower fare and higher costs from additional aircrafts	+	+
THAI	(3,540)	(7,456)	-	+		+	+

Source: SCBS Investment Research

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

ชัยพัชร ธนวัฒน์
นักวิเคราะห์การลงทุนวิจัยพื้นฐาน
ด้านหลักทรัพย์
0-2949-1005
chaiapat.ihanawattano@scb.co.th

ไม่มีปัจจัยใหม่; ราคาหุ้นเติมมูลค่า

- หุ้นสาธารณูปโภคมีกำไรที่น่าพอใจในไตรมาส 2/57 แต่มีแนวโน้มอ่อนตัวลงในไตรมาส 3/57
- เศรษฐกิจที่ชะลอตัวทำให้อุปสงค์ในสาธารณูปโภคยังอยู่ในระดับต่ำ
- ผลตอบแทนรวมที่ 12.2% ของ TTW ต่ำกว่าหุ้นอื่น ๆ หลังจากราคาหุ้นลดลงเมื่อไม่นานนี้

สรุปผลการดำเนินงานไตรมาส 2/57: กำไรสุทธิตัว QoQ บริษัทที่ประกอบธุรกิจผลิตไฟฟ้ารายงานกำไรสุทธิไตรมาส 2/57 ในระดับทรงตัว QoQ เนื่องจากโรงไฟฟ้าทุกโรงดำเนินงานได้ตามปกติและไม่มีกำลังการผลิตใหม่เริ่มเดินเครื่องผลิต กำไรสุทธิไตรมาส 2/57 เพิ่มขึ้น ~75% YoY โดยเกิดจากการหยุดซ่อมบำรุงโรงไฟฟ้าของ RATCH และหยุดโรงไฟฟ้า GHECO-One ของ GLOW เพื่อตรวจสอบตามระยะประกันในไตรมาส 2/56 อีกทั้งยังมีขาดทุนจากอัตราแลกเปลี่ยนเงินจำนวนมากในไตรมาส 2/56 ด้วย

แนวโน้มไตรมาส 3/57: กำไรน่าจะลดลง QoQ โดยเกิดจากโรงไฟฟ้าพลังงานทดแทน โดยเฉพาะอย่างยิ่งโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ เนื่องจากไตรมาส 3 เป็นฤดูฝนซึ่งรังสีดวงอาทิตย์อยู่ในระดับต่ำ ขณะที่ธุรกิจ IPP จะดำเนินงานได้ตามปกติเนื่องจากไม่มีการหยุดซ่อมบำรุงใหญ่ทั้งที่วางแผนไว้และนอกแผน

ความต้องการใช้ไฟฟ้ายังต่ำกว่าคาด ความต้องการใช้ไฟฟ้ายังอยู่ในระดับทรงตัวในช่วง 7 เดือนแรกปี 57 โดยขยับขึ้นเพียง 0.7% YoY เพราะกิจกรรมทางเศรษฐกิจชะลอตัว โดย GDP ติดลบ 0.1% ในช่วงครึ่งแรกปี 57 ถ้าอัตราเติบโตของปริมาณการใช้ไฟฟ้ายังทรงตัวอยู่ที่ระดับปัจจุบันในช่วงที่เหลือของปีนี้ ความต้องการใช้ไฟฟ้าก็จะเพิ่มขึ้นสู่ 170,809 GWh ยังต่ำกว่าระดับ 191,630 GWh ที่คาดการณ์ไว้ในแผน PDP 210 (ฉบับปรับปรุงครั้งที่ 3) อย่างมาก ซึ่งหมายความว่าหน่วยงานภาครัฐที่เกี่ยวข้องยังมีโอกาสที่จะปรับแผนพัฒนากำลังการผลิตไฟฟ้า (PDP) ฉบับใหม่เพื่อให้มั่นใจได้ถึงความต้องการของอุปทานไฟฟ้าสำหรับประเทศไทยในระยะยาว

แผน PDP ฉบับใหม่จะมุ่งเน้นการกระจายเชื้อเพลิง ความคืบหน้าของแผน PDP ฉบับใหม่จะช่วยสนับสนุน sentiment ที่ตลาดมีต่อบริษัทที่ดำเนินธุรกิจผลิตไฟฟ้าไทยจดทะเบียน แผน PDP ฉบับใหม่มีกำหนดจัดพิมพ์ภายใน 3 เดือนข้างหน้า และจะมุ่งเน้นกระจายเชื้อเพลิงในการผลิตไฟฟ้าจากก๊าซธรรมชาติออกไปมากขึ้น ดังนั้นจึงน่าจะเปิดโอกาสให้ภาคเอกชนเข้ามามีส่วนร่วมในการพัฒนาโรงไฟฟ้าถ่านหินเพิ่มมากขึ้น ขณะเดียวกันโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ก็มีความสำคัญเพิ่มมากขึ้น โดย กพข. จะใช้เวลาเพิ่มแก่บริษัทที่ได้รับใบอนุญาตทำโซลาร์ฟาร์มเรียบร้อยแล้วในการพัฒนาโครงการให้แล้วเสร็จ

ตลาดมองแนวโน้มธุรกิจโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์เชิงบวกมากขึ้น แม้เราเชื่อว่ารัฐบาลจะสนับสนุนให้ใช้พลังงานทางเลือกในการผลิตไฟฟ้าอย่างต่อเนื่อง โดยเฉพาะอย่างยิ่งพลังงานแสงอาทิตย์ แต่เรามองว่าตลาดดูเหมือนจะมองแนวโน้มของบริษัทที่ประกอบธุรกิจโรงไฟฟ้าแสงอาทิตย์ในด้านบวกมากขึ้น ทั้งนี้เป็นเพราะมีการปรับเปลี่ยนระบบการรับซื้อไฟฟ้าจากส่วนเพิ่มราคาซื้อไฟฟ้า "Adder" ระยะเวลา 10 ปี มาเป็นอัตราซื้อไฟฟ้าที่ถูกลงมากภายใต้ระบบ Feed-In-Tariff (FIT) ระยะเวลา 25 ปี การเปลี่ยนแปลงดังกล่าวจะส่งผลทำให้ผลตอบแทนจากการลงทุนในโครงการโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ปรับลดลงเกือบครึ่งหนึ่ง ทั้งนี้ ณ valuation ปัจจุบันของบริษัทที่ทำธุรกิจเกี่ยวข้องกับโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ เราแนะนำนักลงทุนให้ใช้ความระมัดระวังในการลงทุนเพิ่มมากขึ้น

TTW: กำไรไตรมาส 2/57 ดีจากการกลับรายการภาษี กำไรสุทธิมีจำนวน 760 ล้านบาท (EPS 0.19 บาท) +45% YoY และ +6% QoQ โดยได้รับปัจจัยหนุนจากปริมาณขายน้ำประปาที่เพิ่มขึ้น 0.9% YoY และ 2.7% QoQ อัตราค่าน้ำประปา TTW ที่เพิ่มขึ้น YoY ถึง 5.5% สำหรับ TTW และ 0.4% สำหรับ PTW และการไถ่ถอนภาษีภายใต้มาตรการฟื้นฟูโรงงานหลังน้ำท่วมในปี 2554 ของบีโอไอ นอกจากนี้บริษัทมีการกลับรายการภาษีจำนวน 55 ล้านบาทในไตรมาส 2/57

TTW: กำไรไตรมาส 3/57 มีแนวโน้มเพิ่มขึ้นเล็กน้อย YoY แต่ลดลง QoQ กำไรที่เพิ่มขึ้น YoY หลักๆ จะได้รับปัจจัยกระตุ้นจากการขึ้นอัตราค่าน้ำประปาและการไถ่ถอนภาษีจากบีโอไอ ในขณะที่กำไรจะลดลง QoQ เพราะไม่มีการกลับรายการภาษีจำนวน 55 ล้านบาทเหมือนในไตรมาส 2/57 ความต้องการน้ำประปานั้นจะอยู่ในระดับทรงตัว QoQ

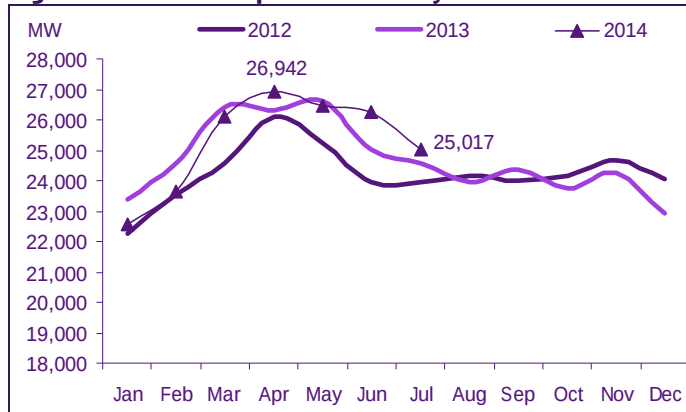
แนะนำ Neutral หุ้นทุกตัวในกลุ่มสาธารณูปโภค ราคาหุ้นที่ปรับตัวขึ้นในระยะหลังนี้โดยไม่มีปัจจัยทางพื้นฐานใหม่ๆ หมายความว่าตอนนี้ราคาหุ้นสูงเกินมูลค่าแล้ว และเราได้ปรับลดคำแนะนำหุ้นทุกตัวในกลุ่มสาธารณูปโภคลงสู่ Neutral อย่างไรก็ตาม สำหรับนักลงทุนที่ต้องการเข้าลงทุนในกลุ่มสาธารณูปโภค TTW ต่ำกว่าหุ้นอื่น ๆ เพราะผลตอบแทนที่คาดการณ์อยู่ที่ระดับ 12.2% หลังจากราคาหุ้นปรับลดลง

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	Neutral	161.00	157.0	1.2	12.5	10.9	10.3	1	15	6	1.22	1.15	1.07	10	11	11	3.7	3.7	3.9	15.5	15.9	14.8
GLOW	Neutral	92.75	95.0	5.8	16.5	14.9	14.6	73	11	2	3.34	2.98	2.71	21	21	19	3.0	3.3	3.6	10.6	9.6	9.3
GUNKUL	Neutral	24.00	18.0	(24.3)	188.0	47.2	38.3	(68)	299	23	7.41	6.46	5.74	5	15	16	0.1	0.7	0.8	115.0	59.4	44.3
RATCH	Neutral	57.75	56.0	1.0	17.3	14.6	13.7	(5)	19	7	1.44	1.36	1.30	9	10	10	4.0	4.0	4.0	10.0	9.5	9.5
TTW	Neutral	12.20	13.0	12.2	21.1	16.4	15.7	6	28	5	4.42	4.34	4.26	21	27	27	4.9	5.7	5.9	12.4	11.4	11.3
Average					51.1	20.8	18.5	1	74	8	3.57	3.26	3.02	13	17	17	3.1	3.5	3.6	32.7	21.2	17.8

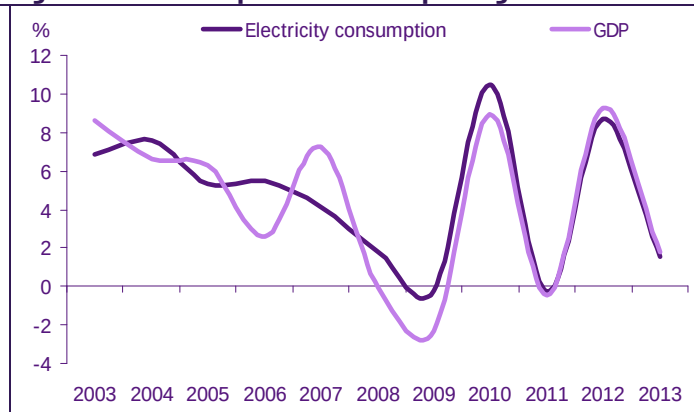
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: Thailand's peak electricity demand



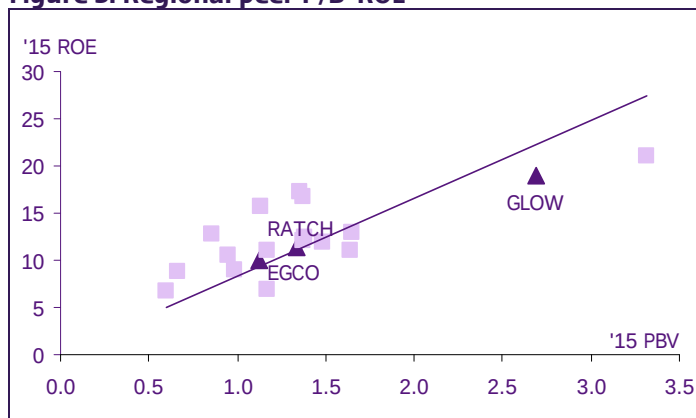
Source: EGAT, EPPO, SCBS Investment Research

Figure 2: GDP and power consumption growth



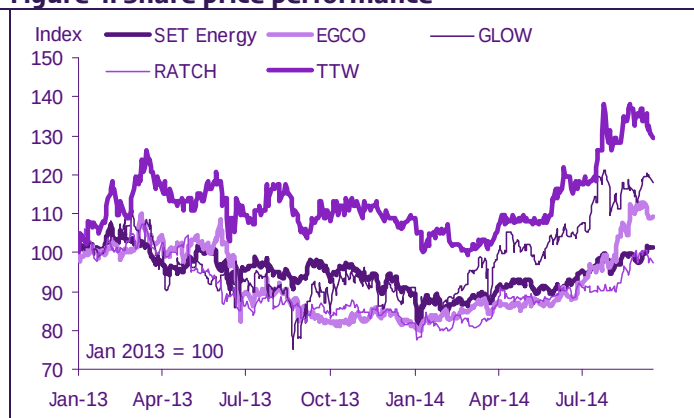
Source: EGAT, EPPO, SCBS Investment Research

Figure 3: Regional peer P/B-ROE



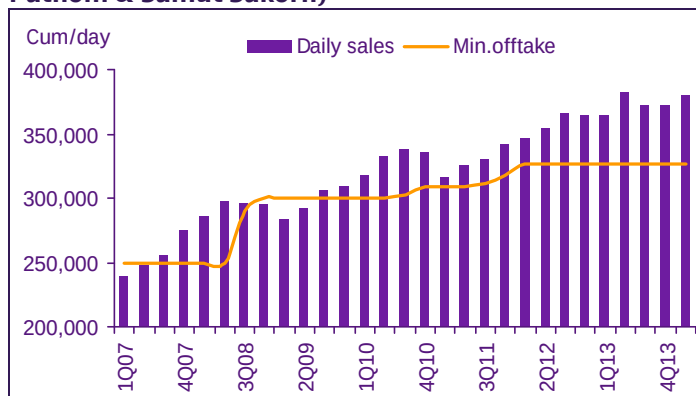
Source: Bloomberg Finance LP, SCBS Investment Research

Figure 4: Share price performance



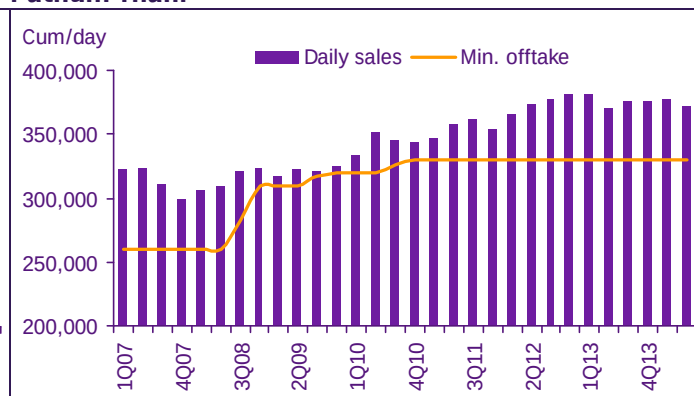
Source: Bloomberg Finance LP, SCBS Investment Research

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

คำแนะนำการลงทุน

ราคา ณ วันที่: 19 ก.ย. 57



Company	Rec.	Price (Bt)	12-mth Target Price	% Up/(Down)	12-mth BB-CON	Core Profit (Btm) 13A 14F 15F	Core EPS (Bt) 13A 14F 15F	Core EPS growth (%) 13A 14F 15F	Core PER (x) 13A 14F 15F	BVPS(Bt) 13A 14F 15F	P/BV (x) 13A 14F 15F	ROE (%) 13A 14F 15F
Agribusiness						1,504 1,996 2,108			17.2 12.9 12.3		3.46 2.91 2.50	22% 22% 20%
GFPT	Buy	20.60	20.00	(2.9)	19.3	1,504 1,996 2,108	1.20 1.59 1.68	3583% 33% 6%	17.2 12.9 12.3	5.9 7.1 8.3	3.46 2.91 2.50	22% 22% 20%
Automotive						2,827 2,735 3,129			10.2 10.8 9.3		1.40 1.29 1.18	15% 12% 13%
AH	Sell	16.70	16.00	(4.2)	16.5	610 533 654	1.89 1.65 2.03	-18% -13% 23%	8.8 10.1 8.2	17.0 18.1 19.4	0.98 0.93 0.86	12% 9% 11%
SAT	Neutral	18.20	19.00	4.4	19.9	811 765 846	1.91 1.80 1.99	4% -6% 11%	9.5 10.1 9.1	11.5 12.6 13.9	1.59 1.44 1.31	18% 15% 15%
STANLY	Neutral	226.00	235.00	4.0	230.4	1,406 1,437 1,629	18.35 18.76 21.26	-2% 2% 13%	12.3 12.0 10.6	138.1 151.2 165.3	1.64 1.50 1.37	14% 13% 13%
Banking						197,788 207,070 238,836			14.4 13.5 11.6		1.80 1.63 1.47	15% 13% 14%
Large Banks												
BBL	Buy	211.00	245.00	16.1	230.0	35,906 36,862 41,865	18.81 19.31 21.93	9% 3% 14%	11.2 10.9 9.6	155.0 174.2 188.9	1.36 1.21 1.12	13% 12% 12%
KBANK	Buy	235.00	250.00	6.4	242.4	41,325 46,884 53,602	17.27 19.59 22.40	17% 13% 14%	13.6 12.0 10.5	91.6 108.4 126.2	2.57 2.17 1.86	20% 20% 19%
KTB	Buy	24.20	25.00	3.3	24.9	33,929 31,981 36,587	2.43 2.29 2.62	45% -6% 14%	10.0 10.6 9.2	14.7 16.1 17.9	1.64 1.50 1.35	17% 15% 15%
SCB	No rec	189.50	250.00	31.9	201.0	50,233 55,368 63,702	14.78 16.29 18.74	25% 10% 15%	12.8 11.6 10.1	72.5 82.8 95.1	2.62 2.29 1.99	22% 21% 21%
Mid/small banks												
BAY	Sell	49.50	30.00	(39.4)	35.0	11,867 14,227 17,004	1.95 2.34 2.80	-19% 20% 20%	25.3 21.1 17.7	20.0 21.5 23.6	2.48 2.30 2.10	10% 11% 12%
KKP	Buy	44.00	50.00	13.6	45.3	4,418 2,942 4,242	5.27 3.50 5.05	29% -33% 44%	8.4 12.6 8.7	41.7 43.2 46.3	1.06 1.02 0.95	13% 8% 11%
LHBANK	Sell	1.80	1.20	(33.3)	1.5	893 1,012 1,072	0.07 0.08 0.08	23% 13% 6%	25.6 22.6 21.4	1.2 1.2 1.3	1.52 1.50 1.43	6% 7% 7%
TCAP	Buy	37.75	40.00	6.0	38.5	9,231 5,166 6,054	7.22 4.04 4.74	68% -44% 17%	5.2 9.3 8.0	37.1 39.7 43.4	1.02 0.95 0.87	20% 11% 11%
TISCO	Buy	46.00	50.00	8.7	44.9	4,249 4,101 4,805	5.31 5.12 6.00	4% -3% 17%	8.7 9.0 7.7	28.7 31.9 35.9	1.60 1.44 1.28	21% 17% 18%
TMB	Sell	3.04	2.60	(14.5)	2.7	5,737 8,527 9,904	0.13 0.20 0.23	354% 49% 16%	23.1 15.5 13.4	1.4 1.6 1.7	2.15 1.94 1.75	10% 13% 14%
Commerce						28,518 30,373 38,505			36.8 36.7 28.9		8.82 7.50 6.30	25% 24% 25%
BIGC	Neutral	228.00	235.00	3.1	218.2	7,224 7,553 8,544	8.76 9.16 10.36	18% 5% 13%	26.0 24.9 22.0	44.9 51.5 59.1	5.08 4.43 3.86	21% 19% 19%
CPALL	Buy	44.75	58.00	29.6	52.3	11,035 11,450 15,820	1.23 1.27 1.76	0% 4% 38%	36.4 35.1 25.4	3.7 4.1 5.0	12.18 10.90 8.89	37% 33% 39%
GLOBAL	Neutral	14.50	14.00	(3.4)	13.3	942 713 953	0.31 0.24 0.32	49% -24% 34%	46.3 61.1 45.7	3.4 4.7 5.0	4.23 3.09 2.91	10% 6% 7%
HMPRO	Neutral	10.10	11.00	8.9	10.6	3,068 3,390 3,914	0.28 0.31 0.36	15% 10% 15%	36.1 32.7 28.3	1.2 1.4 1.8	8.70 7.02 5.73	27% 24% 22%
MAKRO	Buy	41.00	48.00	17.1	41.4	4,299 5,177 6,698	0.90 1.08 1.40	22% 20% 29%	45.8 38.0 29.4	2.3 2.7 3.3	17.86 15.05 12.38	39% 43% 46%
ROBINS	Buy	53.00	70.00	32.1	61.4	1,951 2,090 2,575	1.76 1.88 2.32	2% 7% 23%	30.2 28.2 22.9	10.8 11.8 13.2	4.90 4.50 4.03	17% 17% 19%
Construction Materials						41,917 41,083 48,165			21.3 19.8 17.5		4.02 3.85 3.58	23% 22% 24%
Cement												
SCC	Buy	456.00	520.00	14.0	503.2	34,221 32,526 38,430	28.52 27.11 32.02	45% -5% 18%	16.0 16.8 14.2	156.0 168.6 185.8	2.92 2.70 2.45	20% 17% 18%
SCCC	Buy	432.00	500.00	15.7	444.7	4,917 5,569 6,388	21.38 24.21 27.77	27% 13% 15%	20.2 17.8 15.6	83.7 93.1 103.8	5.16 4.64 4.16	27% 27% 28%
TIPL	Sell	19.20	15.00	(21.9)	13.9	1,029 1,270 1,430	0.51 0.63 0.71	418% 23% 13%	37.7 30.5 27.1	28.6 31.2 31.8	0.67 0.61 0.60	2% 2% 2%
Ceramics												
DCC	Neutral	57.75	60.00	3.9	61.5	1,298 1,310 1,473	3.18 3.21 3.61	3% 1% 12%	18.2 18.0 16.0	6.8 6.9 7.3	8.53 8.36 7.91	47% 47% 51%
DRT	Sell	6.25	5.70	(8.8)	6.8	451 407 444	0.43 0.39 0.43	-10% -10% 9%	14.4 15.9 14.6	2.2 2.1 2.3	2.82 2.91 2.76	20% 18% 19%
Electronic Components						8,483 11,780 13,362			18.7 12.8 11.2		2.49 2.10 1.89	11% 17% 17%
CCET	Neutral	3.06	3.90	27.5		792 1,573 1,978	0.19 0.39 0.49	38% 99% 26%	15.8 7.9 6.3	3.9 4.2 4.5	0.78 0.74 0.69	5% 10% 11%
DELTA	Buy	62.25	60.00	(3.6)	61.0	4,883 5,680 6,254	3.91 4.55 5.01	16% 16% 10%	15.9 13.7 12.4	20.3 22.2 24.4	3.07 2.81 2.55	20% 21% 22%
HANA	Buy	41.75	30.00	(28.1)	38.6	1,456 2,157 2,368	1.81 2.68 2.94	35% 48% 10%	23.1 15.6 14.2	20.6 23.5 24.9	2.03 1.78 1.68	9% 12% 12%
KCE	Buy	40.50	34.00	(16.0)	45.8	1,052 1,248 1,442	2.19 2.60 3.00	1731% 19% 16%	18.5 15.6 13.5	8.6 11.4 13.7	4.73 3.56 2.96	29% 26% 24%
SMT	Sell	6.65	7.00	5.3	10.4	-301 301 348	-0.72 0.72 0.83	49% n.m. 15%	n.m. 9.2 8.0	4.6 5.0 5.2	1.45 1.33 1.29	-16% 15% 16%
SVI	Buy	5.45	4.40	(19.3)	5.0	602 821 972	0.27 0.36 0.43	56% 36% 18%	20.4 15.0 12.7	1.9 2.3 2.5	2.90 2.39 2.17	18% 17% 18%
Energy & Utilities						193,543 211,218 219,731			32.2 24.3 16.4		2.19 2.01 1.87	10% 12% 12%
Oil & Gas and Coal												
BANPU	Neutral	30.50	34.00	11.5	30.9	3,147 3,317 4,451	1.16 1.28 1.72	-47% 11% 34%	26.3 23.7 17.7	26.3 28.4 29.3	1.16 1.07 1.04	4% 5% 6%
PTT	Buy	354.00	400.00	13.0	364.2	94,397 102,341 104,125	33.05 35.83 36.45	-12% 8% 2%	10.7 9.9 9.7	288.6 317.3 346.8	1.23 1.12 1.02	12% 12% 11%
PTTEP	Buy	164.00	210.00	28.0	187.0	59,238 65,987 64,865	14.92 16.62 16.34	-23% 11% -2%	11.0 9.9 10.0	96.9 107.8 117.6	1.69 1.52 1.39	17% 16% 14%
Refineries												
BCP	Buy	33.75	44.00	30.4	38.1	4,616 4,801 5,234	3.35 3.49 3.80	120% 4% 9%	10.1 9.7 8.9	25.2 27.3 29.7	1.34 1.23 1.14	14% 13% 13%
ESSO	Sell	5.85	6.50	11.1	6.1	-379 438 1,287	-0.11 0.13 0.37	78% n.m. 194%	n.m. 46.2 15.7	6.5 6.6 7.0	0.90 0.88 0.83	-2% 2% 5%
IRPC	Sell	3.32	3.40	2.4	3.6	-1,767 927 2,183	-0.09 0.05 0.11	45% n.m. 135%	n.m. 73.2 31.1	3.7 3.7 3.8	0.90 0.89 0.87	-2% 1% 3%
TOP	Buy	53.00	64.00	20.8	58.8	12,033 7,358 10,256	5.90 3.61 5.03	27% -39% 39%	9.0 14.7 10.5	44.6 46.7 49.6	1.19 1.13 1.07	14% 8% 10%
Utilities												
EGCO	Neutral	161.00	157.00	(2.5)	168.0	6,780 7,779 8,241	12.88 14.78 15.65	1% 15% 6%	12.5 10.9 10.3	131.7 140.5 150.0	1.22 1.15 1.07	10% 11% 11%
GLOW	Neutral	92.75	95.00	2.4	93.1	8,217 9,117 9,299	5.62 6.23 6.36	73% 11% 2%	16.5 14.9 14.6	27.7 31.1 34.3	3.34 2.98 2.71	21% 21% 19%
GUNKUL	Neutral	24.00	18.00	(25.0)	22.1	112 448 551	0.13 0.51 0.63	-68% 299% 23%	188.0 47.2 38.3	3.2 3.7 4.2	7.41 6.46 5.74	5% 15% 16%
RATCH	Neutral	57.75	56.00	(3.0)	60.8	4,837 5,741 6,135	3.34 3.96 4.23	-5% 19% 7%	17.3 14.6 13.7	40.2 42.4 44.3	1.44 1.36 1.30	9% 10% 10%
TTW	Neutral	12.20	13.00	6.6	12.9	2,310 2,963 3,103	0.58 0.74 0.78	6% 28% 5%	21.1 16.4 15.7	2.8 2.8 2.9	4.42 4.34 4.26	21% 27% 27%
Finance & Securities						6,295 6,243 7,019			10.7 10.9 9.9		2.65 2.45 2.22	27% 23% 24%
Credit card												
AEONTS	Buy	115.50	130.00	12.6	116.3	2,501 2,696 3,209	10.01 10.79 12.84	48% 8% 19%	11.5 10.7 9.0	35.6 42.3 50.7	3.24 2.73 2.28	31% 28% 28%
KTC	Neutral	73.00	60.00	(17.8)	66.3	1,283 1,572 1,623	4.97 6.10 6.29	403% 23% 3%	14.7 12.0 11.6	23.8 27.9 31.7	3.07 2.62 2.30	23% 24% 21%
Securities												
ASP	Buy	3.78	4.40	16.4	3.7	1,066 863 981	0.51 0.41 0.47	77% -19% 14%	7.5 9.2 8.1	2.1 2.1 2.2	1.79 1.79 1.69	25% 19% 21%
MBKET	Sell	23.00	20.00	(13.0)	22.0	1,446 1,111 1,207	2.53 1.95 2.11	96% -23% 9%	9.1 11.8 10.9	9.2 8.7 8.8	2.49 2.65 2.60	30% 22% 24%

คำแนะนำการลงทุน

ราคา ณ วันที่: 19 ก.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	24,557	31,416							27.4	21.8	16.2				3.61	3.28	2.92	14%	16%	19%
CPF	Buy	31.25	42.00	34.4	35.2	-1,458	13,746	18,947	-0.20	1.86	2.56	n.m.	n.m.	38%	n.m.	16.8	12.2	17.5	21.7	22.1	1.78	1.44	1.41	-1%	9%	12%
MINT	Neutral	35.00	30.00	(14.3)	37.4	3,806	4,318	5,028	0.97	1.08	1.26	19%	11%	16%	36.1	32.4	27.9	6.8	7.4	8.2	5.11	4.72	4.25	17%	15%	16%
OISHI	Sell	91.00	88.00	(3.3)	80.0	566	531	1,130	3.02	2.83	6.03	-19%	-6%	113%	30.2	32.1	15.1	18.2	19.6	23.7	5.01	4.64	3.84	17%	15%	28%
PM	Buy	10.00	12.00	20.0	12.0	406	450	492	0.68	0.75	0.82	0%	11%	9%	14.7	13.3	12.1	2.3	2.5	2.8	4.29	3.93	3.58	29%	27%	27%
TUF	Buy	70.00	80.00	14.3	81.0	2,801	5,512	5,819	2.44	4.80	5.07	-33%	97%	6%	28.7	14.6	13.8	37.8	42.2	46.8	1.85	1.66	1.50	7%	12%	11%
Health Care Services						9,165	10,980	13,076							43.2	35.2	30.2				8.06	7.58	6.72	19%	21%	22%
BGH	Buy	18.70	22.00	17.6	19.6	6,113	7,438	9,137	0.40	0.48	0.59	6%	21%	23%	47.3	38.9	31.7	2.8	3.1	3.4	6.78	6.07	5.43	15%	16%	18%
BH	Sell	130.00	110.00	(15.4)	121.9	2,466	2,743	2,995	3.39	3.77	4.11	35%	11%	9%	38.4	34.5	31.6	11.1	12.1	13.9	11.75	10.74	9.37	27%	27%	27%
BCH	Buy	10.30	9.50	(7.8)	9.1	585	798	944	0.23	0.32	0.38	-36%	37%	18%	43.9	32.2	27.2	1.8	1.7	1.9	5.66	5.95	5.36	14%	18%	21%
Information & Communication Technology						54,573	72,457	93,070							19.5	94.8	18.9				10.64	6.45	6.19	22%	37%	43%
Mobile																										
ADVANC	Buy	213.00	300.00	40.8	241.1	36,507	37,930	46,973	12.28	12.76	15.80	5%	4%	24%	17.3	16.7	13.5	15.4	15.7	17.2	13.84	13.59	12.41	82%	82%	96%
DTAC	Neutral	100.50	120.00	19.4	122.7	10,835	13,133	16,080	4.58	5.55	6.79	-3%	21%	22%	22.0	18.1	14.8	13.8	12.2	10.5	7.27	8.26	9.54	32%	43%	60%
TRUE	Buy	12.60	10.00	(20.6)	8.3	-11,665	390	5,599	-0.80	0.02	0.23	-76%	n.m.	1340%	n.m.	794.8	55.2	0.3	3.0	3.2	44.86	4.22	3.92	-134%	1%	7%
Internet																										
CSL	Buy	10.10	13.00	28.7	12.0	439	467	499	0.74	0.79	0.84	10%	6%	7%	13.7	12.9	12.0	2.0	2.1	2.2	4.95	4.77	4.56	37%	38%	39%
THCOM	Buy	38.50	46.00	19.5	47.2	1,449	1,906	2,309	1.32	1.74	2.11	73%	32%	21%	29.1	22.1	18.3	14.2	15.5	16.8	2.71	2.48	2.29	10%	12%	13%
Other																										
INTUCH	Buy	69.75	90.00	29.0	88.6	13,571	14,635	17,204	4.23	4.56	5.37	13%	8%	18%	16.5	15.3	13.0	4.4	4.4	4.4	15.70	15.70	15.70	95%	103%	121%
JMART	Neutral	14.20	15.00	5.6	18.3	400	452	535	0.96	0.92	1.02	20%	-5%	11%	14.8	15.5	13.9	4.2	4.2	4.8	3.35	3.39	2.98	22%	21%	21%
SAMART	Buy	32.50	24.00	(26.2)	32.2	1,464	1,629	1,693	1.47	1.63	1.69	53%	11%	4%	22.1	20.0	19.2	8.3	10.0	11.8	3.90	3.25	2.75	19%	18%	15%
SAMTEL	Buy	22.70	18.00	(20.7)	24.0	775	920	923	1.26	1.49	1.50	4%	18%	0%	18.0	15.2	15.2	5.2	5.9	6.6	4.39	3.85	3.42	26%	27%	24%
SIM	Buy	3.96	4.50	13.6	4.4	798	996	1,254	0.18	0.23	0.29	443%	24%	26%	21.7	17.5	13.9	0.7	0.8	0.9	5.43	4.93	4.31	28%	30%	33%
Insurance						1,964	2,783	6,611							25.5	27.7	18.1				6.26	5.31	4.44	-9%	9%	27%
BLA	Sell	86.50	70.00	(19.1)	77.5	4,381	3,250	4,939	3.62	2.68	4.08	33%	-26%	52%	23.9	32.3	21.2	18.4	20.8	24.0	4.71	4.16	3.60	21%	14%	18%
THRE	Buy	3.68	4.00	8.7	3.8	-2,799	-917	1,140	-0.80	-0.22	0.27	36%	73%	n.m.	n.m.	n.m.	13.6	0.8	1.0	1.3	4.57	3.61	2.74	-89%	-26%	23%
THREL	Neutral	17.30	16.00	(7.5)	14.3	383	450	533	0.64	0.75	0.89	44%	17%	18%	27.1	23.1	19.5	1.8	2.1	2.5	9.51	8.17	6.97	42%	38%	39%
Media & Publishing						8,000	7,388	6,697							16.9	17.7	18.4				5.13	5.09	5.09	33%	29%	27%
TV broadcasting																										
BEC	Neutral	45.00	47.00	4.4	47.1	5,589	5,240	4,607	2.79	2.62	2.30	17%	-6%	-12%	16.1	17.2	19.5	4.6	4.6	4.5	9.87	9.83	9.95	64%	57%	51%
MCOT	Sell	23.50	25.00	6.4	21.3	1,527	1,200	1,019	2.22	1.75	1.48	-13%	-21%	-15%	10.6	13.5	15.8	11.6	11.8	11.9	2.03	2.00	1.97	19%	15%	13%
Cinema																										
MAJOR	Neutral	23.90	22.00	(7.9)	23.5	884	948	1,071	1.00	1.07	1.21	13%	7%	13%	24.0	22.4	19.8	6.9	6.9	7.1	3.48	3.44	3.35	15%	15%	17%
Petrochemicals & Chemicals						33,066	34,616	42,785							8.3	21.3	17.3				1.66	1.57	1.48	6%	9%	11%
IVL	Neutral	27.00	27.00	-	27.8	-631	3,871	4,764	-0.13	0.80	0.99	-1897%	n.m.	23%	n.m.	33.6	27.3	12.6	13.2	13.9	2.15	2.05	1.95	-1%	6%	7%
PTTGC	Buy	62.00	85.00	37.1	79.1	33,697	30,745	38,020	7.47	6.82	8.43	7%	-9%	24%	8.3	9.1	7.4	52.9	56.8	61.8	1.17	1.09	1.00	14%	12%	14%
Property Development						35,219	41,979	48,393							18.8	17.1	15.4				2.89	2.61	2.33	18%	18%	18%
Contractors																										
BJCHI	Buy	40.25	60.00	49.1	44.1	1,262	1,004	1,278	3.94	3.14	4.00	13%	-20%	27%	10.2	12.8	10.1	13.7	14.5	16.5	2.93	2.78	2.45	44%	22%	26%
CK	Buy	28.00	34.00	21.4	28.8	831	1,452	1,523	0.50	0.86	0.90	1031%	71%	5%	55.7	32.7	31.1	10.0	9.5	10.0	2.80	2.95	2.80	7%	9%	10%
ITD	Buy	5.80	8.50	46.6	5.6	832	967	1,245	0.19	0.20	0.26	-8%	6%	29%	31.0	29.2	22.6	2.8	2.7	2.9	2.08	2.14	2.01	8%	7%	9%
NWR	Buy	2.22	2.70	21.6	2.2	-49	127	216	-0.02	0.06	0.09	n.m.	n.m.	57%	n.m.	38.7	24.6	1.5	1.6	1.7	1.53	1.37	1.33	-2%	4%	6%
STEC	Buy	25.75	30.00	16.5	27.3	1,439	1,522	1,547	0.94	1.00	1.01	2%	6%	2%	27.3	25.8	25.4	5.1	5.7	6.2	5.05	4.52	4.15	21%	18%	17%
Industrial Estate																										
AMATA	Buy	16.40	20.00	22.0	19.8	1,516	1,498	1,807	1.42	1.40	1.69	1%	-1%	21%	11.5	11.7	9.7	9.6	10.4	11.5	1.72	1.58	1.42	16%	14%	15%
HEMRAJ	Buy	4.58	4.40	(3.9)	4.2	2,686	3,028	3,115	0.28	0.31	0.32	21%	13%	3%	16.5	14.7	14.3	1.5	1.7	1.9	3.03	2.77	2.47	21%	20%	18%
ROJNA	Neutral	8.05	7.30	(9.3)	8.9	-828	1,171	424	-0.58	0.82	0.30	n.m.	n.m.	-64%	n.m.	9.8	27.2	6.9	7.7	7.7	1.17	1.05	1.05	-9%	11%	4%
TICON	Buy	17.50	30.00	71.4	19.8	1,414	1,810	2,001	1.60	1.98	2.19	-2%	24%	11%	10.9	8.8	8.0	9.8	10.5	11.4	1.78	1.67	1.53	17%	20%	20%
WHA	Buy	40.50	40.00	(1.2)	td																					

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	
WHAPF	Buy	10.00	14.00	40.0		388	550	706				n.a.	n.a.	n.a.		n.a.	n.a.	n.a.	10.6	10.5	10.8	0.95	0.95	0.93	n.a.	n.a.	n.a.
<u>Office</u>																											
QHPF	Buy	9.25	10.50	13.5		888	659	470	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	10.9	10.9	10.7	0.85	0.85	0.86	n.a.	n.a.	n.a.	
POPF	Buy	12.60	12.00	(4.8)		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	1.13	1.12	1.12	n.a.	n.a.	n.a.	
Tourism & Leisure				8.5		1,461	1,156	2,533							65.8	40.8	31.6				3.49	3.42	3.16	8%	4%	12%	
CENTEL	Buy	39.25	42.00	7.0	42.2	1,334	1,300	2,220	0.99	0.96	1.64	25%	-3%	71%	39.7	40.8	23.9	8.3	8.8	9.8	4.75	4.44	3.99	13%	11%	18%	
ERW	Buy	4.96	5.70	14.9	5.4	127	-145	313	0.05	-0.06	0.13	409%	n.m.	n.m.	92.0	n.m.	39.3	2.2	2.1	2.1	2.23	2.41	2.32	3%	-3%	6%	
Transportation & Logistics				(2.6)		9,347	6,009	25,903							28.9	111.0	22.1				1.69	1.96	1.95	3%	0%	6%	
<u>Aviation</u>																											
AAV	Buy	4.68	5.00	6.8	4.5	901	46	1,223	0.19	0.01	0.25	5%	-95%	2538%	25.2	489.5	18.6	4.0	4.0	4.3	1.17	1.17	1.10	5%	0%	6%	
AOT	Buy	239.00	245.00	2.5	239.0	10,528	12,841	14,850	7.37	8.99	10.39	37%	22%	16%	32.4	26.6	23.0	65.2	69.6	76.4	3.67	3.43	3.13	12%	13%	14%	
NOK	Neutral	15.80	19.00	20.3	17.7	1,066	-43	690	1.88	-0.07	1.10	25%	n.m.	n.m.	8.4	n.m.	14.3	8.0	6.7	7.8	1.97	2.35	2.02	39%	-1%	15%	
THAI	Sell	14.40	13.00	(9.7)	13.6	-3,747	-12,612	806	-1.72	-5.78	0.37	n.m.	-237%	n.m.	n.m.	n.m.	39.0	26.1	20.1	20.5	0.55	0.72	0.70	-6%	-25%	2%	
<u>Mass Transit</u>																											
BMCL	Neutral	1.99	1.00	(49.7)	1.7	-774	-636	-928	-0.06	-0.03	-0.05	23%	51%	-46%	n.m.	n.m.	n.m.	0.7	0.4	0.4	2.80	5.02	5.67	-16%	-8%	-12%	
BTS	Buy	9.60	10.80	12.5	10.6	1,757	2,328	2,596	0.15	0.20	0.22	88%	29%	11%	62.8	48.6	43.7	5.1	4.8	4.4	1.88	2.02	2.20	3%	4%	5%	
<u>Shipping</u>																											
PSL	Neutral	25.00	15.50	(38.0)	27.4	-424	334	1,587	-0.41	0.32	1.53	-152%	n.m.	374%	n.m.	77.7	16.4	15.0	15.3	16.1	1.66	1.63	1.56	-3%	2%	10%	
RCL	Neutral	11.30	7.60	(32.7)	10.8	-1,595	102	750	-1.92	0.12	0.90	28%	n.m.	632%	n.m.	91.4	12.5	11.2	13.8	14.6	1.01	0.82	0.77	-16%	1%	6%	
TTA	Neutral	23.80	16.00	(32.8)	26.2	-185	937	1,422	-0.19	0.72	1.09	39%	n.m.	52%	n.m.	33.0	21.7	25.7	25.2	24.3	0.93	0.94	0.98	-1%	3%	4%	
<u>Tollroads</u>																											
BECL	Neutral	37.00	41.00	10.8	43.1	1,821	2,710	2,906	2.36	3.52	3.77	27%	49%	7%	15.6	10.5	9.8	29.7	25.4	27.5	1.25	1.46	1.35	8%	13%	14%	
mai						485	1,861	3,397							139.9	37.0	21.3				8.11	6.27	4.60	11%	20%	28%	
AGE	Buy	2.46	2.70	9.8	2.6	85	175	222	0.06	0.11	0.15	n.m.	78%	27%	38.3	21.5	16.9	3.7	3.7	4.1	0.66	0.67	0.61	7%	13%	15%	
EA	Neutral	24.60	24.00	(2.4)	19.3	268	1,507	2,816	0.07	0.40	0.75	113%	462%	87%	342.5	60.9	32.6	1.2	1.5	2.2	21.03	15.94	11.34	10%	30%	41%	
UAC	Buy	9.25	11.50	24.3	9.7	131	179	359	0.24	0.32	0.65	-12%	36%	101%	39.1	28.7	14.3	3.5	4.2	5.0	2.65	2.21	1.85	16%	17%	28%	
SCBS Coverage		1584.91		12.4		639,791	714,421	841,339	87.14	97.31	114.59	9.1%	11.7%	17.8%	18.2	16.3	13.8				2.4	2.1	2.0	14%	14%	15%	

คำแนะนำการลงทุน

ราคา ณ วันที่: 19 ก.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			
Agribusiness									1.70	2.32	2.45	12.68	10.44	9.54	104.85	21.46	4.96	4,386	4,380	3,141		25,829	0.18
GFPT	Buy	20.60	20.00	(2.9)	19.3	0.35	0.48	0.50	1.70	2.32	2.45	12.68	10.44	9.54	104.85	21.46	4.96	4,386	4,380	3,141	1,254	25,829	0.18
Automotive									3.26	2.92	3.36	5.20	5.69	5.05	15.24	-12.95	5.83	4,056	1,695	-102		30,443	0.21
AH	Sell	16.70	16.00	(4.2)	16.5	0.49	0.41	0.51	2.93	2.47	3.03	4.25	6.52	5.74	38.86	-39.51	5.56	4,430	3,720	3,079	323	5,387	0.04
SAT	Neutral	18.20	19.00	4.4	19.9	0.75	0.63	0.70	4.12	3.46	3.83	5.54	5.25	4.69	4.17	-2.72	2.34	2,200	1,417	640	425	7,739	0.05
STANLY	Neutral	226.00	235.00	4.0	230.4	6.19	6.38	7.25	2.74	2.82	3.21	5.83	5.30	4.71	2.70	3.37	9.59	(2,574)	(3,441)	(3,821)	77	17,317	0.12
Banking									3.23	2.88	3.34											2,526,783	17.58
Large Banks																							
BBL	Buy	211.00	245.00	16.1	230.0	6.60	7.26	8.25	3.13	3.44	3.91							-	-	-	1,909	402,766	2.80
KBANK	Buy	235.00	250.00	6.4	242.4	3.50	4.00	5.00	1.49	1.70	2.13							-	-	-	2,393	562,416	3.91
KTB	Buy	24.20	25.00	3.3	24.9	0.88	0.87	0.99	3.64	3.59	4.11							-	-	-	13,976	338,221	2.35
SCB	No rec	189.50	250.00	31.9	201.0	5.91	6.52	7.50	3.12	3.44	3.96							-	-	-	3,399	644,147	4.48
Mid/small banks																							
BAY	Sell	49.50	30.00	(39.4)	35.0	0.80	0.70	0.84	1.62	1.42	1.70							-	-	-	6,074	300,670	2.09
KKP	Buy	44.00	50.00	13.6	45.3	2.70	1.75	2.53	6.14	3.98	5.74							-	-	-	840	36,980	0.26
LHBANK	Sell	1.80	1.20	(33.3)	1.5	0.06	0.03	0.03	3.23	1.77	1.87										13,185	23,732	0.17
TCAP	Buy	37.75	40.00	6.0	38.5	1.60	1.20	1.18	4.24	3.19	3.14							-	-	-	1,278	48,238	0.34
TISCO	Buy	46.00	50.00	8.7	44.9	2.00	2.00	2.10	4.35	4.35	4.57							-	-	-	801	36,830	0.26
TMB	Sell	3.04	2.60	(14.5)	2.7	0.04	0.06	0.07	1.32	1.93	2.24							-	-	-	43,679	132,783	0.92
Commerce									1.20	1.21	1.38	22.78	19.73	16.25	16.44	17.90	20.88	187,745	191,560	179,750		1,000,656	6.96
BIGC	Neutral	228.00	235.00	3.1	218.2	2.64	2.75	3.11	1.16	1.20	1.36	15.49	14.34	12.84	6.89	5.45	8.28	19,622	14,701	8,488	825	188,100	1.31
CPALL	Buy	44.75	58.00	29.6	52.3	0.90	0.83	0.88	2.01	1.85	1.97	27.72	18.06	14.75	16.98	52.94	20.33	159,627	157,663	147,799	8,983	401,994	2.80
GLOBAL	Neutral	14.50	14.00	(3.4)	13.3	0.02	0.02	0.03	0.12	0.16	0.22	28.95	28.83	23.61	29.72	3.36	24.42	3,304	4,684	5,580	3,049	44,207	0.31
HMPRO	Neutral	10.10	11.00	8.9	10.6	0.03	0.03	0.04	0.32	0.31	0.35	20.69	17.82	15.41	18.56	18.49	16.85	8,972	11,457	12,686	10,959	110,691	0.77
MAKRO	Buy	41.00	48.00	17.1	41.4	0.80	0.81	0.91	1.95	1.97	2.21	28.52	25.08	19.29	14.60	16.86	30.93	-1,679	3,668	5,083	4,800	196,800	1.37
ROBINS	Buy	53.00	70.00	32.1	61.4	0.88	0.94	1.16	1.67	1.78	2.19	15.31	14.25	11.59	11.91	10.31	24.47	-2,100	-613	114	1,111	58,865	0.41
Construction Materials									3.58	3.55	3.99	12.19	11.10	9.79	22.64	7.52	9.97	175,971	168,389	157,963		715,437	4.98
Cement																							
SCC	Buy	456.00	520.00	14.0	503.2	15.50	13.55	16.01	3.40	2.97	3.51	11.05	10.50	9.22	46.87	4.57	13.29	162,424	158,239	154,483	1,200	547,200	3.81
SCCC	Buy	432.00	500.00	15.7	444.7	15.00	17.07	19.44	3.47	3.95	4.50	14.31	12.78	11.20	26.55	11.76	11.93	4,506	4,283	2,301	230	99,360	0.69
TPIPL	Sell	19.20	15.00	(21.9)	13.9	0.06	0.11	0.11	0.31	0.58	0.55	13.73	10.39	8.64	33.74	23.96	7.78	6,580	3,757	-652	2,019	38,765	0.27
Ceramics																							
DCC	Neutral	57.75	60.00	3.9	61.5	3.18	3.21	3.61	5.51	5.56	6.25	12.99	12.80	11.45	2.49	0.46	10.89	1,018	780	587	408	23,562	0.16
DRT	Sell	6.25	5.70	(8.8)	6.8	0.33	0.29	0.32	5.21	4.70	5.14	8.88	9.02	8.43	3.54	-3.13	5.94	1,443	1,329	1,245	1,048	6,550	0.05
Electronic Components									2.52	3.95	4.55	17.84	8.61	7.39	45.02	141.57	12.28	-2,045	-2,457	-7,680		162,072	1.13
CCET	Neutral	3.06	3.90	27.5		0.08	0.17	0.22	2.61	5.67	7.13	9.43	6.69	5.60	-2.85	45.62	13.42	15,428	16,371	14,920	4,251	13,008	0.09
DELTA	Buy	62.25	60.00	(3.6)	61.0	2.70	2.80	3.00	4.34	4.50	4.82	10.87	9.31	8.27	14.33	15.69	9.57	-14,286	-14,897	-16,589	1,247	77,650	0.54
HANA	Buy	41.75	30.00	(28.1)	38.6	1.50	1.50	1.50	3.59	3.59	3.59	9.93	6.97	6.08	13.24	33.86	8.58	-6,694	-8,322	-9,634	805	33,604	0.23
KCE	Buy	40.50	34.00	(16.0)	45.8	0.75	0.70	0.75	1.85	1.73	1.85	13.56	12.19	10.64	141.40	13.24	14.36	4,439	4,868	4,817	560	22,681	0.16
SMT	Sell	6.65	7.00	5.3	10.4	0.00	0.30	0.42	0.00	4.51	6.25	52.18	6.40	5.61	n.m.	726.20	10.92	1,017	1,067	960	418	2,781	0.02
SVI	Buy	5.45	4.40	(19.3)	5.0	0.15	0.20	0.20	2.75	3.67	3.67	11.09	10.09	8.15	58.96	14.80	16.80	-1,949	-1,544	-2,154	2,266	12,348	0.09
Energy & Utilities									2.96	2.99	3.40	19.32	13.68	11.50	9.51	15.85	11.29	670,846	674,419	688,894		2,357,613	16.40
Oil & Gas and Coal																							
BANPU	Neutral	30.50	34.00	11.5	30.9	1.20	0.70	0.90	3.93	2.30	2.95	10.79	11.29	9.79	-32.74	-7.14	16.14	91,324	90,484	91,786	2,582	78,747	0.55
PTT	Buy	354.00	400.00	13.0	364.2	13.00	13.00	13.00	3.67	3.67	3.67	5.76	5.03	4.94	-0.29	13.39	3.00	325,361	313,492	328,742	2,856	1,011,130	7.03
PTTEP	Buy	164.00	210.00	28.0	187.0	6.00	6.60	6.50	3.66	4.02	3.96	4.35	3.95	4.03	4.50	13.40	0.79	54,666	74,978	96,919	3,970	651,078	4.53
Refineries																							
BCP	Buy	33.75	44.00	30.4	38.1	1.35	1.40	1.60	4.00	4.15	4.74	6.05	6.00	5.49	52.72	-0.28	4.92	10,575	9,929	7,754	1,377	46,471	0.32
ESSO	Sell	5.85	6.50	11.1	6.1	0.00	0.00	0.10	0.00	0.00	1.71	14.83	11.12	7.63	7.61	12.72	29.62	21,982	15,429	11,504	3,461	20,246	0.14
IRPC	Sell	3.32	3.40	2.4	3.6	0.02	0.02	0.04	0.60	0.60	1.20	21.14	14.40	11.55	69.60	69.91	21.82	37,906	54,599	51,751	20,434	67,842	0.47
TOP	Buy	53.00	64.00	20.8	58.8	2.10	2.00	2.30	3.96	3.77	4.34	5.53	6.59	5.39	11.91	-15.98	17.63	18,718	18,777	13,974	2,040	108,121	0.75
</																							

คำแนะนำการลงทุน

ราคา ณ วันที่: 19 ก.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						15.5			2.23 2.96 3.76			20.37 12.41 10.68			-7.57 58.57 17.16			246,632 225,574 194,812			485,398		3.38
CPF	Buy	31.25	42.00	34.4	35.2	0.50	1.10	1.60	1.60	3.52	5.12	35.92	12.31	9.61	-38.33	182.57	18.44	177,805	164,897	135,071	7,743	241,967	1.68
MINT	Neutral	35.00	30.00	(14.3)	37.4	0.35	0.38	0.44	1.00	1.08	1.26	20.89	19.42	16.61	16.74	9.65	15.44	19,791	20,099	18,084	4,002	140,054	0.97
OISHI	Sell	91.00	88.00	(3.3)	80.0	1.30	1.42	3.01	1.43	1.56	3.31	13.02	8.20	6.81	18.93	21.67	35.21	1,934	(2,500)	(707)	188	17,063	0.12
PM	Buy	10.00	12.00	20.0	12.0	0.50	0.52	0.55	5.00	5.20	5.50	11.54	10.03	9.16	-6.19	14.64	9.77	(28)	(48)	(34)	598	5,982	0.04
TUF	Buy	70.00	80.00	14.3	81.0	1.49	2.40	2.54	2.13	3.43	3.62	20.47	12.07	11.22	-29.02	64.31	6.95	47,130	43,127	42,399	1,148	80,332	0.56
Health Care Services						8.4			1.29 1.34 1.56			22.67 20.27 16.64			3.51 19.19 13.33			21,247 20,328 14,490			410,085		2.85
BGH	Buy	18.70	22.00	17.6	19.6	0.16	0.19	0.24	0.87	1.03	1.26	27.65	23.79	19.77	2.91	16.11	18.82	18,460	17,587	13,679	15,491	289,681	2.01
BH	Sell	130.00	110.00	(15.4)	121.9	1.90	1.88	2.06	1.46	1.45	1.58	22.97	20.26	18.28	22.70	12.71	9.75	(165)	(703)	(1,629)	729	94,718	0.66
BCH	Buy	10.30	9.50	(7.8)	9.1	0.16	0.16	0.19	1.55	1.55	1.84	17.41	16.76	11.87	-15.07	28.75	11.41	2,952	3,444	2,440	2,494	25,686	0.18
Information & Communication Technology						20.1			3.52 4.00 4.55			11.89 10.55 9.16			23.88 19.23 14.42			135,313 120,681 116,586			1,524,753		10.61
Mobile																							
ADVANC	Buy	213.00	300.00	40.8	241.1	12.15	12.76	15.80	5.70	5.99	7.42	10.38	9.09	7.47	3.31	14.59	21.12	21,859	24,547	21,385	2,973	633,269	4.40
DTAC	Neutral	100.50	120.00	19.4	122.7	3.72	5.55	6.79	3.70	5.52	6.76	8.85	8.01	6.75	11.18	14.55	15.36	23,988	33,495	25,915	2,368	237,965	1.66
TRUE	Buy	12.60	10.00	(20.6)	8.3	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	15.62	16.47	13.58	-2.10	32.52	23.85	72,825	47,995	56,207	24,608	310,060	2.16
Internet																							
CSL	Buy	10.10	13.00	28.7	12.0	0.70	0.72	0.76	6.93	7.13	7.52	8.47	7.46	6.89	4.55	11.06	5.42	-51	-180	-330	595	6,005	0.04
THCOM	Buy	38.50	46.00	19.5	47.2	0.45	0.78	0.95	1.17	2.03	2.46	12.56	8.25	6.99	-3.64	39.88	14.25	4,915	1,081	-312	1,096	42,194	0.29
Other																							
INTUCH	Buy	69.75	90.00	29.0	88.6	4.23	4.56	5.37	6.07	6.54	7.69	16.30	15.13	12.87	12.97	7.78	17.53	-2,096	-2,132	-2,123	3,206	223,648	1.56
JMART	Neutral	14.20	15.00	5.6	18.3	0.46	0.46	0.51	3.24	3.23	3.59	11.89	11.47	10.52	35.38	13.38	16.79	1,986	1,653	1,803	524	7,447	0.05
SAMART	Buy	32.50	24.00	(26.2)	32.2	0.75	0.80	0.80	2.31	2.46	2.46	9.20	8.40	7.99	35.35	11.44	4.29	6,399	6,858	6,580	1,007	32,711	0.23
SAMTEL	Buy	22.70	18.00	(20.7)	24.0	0.75	0.75	0.75	3.30	3.30	3.30	7.83	7.59	7.36	22.89	12.58	4.06	3,509	5,003	5,176	618	14,029	0.10
SIM	Buy	3.96	4.50	13.6	4.4	0.11	0.15	0.17	2.78	3.79	4.32	17.83	13.59	11.14	118.88	34.50	21.50	1,979	2,360	2,284	4,400	17,425	0.12
Insurance						(14.9)			1.22 1.23 1.51												130,785		0.91
BLA	Sell	86.50	70.00	(19.1)	77.5	0.91	0.56	0.82	1.05	0.65	0.94										1,213	104,894	0.73
THRE	Buy	3.68	4.00	8.7	3.8	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00										4,215	15,511	0.11
THREL	Neutral	17.30	16.00	(7.5)	14.3	0.45	0.52	0.62	2.60	3.03	3.59										600	10,380	0.07
Media & Publishing						2.6			6.31 5.30 4.93			8.85 10.30 10.56			0.34 -4.77 -1.09			-3,925 9,610 11,382			127,382		0.89
TV broadcasting																							
BEC	Neutral	45.00	47.00	4.4	47.1	2.60	2.36	2.07	5.78	5.24	4.61	9.15	10.39	11.33	9.00	-3.35	-7.06	-5,575	2,617	3,873	2,000	90,000	0.63
MCOT	Sell	23.50	25.00	6.4	21.3	2.11	1.57	1.34	8.98	6.69	5.68	5.58	8.93	9.93	-14.37	-13.81	-7.37	-2,649	2,478	3,049	687	16,147	0.11
Cinema																							
MAJOR	Neutral	23.90	22.00	(7.9)	23.5	1.00	0.95	1.08	4.18	3.98	4.50	11.83	11.59	10.41	6.40	2.86	11.16	4,299	4,515	4,460	888	21,235	0.15
Petrochemicals & Chemicals						25.3			2.93 3.26 3.39			11.73 9.01 7.64			-0.48 16.34 14.06			154,541 137,449 110,542			409,534		2.85
IVL	Neutral	27.00	27.00	-	27.8	0.10	0.28	0.35	0.37	1.04	1.30	17.39	11.48	10.07	-3.80	39.89	9.94	80,884	64,758	57,780	4,814	129,985	0.90
PTTGC	Buy	62.00	85.00	37.1	79.1	3.40	3.40	3.40	5.48	5.48	5.48	6.08	6.53	5.21	2.84	-7.22	18.18	73,656	72,691	52,762	4,509	279,549	1.94
Property Development						18.6			3.03 3.60 3.91			5.68 12.58 11.72			33.62 8.32 11.60			245,415 248,502 254,638			610,846		4.25
Contractors																							
BJCHI	Buy	40.25	60.00	49.1	44.1	2.40	2.00	2.40	5.96	4.97	5.96	8.04	10.30	7.90	59.46	-18.88	26.99	-2,323	-1,910	-2,195	320	12,880	0.09
CK	Buy	28.00	34.00	21.4	28.8	0.43	0.40	0.40	1.53	1.43	1.43	18.82	19.87	17.98	46.66	0.36	11.52	33,471	37,062	37,832	1,694	47,429	0.33
ITD	Buy	5.80	8.50	46.6	5.6	0.00	0.00	0.10	0.00	0.00	1.77	11.56	13.56	12.51	6.00	-11.89	3.75	36,824	36,487	33,721	4,860	28,191	0.20
NWR	Buy	2.22	2.70	21.6	2.2	0.00	0.03	0.05	0.00	1.29	2.03	8.81	6.32	6.34	-13.26	41.36	4.30	2,242	2,344	2,303	2,103	4,669	0.03
STEC	Buy	25.75	30.00	16.5	27.3	0.50	0.50	0.50	1.94	1.94	1.94	16.32	15.36	14.08	26.21	3.85	5.43	-1,979	-2,822	-4,046	1,525	39,271	0.27
Industrial Estate																							
AMATA	Buy	16.40	20.00	22.0	19.8	0.56	0.55	0.66	3.39	3.35	4.04	8.25	9.42	7.85	7.93	-10.41	17.76	5,730	6,250	5,817	1,067	17,499	0.12
HEMRAJ	Buy	4.58	4.40	(3.9)	4.2	0.17	0.12	0.12	3.69	2.58	2.65	12.37	12.55	12.30	34.90	6.40	2.29	9,148	13,410	13,587	9,705	44,450	0.31
ROJNA	Neutral	8.05	7.30	(9.3)	8.9	0.22	0.45	0.16	2.77	5.59	2.02	-116.58	9.41	20.27	n.m.	n.m.	-51.33	17,026	8,296	9,252	1,443	11,618	0.08
TICON	Buy	17.50	30.00	71.4	19.8	1.00	1.28	1.42	5.71	7.31	8.09	12.38	11.64	11.33	9.57	14.51	8.85	14,203	15,979	17,888	1,073	18,774	0.13
WHA	Buy	40.50	40.00	(1.2)	40.3	0.76	0.80	0.96	1.88	1.97	2.36	20.97	19.39	16.10	305.45	9.65	23.38	3,504	4,101	5,162	964	39,038	0.27
Residential																							
AP	Buy	7.35	8.50	15.6	8.1	0.25	0.28	0.31	3.40	3.84	4.27	12.29	10.75	9.58	-4.28	15.80	13.66	14,541	14,983	15,462	2,860	21,020	0.15
LH	Buy	10.70	11.50	7.5	11.5	0.40	0.55	0.63	3.74	5.17	5.86	15.85	14.47	13.21	11.62	8.03	11.92	31,041	29,173	32,125	10,798	115,541	0.80
LPN	Buy	21.50	26.50	23.3	23.5	0.84	0.83	0.94	3.91	3.87	4.38	11.93	14.03	10.24	3.03	-12.42	34.84	4,082	5,159	4,581	1,476	31,728	0.22
PS	Buy	33.25	40.00	20.3	36.8	0.85	0.92	1.21	2.56	2.76	3.64	11.65	10.96	8.35	40.32	7.89	29.99	19,132	20,558	19,642	2,227	74,034	0.51
QH	Buy	4.34	5.80	33.6	4.7	0.16	0.17	0.21	3.69	3.84	4.73	14.03	14.03	11.45	31.36	5.16	22.19	18,690	21,686	21,556	9,184	39,858	0.28
SIRI	Buy	2.14	2.90	35.5	2.1	0.10	0.15	0.14	4.67	7.03	6.53	16.35	13.03	11.93	-26.99	18.03	18.14	32,513	29,344	33,422	9,648	20,646	0.14
SPALI	Buy	25.75	30.00	16.5	28.3	0.70	1.09	1.21	2.72	4.24	4.70	13.43	8.76	7.74	-0.11	55.70	13.44	7,568	8,401	8,529	1,717	44,201	0.31
Property Fund									7.30 6.07 6.13												75,115		0.52
Commercial																							
CPNRF	Buy	16.50	21.00	27.3	19.5	1.34	1.39	1.38	8.09	8.40	8.37	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	2,212	36,506	0.25
Industrial																							
TFUND	Sell	10.90	11.00	0.9	11.0	0.56	0.76	0.70	5.11	6.97	6.42	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	1,150	12,530	0.09
TLOGIS	Buy	12.10	13.00	7.4	13.0	0.83	0																

คำแนะนำการลงทุน

ราคา ณ วันที่: 19 ก.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			
WHAPF	Buy	10.00	14.00	40.0		0.72	0.66	0.73	7.20	6.64	7.30	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	939	9,391	0.07
Office																							
QHPF	Buy	9.25	10.50	13.5		0.80	0.00	0.00	8.66	0.00	0.00	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	797	7,372	0.05
POPF	Buy	12.60	12.00	(4.8)		0.99	1.01	1.03	7.85	8.04	8.18	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	342	4,309	0.03
Tourism & Leisure				8.5					2.04	0.49	1.28	15.21	18.06	11.66	22.62	-12.49	53.16	16,823	16,657	15,329		65,274	0.45
CENTEL	Buy	39.25	42.00	7.0	42.2	0.40	0.39	0.66	1.02	0.98	1.68	16.29	15.96	12.03	42.40	1.34	30.44	10,620	10,145	9,096	1,350	52,988	0.37
ERW	Buy	4.96	5.70	14.9	5.4	0.15	0.00	0.04	3.05	0.00	0.89	14.13	20.17	11.30	2.84	-26.31	75.88	6,203	6,512	6,233	2,477	12,286	0.09
Transportation & Logistics				(2.6)					2.00	1.49	2.55	17.03	30.36	29.84	29.39	-0.01	141.50	191,721	233,818	268,122		655,227	4.56
Aviation																							
AAV	Buy	4.68	5.00	6.8	4.5	0.00	0.00	0.06	0.00	0.00	1.35	8.48	24.65	6.63	66.07	-60.96	270.08	1,708	5,001	4,857	4,850	22,698	0.16
AOT	Buy	239.00	245.00	2.5	239.0	4.32	3.62	4.16	1.81	1.52	1.74	15.70	14.55	13.17	19.79	7.95	12.40	2,172	2,318	8,343	1,429	341,428	2.37
NOK	Neutral	15.80	19.00	20.3	17.7	1.03	0.00	0.55	6.52	0.00	3.49	3.13	85.12	9.28	40.65	-93.35	907.64	-5,365	-3,367	-2,725	625	9,875	0.07
THAI	Sell	14.40	13.00	(9.7)	13.6	0.00	0.00	0.09	0.00	0.00	0.64	9.50	16.64	8.49	-27.71	-31.54	101.07	164,492	203,384	209,390	2,183	31,432	0.22
Mass Transit																							
BMCL	Neutral	1.99	1.00	(49.7)	1.7	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	39.49	91.22	199.02	51.24	-35.08	-53.73	8,578	8,789	9,258	20,500	40,795	0.28
BTS	Buy	9.60	10.80	12.5	10.6	0.55	0.59	0.66	5.70	6.19	6.84	23.57	24.32	25.71	10.22	-8.19	-2.41	-16,473	-24,248	-21,685	11,914	114,377	0.80
Shipping																							
PSL	Neutral	25.00	15.50	(38.0)	27.4	0.40	0.29	0.76	1.60	1.15	3.05	28.11	15.81	10.12	-2.76	87.79	95.40	6,331	8,150	16,725	1,040	25,988	0.18
RCL	Neutral	11.30	7.60	(32.7)	10.8	0.00	0.03	0.23	0.00	0.27	2.00	20.57	12.14	8.04	117.67	69.54	45.75	6,909	6,915	6,344	829	9,365	0.07
TTA	Neutral	23.80	16.00	(32.8)	26.2	0.02	0.29	0.44	0.09	1.21	1.84	13.15	11.13	9.43	18.80	48.56	35.42	5,750	5,991	11,421	1,293	30,779	0.21
Tollroads																							
BECL	Neutral	37.00	41.00	10.8	43.1	1.60	1.70	1.70	4.32	4.58	4.59	8.59	7.99	8.56	-0.10	15.15	3.35	17,621	20,885	26,194	770	28,490	0.20
mai									0.97	1.26	2.03	98.97	31.17	19.14	130.67	192.48	65.56	6,864	12,370	16,962		100,649	0.70
AGE	Buy	2.46	2.70	9.8	2.6	0.03	0.05	0.06	1.04	1.86	2.36	26.16	20.60	16.77	285.66	43.64	19.03	2,094	2,303	2,114	1,530	3,765	0.03
EA	Neutral	24.60	24.00	(2.4)	19.3	0.03	0.13	0.23	0.12	0.53	0.93	203.58	44.22	25.33	138.27	383.98	82.43	4,487	9,419	13,950	3,730	91,758	0.64
UAC	Buy	9.25	11.50	24.3	9.7	0.16	0.13	0.26	1.73	1.40	2.80	67.18	28.70	15.34	-31.92	149.83	95.21	284	648	898	554	5,127	0.04
SCBS Coverage		1584.91		12.4					2.9%	3.1%	3.5%	12.69	11.43	10.22	5.59	12.48	11.41	2,048,727	2,050,605	2,007,868		11,306,898	78.65

Disclaimer:

ข้อมูลในรายงานนี้เป็นข้อมูลที่มีการเปิดเผยต่อสาธารณะ: ซึ่งนักลงทุนสามารถเข้าถึงได้โดยทั่วไป และเป็นข้อมูลที่เชื่อว่าน่าจะเชื่อถือได้ แต่ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ไทยพาณิชย์ จำกัด (“บริษัท”) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความถูกต้อง หรือสมบูรณ์ของข้อมูลดังกล่าวแต่อย่างใด ความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานนี้เป็นเพียงการนำเสนอในมุมมองของบริษัท และเป็นความคิดเห็น ณ วันที่ที่ปรากฏในรายงานเท่านั้น ซึ่งอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว โดยบริษัทไม่จำเป็นต้องแจ้งให้สาธารณะชน หรือนักลงทุนทราบ รายงานนี้จัดทำขึ้นเพื่อเผยแพร่ข้อมูลให้แก่นักลงทุนเท่านั้น บริษัทไม่รับผิดชอบต่อการนำข้อมูลหรือความคิดเห็นใดๆไปใช้ในทุกรกรณี ดังนั้นนักลงทุนจึงควรใช้ดุลพินิจในการพิจารณาตัดสินใจก่อนการลงทุน นอกจากนี้ บริษัท และ/หรือ บริษัทในเครือของบริษัทอาจมีส่วนเกี่ยวข้องหรือผลประโยชน์ใดๆกับบริษัทใดๆที่ถูกลำดับไว้ในรายงานนี้ก็ได้

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

เอกสารฉบับนี้จัดทำโดย บริษัทหลักทรัพย์ไทยพาณิชย์ จำกัด (“SCBS”) ซึ่งมีธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) (“ธนาคาร”) เป็นผู้ออกหุ้นรายใหญ่แต่เพียงผู้เดียว โดยธนาคารฯ ได้ทำหน้าที่เป็นที่ปรึกษาทางการเงินของ บริษัท อิตาเลียนไทย ดีเวล๊อปเมนต์ 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 ย่อมไม่ต้องรับผิดชอบต่อการเสียหายใดๆ ทั้งความเสียหายทางตรง ความเสียหายทางอ้อม ความเสียหายจากการพิสดสนญา หรือความเสียหายอันสืบเนื่อง อันเป็นผลมาจากการใช้หรือการเชื่อถือต่อการใช้ข้อมูล ทั้งนี้ รวมถึงแต่ไม่จำกัดเพียงการสูญเสียผลกำไร นักลงทุนพึงใช้ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ประกอบข้อมูลและความเห็นอื่นๆ รวมถึงพิจารณาณของตนในการตัดสินใจลงทุน ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นจากแหล่งข้อมูลที่ SCBS เห็นว่าน่าเชื่อถือ โดย SCBS ไม่รับรองถึงความถูกต้อง สมบูรณ์ และ/หรือ ครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว

SCBS สงวนสิทธิในการใช้ดุลพินิจของตนแต่เพียงผู้เดียวในการแก้ไขเพิ่มเติมข้อมูลเป็นครั้งคราวโดยไม่ต้องบอกกล่าว เอกสารฉบับนี้จัดส่งให้แก่เฉพาะบุคคลที่กำหนดเท่านั้น และห้ามมิให้มีการทำซ้ำ ดัดแปลง เผยแพร่ ขาย จำหน่าย พินพื้ซ้ำ ส่งต่อ หรือแสวงหาประโยชน์ในเชิงพาณิชย์ไม่ว่าในลักษณะใดๆ เว้นแต่จะได้รับความยินยอมเป็นลายลักษณ์อักษรจาก SCBS ก่อน

เอกสารฉบับนี้จัดทำโดย บริษัทหลักทรัพย์ไทยพาณิชย์ จำกัด (“SCBS”) ซึ่งมีธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) (“ธนาคาร”) เป็นผู้ออกหุ้นรายใหญ่แต่เพียงผู้เดียว โดยธนาคารฯ ได้ทำหน้าที่เป็นที่ปรึกษาทางการเงินของ บริษัท อมตะ วิเอ็น จำกัด (มหาชน) SCBS ได้รับการแต่งตั้งเป็นผู้จัดการร่วมการจัดจำหน่ายและรับประกันการจัดจำหน่ายของหุ้นของบริษัท อมตะ วิเอ็น 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 ย่อมไม่ต้องรับผิดชอบต่อการเสียหายใดๆ ทั้งความเสียหายทางตรง ความเสียหายทางอ้อม ความเสียหายจากการพิสดสนญา หรือความเสียหายอันสืบเนื่อง อันเป็นผลมาจากการใช้หรือการเชื่อถือต่อการใช้ข้อมูล ทั้งนี้ รวมถึงแต่ไม่จำกัดเพียงการสูญเสียผลกำไร นักลงทุนพึงใช้ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ประกอบข้อมูลและความเห็นอื่นๆ รวมถึงพิจารณาณของตนในการตัดสินใจลงทุน ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นจากแหล่งข้อมูลที่ SCBS เห็นว่าน่าเชื่อถือ โดย SCBS ไม่รับรองถึงความถูกต้อง สมบูรณ์ และ/หรือ ครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว

SCBS สงวนสิทธิในการใช้ดุลพินิจของตนแต่เพียงผู้เดียวในการแก้ไขเพิ่มเติมข้อมูลเป็นครั้งคราวโดยไม่ต้องบอกกล่าว เอกสารฉบับนี้จัดส่งให้แก่เฉพาะบุคคลที่กำหนดเท่านั้น และห้ามมิให้มีการทำซ้ำ ดัดแปลง เผยแพร่ ขาย จำหน่าย พินพื้ซ้ำ ส่งต่อ หรือแสวงหาประโยชน์ในเชิงพาณิชย์ไม่ว่าในลักษณะใดๆ เว้นแต่จะได้รับความยินยอมเป็นลายลักษณ์อักษรจาก SCBS ก่อน

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

SCBS สงวนสิทธิในการใช้ดุลพินิจของตนแต่เพียงผู้เดียวในการแก้ไขเพิ่มเติมข้อมูลเป็นครั้งคราวโดยไม่ต้องบอกกล่าว เอกสารฉบับนี้จัดส่งให้แก่เฉพาะบุคคลที่กำหนดเท่านั้น และห้ามมิให้มีการทำซ้ำ ดัดแปลง เผยแพร่ ขาย จำหน่าย พินพื้ซ้ำ ส่งต่อ หรือแสวงหาประโยชน์ในเชิงพาณิชย์ไม่ว่าในลักษณะใดๆ เว้นแต่จะได้รับความยินยอมเป็นลายลักษณ์อักษรจาก SCBS ก่อน

บริษัทหลักทรัพย์ไทยพาณิชย์ จำกัด (“SCBS”) ทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) ในหุ้นสามัญของ ADVANC, AOT, BANPU, BAY, BBL, BCP, BGH, BIA, BLAND, BMCL, BTS, CK, CPN, DELTA, DTAC, GLOBAL, HMPRO, INTUCH, ITD, IVL, JAS, KBANK, KKP, KTB, MINT, NKL, NOBLE, PAD, PG, PHOL, PR, PRANDA, PS, PSL, PTT, TRUE, TTA, VGI

นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวอย่างรอบคอบก่อนตัดสินใจลงทุน ทั้งนี้ ความเห็น ชั่ว บทวิจย บทวิเคราะห์ ราคา ข้อความ การคาดการณ์ การประเมิน และ/หรือ ข้อมูลอื่นที่ระบุในเอกสารฉบับนี้ (“ข้อมูล”) มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้เป็นข้อมูลทั่วไปเท่านั้น และไม่อาจตีความได้ว่าเป็นการให้คำแนะนำแก่บุคคลใด ๆ หรือเป็นการเสนอซื้อ หรือเสนอขาย หรือชักชวนให้เสนอซื้อหรือเสนอขายซึ่งหลักทรัพย์ โดย SCBS และ/หรือกรรมการ พนักงาน ลูกจ้าง และตัวแทนของ SCBS จะไม่รับผิดชอบต่อการเสียหายใด ๆ ทั้งความเสียหายทางตรง ความเสียหายทางอ้อม ความเสียหายจากการพิสดสนญา ความเสียหายพิเศษ หรือความเสียหายที่เป็นผลสืบเนื่อง อันมีเหตุมาจากการใช้หรือการเชื่อถือในข้อมูลดังกล่าว ซึ่งรวมถึงแต่ไม่จำกัดเพียงการสูญเสียผลกำไร นักลงทุนพึงใช้ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ประกอบร่วมกับข้อมูลและความเห็นอื่น ๆ รวมถึงพิจารณาณของตนเองในการตัดสินใจลงทุน โดยข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ได้รับมาจากแหล่งข้อมูลที่ SCBS เห็นว่าน่าเชื่อถือ ซึ่ง SCBS ไม่สามารถรับรองถึงความถูกต้อง ความสมบูรณ์ และ/หรือ ความครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าวได้

SCBS สงวนสิทธิในการใช้ดุลพินิจแต่เพียงผู้เดียวในการแก้ไขเพิ่มเติมข้อมูลเป็นครั้งคราวโดยไม่ต้องบอกกล่าว ทั้งนี้ เอกสารฉบับนี้จัดส่งให้แก่เฉพาะบุคคลตามที่กำหนดไว้เท่านั้น และห้ามมิให้มีการทำซ้ำ ดัดแปลง เผยแพร่ ขาย จำหน่าย พินพื้ซ้ำ ส่งต่อ หรือแสวงหาประโยชน์ในเชิงพาณิชย์ไม่ว่าในลักษณะใด ๆ เว้นแต่จะได้รับความยินยอมเป็นลายลักษณ์อักษรจาก SCBS ก่อน

CG Rating 2013	Companies with CG Rating
	ADVANC, AOT, ASHMARK, BAY, BBL, BCP, BECL, BKL, BROOK, BTS, CIMBT, CK, CPF, CPN, CSC, DRT, DTAC, EASTW, EGGO, ERW, GRAMMY, HANA, HEMRAJ, ICC, INTUCH, IRPC, IVL, KBANK, KKP, KTB, LPN, MCOI, MINT, NKL, NOBLE, PAD, PG, PHOL, PR, PRANDA, PS, PSL, PTT, PTTPE, PTTGC, QH, RATCH, ROBINS, RS, S&J, SAMART, SAMTEL, SAT, SC, SCB, SCC, SCCMG, SE-ED, SIM, SIS, SITHAI, SMC, SPALI, SPI, SSI, SSSC, SVI, SYMC, TCAP, THAI, THCOM, THRE, TIP, TISCO, TKT, TMB, TMTY, TOP, TRC, TRUE, TVO, UV, VGI, WACOL
	ZS, ACAP, AF, AHC, AIT, AKP, AMANAH, AMARIN, AMATA, AP, APCO, APSC, ASIA, ASK, ASP, AYUD, BEC, BFIT, BH, BIGG, BJC, BLA, 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, IFCG, INET, ITD, JAS, JUBILE, KBS, KCE, KGI, KKC, KSL, KWC, L&E, LANNA, LH, LHBANK, LHK, LIVE, LOXLEY, LRH, LST, MACO, MAJOR, MAKRO, MBK, MBKET, MFC, MFCF, MODERN, MTI, NBC, NCH, NINE, NMG, NSI, NWR, OCC, OFM, OGC, OISHI, PB, PDI, PE, PF, PIW, PM, PPM, PPP, PREB, PRG, PT, Pylon, QTC, RASA, SABINA, SAMKO, SCCG, SCG, SEAFOD, SFP, SIAM, SINGER, SIRI, SKR, SMT, SNP, SPCC, SPTT, SSF, STANLY, STEC, SUG, SUSCO, SYNTEC, TASCO, TCP, TF, TFD, TH, THANA, THANI, THIP, TICON, TIPCO, TK, TLUXE, TMILL, TMT, TNL, TOG, TPC, TPCORP, TPIPL, TRT, TRU, TSC, TST, TSTH, TTA, TTCL, TUP, TWFP, TIM, UAG, UMI, UMS, UP, UPOIC, UTI, VIBHA, VHI, VHS, VNT, VUSA, ZIRCO
	A, AAV, AEC, AECOTIS, AFC, AGE, AH, AI, AJ, AXR, ALUCON, ANAN, ARIP, AS, BAT-3K, BCH, BEAUTY, BGT, BLAND, BOL, BOLD, BSBM, CHARAN, CHIO, 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, HFT, HTECH, HYDRO, IFS, IHL, ILUNK, INOX, IRC, IRCP, IT, JMART, JMT, JTS, JUTHA, KASET, KC, KCAR, KDH, KTG, KWH, LALIN, LEE, MATCH, MATI, MBAX, MDX, PRINC, MJD, MK, MOONG, MPIC, MSC, NC, NIPPON, NNCL, NTV, OSK, PAE, PATO, PICO, PL, POST, PRECHA, PRIN, Q-CON, QLT, RCL, ROJINA, RPC, SCBLIF, SCP, SENA, SF, SGP, SIMAT, SLC, SMT, SMK, SOLAR, SPC, SPG, SRICHA, SSC, STA, SUPER, SVODA, SWC, SYNEX, TBSP, TCCC, TEAM, TGCi, TIC, TIES, TIW, TKS, TMC, TMD, TMI, TNDT, TONP, TOPP, TPA, TPP, TR, TTI, TVD, TVI, TWZ, UBIS, UEI, UOBKH, UPE, UWC, VARO, YTE, WAVE, WGI, WIN, WORK

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 conform 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

สาขาธนบุรี

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

สาขาสันทร

130-132 อาคารสันทร ทาวเวอร์ 1 ชั้น G
ถ.วิทย์ แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน กรุงเทพฯ 10330
โทรศัพท์: 0 2686 2068
โทรสาร: 0 2263 3822

สาขาเฉลิมนคร

269 ถนนถนนเจริญกรุง-วรจักร
แขวงป้อมปราบ เขตป้อมปราบศัตรูพ่าย กรุงเทพฯ 10100
โทรศัพท์: 0 2688 9200
โทรสาร: 0 2688 9020

สาขาวัฒนา

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

สาขาสี่แยกสนามบินเชียงใหม่

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

สาขาท่าแพ

17 ชั้น 2 ต.ท่าแพ ต.ช้างคลาน
อ.เมืองเชียงใหม่ จ.เชียงใหม่ 50000
โทรศัพท์: 0 5381 8422
โทรสาร: 0 5381 8433

สาขาคณะแพทยศาสตร์เชียงใหม่

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

สาขานบนราชบุรียูนิตี้ (หาดใหญ่)

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

