



แนวโน้มตลาดหุ้นไทยไตรมาส 1/58



อย่าตก!

Research Group

กรรมการผู้จัดการ สายงานวิจัย

เกียรติศักดิ์ (แอนดี้) เจนวิภากุล, CFA

นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐานด้านหลักทรัพย์

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

การแพทย์ ก่อตั้งด้วย ขนส่ง

รวิบุษ ปิยะเกรียงไกร

นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐานด้านหลักทรัพย์

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

ธนาคาร เงินทุน ประกัน หลักทรัพย์

กิตติมา สัตยพานิช, CFA

นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐานด้านหลักทรัพย์

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

วัสดุก่อสร้าง พาณิชยกรรมขนส่ง

ศิริมา ดิลลาร, CFA

นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐานด้านหลักทรัพย์

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

รับเหมาก่อสร้าง อาหาร

วชิราลักษณ์ แสงเล็กกลิ่นชัย

นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐานด้านหลักทรัพย์

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

พลังงาน ปิโตรเคมี

ชัยพัชร ธนวันโน

นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐานด้านหลักทรัพย์

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

อสังหาริมทรัพย์ นักบดอุตสาหกรรม

สิริกรรย์ ฤกษ์ภูมิพิทักษ์ (ยุพกร สิริวัฒนาสุข)

นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐานด้านหลักทรัพย์

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

เทคโนโลยีสารสนเทศและสื่อสาร ชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์ สื่อและบันเทิง

ปัทมิกภา นวาวิน

นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐานด้านหลักทรัพย์

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

ยานยนต์

ฐานิดา ทรงพัฒนไยสิน

นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐานด้านหลักทรัพย์

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

นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐานด้านหลักทรัพย์

กฤตภาส จิรภาพเมศ

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

ผู้ช่วยนักวิเคราะห์

วรุฒน์ วงศ์วรเกียรติ

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

นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐานด้านสิ่งแวดล้อมและพลังงาน

บ้านนันทิ์ คงกชจันทร์

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

นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐานด้านตลาดทุน

เอกภาวิน สุนทรชาติ

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

ผู้ช่วยนักวิเคราะห์

วโรฤทธิ์ จิรัชมน

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

นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐานด้านตลาดทุน

ดุริต ตันศิริ

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

ฐานข้อมูล

สุรีย์พร เจริญจงสุข

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

ฐานข้อมูล

อมรรัตน์ กคนานกุล

amomrat.kakanankul@scb.co.th, (662) 949-1023

บรรณาธิการ

Riki Kongtong

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

แปลและเรียบเรียง

ปองกนิษฐ์ เผ่าเจริญ

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

จัดพิมพ์

สารานิจิตร์ อ่อนอารีย์

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

เลขานุการ

กัญญาธิดา กาวิช

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

SCBS Market Strategy Reports



2013



2012



2011



See the end of this report for important disclaimer

สารบัญ

อย่าตก!	1
---------------	---

Stock Picks

เอเชีย เอวีเอชั่น (AAV)	13
อมตะ คอร์ปอเรชั่น (AMATA)	17
บล. เอเชีย พลัส (ASP).....	21
ดี เอราวัณ กรุ๊ป (ERW).....	25
อิตาเลียนไทย ดีเวลอปเม้นท์ (ITD).....	29
สายการบินนกแอร์ (NOK).....	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



อย่าตก!

เกียรติศักดิ์ เจริญกุล CFA

นักวิเคราะห์การลงทุนวิจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1022

andy@scb.co.th

วโรฤทธิ์ จิระชน

ผู้ช่วยนักวิเคราะห์

0-2949-1014

varorith.chirachon@scb.co.th

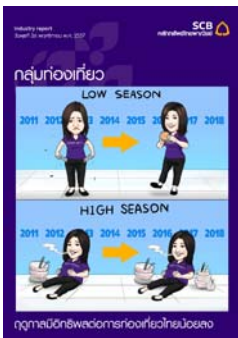
การปรับตัวลดลงของตลาดหุ้นในเดือน ต.ค. จากความกังวลที่นักลงทุนมีต่อการเติบโตของเศรษฐกิจโลก ดูเหมือนจะไม่มีย่อเยาะไปว่าการปรับฐานตามปกติของตลาดหลังจากปรับตัวขึ้นแรงเป็นเวลานาน หลังจากนั้น ดัชนีตลาดหุ้นส่วนใหญ่ก็ปรับตัวกลับขึ้นมาทำจุดสูงสุดของปีนี้ และในบางตลาดก็ทำจุดสูงสุดเป็นประวัติการณ์ เราเชื่อว่านักลงทุนจะเชื่อมั่นและกล้าเสี่ยงลงทุนต่อเนื่องมาถึงปี 2558 โดยได้รับปัจจัยหนุนจากเศรษฐกิจสหรัฐ ที่ปรับตัวดีขึ้นและการผ่อนคลายนโยบายการเงินในอียู ญี่ปุ่น และจีน เรายังคงมองว่า SET index จะทำจุดสูงสุดใหม่เป็นประวัติการณ์ด้วยเป้าหมายปลายปี 2558 ที่ 1,800 จุด

นักลงทุนมีแนวโน้มเชื่อมั่นและกล้าเสี่ยงลงทุนต่อเนื่องจากปี 2557 มาจนถึงปี 2558 เนื่องจากเหลือเวลาอีกเพียงเดือนเดียวที่จะหมดปีนี้ เราจึงสามารถพูดได้ว่าปี 2557 เป็นปีที่นักลงทุนกล้าเสี่ยงลงทุน (risk-on) เมื่อดูจากระดับที่ดัชนีตลาดหุ้นหลักๆ ทั่วโลกยืนอยู่ในปัจจุบัน ซึ่งเป็นบทสรุปที่ค่อนข้างสร้างเซอร์ไพรส์พอสมควรเมื่อเทียบกับสิ่งที่คาดการณ์ไว้เมื่อ 12 เดือนก่อนเมื่อนักลงทุนในตลาดยังคงกังวลเกี่ยวกับการปรับลดวงเงินมาตรการ QE เรามองว่าการที่ตลาดหุ้นต่างๆ ปรับตัวขึ้นมามากน่าจะได้รับการปัจจัยหนุนหลักจากการฟื้นตัวอย่างแข็งแกร่งของเศรษฐกิจสหรัฐ ซึ่งช่วยสนับสนุนให้นักลงทุนกล้าเปิดรับความเสี่ยงได้มากขึ้น ในอนาคตเราคาดว่านักลงทุนจะเชื่อมั่นและกล้าเสี่ยงลงทุนต่อเนื่องมาถึงปี 2558 เนื่องจากเศรษฐกิจทั่วโลกยังคงส่งสัญญาณบวกไม่เปลี่ยนแปลง โดยได้รับปัจจัยหนุนจากเศรษฐกิจสหรัฐ ที่ปรับตัวดีขึ้น และการดำเนินนโยบายการเงินแบบผ่อนคลายในยุโรป ญี่ปุ่น และจีน บรรยากาศการลงทุนในตลาดหุ้นไทยน่าจะยังคงเป็นบวก เนื่องจาก SCB EIC คาดว่า GDP ของไทยจะเติบโตเพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญสู่ 2.5% ในไตรมาส 4/57 และ 3.5% ในปี 2558

ปี 2558 จะสร้างสถิติใหม่ เป้า SET index ของเรายังคงอยู่ที่ 1,800 จุด เรายังคงเป้า SET index ปลายปี 2558 ไว้ที่ 1,800 จุด ซึ่งหมายความว่าตลาดหุ้นไทยจะทำจุดสูงสุดใหม่เป็นประวัติการณ์ เป้า SET index ของเรายังคงทำไว้ในอนาคต ดังนั้นจึงไม่ค่อยได้รับผลกระทบจากการปรับลดประมาณการกำไรหลังประกาศผลประกอบการไตรมาส 3/57 ที่ส่วนใหญ่แล้วเป็นการปรับประมาณการกำไรปี 2557 แทนที่จะเป็นปี 2558 และปี หลังจากนั้น เนื่องจากเราคาดว่ากำไรจะยังคงฟื้นตัวต่อเนื่อง PER เป้าหมายในระยะ 12 เดือนข้างหน้าของเราอยู่ที่ 14.8 เท่า โดยใช้สมมติฐาน risk-free rate 3.75% (อิงกับค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 5 ปี) และ earnings yield gap ที่ 3% (อิงกับตัวเลขในช่วงที่เศรษฐกิจฟื้นตัวครั้งแรกตั้งแต่ปี 2555 ถึงปี 2556) เนื่องจาก SET index ติดตัวกลับขึ้นมาสู่ระดับสูงสุดของปีนี้แล้ว นักลงทุนในตลาดจึงดูเหมือนจะไม่กังวลเกี่ยวกับผลกระทบที่น่าผิดหวัง

Top picks ไตรมาส 1/58 เรายังคงเก็บหุ้น top picks 2 ตัวในไตรมาส 4/57 ซึ่งปรับตัวขึ้นได้ดี คือ ASP และ ITD ไว้เป็น top picks ประจำไตรมาส 1/58 เนื่องจากมองว่าราคาหุ้นยังคงมีโอกาสปรับขึ้นได้อีก ในขณะที่เราถอด AOT ซึ่งเป็นหุ้นอีกตัวที่ปรับตัวขึ้นได้ดีออก แล้วเลือกหุ้นกลุ่มท่องเที่ยวอีก 3 ตัว คือ AAV NOK และ ERW ซึ่งราคาหุ้นยังปรับขึ้นน้อยเข้ามาแทน เมื่อไม่นานนี้ ระวีรุช ปิยะเกรียงไกร นักวิเคราะห์กลุ่มท่องเที่ยวของเราเพิ่งออกรายงาน “ฤดูกาลมีอิทธิพลต่อการท่องเที่ยวไทยน้อยลง” ซึ่งเป็นรายงานอุตสาหกรรมท่องเที่ยวที่เจาะลึกลงไปในเรื่องรายละเอียดว่าทำไมการเปลี่ยนแปลงทางโครงสร้างในอุตสาหกรรมท่องเที่ยวไทยจะส่งผลกระทบต่อผู้ประกอบการโรงแรมและสายการบินต้นทุนต่ำ นอกจากนี้เราก็ออกรายงาน AMATA เข้ามาเป็นหุ้น top pick อีกตัวในฐานะหุ้นที่ได้ประโยชน์จากเม็ดเงิน FDI ไหลเข้า เนื่องจากยอดอนุมัติส่งเสริมการลงทุนของปีนี้อาจปรับตัวเพิ่มขึ้น ซึ่งจะช่วยสนับสนุนให้กลุ่มนิคมอุตสาหกรรมฟื้นตัว

- **AAV** ราคาหุ้นยังปรับขึ้นน้อย และต่ำกว่าจุดสูงสุดของปีก่อนอยู่ 23% ได้ประโยชน์จากราคาน้ำมันที่ลดลง
- **AMATA** ปีโอไออนุมัติโครงการลงทุนเพิ่มขึ้นถึง 10 เท่านับตั้งแต่รัฐประหาร ส่งสัญญาณยอดขายที่ฟื้นตัวเพิ่มขึ้น
- **ASP** ราคาหุ้นขึ้นมาแล้ว 11% QTD แต่ยังมีแนวโน้มขึ้นต่อ คาดผลตอบแทนจากเงินปันผลงวดสุดท้าย 6%
- **ERW** ได้ประโยชน์มากที่สุดจากการท่องเที่ยวที่ได้รับอิทธิพลจากฤดูกาลน้อยลง กำไรจะทำจุดสูงสุดในปี 2558
- **ITD** ราคาหุ้นขึ้นมาแล้ว 34% QTD แต่โครงการเหมืองโปแตชหนุนให้ราคาเป้าหมายปรับขึ้นมาที่ 10.4 บาท
- **NOK** ราคาหุ้นขึ้นช้ากว่าตลาดอย่างมาก และต่ำกว่าราคา IPO อยู่ 50% ได้ประโยชน์จากราคาน้ำมันที่ลดลง



Top picks ไตรมาส 1/58 – Valuation Summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					13A	14F	15F	13A	14F	15F	13A	14F	15F	13A	14F	15F	13A	14F	15F	13A	14F	15F
AAV	Buy	4.68	7.0	49.6	25.2	489.5	16.1	5	(95)	n.m.	1.2	1.2	1.1	5	0	7	0.0	0.0	1.5	8.5	24.7	6.0
AMATA	Buy	15.10	20.0	35.3	10.6	13.8	11.3	1	(23)	22	1.6	1.5	1.4	16	11	13	3.7	2.8	3.5	7.8	10.4	9.5
ASP	Buy	4.34	5.5	35.9	8.6	9.8	8.9	77	(12)	10	2.1	2.0	1.9	25	21	22	9.2	9.2	10.1	0.0	0.0	0.0
ERW	Buy	5.00	7.0	40.0	92.7	n.m.	32.5	409	n.m.	n.m.	2.2	2.4	2.3	3	(3)	7	3.0	0.0	1.1	13.8	20.9	11.7
ITD	Buy	7.90	10.4	31.6	42.2	43.1	33.5	(8)	(2)	29	3.1	2.4	2.3	8	7	8	0.0	0.0	1.2	10.3	14.0	13.4
NOK	Buy	13.40	20.0	49.3	7.1	n.m.	15.3	25	n.m.	n.m.	1.7	2.3	2.0	39	(14)	14	7.7	0.0	3.3	2.0	(11.9)	10.2
Average					31.1	139.1	19.6	85	(33)	20	2.0	2.0	1.8	16	4	12	3.9	2.0	3.4	7.1	9.7	8.4

Source: SCBS Investment Research

IMF ปรับประมาณการ
อัตราการขยายตัวของ
GDP โลกลดลงเล็กน้อยสู่
3.3% ในปี 2557 และ 3.8%
ในปี 2558

ภาพรวมเศรษฐกิจทั่วโลก

ในรายงานประเมินแนวโน้มเศรษฐกิจโลก (World Economic Outlook – WEO) ฉบับเดือน ต.ค. ที่จัดทำโดย กองทุนการเงินระหว่างประเทศ (IMF) มีการปรับประมาณการอัตราการขยายตัวของเศรษฐกิจโลกในปี 2557 และ ปี 2558 ลดลงสู่ 3.3% YoY และ 3.8% YoY ตามลำดับ การปรับประมาณการลดลงส่วนใหญ่เกิดขึ้นที่ญี่ปุ่นและยุโรปโซน IMF ปรับประมาณการ GDP ของญี่ปุ่นลดลงจากรายงานฉบับเดือน ก.ค. 0.7% ในปี 2557 และ 0.2% ในปี 2558 โดย IMF คาดว่า GDP ญี่ปุ่นจะเติบโต 0.9% ในปี 2557 และ 0.8% ในปี 2559 ในขณะที่คาดว่า GDP ยุโรปโซนจะเติบโตในอัตราเร่งตัวขึ้นเล็กน้อยที่ 0.8% ในปี 2557 และ 1.3% ในปี 2558 อย่างไรก็ตาม สำหรับเศรษฐกิจขนาดใหญ่อย่างสหรัฐฯ IMF ปรับประมาณการ GDP ปี 2557 เพิ่มขึ้น 0.5% สู่ 2.2% ในขณะที่คงประมาณการ GDP ปี 2558 ไว้ที่ 3.1% โดยมีสาเหตุมาจาก GDP ไตรมาส 2/57 ที่เติบโตสูงกว่าคาด (การปรับประมาณการเกิดขึ้นก่อนการประกาศตัวเลข GDP ไตรมาส 3/57 ที่ดีกว่าคาด) IMF คาดว่าเศรษฐกิจโลกจะเติบโต 3.3% ในปี 2557 และ 3.8% ในปี 2558

IMF คาดว่าเศรษฐกิจของประเทศหลักๆ จะมีอัตราการฟื้นตัวไม่เท่ากัน โดยเฉพาะอย่างยิ่งในยุโรปโซน และญี่ปุ่น ซึ่งคาดว่าเศรษฐกิจจะเติบโตในอัตราน้อยกว่าสหรัฐฯ และอื่นๆ อย่างไรก็ตาม ตลาดการเงินมองบวกเกี่ยวกับการฟื้นตัวของเศรษฐกิจ ปัจจุบัน ดัชนี MSCI ACWI index (ประกอบด้วยหลักทรัพย์กว่า 9,000 หลักทรัพย์ในตลาดที่พัฒนาแล้วและตลาดเกิดใหม่) ซึ่งใช้เป็นตัวแทนดัชนีตลาดหุ้นทั่วโลก ซื้อขายใกล้กับจุดสูงสุดเป็นประวัติการณ์ ทำให้เห็นว่าตลาดยังคงมั่นใจต่อภาวะเศรษฐกิจและนโยบายการเงินในปัจจุบัน

Figure 1: ประมาณการ GDP โลก

	Year over Year					Difference from		4Q over 4Q			
						July 2014					
	Projections					WEO Update		Projections			
	2012	2013	2014	2015		2014	2015	2013	2014	2015	
World Output 1/	3.4	3.3	3.3	3.8		-0.1	-0.2	3.7	3.1	3.8	
Advanced Economies	1.2	1.4	1.8	2.3		0.0	-0.1	2.2	1.7	2.4	
United States	2.3	2.2	2.2	3.1		0.5	0.0	3.1	2.1	3.0	
Euro Area	-0.7	-0.4	0.8	1.3		-0.3	-0.2	0.5	0.8	1.6	
Germany	0.9	0.5	1.4	1.5		-0.5	-0.2	1.4	1.1	1.9	
France	0.3	0.3	0.4	1.0		-0.4	-0.5	0.8	0.3	1.3	
Italy	-2.4	-1.9	-0.2	0.8		-0.5	-0.3	-0.9	-0.1	1.3	
Spain	-1.6	-1.2	1.3	1.7		0.1	0.1	-0.2	2.0	1.5	
Japan	1.5	1.5	0.9	0.8		-0.7	-0.2	2.4	0.6	0.5	
United Kingdom	0.3	1.7	3.2	2.7		0.0	0.0	2.7	3.5	2.2	
Canada	1.7	2.0	2.3	2.4		0.1	0.1	2.7	2.2	2.4	
Other Advanced Economies 2/	2.0	2.3	2.9	3.1		0.0	-0.1	2.8	2.6	4.0	
Emerging Market and Developing Economies 3/	5.1	4.7	4.4	5.0		-0.1	-0.2	5.1	4.5	5.0	
Commonwealth of Independent States	3.4	2.2	0.8	1.6		-0.1	-0.5	2.1	-1.5	1.5	
Russia	3.4	1.3	0.2	0.5		0.0	-0.5	1.9	-0.8	0.9	
Excluding Russia	3.6	4.2	2.0	4.0		-0.4	-0.4	...	...	...	
Emerging and Developing Asia	6.7	6.6	6.5	6.6		0.1	0.0	6.7	6.6	6.3	
China	7.7	7.7	7.4	7.1		0.0	0.0	7.7	7.5	6.8	
India 4/	4.7	5.0	5.6	6.4		0.2	0.0	6.1	5.8	6.5	
ASEAN-5 5/	6.2	5.2	4.7	5.4		0.1	-0.2	4.7	5.1	5.0	
Emerging and Developing Europe	1.4	2.8	2.7	2.9		0.0	0.0	3.6	2.8	4.4	
Latin America and the Caribbean	2.9	2.7	1.3	2.2		-0.7	-0.4	2.1	0.8	2.2	
Brazil	1.0	2.5	0.3	1.4		-1.0	-0.6	2.2	0.0	1.8	
Mexico	4.0	1.1	2.4	3.5		0.0	0.1	0.6	3.5	3.3	
Middle East, North Africa, Afghanistan, and Pakistan	4.8	2.5	2.7	3.9		-0.4	-0.9	...	...	...	
Sub-Saharan Africa	4.4	5.1	5.1	5.8		-0.4	0.0	...	...	...	
South Africa	2.5	1.9	1.4	2.3		-0.3	-0.4	2.1	1.2	2.3	
Memorandum											
European Union	-0.3	0.2	1.4	1.8		-0.2	-0.1	1.1	1.4	2.0	
Low-Income Developing Countries	5.2	6.0	6.1	6.5		-0.2	0.0	...	...	...	
Middle East and North Africa	4.8	2.3	2.6	3.8		-0.5	-1.0	...	...	...	
World Growth Based on Market Exchange Rates	2.4	2.5	2.6	3.2		-0.1	-0.1	3.0	2.4	3.1	
World Trade Volume (goods and services)	2.9	3.0	3.8	5.0		-0.1	-0.3	...	...	...	
Imports											
Advanced Economies	1.2	1.4	3.7	4.3		0.2	-0.3	...	...	...	
Emerging Market and Developing Economies	6.0	5.3	4.4	6.1		-0.3	-0.3	...	...	...	
Exports											
Advanced Economies	2.0	2.4	3.6	4.5		-0.1	-0.3	...	...	...	
Emerging Market and Developing Economies	4.6	4.4	3.9	5.8		-0.5	-0.3	...	...	...	
Commodity Prices (U.S. dollars)											
Oil 6/	1.0	-0.9	-1.3	-3.3		-1.3	1.0	2.6	-5.0	-0.7	
Nonfuel (average based on world commodity export weights)	-10.0	-1.2	-3.0	-4.1		-1.4	-0.6	-2.9	-4.3	-1.2	
Consumer Prices											
Advanced Economies	2.0	1.4	1.6	1.8		0.0	0.0	1.2	1.7	1.9	
Emerging Market and Developing Economies 3/	6.1	5.9	5.5	5.6		0.1	0.3	5.5	5.5	5.1	
London Interbank Offered Rate (percent)											
On U.S. Dollar Deposits (six month)	0.7	0.4	0.4	0.7		0.0	-0.1	...	...	...	
On Euro Deposits (three month)	0.6	0.2	0.2	0.1		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 July 30–August 27, 2014. When economies are not listed alphabetically, they are ordered on the basis of economic size. The aggregated quarterly data are seasonally adjusted.

1/ The quarterly estimates and projections account for 90 percent of the world purchasing-power-parity weights.

2/ Excludes the G7 (Canada, France, Germany, Italy, Japan, United Kingdom, United States) and euro area countries.

3/ The quarterly estimates and projections account for approximately 80 percent of the emerging market and developing economies.

4/ 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, 5.6, and 6.4 percent for 2012/13, 2013/14, 2014/15, and 2015/16, respectively.

5/ Indonesia, Malaysia, Philippines, Thailand, Vietnam.

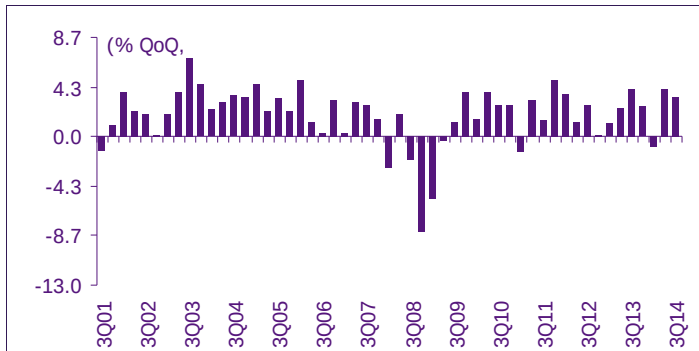
6/ Simple average of prices of U.K. Brent, Dubai Fateh, and West Texas Intermediate crude oil. The average price of oil in U.S. dollars a barrel was \$104.07 in 2013; the assumed price based on futures markets is \$102.76 in 2014 and \$99.36 in 2015.

สหรัฐฯ

เศรษฐกิจสหรัฐฯ พ้นตัว
มากกว่าคาด

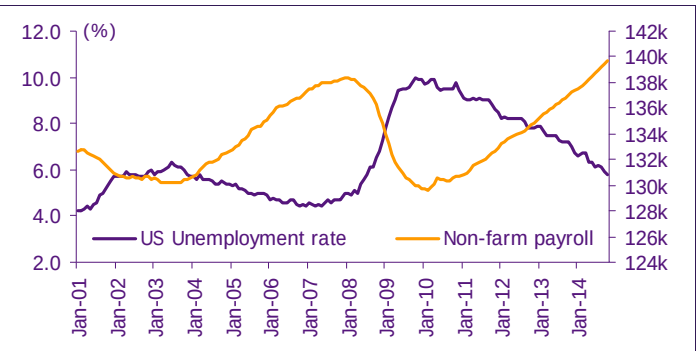
เศรษฐกิจสหรัฐฯ ในไตรมาส 3/57 เติบโต 3.9% QoQ (อัตราขยายปีปรับฤดูกาล) ซึ่งเป็นการปรับตัวเพิ่มขึ้นจากตัวเลขประมาณการเบื้องต้นที่ 3.5% และสูงกว่าที่ตลาดคาดการณ์ไว้ที่ 3.1% สำนักวิเคราะห์เศรษฐกิจสหรัฐฯ (Bureau of Economic Analysis) เปิดเผยว่ารายจ่ายเพื่อการบริโภคส่วนบุคคล (PCE), การส่งออก, การลงทุนถาวรในส่วนที่ไม่ใช่ที่อยู่อาศัย, และการใช้จ่ายภาครัฐ ปรับตัวเพิ่มขึ้น ในขณะที่การลงทุนในสินค้าคงคลังของภาคเอกชนปรับตัวลดลง รายงานการจ้างงานชี้ให้เห็นถึงแนวโน้มที่เป็นบวกในช่วง 3 เดือนที่ผ่านมา อัตราการว่างงานอยู่ที่ 5.8% (ต่ำสุดนับตั้งแต่ปี 2551) และการจ้างงานนอกภาคเกษตรปรับตัวเพิ่มขึ้น ด้วยปัจจัยสนับสนุนจากตลาดจ้างงานที่ปรับตัวดีขึ้นทั้งๆ ที่อัตราการมีส่วนร่วมในกำลังแรงงาน (job participation rate) ซึ่งวัดจากจำนวนผู้มีงานทำหรือหางานทำปรับตัวลดลง เศรษฐกิจสหรัฐฯ จึงน่าจะขยายตัวอย่างต่อเนื่อง IMF ปรับประมาณการอัตราการขยายตัวของ GDP สหรัฐฯ เพิ่มขึ้นอีก 0.5% สู่ 2.2% ในปี 2557 แต่คงประมาณการอัตราการขยายตัวของ GDP ปี 2558 ไว้ที่ 3.1% ไม่เปลี่ยนแปลง

Figure 2: อัตราการขยายตัวของ real GDP สหรัฐฯ และดัชนี S&P500



Source: US Bureau of Economic Analysis, Bloomberg

Figure 3: อัตราการว่างงาน และการจ้างงานนอกภาคเกษตร

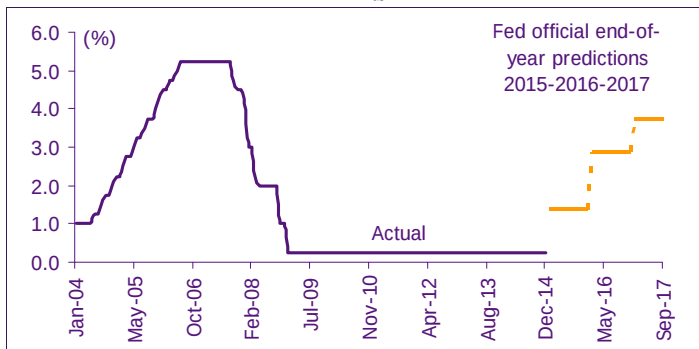


Source: Federal Reserve

มาตรการ QE สิ้นสุดลง
แล้ว, การขึ้นอัตราดอกเบี้ย
ไม่น่าส่งผลกระทบต่อตลาด
หุ้นมากนัก

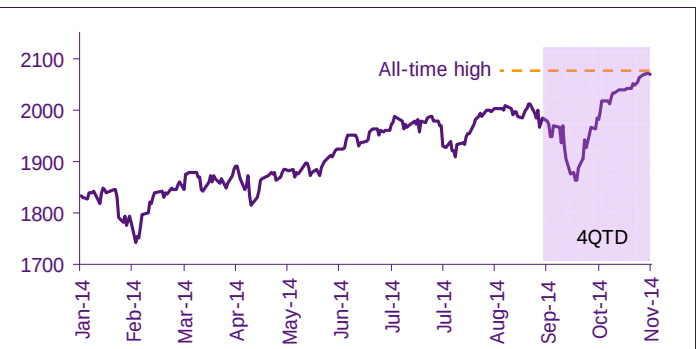
ปัจจุบันมาตรการผ่อนคลายเชิงปริมาณ (QE) รอบที่ 3 สิ้นสุดลงแล้ว และอัตราดอกเบี้ยกำลังจะปรับเพิ่มขึ้น นักลงทุนทั่วโลกเคยกังวลเกี่ยวกับการยุติมาตรการ QE3 ในปี 2556 แต่ดัชนี S&P 500 index ที่เคลื่อนไหวอยู่เหนือระดับสูงสุดเป็นประวัติการณ์ได้พิสูจน์ให้เห็นว่าความกังวลมีมากเกินไป และตลาดก็เลือกที่จะมองในด้านบวกว่าเศรษฐกิจกำลังฟื้นตัว ความกังวลถึงไปจะมุ่งไปที่การขึ้นอัตราดอกเบี้ย ทั้งนี้อัตราดอกเบี้ยจะต้องเริ่มปรับขึ้นมาสู่ระดับที่เป็นปกติ แต่จะขึ้นอยู่กับฟื้นตัวของเศรษฐกิจในสหรัฐฯ และประเทศสำคัญอื่นๆ ดังนั้นเราคาดว่าจะมีแรงเทขายเกิดขึ้นในระยะสั้นเมื่อมีสัญญาณขึ้นดอกเบี้ยครั้งแรก เช่นเดียวกับที่เกิดขึ้นเมื่อครั้งที่เฟดเริ่มปรับลดวงเงินมาตรการ QE 3 สิ่งสำคัญที่พึงระลึกไว้เสมอ คือ ในอดีตที่ผ่านมา ตลาดหุ้นมีความสัมพันธ์กับอัตราการขยายตัวของเศรษฐกิจมากกว่าสัญญาณรบกวนในช่วงสั้นๆ จากการปรับอัตราดอกเบี้ยนโยบายสู่ระดับที่เป็นปกติ ดัชนี S&P 500 index ปรับตัวลดลงแรงตอนต้นเดือน ต.ค. โดยมีสาเหตุมาจากความกังวลอย่างมากของนักลงทุนในตลาดเกี่ยวกับอัตราการฟื้นตัวของเศรษฐกิจโลก โดยเฉพาะในยุโรปและญี่ปุ่น sentiment เชิงลบบวกกับแรงขายทำกำไรรอบงาบรรยากาการลงทุนในเวลานั้น การปรับฐานส่งผลทำให้ดัชนี S&P 500 index ปรับลงไปถึงระดับ 1,820 จุด จากยอดสูงที่ ~2,000 จุดตอนกลางเดือน ก.ย. อย่างไรก็ตาม ดัชนี S&P 500 index สามารถรีบาวด์แบบ V-shape กลับขึ้นมาได้อย่างรวดเร็ว โดยได้รับปัจจัยหนุนจากผลประกอบการไตรมาส 3/57 ที่ดีกว่าคาดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดสหรัฐฯ และการอัดฉีดสภาพคล่องจากธนาคารกลางประเทศหลักๆ รวมถึงแรงหนุนเพิ่มเติมจากมาตรการของธนาคารกลางอื่นๆ ปัจจุบันดัชนี S&P 500 index ซื้อขายที่ระดับสูงสุดเป็นประวัติการณ์ที่ 2,060 จุด หรือคิดเป็น 1Y-forward PER ที่ 16.6 เท่า

Figure 4: อัตราดอกเบี้ยนโยบายสหรัฐฯ และตัวเลขคาดการณ์สิ้นปี



Source: Federal Reserve

Figure 5: ดัชนี S&P 500 index



Source: Bloomberg

ยูโรโซน

เศรษฐกิจในยุโรปฟื้นตัวช้า

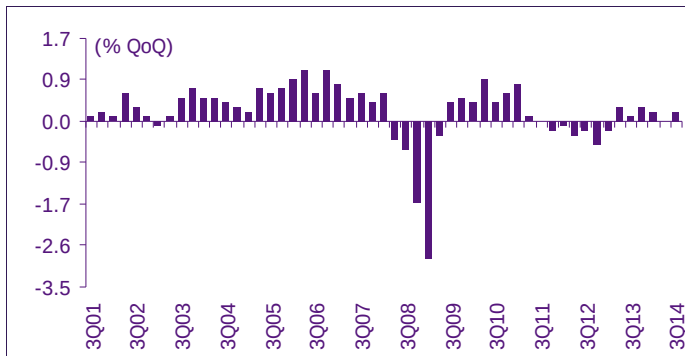
ECB พร้อมออกมาตราสารเพิ่มเติมเพื่อกระตุ้น

เศรษฐกิจและลดความเสี่ยงเงินเฟ้อ

เศรษฐกิจยูโรโซนขยายตัว 0.2% QoQ ในไตรมาส 3/57 สูงกว่าที่ตลาดคาดการณ์ไว้ที่ 0.1% เล็กน้อย และเพิ่มขึ้นจากไตรมาส 2/57 ที่ขยายตัว 0.1% ประเทศหลักๆ ที่ช่วยสนับสนุนให้เศรษฐกิจกลุ่มยูโรโซนเริ่มฟื้นตัวในไตรมาส 3/57 คือ ฝรั่งเศส และเยอรมนี ซึ่งเศรษฐกิจขยายตัว 0.3% QoQ และ 0.1% QoQ ตามลำดับ แต่อิตาลียังคงเป็นตัวถ่วง เพราะเศรษฐกิจหดตัวลง -0.1% ในไตรมาส 3/57 IMF ปรับประมาณการอัตราการขยายตัวของเศรษฐกิจยูโรโซนในปี 2557 และปี 2558 ลดลงสู่ 0.8% และ 1.3% ตามลำดับ

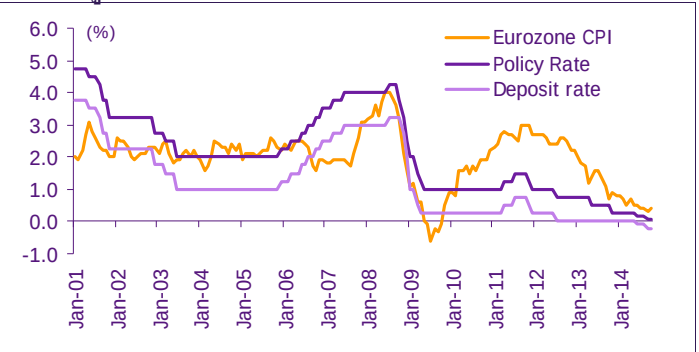
ในภาวะที่อัตราเงินเฟ้อชะลอตัวลงและเศรษฐกิจฟื้นตัวช้า ธนาคารกลางยุโรป (ECB) จึงมีมติปรับอัตราดอกเบี้ยนโยบายลดลงสู่ระดับต่ำสุดเป็นประวัติการณ์ที่ 0.05% และปล่อยกู้ดอกเบี้ยต่ำให้แก่สถาบันการเงินผ่านมาตรการ "Targeted-LTRO" แต่ยอดปล่อยกู้มีจำนวนต่ำกว่าคาด ทำให้มีความเสี่ยงสูงขึ้นที่เกิดภาวะเงินฝืด อย่างไรก็ตาม มาตรการเหล่านี้ไม่เพียงพอที่จะหยุดยั้งการชะลอตัวของการผลิตภาคอุตสาหกรรมและเพิ่มอัตราการจ้างงาน ดังนั้นธนาคารกลางยุโรปจึงตัดสินใจออกมาตรการพิเศษด้วยการอัดฉีดสภาพคล่องเพิ่มเติมผ่านการเข้าซื้อตราสารหนี้ที่ค้ำประกันด้วยสินเชื่อกับคุณภาพ (covered bonds) และตราสารหนี้ที่มีหลักทรัพย์ค้ำประกัน (asset backed securities) ในการประชุมเดือน ต.ค. มาตรการนี้เริ่มใช้อย่างเป็นทางการในเดือน ต.ค. และคาดว่าจะมีวงเงินประมาณ 1.0 ล้านล้านยูโร (หรือ 1.2 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐ เทียบกับวงเงิน ~1.6 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐของมาตรการ QE3) เมื่อนายมาริโอ ดรากิ ประธานธนาคารกลางยุโรปให้คำมั่นว่าจะเพิ่มขนาดงบดุลของธนาคารกลางยุโรปให้กลับขึ้นมาอยู่ในระดับเดียวกับเมื่อตอนต้นปี 2555 ที่ 3.0 ล้านล้านยูโร เงินยูโรอ่อนค่าลงจาก 1.31 สู่ 1.24 ดอลลาร์สหรัฐ/ยูโร QTD (-5.3%) หลังการประกาศมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจ อย่างไรก็ตาม นักลงทุนยังคงคาดว่าธนาคารกลางยุโรปจะขยายการซื้อสินทรัพย์ครอบคลุมถึงตราสารหนี้ภาคเอกชนและพันธบัตรรัฐบาล ถ้าธนาคารกลางยุโรปรู้สึกว่าการที่มีอยู่เดิมไม่เพียงพอที่จะเรียกความเชื่อมั่นและการฟื้นตัวของเศรษฐกิจกลับคืนมาได้

Figure 6: อัตราการขยายตัวของ real GDP ยูโรโซน



Source: Eurostat, Bloomberg

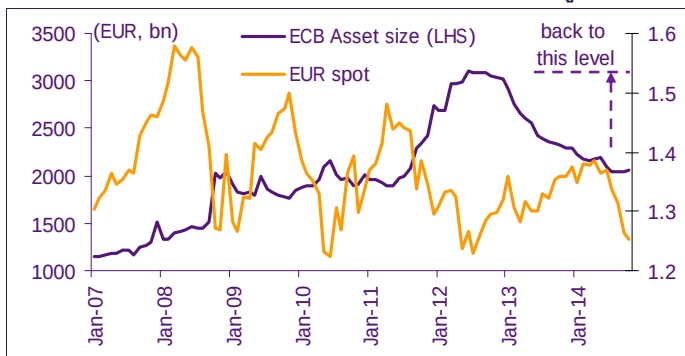
Figure 7: อัตราเงินเฟ้อ อัตราดอกเบี้ยนโยบาย และอัตราดอกเบี้ยเงินฝากของยูโรโซน



Source: Eurostat, European Central Bank

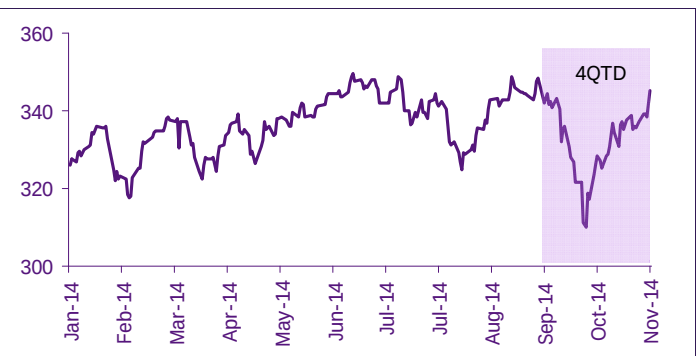
ดัชนี STOXX 600 index แกว่งตัวแรงในไตรมาส 4/57 เช่นเดียวกับดัชนี S&P 500 index โดยปรับลงสู่ระดับ 310 จุดตอนกลางเดือน ต.ค. โดยมีสาเหตุมาจากความกังวลอย่างมากต่อการฟื้นตัวของเศรษฐกิจและความเสี่ยงที่จะเกิดภาวะเงินเฟ้อ ประกอบกับการเข้าซื้อสินทรัพย์ต่ำกว่าคาด หลังจากนั้นดัชนี STOXX 600 index ก็ปรับตัวกลับขึ้นมาหลังจากเฟดออกแถลงการณ์เชิงบวกเกี่ยวกับเศรษฐกิจสหรัฐฯ และ ECB มีแถลงการณ์ว่าจะออกมาตรการเพิ่มเติมเพื่อสนับสนุนให้เศรษฐกิจฟื้นตัว ดัชนี STOXX 600 index ซื้อขายที่ 1Y-forward PER ระดับ 15.4 เท่า

Figure 8: ขนาดสินทรัพย์ของ ECB และอัตราแลกเปลี่ยนยูโร



Source: European Central Bank, Bloomberg

Figure 9: ดัชนี STOXX 600 index



Source: Bloomberg

ญี่ปุ่น

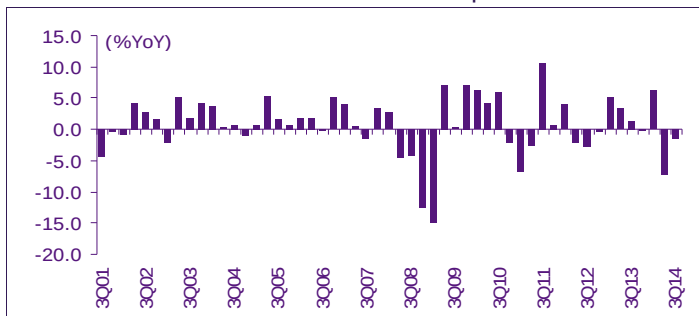
เศรษฐกิจญี่ปุ่นอยู่ในภาวะ
ถดถอยทางเทคนิค...

...และยังไม่มีสัญญาณฟื้น
ตัวที่ชัดเจน...

GDP ของญี่ปุ่นหดตัวลง 1.6% QoQ (อัตรารายปีปรับฤดูกาล) ในไตรมาส 3/57 ต่ำกว่าการสำรวจของตลาดที่ 2.0% สะท้อนถึงภาวะเศรษฐกิจถดถอยทางเทคนิค และเป็นการรายงาน GDP หดตัวลงติดต่อกัน 2 ไตรมาส (ไตรมาส 2/57 หดตัว -7.3% หลังปรับปรุง) การปรับตัวลดลงของ GDP มีสาเหตุมาจากการขึ้นอัตราภาษีการขายในเดือน เม.ย. 2557 ซึ่งส่งผลทำให้การใช้จ่ายปรับตัวเพิ่มขึ้นมากในไตรมาส 1/57 และชะลอตัวลงหลังจากนั้น IMF คาดว่าเศรษฐกิจญี่ปุ่นจะเติบโต 0.9% ในปี 2557 และ 0.8% ในปี 2558

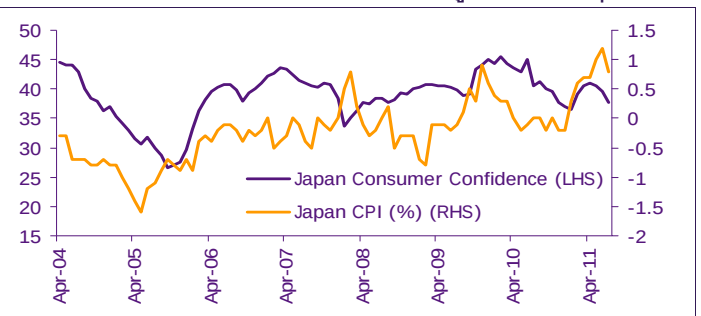
หลังจากขึ้นอัตราภาษีการขายจาก 5% สู่ 8% ในเดือน เม.ย. การอุปโภคบริโภคของญี่ปุ่นก็ปรับตัวลดลงอย่างมาก โดยส่วนหนึ่งเกิดจากการใช้จ่ายอุปโภคจำนวนมากในไตรมาส 1/57 ก่อนขึ้นอัตราภาษีการขาย แต่หลังจากผ่านไปไม่กี่เดือน ดัชนีความเชื่อมั่นผู้บริโภคก็ยังอยู่ในระดับต่ำ และตัวเลขอัตราเงินเฟ้อที่ปรับปรุงแล้วก็ยังคงมีแนวโน้มปรับตัวลดลงและยังไม่มีสัญญาณฟื้นตัวที่ชัดเจน ดังนั้นธนาคารกลางญี่ปุ่น (BoJ) จึงประกาศเพิ่มวงเงินของมาตรการผ่อนคลายทางการเงิน (QQE) จากเดิมที่ 60-70 ล้านล้านเยน/ปี เป็น 80 ล้านล้านเยน/ปี (เทียบกับวงเงินมาตรการ QE3 ของสหรัฐฯ ที่ 8.5 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐ/เดือน) และยกเลิกเป้าอัตราเงินเฟ้อ 2% ในระยะเวลา 2 ปี

Figure 10: อัตราการขยายตัวของ real GDP ญี่ปุ่น



Source: Economic and Social Research Institute Japan

Figure 11: อัตราเงินเฟ้อและดัชนีความเชื่อมั่นผู้บริโภคของญี่ปุ่น



Source: Japan Ministry of Internal Affairs and Communications

...แต่ BoJ ประกาศเพิ่ม
นโยบายกระตุ้นเศรษฐกิจ

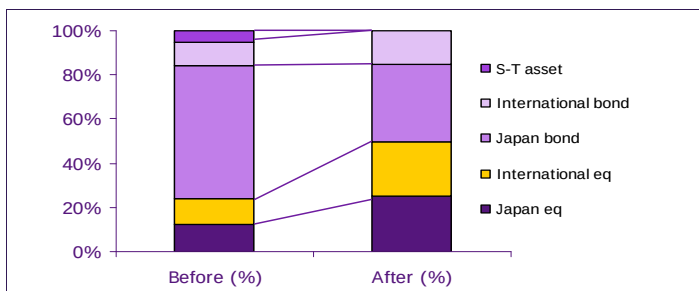
ในวันเดียวกันกับที่ BoJ ปรับเพิ่มวงเงินมาตรการ QQE กองทุนบำเหน็จบำนาญของญี่ปุ่น (Government Pension Investment Fund of Japan หรือ GPIF) ซึ่งบริหารสินทรัพย์มูลค่า 127.3 ล้านล้านเยน (1.2 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐ) ก็ประกาศปรับพอร์ตการลงทุน โดยในส่วนของหลักทรัพย์ทั้งในและต่างประเทศ GPIF จะปรับน้ำหนักการลงทุนเพิ่มขึ้นเป็น 25% และ 25% ตามลำดับ (จากเดิมที่ 12% และ 12%) ในขณะที่จะลดน้ำหนักการลงทุนในตราสารหนี้ในประเทศลงสู่ 35% (จากเดิมที่ 60%) อย่างไรก็ตาม GPIF จะไม่ปรับเปลี่ยนน้ำหนักการลงทุนในทันที แต่จะดำเนินการให้บรรลุเป้าหมายในระยะกลางถึงยาว เงินเยนอ่อนค่าลงอย่างมากภายหลังการประกาศมาตรการพิเศษ โดยนับถึงปัจจุบันอ่อนค่ามาแล้วกว่า 8% QTD

เลื่อนขึ้นอัตราภาษีการขาย,
ประกาศจัดเลือกตั้ง

ในช่วงกลางเดือน พ.ย. นายกรัฐมนตรีชินโซ อาเบะ ได้ประกาศเลื่อนการขึ้นอัตราภาษีการขายจาก 8% เป็น 10% ออกไปอีก 18 เดือน (เดิมมีกำหนดปรับขึ้นในเดือน ต.ค. 2558) และจะจัดการเลือกตั้งใหม่ในวันที่ 21 ธ.ค. โดยในแถลงการณ์ นายอาเบะยังกล่าวด้วยว่าอัตราการขยายตัวของ GDP ไตรมาส 3/57 อยู่ในระดับต่ำผิดปกติ และยังคงมั่นใจในนโยบายสามดอก (three arrows) นายอาเบะจะต้องการคะแนนเสียงส่วนใหญ่ในสภาล่างเพื่อกลับเข้ามาดำรงตำแหน่งนายกรัฐมนตรีอีกครั้ง และสานต่อนโยบายกระตุ้นเศรษฐกิจต่อไป

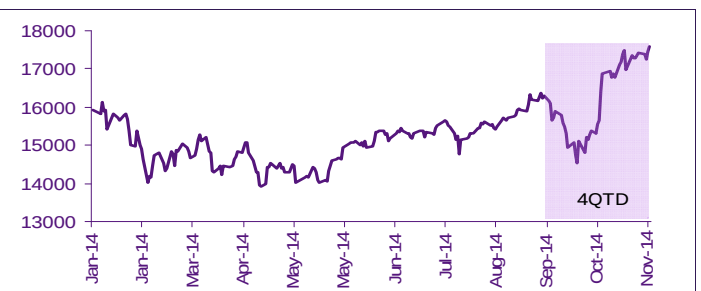
ในช่วงต้นไตรมาส 4/57 ดัชนี Nikkei 225 index แกว่งตัวในกรอบกว้างระหว่าง 14,500-17,600 ความผันผวนที่เพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็วมีสาเหตุมาจากความกังวลอย่างมากต่ออัตราการฟื้นตัวของเศรษฐกิจโลก โดยเฉพาะในญี่ปุ่นเองและยุโรปโซน ทั้งนี้หลังจากรัฐบาลญี่ปุ่นปรับขึ้นอัตราภาษีการขายในเดือน เม.ย. 2557 การอุปโภคบริโภคในประเทศก็ตกอยู่ในภาวะเปราะบาง อย่างไรก็ตาม มาตรการที่ BoJ และ GPIF ประกาศออกมาตอนปลายเดือน ต.ค. ตามมาด้วยการเลื่อนขึ้นอัตราภาษีการขายออกไป และการประกาศจัดเลือกตั้งเร็วกว่าคาด ส่งผลให้ดัชนี Nikkei 225 index ปรับตัวขึ้นสู่ระดับสูงสุดในรอบ 7 ปีที่ระดับประมาณ 17,500 จุด ดัชนี Nikkei 225 index ปรับตัวเพิ่มขึ้นมาแล้วกว่า 8% QTD โดยซื้อขายที่ 1Y-forward PER ระดับ 19.0 เท่า

Figure 12: การจัดสรรสินทรัพย์ของ GPIF



Source: Japan Government Pension Investment Fund

Figure 13: ดัชนี Nikkei 225 index



Source: Bloomberg

จีน

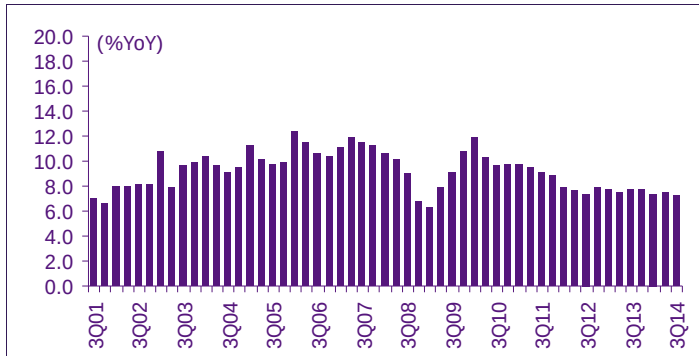
เศรษฐกิจจีนชะลอตัวอย่าง
ค่อยเป็นค่อยไป

จีนดำเนินนโยบายการเงิน
แบบผ่อนคลายเพื่อกระตุ้น
เศรษฐกิจ

GDP ไตรมาส 3/57 ของจีนขยายตัว 7.3% YoY ใกล้เคียงกับที่ตลาดคาด ซึ่งเป็นระดับต่ำสุดในรอบ 5 ปี และชะลอตัวลงจาก 7.5% ในไตรมาส 2/57 อย่างไรก็ตาม อัตราการขยายตัวของ GDP ระดับดังกล่าวถือว่าอยู่ในระดับที่สมเหตุสมผลตามที่ผู้จัดทำนโยบายกำหนด และสอดคล้องกับมุมมองที่เรามีต่อเศรษฐกิจจีนที่จะชะลอตัวอย่างค่อยเป็นค่อยไป ในเดือน ต.ค. IMF ได้ปรับประมาณการอัตราการขยายตัวของ GDP จีนลดลงสู่ 7.4% ในปี 2557 และ 7.1% ในปี 2558

ธนาคารกลางจีน (PBOC) ยังคงดำเนินนโยบายการเงินแบบผ่อนคลายในไตรมาส 3/57 เนื่องจากดัชนีผู้จัดการผู้จัดซื้อภาคการผลิต (HSBC Manufacturing PMI) ปรับตัวลดลง โดยอยู่เหนือระดับ 50 ไม่มากนักในช่วง 2-3 เดือนที่ผ่านมา แม้ตัวเลขดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคบริการของจีน (HSBC Services PMI) ยังยืนอยู่เหนือระดับ 50 ค่อนข้างมาก ส่งผลทำให้ธนาคารกลางจีนอัดฉีดสภาพคล่องเพิ่มเติมจำนวน 8 แสนล้านหยวนเข้าสู่ระบบธนาคาร โดยมีเงื่อนไขว่าธนาคารจะต้องลดอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมให้กับธุรกิจขนาดเล็ก นอกจากนี้ PBOC ยังสร้างเซอร์ไพรส์ด้วยการประกาศลดอัตราดอกเบี้ยลงเป็นครั้งแรกในรอบกว่า 2 ปีเมื่อกลางเดือน พ.ย. อัตราดอกเบี้ยเงินฝากอ้างอิงถูกปรับลดลง 0.25% สู่ 2.75% ในขณะที่อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมอ้างอิงถูกปรับลดลง 0.4% สู่ 5.6% อย่างไรก็ตาม ผลกระทบโดยตรงจะมีน้อยมาก เนื่องจาก PBOC ส่งสัญญาณชัดเจนว่าต้องการดำเนินนโยบายกระตุ้นเศรษฐกิจและเปิดเสรีระบบธนาคาร ตามหลักเกณฑ์ใหม่ ธนาคารพาณิชย์จะได้รับอนุญาตให้ขึ้นอัตราดอกเบี้ยสู่ระดับ 120% ของอัตราดอกเบี้ยอ้างอิง จากเดิมที่ 110% ในขณะที่อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ถูกปรับลดลง 0.4% สู่ 5.6% ส่งผลทำให้ส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยระหว่างเงินฝากกับเงินกู้ปรับตัวแคบลง

Figure 14: อัตราการขยายตัวของ real GDP จีน



Source: National Bureau of Statistics of China

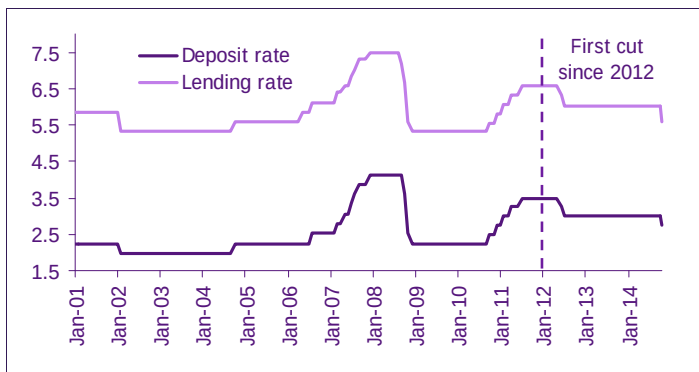
Figure 15: ดัชนี China HSBC PMIs



Source: Markit

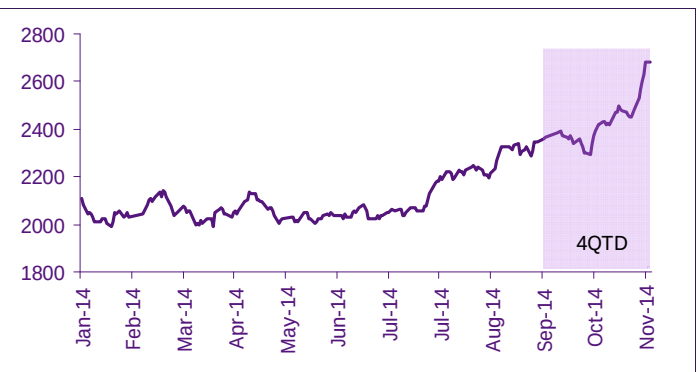
ดัชนีเซี่ยงไฮ้คอมโพสิตปรับขึ้นมาแล้ว 13% QTD ส่งผลทำให้เป็นหนึ่งในตลาดที่ปรับตัวขึ้นได้ดีที่สุดของโลก ข่าวเกี่ยวกับการอัดฉีดสภาพคล่องและการลดอัตราดอกเบี้ยโดยธนาคารกลางช่วยหนุนให้ตลาดหุ้นจีนปรับตัวขึ้นได้ดี ทั้งนี้แม้ดัชนีเซี่ยงไฮ้คอมโพสิตปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง แต่ตอนนี้ยังซื้อขายที่ 1Y-forward PER ระดับ 10.2 เท่า หรือใกล้เคียงกับ PER เฉลี่ยย้อนหลัง 5 ปี ทั้งนี้แม้ปรับขึ้นมามากแล้ว แต่ตลาดหุ้นจีนก็ยังคงเป็นหนึ่งในตลาดที่ถูกที่สุดในภูมิภาคนี้

Figure 16: อัตราดอกเบี้ยเงินฝากและเงินกู้ของ PBoC



Source: People Bank of China

Figure 17: ดัชนีเซี่ยงไฮ้คอมโพสิต



Source: Bloomberg

GDP ไตรมาส 3/57 ของไทยต่ำกว่าคาด เพราะการท่องเที่ยวปรับตัวลดลง; การอุปโภคบริโภคและการลงทุนภาคเอกชนยังคงเติบโตดี

เศรษฐกิจไทย
เศรษฐกิจไทยขยายตัว 0.6% YoY ในไตรมาส 3/57 ต่ำกว่าระดับที่ SCB EIC คาดการณ์ไว้ที่ 2.1% และต่ำกว่าระดับที่ตลาดคาดการณ์ไว้ที่ 1.0% ปัจจัยสำคัญที่ส่งผลทำให้ GDP ขยายตัวต่ำกว่าคาด คือ ดุลการค้า ซึ่งหดตัวลง 4.0% ในไตรมาส 3/57 การส่งออกบริการหดตัวลง 12.4% ในไตรมาส 3/57 โดยมีสาเหตุมาจากภาคการท่องเที่ยวที่ปรับตัวลดลง อย่างไรก็ตาม การอุปโภคบริโภคภาคเอกชนและการลงทุนภาคเอกชนยังเติบโตอย่างแข็งแกร่งที่ 2.2% และ 3.9% ตามลำดับ ทั้งนี้หลังจากตัวเลข GDP ไตรมาส 3/57 ประกาศออกมาไม่นานนัก สำนักงานคณะกรรมการพัฒนาการเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ (สศช.) ก็ปรับประมาณการอัตราการขยายตัวของ GDP ปี 2557 และปี 2558 ลดลงสู่ 1.0% และ 3.5-4.5% ตามลำดับ ในขณะที่เดียวกัน SCB EIC ก็ปรับลดประมาณการอัตราการขยายตัวของ GDP ปี 2557 และปี 2558 ลดลงสู่ 0.8% และ 3.5% ตามลำดับ

Figure 18: ประมาณการเศรษฐกิจไทย

Key Indicators	2013 Share	Unit	2013					2014					2015
			Q1	Q2	Q3	Q4	Full Year	Q1	Q2	Q3	Q4F	Full Year	
Real GDP growth		% YOY	5.4%	2.9%	2.7%	0.6%	2.9%	-0.5%	0.4%	0.6%	2.5%	0.8%	3.5%
Demand-side													
Private consumption	51%	% YOY	4.4%	2.5%	-1.2%	-4.1%	0.3%	-3.0%	0.2%	2.2%	4.1%	0.9%	2.1%
Public consumption	10%	% YOY	2.9%	7.6%	7.3%	0.8%	4.9%	4.2%	2.1%	0.4%	8.0%	3.3%	3.6%
Investment (GFCF)	22%	% YOY	5.8%	4.7%	-6.3%	-11.4%	-2.0%	-9.3%	-6.9%	2.9%	11.7%	-0.9%	6.4%
Private investment	17%	% YOY	2.9%	2.0%	-3.1%	-13.2%	-2.8%	-7.4%	-7.0%	3.9%	10.1%	-0.5%	5.6%
Public investment	5%	% YOY	18.8%	15.4%	-16.2%	-4.7%	1.3%	-16.6%	-6.7%	-0.8%	17.5%	-2.0%	9.5%
Supply-side													
Agriculture	8%	% YOY	0.8%	2.5%	-0.3%	2.1%	1.4%	1.4%	4.2%	1.7%	3.4%	2.7%	2.6%
Manufacturing	38%	% YOY	4.9%	-1.1%	-0.5%	-2.8%	0.1%	-2.7%	-1.6%	-0.7%	-0.7%	-1.4%	3.0%
Services	54%	% YOY	6.5%	6.1%	5.4%	3.0%	5.2%	0.8%	1.4%	1.3%	4.6%	2.0%	4.0%
External sector													
Export of Goods (USD)		% YOY	3.9%	-2.2%	-1.7%	-1.0%	-0.3%	-1.0%	0.3%	-1.8%	2.9%	0.1%	3.0%
Import of Goods (USD)		% YOY	8.8%	2.8%	-2.0%	-7.9%	0.3%	-15.4%	-12.6%	-1.3%	-0.7%	-7.8%	5.9%
Current account			0.5	-6.7	0.4	3.0	-2.8	8.2	0.5	-1.6	5.8	13.0	8.2
Key rates													
Headline inflation		% YOY	3.1%	2.3%	1.7%	1.7%	2.2%	2.0%	2.5%	2.0%	1.5%	2.0%	1.6%
Core inflation		% YOY	1.5%	1.0%	0.7%	0.8%	1.0%	1.2%	1.7%	1.8%	1.6%	1.6%	1.5%
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%	2.00%
THB/USD (end period)		THB/USD	29.8	29.9	31.4	31.7	31.7	32.6	32.4	32.1	33.0	33.0	33.5

Source: Forecast by SCB EIC

ผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียน

ปรับประมาณการกำไรปี 2557 ลดลง แต่ประมาณการกำไรปี 2558 ไม่ได้เปลี่ยนแปลงมากนัก

กำไรสุทธิไตรมาส 3/57 ของบริษัทจดทะเบียนในการวิเคราะห์ของ SCBS มีจำนวน 1.65 แสนล้านบาท -7.0% YoY และ -4.5% QoQ กำไรที่ลดลง YoY หลักๆ เกิดจากกำไรที่ลดลงของกลุ่มพลังงานและปิโตรเคมี ซึ่งได้รับผลกระทบจากราคาน้ำมันที่ลดลงอย่างมากมาตั้งแต่ปลายไตรมาส 2/57 ในขณะที่กำไรที่ลดลง QoQ ส่วนหนึ่งเกิดจากสาเหตุอย่างเดียวกันที่กล่าวถึงข้างต้น และขาดทุนเพิ่มมากขึ้นในไตรมาส 3/57 ของ TRUE เราปรับประมาณการกำไรของบริษัทจดทะเบียนในการวิเคราะห์ของเราสู่ระดับที่คาดว่าจะเติบโต 5% ในปี 2557 และ 17% ในปี 2558

Figure 19: Sector valuation and forecasts

	PE (x)			NP Growth (%)			PBV (x)			ROE (%)		
	13A	14F	15F	13A	14F	15F	13A	14F	15F	13A	14F	15F
Agribusiness	17.1	12.9	12.2	3,583	33	6	3.45	2.90	2.48	22	24	22
Automotive	9.3	12.9	9.5	(1)	(28)	36	1.37	1.28	1.17	14	10	13
Banking	12.9	12.4	11.0	23	4	13	2.01	1.80	1.61	16	15	15
Commerce	35.7	35.3	28.0	8	1	26	8.54	7.47	6.43	26	23	25
Construction Materials	16.7	17.5	15.3	49	(5)	14	2.70	2.49	2.30	16	15	16
Construction Services	12.6	25.1	24.3	267	(50)	3	3.26	2.90	2.72	12	11	12
Electronic Components	15.8	13.4	13.2	13	18	1	2.59	2.32	2.13	13	16	17
Energy & Utilities	11.7	11.5	10.3	(9)	1	12	1.33	1.23	1.14	12	11	12
Finance & Securities	10.5	10.3	9.2	92	2	12	2.68	2.42	2.15	27	25	25
Food & Beverage	33.0	19.5	15.4	(46)	70	27	2.40	1.99	1.89	3	10	13
Health Care Services	44.8	38.3	32.1	(17)	17	19	7.40	6.71	5.98	19	21	22
ICT	27.8	21.7	18.3	8	28	19	11.31	6.75	6.56	21	38	43
Insurance	46.5	114.1	15.3	n.m.	(59)	643	3.49	3.07	2.57	8	3	18
Media & Publishing	18.3	23.5	25.3	11	(22)	(7)	6.47	6.60	6.51	35	28	26
Petrochemicals & Chemicals	11.3	12.0	9.5	(6)	(6)	26	1.27	1.20	1.11	11	10	12
Property Development	13.8	12.4	11.4	19	11	9	2.65	2.29	2.07	19	19	19
Tourism & Leisure	27.4	57.0	27.9	37	(52)	104	3.78	3.65	3.38	10	6	13
Transportation & Logistics	48.8	49.0	25.6	(47)	(0)	91	2.22	2.22	2.14	3	1	8
mai	213.7	52.1	25.3	123	310	106	16.08	12.39	8.83	10	27	41
SCBS Universe	16.9	16.2	13.8	5	5	17	2.40	2.17	1.99	14	13	15

Source: SCBS Investment Research



ความกังวลเกี่ยวกับการเติบโตของเศรษฐกิจโลกเกิดขึ้นแค่ช่วงสั้นๆ แต่หลังจากนั้นดัชนีตลาดหุ้นหลักๆ ก็ปรับตัวกลับขึ้นมาทำจุดสูงสุดใหม่

ปี 2557 เป็นปีที่น่าลงทุน กล้าเปิดรับความเสี่ยง และมีแนวโน้มเกิดขึ้นต่อเนื่องมาถึงปี 2558

บรรยากาศการลงทุนในตลาดหุ้นไทยเป็นบวก เพราะ GDP จะเติบโตเพิ่มขึ้น

แนวโน้มปี 2558 และกลยุทธ์การลงทุน

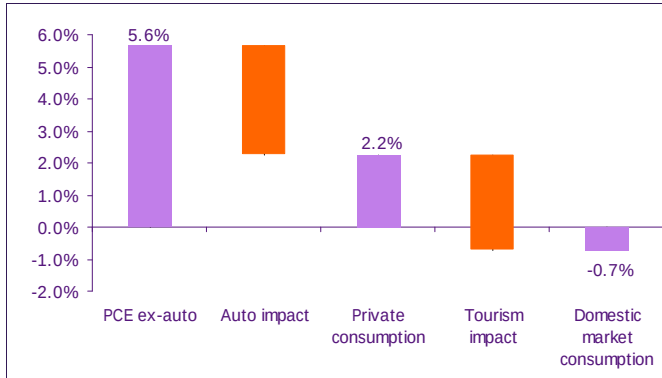
การปรับตัวลดลงของตลาดหุ้นในเดือน ต.ค.จากความกังวลที่นักลงทุนมีการเติบโตของเศรษฐกิจโลก เกิดขึ้นแค่ช่วงสั้นๆ และดูเหมือนจะไม่มีความเสี่ยงมากไปกว่าการปรับฐานตามปกติของตลาดหลังจากปรับตัวขึ้นแรงเป็นเวลานาน หลังจากนั้นดัชนีตลาดหุ้นหลักๆ ส่วนใหญ่ก็ปรับตัวกลับขึ้นมาสูงกว่าระดับก่อนปรับฐาน โดยแกว่งตัวอยู่แถวๆ จุดสูงสุดใหม่ของปี และในบางตลาดก็ทำจุดสูงสุดเป็นประวัติการณ์ นอกจากนี้ SET index ก็ปรับตัวกลับขึ้นมาใกล้ระดับ 1,600 จุดซึ่งเป็นจุดสูงสุดของปีนี้

เนื่องจากเหลือเวลาอีกเพียงเดือนเดียวก็จะหมดปีแล้ว เราจึงสามารถพูดได้ว่าปี 2557 เป็นปีที่นักลงทุนกล้าเปิดรับความเสี่ยงเมื่อดูจากระดับที่ดัชนีตลาดหุ้นทั่วโลกยืนอยู่ในปัจจุบัน ซึ่งเป็นบทสรุปที่ค่อนข้างสร้างเซอร์ไพรส์พอสมควรเมื่อเทียบกับสิ่งที่คาดการณ์ไว้เมื่อ 12 เดือนก่อนเมื่อนักลงทุนในตลาดยังคงกังวลเกี่ยวกับการปรับลดวงเงินมาตรการ QE เรามองว่าการที่ตลาดหุ้นต่างๆ ปรับตัวขึ้นมามากน่าจะได้รับปัจจัยหนุนหลักจากการฟื้นตัวอย่างแข็งแกร่งของเศรษฐกิจสหรัฐฯ ซึ่งช่วยสนับสนุนให้นักลงทุนกล้าเปิดรับความเสี่ยงได้มากขึ้น

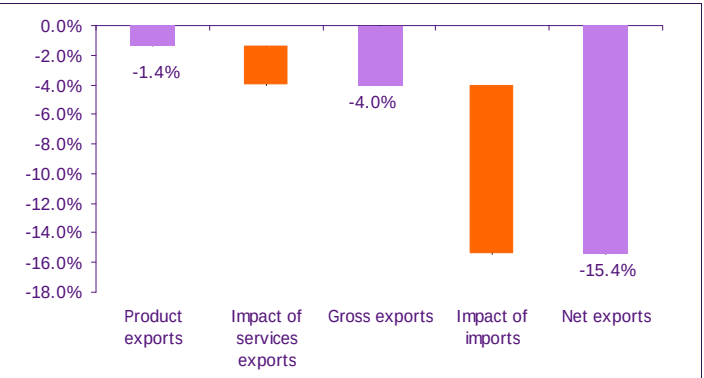
เราคาดว่านักลงทุนจะเปิดรับความเสี่ยง (risk-on) ต่อเนื่องมาถึงปี 2558 เนื่องจากภาวะเศรษฐกิจทั่วโลกยังเป็นบวกไม่เปลี่ยนแปลงเพราะ: 1) เศรษฐกิจสหรัฐฯ ปรับตัวดีขึ้น 2) เศรษฐกิจจีนน่าจะชะลอตัวอย่างค่อยเป็นค่อยไปเช่นเดียวกับในช่วง 2-3 ปีที่ผ่านมาจากการดำเนินนโยบายการเงินแบบผ่อนคลายเป็นพิเศษ และ 3) ยุโรปและญี่ปุ่นประกาศมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจเพิ่มเติมเพื่อรับมือกับภาวะการชะลอตัวทางเศรษฐกิจ

บรรยากาศการลงทุนในตลาดหุ้นไทยน่าจะยังคงเป็นบวก เนื่องจาก SCB EIC คาดว่า GDP ของไทยจะเติบโตเพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ 2.5% ในไตรมาส 4/57 และ 3.5% ในปี 2558 เศรษฐกิจไทยน่าจะเติบโตได้ถึงระดับที่เราคาดการณ์ไว้เมื่อพิจารณาจากแนวโน้มและพัฒนาการดังต่อไปนี้

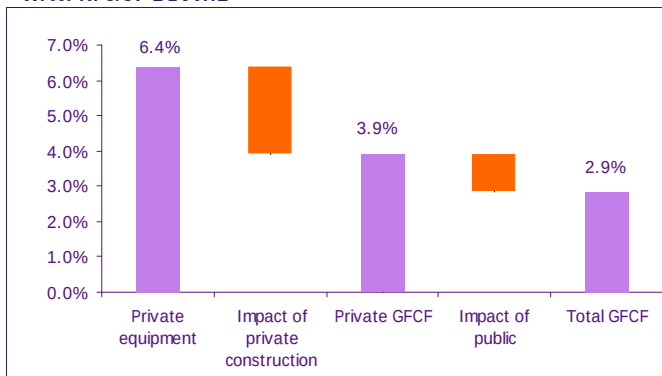
- การอุปโภคบริโภคภาคเอกชนไทย (real terms) หดตัวลดลงเล็กน้อยที่ -0.2% YoY ในช่วง 9 เดือนแรกปี 57 แต่หากดูเป็นรายไตรมาสพบสัญญาณฟื้นตัว โดยอัตราการขยายตัวในไตรมาส 1/57, ไตรมาส 2/57, และไตรมาส 3/57 อยู่ที่ -3.0% YoY, +0.2% YoY, และ +2.2% YoY ตามลำดับ ทั้งนี้ฐานสูงจากมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจยังคงมีผลกระทบในปี 2557 ถ้าเราตัด "อุปโภคบริโภคขนส่ง" (ตัวชี้วัดยอดขายรถยนต์) ออกไป การอุปโภคบริโภคภาคเอกชนของไทยจะเติบโตแบบเร่งตัวขึ้นที่ +2.9% YoY, +3.1% YoY, และ +5.6% YoY ในไตรมาส 1-3 ปี 2557 ตามลำดับ
- การสะสมทุนถาวรเบื้องต้น (real terms) ปรับตัวลดลง -4.5% YoY ในช่วง 9 เดือนแรกปี 57 แต่หากดูเป็นรายไตรมาสก็พบสัญญาณฟื้นตัวเช่นเดียวกัน โดยอัตราการขยายตัวในไตรมาส 1/57, ไตรมาส 2/57, และไตรมาส 3/57 อยู่ที่ -9.3% YoY, -6.9% YoY, และ +2.9% YoY ตามลำดับ ภาคเอกชนซึ่งคิดเป็นสัดส่วนเกือบ 80% ของการสะสมทุนถาวรเบื้องต้น แสดงสัญญาณฟื้นตัวดีขึ้นที่ชัดเจนมากกว่า โดยมีอัตราการขยายตัว -7.4% YoY, -7.0% YoY, และ +3.9% YoY ในไตรมาส 1-3 ปี 2557 ตามลำดับ ในขณะที่ภาครัฐยังไม่ฟื้นตัวกลับมาเมื่ออัตราการขยายตัวเป็นบวก แต่อัตราการปรับตัวลดลงน้อยลงอย่างเห็นได้ชัดที่ -16.6% YoY, -6.7% YoY, และ -0.8% YoY ในไตรมาส 1-3 ปี 2557 ตามลำดับ
- การส่งออกสุทธิเป็นปัจจัยสำคัญที่ทำให้ GDP ไทยแกว่งตัวในปี 2557 ทั้งนี้ความจริงแล้วการส่งออกสุทธิของไทยปรับตัวเพิ่มขึ้นถึง 18% YoY ในช่วง 9 เดือนแรกปี 57 ซึ่งอาจจะสร้างความประหลาดใจให้กับหลายๆ คน ในขณะที่การเปลี่ยนแปลง YoY ผันผวนอย่างมากเมื่อดูการส่งออกสุทธิเป็นรายไตรมาส จาก +29% และ +51% ในไตรมาส 1/57 และไตรมาส 2/57 ไปจนถึง -15% ในไตรมาส 3/57 เราจำเป็นต้องดูองค์ประกอบแต่ละอย่างของการส่งออกสุทธิเพื่อให้มองเห็นภาพที่สมบูรณ์ การส่งออกทั้งหมดปรับตัวลดลง -1.7% YoY ในช่วง 9 เดือนแรกปี 57 และมีแนวโน้มปรับตัวลดลงเมื่อดูเป็นรายไตรมาสที่ -0.5% YoY, -0.6% YoY, และ -4.0% YoY ในไตรมาส 1/57, ไตรมาส 2/57, และไตรมาส 3/57 ตามลำดับ อย่างไรก็ตาม การนำเข้าทั้งหมดลดลงในอัตราที่เร็วกว่าที่ -6.3% YoY ในช่วง 9 เดือนแรกปี 57 และลดลง -8.6% YoY, -9.0% YoY, และ -1.1% YoY ในไตรมาส 1-3 ปี 2557 ตามลำดับ ซึ่งช่วยหนุนให้การส่งออกสุทธิปรับตัวเพิ่มขึ้นในไตรมาส 1/57 และไตรมาส 2/57 เราไม่ได้กังวลเกี่ยวกับการส่งออกสุทธิที่ลดลงอย่างมากในไตรมาส 3/57 เพราะเหตุผล 2 ประการ ประการแรก เราตีความการนำเข้าที่ลดลงว่าสะท้อนถึงการลดสต็อกสินค้า ซึ่งอาจจะสื่อถึงอุปสงค์ที่เพิ่มขึ้น ประการที่สอง การส่งออกที่ลดลงมากที่สุดเกิดขึ้นกับการส่งออกบริการ ซึ่งมากกว่าครึ่งหนึ่งเกี่ยวกับการท่องเที่ยว ทั้งนี้นักท่องเที่ยวต่างชาติที่เดินทางเข้ามาในไทยปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างมาก โดยมีอัตราเติบโต YoY เป็นบวกครั้งแรกที่ 6% ในเดือน ต.ค. ข้อมูลเบื้องต้นที่ได้จากท่าอากาศยานไทยชี้ให้เห็นว่าจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติที่เดินทางเข้ามาในประเทศไทยมีอัตราเติบโต YoY เป็นตัวเลขสองหลักในเดือน พ.ย.

Figure 20: อัตราการขยายตัวของการอุปโภคบริโภคภาคเอกชนในไตรมาส 3/57 ของไทย

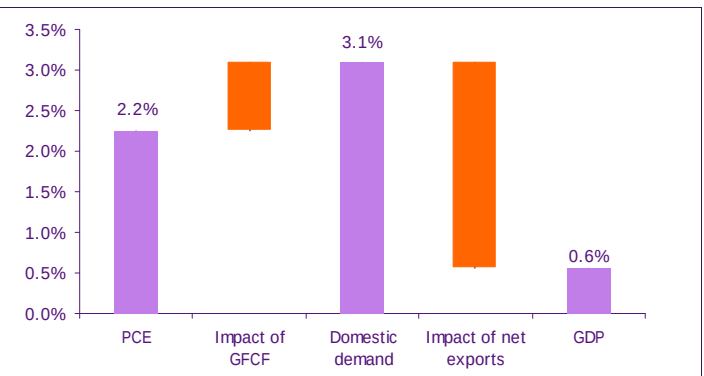
Source: SCBS Investment Research

Figure 21: อัตราการขยายตัวของการส่งออกสุทธิในไตรมาส 3/57 ของไทย

Source: SCBS Investment Research

Figure 22: อัตราการขยายตัวของการสะสมทุนถาวรเบื้องต้นในไตรมาส 3/57 ของไทย

Source: SCBS Investment Research

Figure 23: อัตราการขยายตัวของ GDP ในไตรมาส 3/57 ของไทย

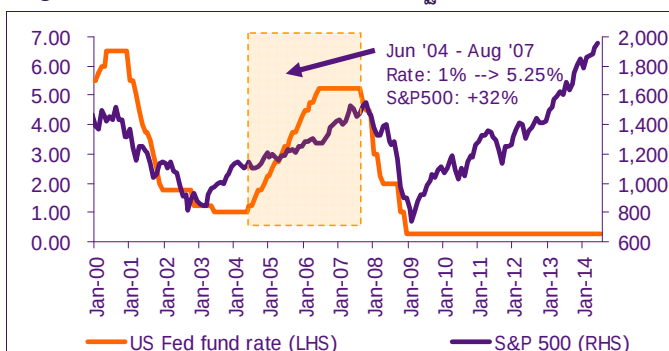
Source: SCBS Investment Research

ผลกระทบจากการขึ้นอัตราดอกเบี้ย

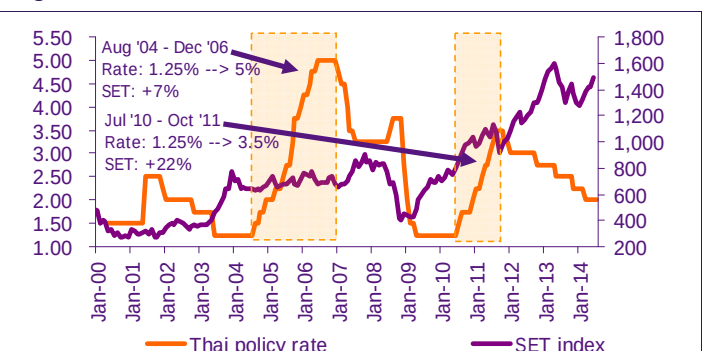
การขึ้นดอกเบี้ยไม่ได้
หมายความว่าตลาดหุ้นจะ
ปรับตัวลดลง

เหตุการณ์สำคัญในปี 2558 ยังคงอยู่ที่อัตราดอกเบี้ยสหรัฐฯ ที่จะกลับคืนสู่วัฏจักรขาขึ้น ในรายงานกลยุทธ์การลงทุนประจำไตรมาส 4/57 เราได้พูดถึงเรื่องนี้ในเชิงลึก โดยกล่าวไว้ว่าในอดีตที่ผ่านมา มีน้อยครั้งมากที่อัตราดอกเบี้ยที่สูงขึ้นส่งผลกระทบต่อตลาดหุ้นโดยสรุปรายละเอียดได้ดังนี้:

- การขึ้นอัตราดอกเบี้ยในสหรัฐฯ รอบล่าสุดเกิดขึ้นตั้งแต่เดือน มิ.ย. 2547 ถึงเดือน ส.ค. 2550 (ระยะเวลา 39 เดือน) โดยในช่วงเวลาดังกล่าวอัตราดอกเบี้ยนโยบายของเฟดปรับเพิ่มขึ้นจาก 1% สู่ 5.25% และความจริงแล้วในระหว่างนั้น ดัชนี S&P500 index ปรับขึ้นมากถึง 34% และ
- 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 24: อัตราดอกเบี้ยนโยบายของสหรัฐฯ และดัชนี S&P 500 index

Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

Figure 25: อัตราดอกเบี้ยนโยบายของไทยและ SET index

Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

SET จะทำจุดสูงสุดใหม่เป็น
ประวัติการณ์ในรอบ 20 ปี

เป้า SET index

เรายังคงเป้า SET index ปลายปี 2558 ไว้ที่ 1,800 จุด ซึ่งหมายความว่าตลาดหุ้นไทยจะทำจุดสูงสุดใหม่เป็นประวัติการณ์ เป้า SET index ของเรากับทำไว้ในอนาคต ดังนั้นจึงไม่ค่อยได้รับผลกระทบจากการปรับลดประมาณการกำไรหลังประกาศผลประกอบการไตรมาส 3/57 ที่หลักๆ เป็นการปรับประมาณการกำไรปี 2557 ลดลงมากกว่าที่จะเป็นปี 2558 และหลังจากนั้น (เนื่องจากเรายังคงคาดการณ์ถึงการฟื้นตัวต่อเนื่อง) เนื่องจาก SET index ติดตัวกลับขึ้นมาสู่ระดับสูงสุดของปีนี้แล้ว นักลงทุนในตลาดจึงดูเหมือนจะไม่กังวลเกี่ยวกับผลประกอบการที่น่าผิดหวัง

เรายังคงสมมติฐานสำคัญๆ ไว้ไม่เปลี่ยนแปลง: 1) earnings yield gap ที่ 3% ซึ่งเป็นระดับเดียวกับปี 2555-2556 เนื่องจากเรามองเห็นความคล้ายคลึงกันของแนวโน้มเศรษฐกิจและกำไรในช่วงปีดังกล่าวกับในระยะ 12-18 เดือนข้างหน้า และ 2) risk-free rate ที่ 3.75% (เท่ากับผลตอบแทนพันธบัตรอายุ 10 ปีของไทยโดยเฉลี่ยในช่วง 5 ปีก่อน; ปัจจุบันผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปีอยู่ที่ 3.4%) นอกจากนี้ เรายังคงใช้ earnings yield และ PE เป้าหมายเท่าเดิมที่ 6.8% และ 14.8 เท่า ตามลำดับ

Figure 26: เป้า SET index ปลายปี 2558 และความอ่อนไหว

Yield gap		10-year bond yield					
		3.25	3.25	3.50	3.75	4.00	4.25
2.50		2,190	2,110	2,030	1,940	1,870	1,730
2.75		2,120	2,030	1,940	1,870	1,800	1,680
3.00		2,010	1,940	1,870	1,800	1,740	1,620
3.25		1,940	1,870	1,800	1,740	1,680	1,560
3.50		1,860	1,800	1,740	1,680	1,620	1,520

Source: SCBS Investment Research

Top picks ไตรมาส 1/58

หุ้น top picks ไตรมาส
1/58 มีทั้งหุ้นผู้นำในกลุ่ม
theme play และหุ้นผู้ตามใน
กลุ่ม domestic play

มีทั้งผู้นำและผู้ตาม เรายังคงเก็บหุ้น top picks 2 ตัวในไตรมาส 4/57 ซึ่งปรับตัวขึ้นได้ดี คือ ASP และ ITD ไว้เป็น top picks ประจำไตรมาส 1/58 เนื่องจากมองว่าราคาหุ้นยังคงมีโอกาสปรับขึ้นได้อีก ในขณะที่เราถอด AOT ซึ่งเป็นหุ้นอีกตัวที่ปรับตัวขึ้นได้ดีออก แล้วเลือกหุ้นกลุ่มท่องเที่ยวอีก 3 ตัว คือ AAV NOK และ ERW ซึ่งราคาหุ้นยังปรับขึ้นน้อยเข้ามาแทน เมื่อไม่นานนี้ ระวีรุช บิยะเกรียงไกร นักวิเคราะห์กลุ่มท่องเที่ยวของเรา เพิ่งออกรายงาน “ฤดูกาลมีอิทธิพลต่อการท่องเที่ยวไทยน้อยลง” ซึ่งเป็นรายงานอุตสาหกรรมท่องเที่ยวที่เจาะลึกลงไปในเรื่องรายละเอียดว่าทำไมการเปลี่ยนแปลงทางโครงสร้างในอุตสาหกรรมท่องเที่ยวไทยจะส่งผลกระทบต่อผู้ประกอบการโรงแรมและสายการบินต้นทุนต่ำ นอกจากนี้เราก็ออกรายงาน AMATA เข้ามาเป็นหุ้น top pick อีกตัว ในฐานะหุ้นที่ได้ประโยชน์จากเม็ดเงิน FDI ไหลเข้า เพราะข้อมูลจากบีโอไอส่งสัญญาณว่ายอดชายที่เดินจะปรับตัวเพิ่มขึ้น

- **AAV** ราคาหุ้นยังปรับขึ้นน้อย และต่ำกว่าจุดสูงสุดของปีก่อนอยู่ 23% ได้ประโยชน์จากราคาน้ำมันที่ลดลง
- **AMATA** บีโอไออนุมัติโครงการลงทุนเพิ่มขึ้นถึง 10 เท่านับตั้งแต่รัฐประหาร ส่งสัญญาณยอดชายที่เดินเพิ่มขึ้น
- **ASP** ราคาหุ้นขึ้นมาแล้ว 11% QTD แต่ยังมีแนวโน้มขึ้นต่อ คาดผลตอบแทนจากเงินปันผลงวดสุดท้าย 6%
- **ERW** ได้ประโยชน์มากที่สุดจากการท่องเที่ยวที่ได้รับอิทธิพลจากฤดูกาลน้อยลง กำไรจะทำจุดสูงสุดในปี 2558
- **ITD** ราคาหุ้นขึ้นมาแล้ว 34% QTD แต่โครงการเหมืองโปแตชหนุนให้ราคาเป้าหมายปรับขึ้นมาที่ 10.4 บาท
- **NOK** ราคาหุ้นขึ้นช้ากว่าตลาดอย่างมาก และต่ำกว่าราคา IPO อยู่ 50% ได้ประโยชน์จากราคาน้ำมันที่ลดลง

Figure 27: Top picks ไตรมาส 1/58 – Valuation Summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					13A	14F	15F	13A	14F	15F	13A	14F	15F	13A	14F	15F	13A	14F	15F	13A	14F	15F
AAV	Buy	4.68	7.0	49.6	25.2	489.5	16.1	5	(95)	n.m.	1.2	1.2	1.1	5	0	7	0.0	0.0	1.5	8.5	24.7	6.0
AMATA	Buy	15.10	20.0	35.3	10.6	13.8	11.3	1	(23)	22	1.6	1.5	1.4	16	11	13	3.7	2.8	3.5	7.8	10.4	9.5
ASP	Buy	4.34	5.5	35.9	8.6	9.8	8.9	77	(12)	10	2.1	2.0	1.9	25	21	22	9.2	9.2	10.1	0.0	0.0	0.0
ERW	Buy	5.00	7.0	40.0	92.7	n.m.	32.5	409	n.m.	n.m.	2.2	2.4	2.3	3	(3)	7	3.0	0.0	1.1	13.8	20.9	11.7
ITD	Buy	7.90	10.4	31.6	42.2	43.1	33.5	(8)	(2)	29	3.1	2.4	2.3	8	7	8	0.0	0.0	1.2	10.3	14.0	13.4
NOK	Buy	13.40	20.0	49.3	7.1	n.m.	15.3	25	n.m.	n.m.	1.7	2.3	2.0	39	(14)	14	7.7	0.0	3.3	2.0	(11.9)	10.2
Average					31.1	139.1	19.6	85	(33)	20	2.0	2.0	1.8	16	4	12	3.9	2.0	3.4	7.1	9.7	8.4

Source: SCBS Investment Research

Top Picks

This page is left blank intentionally



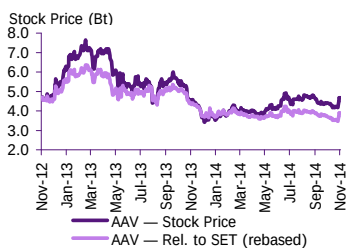
ชื่อ

Stock Data

Last close (Dec 1) (Bt)	4.68
12-m target price (Bt)	7.00
Upside (Downside) to TP (%)	49.57
Mkt cap (Btbn)	22.70
Mkt cap (US\$mn)	693

Bloomberg code	AAV TB
Reuters code	AAV.BK
Risk rating	M
Mkt cap (%) SET	0.15
Sector % SET	5.68
Shares issued (mn)	4,850
Par value (Bt)	0.10
12-m high / low (Bt)	5.1 / 3.3
Avg. daily 6m (US\$mn)	4.68
Foreign limit / actual (%)	0 / 0
Free float (%)	46.9
Dividend policy (%)	NA

Price Performance



Source: SET, SCBS Investment Research

Share performance

	1M	3M	12M
Absolute	6.8	(0.8)	4.0
Relative to SET	5.9	(2.4)	(10.3)

Source: SET, SCBS Investment Research

รวิญญู ปิยะกรียงไกร

นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1002

raweenuch.piyakriangkai@scb.co.th

พลประกอบการจะฟื้นตัวดีขึ้น

ในช่วง 4 วันที่ผ่านมา ราคาหุ้น AAV ปรับขึ้นมาแล้ว 14% เนื่องจากตลาดเริ่มรับรู้อุตสาหกรรมท่องเที่ยวไทยกำลังฟื้นตัว อย่างไรก็ตาม เราเชื่อว่าตลาดยังไม่ได้รับการฟื้นตัวของอุตสาหกรรมท่องเที่ยวไทยอย่างเต็มที่ เนื่องจากราคาหุ้น AAV ยังอยู่ในระดับต่ำกว่าจุดสูงสุดในเดือน ต.ค. ปีที่ผ่านมา (ก่อนร่วงลงเพราะปัญหาการเมือง) อยู่ 23% การฟื้นตัวในรูป V-shape ของอุตสาหกรรมท่องเที่ยวไทยและราคาน้ำมันเครื่องบินที่ลดลงมาก ทำให้เราคาดว่ากำไรปกติของ AAV จะทำจุดสูงสุดใหม่ที่ 1.4 พันล้านบาทในปี 2558 เพิ่มขึ้นเป็น 30 เท่าจากฐานต่ำผิดปกติในปี 2557 และสูงกว่าจุดสูงสุดเดิมในปี 2556 อยู่ 56% เราแนะนำ "ซื้อ" AAV ด้วยราคาเป้าหมายปลายปี 58 ที่ 7 บาท/หุ้น อิงกับ PE 23 เท่า

การท่องเที่ยวไทยฟื้นตัว อุตสาหกรรมท่องเที่ยวไทยกำลังฟื้นตัวกลับสู่แนวโน้มขาขึ้นหลังจากปรับตัวแย่ลงเพราะได้รับผลกระทบจากสถานการณ์ความไม่สงบทางการเมืองในประเทศไทย แนวโน้มการฟื้นตัวดีขึ้นได้รับปัจจัยหนุนจากการเมืองที่มีเสถียรภาพและมาตรการกระตุ้น นักท่องเที่ยวต่างชาติที่เดินทางเข้ามายังประเทศไทยในเดือน ต.ค. มีจำนวน 2.1 ล้านคน เพิ่มขึ้น 6% YoY ซึ่งเป็นครั้งแรกที่เติบโต YoY หลังจากหดตัวลง YoY มาตั้งแต่เดือน ก.พ. 2557 ปัจจัยกระตุ้นหลักๆ คือ นักท่องเที่ยวที่เดินทางมาจากจีนปรับตัวเพิ่มขึ้นถึง 67% YoY สู่จำนวนสูงสุดเป็นประวัติการณ์ และคิดเป็น 18% ของนักท่องเที่ยวต่างชาติทั้งหมดที่เดินทางเข้ามาในประเทศไทย แนวโน้มเช่นนี้จะส่งผลดีต่อ AAV เนื่องจากรายได้ 20% ของบริษัทมาจากผู้โดยสารจีน AAV รายงานจำนวนผู้โดยสารในเดือน ต.ค. ปรับตัวเพิ่มขึ้น 18% YoY และบริษัทได้เพิ่มจำนวนเที่ยวบินต่อวันอีก 31% สู่ 265 เที่ยวบิน จาก 202 เที่ยวบินในไตรมาส 3/57

อัตราค่าโดยสารสูงขึ้น ต้นทุนน้ำมันเครื่องบินลดลง AAV มองว่าแรงกดดันต่ออัตราค่าโดยสารลดน้อยลง โดยเกิดจากอุตสาหกรรมท่องเที่ยวที่ฟื้นตัวดีขึ้น และคาดว่าอัตราค่าโดยสารเฉลี่ยในไตรมาส 4/57 จะอยู่ที่ 1,700 บาท/คน +10% QoQ จากอัตราค่าโดยสารเฉลี่ยระดับต่ำที่ 1,542 บาท/คนในไตรมาส 3/57 ในด้านต้นทุน AAV จะได้รับประโยชน์จากราคาน้ำมันเครื่องบินที่ลดลง ราคาน้ำมันเครื่องบินในตลาดสิงคโปร์เฉลี่ยตั้งแต่ต้นไตรมาส 4/57 อยู่ที่ 100 ดอลลาร์สหรัฐ/บาร์เรล ลดลง 14% จากราคาเฉลี่ยในไตรมาส 3/57 น้ำมันเครื่องบินเป็นต้นทุนหลักของ AAV โดยคิดเป็น 44% ของต้นทุนการดำเนินงานทั้งหมดในช่วง 9 เดือนแรกปี 57 AAV ปรับลดสัดส่วนการทำสัญญาป้องกันความเสี่ยงราคาน้ำมันล่วงหน้าลงสู่ 10% ของปริมาณการใช้น้ำมันทั้งหมด จากระดับปกติที่ 30-35% เพื่อให้ได้รับประโยชน์จากราคาน้ำมันที่ลดลง ปัจจุบันเราใช้สมมติฐานราคาน้ำมันเครื่องบินปี 2558 ที่ 120 ดอลลาร์สหรัฐ/บาร์เรล การวิเคราะห์ความอ่อนไหวพบว่า ราคาน้ำมันเครื่องบินที่ลดลง 1% จากระดับที่เราคาดการณ์ไว้ในปี 2558 จะส่งผลทำให้กำไรปกติของ AAV ปรับเพิ่มขึ้นได้อีก 4%

ผลประกอบการจะปรับตัวดีขึ้นแบบก้าวกระโดดสู่แนวโน้มขึ้นในปี 2558 จากสถานการณ์ที่เริ่มปรับตัวดีขึ้น เราคาดว่า AAV จะพลิกกลับมาทำกำไรหลังจากขาดทุนในไตรมาส 2-3 ปี 2557 เราคาดว่าผลประกอบการของบริษัทจะพลิกกลับสู่แนวโน้มขึ้นในปี 2558 ด้วยกำไร 1.4 พันล้านบาท (จากที่คาดว่าจะมีกำไรเล็กน้อยที่ 46 ล้านบาทในปี 2557) โดยได้รับปัจจัยหนุนจากการฟื้นตัวแบบ V-shape ของอุตสาหกรรมท่องเที่ยวไทย (คาดมีนักท่องเที่ยวต่างชาติเดินทางเข้ามาในไทยจำนวน 30 ล้านคน เพิ่มขึ้น 21% YoY) และราคาน้ำมันเครื่องบินที่ลดลง

แนะนำ "ซื้อ" ด้วยราคาเป้าหมายปี 2558 ที่ 7 บาท/หุ้น แม้ราคาหุ้น AAV ปรับตัวขึ้นมาแล้ว 14% ในช่วง 4 วันที่ผ่านมา เนื่องจากตลาดเริ่มรับรู้อุตสาหกรรมท่องเที่ยวไทยกำลังฟื้นตัว แต่เรารู้สึกว่าการฟื้นตัวของอุตสาหกรรมท่องเที่ยวไทยยังไม่ได้สะท้อนในราคาหุ้นอย่างเต็มที่ เนื่องจากราคาหุ้น AAV ยังต่ำกว่าจุดสูงสุดในเดือน ต.ค. ปีที่ผ่านมา (ก่อนร่วงลงเพราะปัญหาการเมือง) อยู่ 23% ในฐานะสายการบินต้นทุนต่ำชั้นนำในประเทศไทย AAV จึงมีแนวโน้มที่จะได้รับประโยชน์มากที่สุดจากการเติบโตของตลาดนักท่องเที่ยวระยะใกล้ (Short-haul) โดยเฉพาะจีน เนื่องจากบริษัทมีเครือข่ายเส้นทางบินจำนวนมากครอบคลุมจุดหมายปลายทางสำคัญๆ ของประเทศไทย และเมืองใหญ่ๆ ในแถบเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ เพื่อตอบสนองความต้องการเดินทางจำนวนมาก เราแนะนำ "ซื้อ" AAV ด้วยราคาเป้าหมายปี 2558 ที่ 7 บาท/หุ้น อิงกับ PE 23 เท่า (+1.0SD ของ PE เฉลี่ยย้อนหลัง 10 ปีของหุ้นสายการบินในตลาดภูมิภาค)

Forecasts and valuation

Year to 31 Dec	Unit	2012	2013	2014F	2015F	2016F
Revenue	(Btbn)	16,103	23,485	24,544	32,317	38,616
EBITDA	(Btbn)	1,733	2,878	1,123	4,592	5,543
Core profit	(Btbn)	800	901	46	1,407	1,720
Reported profit	(Btbn)	15,513	1,043	60	1,407	1,720
Core EPS	(Bt)	0.18	0.19	0.01	0.29	0.35
DPS	(Bt)	0.00	0.00	0.00	0.07	0.09
P/E, core	(x)	26.6	25.2	489.5	16.1	13.2
EPS growth, core	(%)	(22.9)	5.5	(94.9)	n.m.	22.3
P/BV, core	(x)	1.2	1.2	1.2	1.1	1.0
ROE	(%)	8.7	4.8	0.2	7.0	8.0
Dividend yield	(%)	0.0	0.0	0.0	1.5	1.9
EV/EBITDA	(x)	9.8	8.5	24.7	6.0	4.9

Source: SCBS Investment Research

Financial statement

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	2012	2013	2014F	2015F	2016F
Total revenue	16,103	23,485	24,544	32,317	38,616
Cost of goods sold	(14,018)	(19,928)	(23,097)	(26,907)	(32,086)
Gross profit	2,085	3,557	1,447	5,410	6,530
SG&A	(885)	(1,756)	(1,718)	(2,585)	(3,089)
Other income	388	671	614	808	965
Interest expense	(17)	(171)	(259)	(310)	(344)
Pre-tax profit	1,571	2,301	83	3,322	4,062
Corporate tax	(436)	(651)	(19)	(764)	(934)
Equity a/c profits	0	0	0	0	0
Minority interests	(364)	(865)	(29)	(1,151)	(1,408)
Core profit	800	901	46	1,407	1,720
Extra-ordinary items	14,712	142	14	0	0
Net Profit	15,513	1,043	60	1,407	1,720
EBITDA	1,733	2,878	1,123	4,592	5,543
Core EPS (Bt)	0.18	0.19	0.01	0.29	0.35
Net EPS (Bt)	3.41	0.22	0.01	0.29	0.35
DPS (Bt)	0.00	0.00	0.00	0.07	0.09

Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	2012	2013	2014F	2015F	2016F
Total current assets	7,149	7,817	6,185	8,158	9,775
Total fixed assets	27,460	37,118	40,254	43,529	46,581
Total assets	34,609	44,935	46,440	51,686	56,355
Total loans	1,920	8,161	9,731	10,941	11,978
Total current liabilities	4,962	7,272	8,049	10,218	11,865
Total long-term liabilities	4,929	10,988	11,641	12,678	13,715
Total liabilities	9,892	18,260	19,689	22,896	25,580
Paid-up capital	485	485	485	485	485
Total equity	24,718	26,675	26,751	28,791	30,775
BVPS (Bt)	4.02	3.99	4.00	4.29	4.57

Cash Flow Statement (Btmn)

FY December 31	2012	2013	2014F	2015F	2016F
Core Profit	800	901	46	1,407	1,720
Depreciation and amortization	145	406	781	959	1,137
Operating cash flow	22,025	3,674	1,584	4,094	4,135
Investing cash flow	(29,037)	(12,250)	(2,125)	(4,233)	(4,189)
Financing cash flow	11,205	(8,578)	610	1,670	1,301
Net cash flow	4,193	(17,154)	69	1,531	1,247

Key Financial Ratios

	2012	2013	2014F	2015F	2016F
Gross margin(%)	12.9	15.1	5.9	16.7	16.9
Operating margin(%)	7.5	7.7	-1.1	8.7	8.9
EBITDA margin(%)	10.8	12.3	4.6	14.2	14.4
EBIT margin(%)	20.8	25.5	15.4	27.2	27.4
Net profit margin(%)	96.3	4.4	0.2	4.4	4.5
ROE (%)	85.0	5.4	0.3	6.8	7.8
ROA (%)	44.8	2.3	0.1	2.7	3.1
Net D/E (x)	Net cash	0.1	0.2	0.2	0.1
Interest coverage (x)	99.5	16.8	4.3	14.8	16.1
Debt service coverage (x)	87.3	9.3	1.3	2.4	2.6
Payout Ratio (%)	0.0	0.0	0.0	25.0	25.0

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14	3Q14
Total revenue	5,595	6,501	6,460	5,461	5,559
Cost of goods sold	(4,915)	(5,641)	(5,866)	(5,584)	(5,621)
Gross profit	681	861	594	(123)	(62)
SG&A	(423)	(568)	(388)	(485)	(497)
Other income	145	288	174	209	197
Interest expense	(50)	(57)	(54)	(65)	(87)
Pre-tax profit	352	523	326	(463)	(450)
Corporate tax	(100)	(206)	(62)	101	(17)
Equity a/c profits	0	0	0	0	0
Minority interests	(131)	(184)	(108)	145	173
Core profit	138	174	148	(199)	(255)
Extra-ordinary items	21	49	(9)	22	46
Net Profit	158	222	139	(176)	(209)
EBITDA	506	715	554	(214)	(147)
Core EPS (Bt)	0.03	0.04	0.03	(0.04)	(0.05)
Net EPS (Bt)	0.03	0.05	0.03	(0.04)	(0.04)

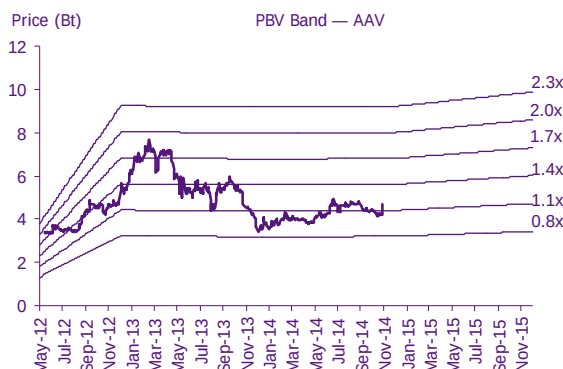
Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14	3Q14
Total current assets	9,619	7,817	7,346	6,727	6,372
Total fixed assets	31,224	37,118	38,334	37,977	41,917
Total assets	40,843	44,935	45,680	44,704	48,289
Total loans	4,857	8,161	9,034	8,850	11,987
Total current liabilities	6,791	7,272	6,888	6,490	7,504
Total long-term liabilities	7,796	10,988	11,870	11,613	14,566
Total liabilities	14,587	18,260	18,758	18,103	22,070
Paid-up capital	485	485	485	485	485
Total equity	26,257	26,675	26,922	26,601	26,218
BVPS (Bt)	3.94	3.99	4.02	3.98	3.94

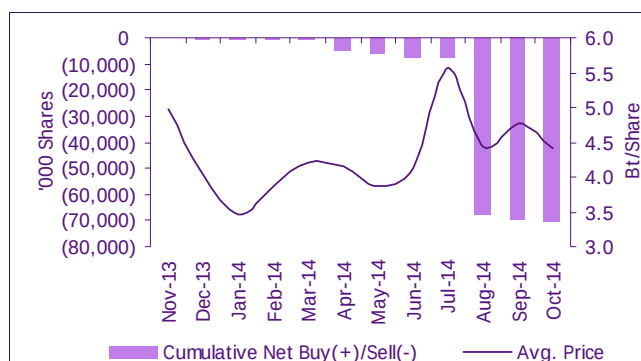
Main Assumptions

	2012	2013	2014F	2015F	2016F
Load factor (%)	82.2	83.0	80.0	84.0	84.0
ASK growth (%)	14.1	23.4	19.0	24.0	17.0
RPK growth (%)	16.6	25.7	13.9	30.2	17.0
No. of aircrafts (ending)	27	35	40	45	50
Passenger yield (Bt/RPK)	1.80	1.70	1.55	1.56	1.60
Jet fuel price (US\$/Barrel)	127	123	124	120	120
FX (Bt/US\$)	31.1	30.7	33.0	33.0	33.0

PBV Band Chart

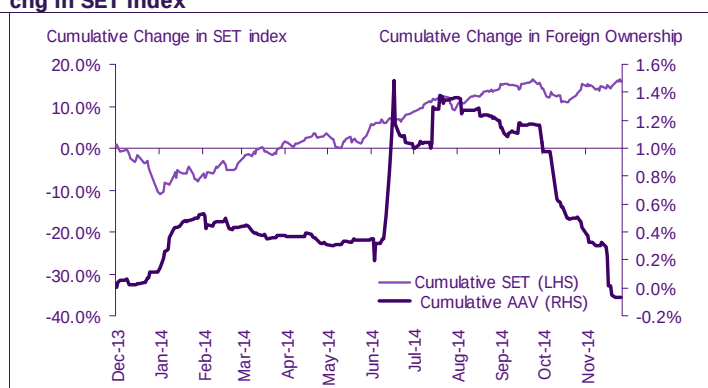


12-Month Cumulative directors trade



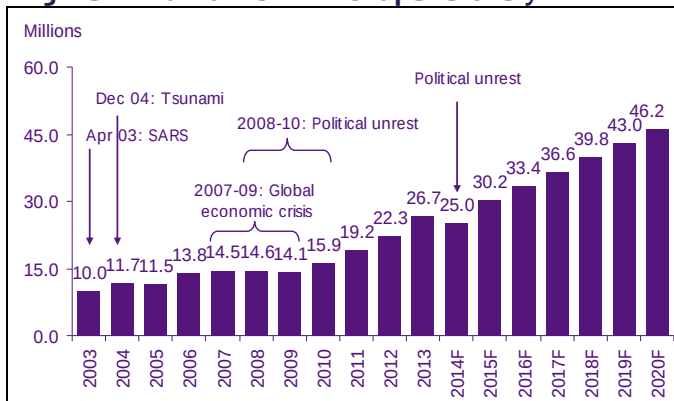
Source: SEC

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



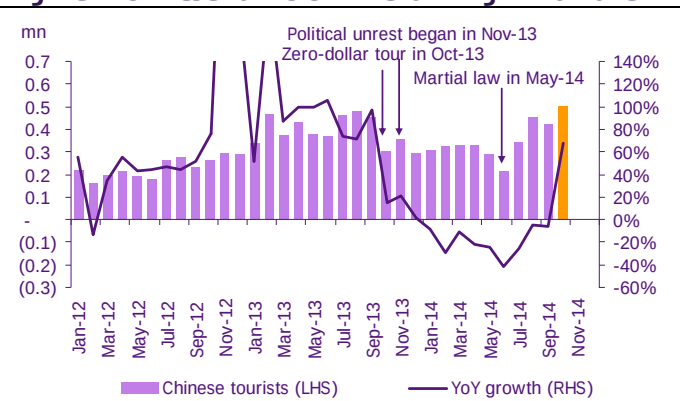
Source: SET, SCBS Investment Research

Figure 1: Thai tourism – V-shape recovery in 2015



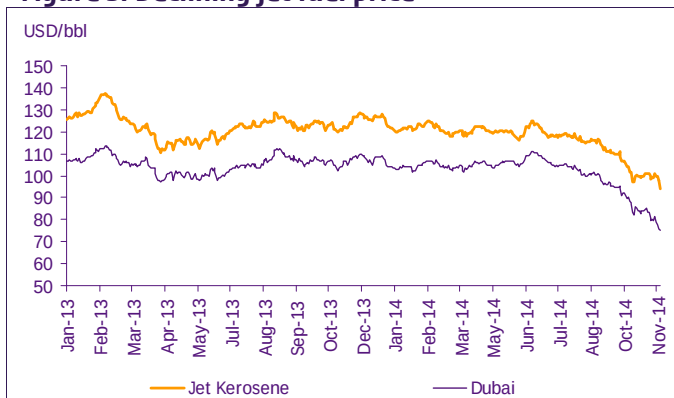
Source: Tourism Authority of Thailand and SCBS Investment Research

Figure 2: Chinese tourists hit record high in October



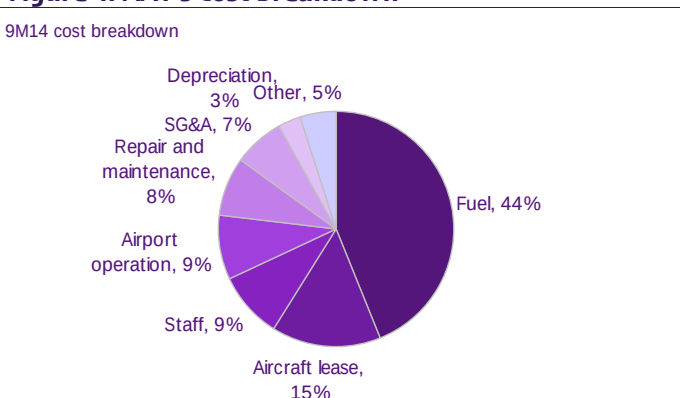
Source: Tourism Authority of Thailand and SCBS Investment Research

Figure 3: Declining jet fuel price



Source: Bloomberg

Figure 4: AAV's cost breakdown



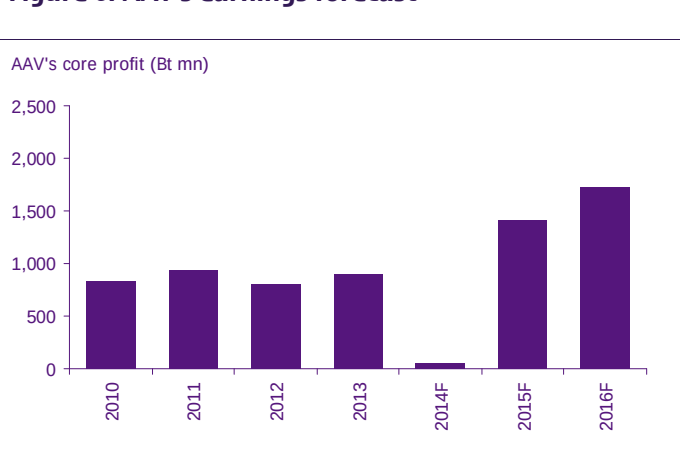
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 5: AAV's share price has fallen from its peak in Oct 13 from dimmed Thai tourism industry



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

Figure 6: AAV's earnings forecast



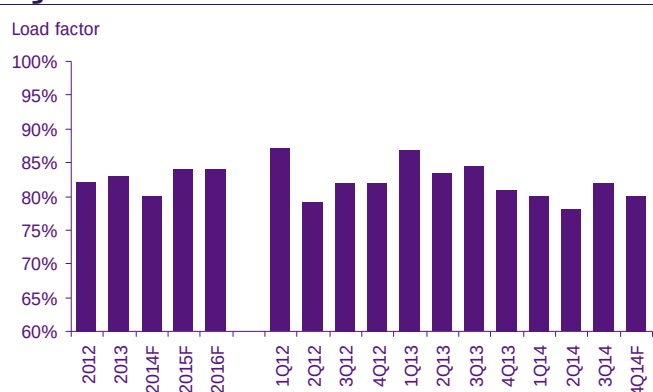
Source: SCBS Investment Research

Figure 7: Earnings sensitivity

Change from SCBS assumption	2015 core earnings impact (Bt mn)	% Change to 2015 forecast
(+) 1% increase of fare	130	9%
(+) 1% increase of load factor	100	7%
(+) 1% decrease of jet fuel price	50	4%
(-) 1% baht depreciation	-38	-3%

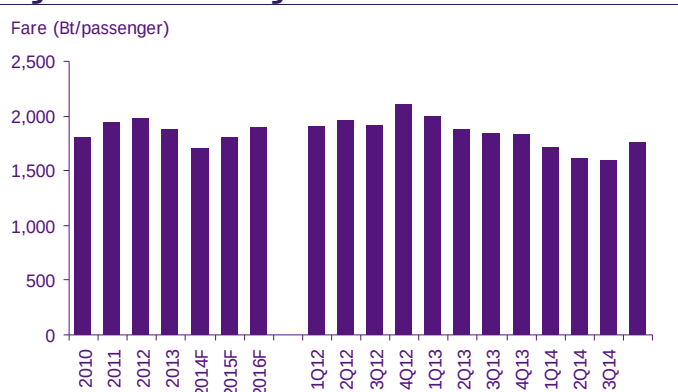
Source: SCBS Investment Research

Figure 8: AAV's load factor



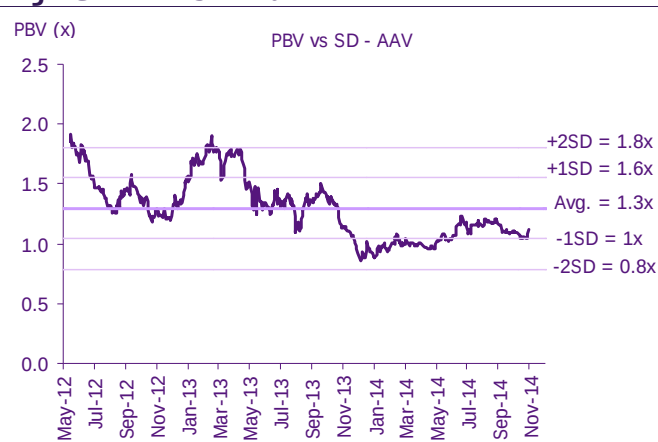
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 9: AAV's average fare



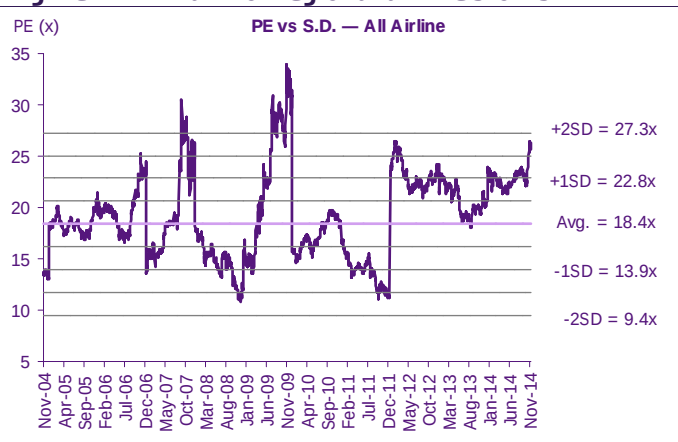
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 10: AAV's PB band



Source: SET and SCBS Investment Research

Figure 11: PE band of regional airline stocks



Source: Bloomberg and SCBS Investment Research

Figure 12: Regional valuation comparison

Company name	Country	Mkt Cap US mn.	PE (x)		EPS Gth (%)		13-15F	EV/EBITDA (x)		PBV (x)		ROE (%)		Net DE (x)	
			14F	15F	14F	15F	CAGR (%)	14F	15F	14F	14F	15F	14F	14F	15F
Full service carriers															
China Southern Airlines	China	6,516	20.3	10.6	-31.0	90.6	14.7	7.0	6.1	0.78	0.73	4.1	7.4	2.4	2.4
China Eastern Airlines	China	10,093	22.3	12.4	-31.0	80.4	11.6	10.4	8.5	1.27	1.16	6.2	9.4	2.9	2.9
Air China	China	12,143	17.7	10.9	0.6	61.8	27.6	8.4	7.3	1.06	0.98	6.2	8.5	1.9	1.8
Cathay Pacific Airways	Hong Kong	9,000	19.9	12.9	28.8	54.4	41.0	8.0	6.8	1.04	0.98	5.5	7.6	0.7	0.6
Garuda Indonesia Persero	Indonesia	1,138	n.m	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	6.3	6.0	n.a	0.80	7.5	10.0	n.m.	1.8
All Nippon Airways	Japan	8,961	29.1	22.4	35.3	29.8	32.5	6.9	6.3	1.31	1.26	4.7	5.9	0.6	0.6
Malaysian Airline System	Malaysia	1,289	n.m	n.m	0.0	56.3	n.m.	n.a.	24.3	n.a	2.79	-47.9	-29.3	n.m.	3.9
Singapore Airlines Ltd	Singapore	9,606	35.8	25.6	-2.7	39.6	16.5	4.3	4.0	0.97	0.96	3.0	3.8	-0.3	-0.2
Asiana Airlines	South Korea	963	n.m	21.1	82.1	n.m.	n.m.	10.9	8.7	1.12	1.07	-1.9	5.0	0.0	0.0
Eva Airways	Taiwan	2,235	38.6	18.8	125.2	105.6	115.2	8.2	7.1	1.72	1.60	4.6	7.0	0.9	0.6
Thai Airways Int.	Thailand	1,074	n.m	278.6	9.5	n.m.	n.m.	16.1	7.7	0.74	0.75	-23.3	-0.8	3.1	14.5
Average			26.2	45.9	21.7	64.8	37.0	8.7	8.4	1.11	1.19	-2.9	3.1	1.4	2.6
Low cost carriers															
AirAsia Bhd	Malaysia	2,260	11.7	9.6	69.2	21.8	43.6	11.2	9.4	n.a	1.15	10.4	12.6	n.m.	1.5
Cebu Air Inc	Philippines	1,072	13.4	11.9	587.7	12.3	-24.2	9.1	8.0	1.95	1.71	14.2	17.3	-0.7	-0.4
Tiger Airways Holdings	Singapore	272	7.8	n.m	n.m.	n.m.	177.9	n.a.	n.a.	2.03	3.51	-67.0	-69.9	1.5	1.5
Asia Aviation	Thailand	701	156.0	20.2	-86.0	673.3	3.9	30.0	10.2	1.07	1.01	1.0	5.1	0.6	0.5
Nok Airlines PCL	Thailand	254	n.m	11.9	n.m.	n.m.	n.m.	n.a.	7.0	1.97	1.80	-6.3	15.7	0.9	2.1
Average			47.2	13.4	190.3	235.8	50.3	16.8	8.7	1.75	1.84	-9.5	-3.8	0.6	1.0

Source: Bloomberg and SCBS Investment Research

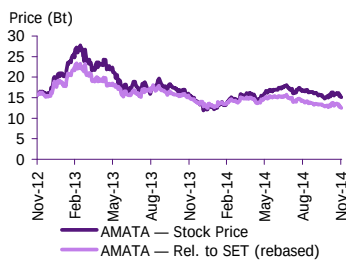
ชื่อ

Stock Data

Last close (Dec 1) (Bt)	15.10
12-m target price (Bt)	20.00
Upside (Downside) to TP (%)	32.45
Mkt cap (Btbn)	16.11
Mkt cap (US\$mn)	492

Bloomberg code	AMATA TB
Reuters code	AMATA.BK
Risk rating	M
Mkt cap (%) SET	0.11
Sector % SET	7.00
Shares issued (mn)	1,067
Par value (Bt)	1
12-m high / low (Bt)	18.2 / 11.5
Avg. daily 6m (US\$mn)	2.45
Foreign limit / actual (%)	49 / 28
Free float (%)	65.0
Dividend policy (%)	≥ 40

Price Performance



Source: SET, SCBS Investment Research

Share performance

	1M	3M	12M
Absolute	(4.4)	(10.1)	(1.9)
Relative to SET	(5.3)	(11.5)	(15.5)

Source: SET, SCBS Investment Research

สิริกรย์ ฤกษ์นิพัทธ์

นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1020

sirikarn.krisnipat@scb.co.th

ยอดขายที่ดินมีแนวโน้มฟื้นตัวดีขึ้น

AMATA ดูเหมือนเป็นหุ้นที่ถูกนักลงทุนลืม เพราะราคาหุ้น underperform SET อยู่ 10% YTD ตลาดยังไม่ได้สังเกตเห็นว่าอุปสงค์ที่ดินอุตสาหกรรมของไทยมีแนวโน้มฟื้นตัวดีขึ้นมาก เพราะยอดอนุมัติโครงการลงทุนของบีโอไอปรับเพิ่มขึ้นถึง 10 เท่านับตั้งแต่รัฐประหาร เราคาดว่ายอดขายที่ดินของ **AMATA** ในประเทศไทยจะเพิ่มขึ้นก้าวกระโดดถึง 20% ในปี 2558 **AMATA** เป็นหุ้นที่มีราคาถูก โดยซื้อขายที่ PE 11.3 เท่า และ PB 1.4 เท่าในปี 2558 และมี upside 32% สู่ราคาเป้าหมายของเราที่ 20 บาทจากวิธี SOTP ทั้งนี้ยังมีปัจจัยหลายบวกที่จะช่วยกระตุ้นให้ราคาหุ้น **AMATA** ปรับขึ้น ได้แก่ การนำบริษัทย่อยเข้าจดทะเบียนในตลาดฯ และโอกาสในการขยายธุรกิจในอนาคต

บีโอไออนุมัติโครงการลงทุนเพิ่มขึ้นถึง 10 เท่า อุปสงค์ที่ดินอุตสาหกรรมของไทยได้รับผลกระทบอย่างหนักจากวิกฤตการณ์การเมือง แต่ฟื้นตัวขึ้นอย่างมากนับตั้งแต่รัฐประหาร ยอดอนุมัติโครงการลงทุนของบีโอไอปรับเพิ่มขึ้นถึง 10 เท่า จาก 5.10 หมื่นล้านบาทในเดือน ม.ค.-พ.ค. สู่ 5.55 แสนล้านบาทในเดือน มิ.ย.-พ.ย. ส่งผลให้ยอดอนุมัติโครงการลงทุน YTD มีจำนวนกว่า 6 แสนล้านบาท รัฐบาลตั้งเป้าหมายอนุมัติโครงการลงทุน 7 แสนล้านบาทโดยอิงกับยอดขอรับส่งเสริมการลงทุนที่มีอยู่ ทั้งนี้ในอดีตที่ผ่านมา ยอดอนุมัติโครงการลงทุนของบีโอไอเป็นเครื่องชี้หน้าที่ดีสำหรับยอดขายที่ดินอุตสาหกรรม กลุ่มยานยนต์ยังคงเป็นปัจจัยสำคัญที่จะช่วยกระตุ้นให้อุปสงค์ที่ดินอุตสาหกรรมของประเทศไทยปรับตัวเพิ่มขึ้น อันได้แก่ การเดินทางโครงการอีอีอี เฟส 2 และการเปิดสายการผลิตใหม่ของฮอนด้ากลางปี 2558

ได้ประโยชน์จากยอดอนุมัติโครงการลงทุนของบีโอไอที่เพิ่มขึ้น **AMATA** เป็นหนึ่งในบริษัทพัฒนาที่ดินอุตสาหกรรมชั้นนำของประเทศไทย และมีแนวโน้มที่จะได้รับประโยชน์อย่างมากจากยอดอนุมัติโครงการลงทุนของบีโอไอที่มีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้น เนื่องจากบริษัทมีที่ดินพร้อมขายในนิคมอุตสาหกรรมที่ตั้งอยู่ในทำเลที่ดีและมีชื่อเสียงสองแห่ง คือ อมตะนครในชลบุรี และอมตะซิตี้ในระยอง นอกจากนี้บริษัทยังมีความสัมพันธ์ที่ดีกับ Wholly ผ่านการร่วมทุนในบริษัท พัฒนาอสังหาริมทรัพย์เพื่อการอุตสาหกรรมระยอง (ไทย-จีน) จำกัด (TC) ซึ่ง **AMATA** ถือหุ้นอยู่ 51% (Wholly เป็นเครื่องมือของรัฐบาลจีนในการให้สิทธิพิเศษทางภาษีกับบริษัทจีนที่ขยายการลงทุนในต่างประเทศและซื้อที่ดินผ่าน TC) ทั้งนี้เราสังเกตเห็นว่าเงินลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ จากจีนไหลเข้ามาประเทศไทยจำนวนมาก ทำให้ TC สามารถขายที่ดินที่มีอยู่จนหมด และจะต้องซื้อที่ดินเพิ่มจาก **AMATA** ในอนาคตอันใกล้นี้ เราคาดว่ายอดขายที่ดินของ **AMATA** จะเติบโต 20% เป็น 1,200 ไร่ในปีหน้า

ผลการดำเนินงานมีความแน่นอน แนวโน้ม และคุณภาพดีขึ้น ยอดขายที่ดินรอรับรายได้จำนวน 4.6 พันล้านบาทของ **AMATA** จะช่วยเพิ่มความแน่นอนของการรับรู้รายได้ในระยะสั้น ทั้งนี้ นอกเหนือจากอุปสงค์ที่ดินอุตสาหกรรมที่คาดว่าจะฟื้นตัวขึ้นแล้ว ผลการดำเนินงานของ **AMATA** ก็มีแนวโน้มที่ดีหลังจากบริษัทปรับราคาที่ดินที่อมตะนครขึ้น 7% นอกจากนี้คุณภาพกำไรของ **AMATA** ก็ปรับตัวดีขึ้นด้วย เนื่องจากบริษัทได้เพิ่มสัดส่วนการถือหุ้นในโครงการโรงไฟฟ้าในอนาคตเพิ่มขึ้นเป็น 20% จาก 8-10% ในปัจจุบัน ซึ่งจะช่วยให้กำลังการผลิตไฟฟ้าของบริษัทปรับเพิ่มขึ้นจาก 78 เมกะวัตต์เป็น 256 เมกะวัตต์ภายในปี 2562 เราคาดว่าส่วนแบ่งกำไรจากธุรกิจโรงไฟฟ้าของ **AMATA** จะปรับขึ้นเป็น 20% จากปัจจุบันที่น้อยกว่า 10% ซึ่งจะช่วยลดความผันผวนของกำไรในงบการเงินรวม

Valuation ถูก และมีปัจจัยกระตุ้นราคาหุ้นหลายอย่าง **AMATA** เป็นหุ้นที่มีราคาถูก โดยซื้อขายที่ PE 11.3 เท่า และ PB 1.4 เท่าในปี 2558 โดยมี upside 32% สู่ราคาเป้าหมายที่เราคำนวณได้จากวิธี SOTP ที่ 20 บาท เรามองว่ามีปัจจัยหลายอย่างด้วยกันที่จะช่วยกระตุ้นให้ราคาหุ้น **AMATA** ปรับขึ้น ได้แก่ 1) การขายสินทรัพย์ในไตรมาส 1/58 2) แนวโน้มที่จะนำบริษัทย่อย คือ Amata B. Grimm Power และ Amata VN เข้าจดทะเบียนใน SET และ 3) โอกาสขยายธุรกิจไปในเวียดนาม (โครงการ Amata City Long Thanh ภายในกลางปี 2558 ซึ่งกำลังรออนุมัติแผนการพัฒนา และโครงการที่เมือง Quan Nin ตอนเหนือของเวียดนาม) และโครงการในประเทศเมียนมาร์ (กำลังศึกษาความเป็นไปได้)

Forecasts and valuation

Year to 31 Dec	Unit	2012	2013	2014F	2015F	2016F
Revenue	(Btmn)	5,613	7,262	5,665	6,468	6,619
EBITDA	(Btmn)	2,608	2,814	2,099	2,419	2,303
Core profit	(Btmn)	1,501	1,516	1,165	1,424	1,299
Reported profit	(Btmn)	1,501	1,516	1,165	1,424	1,299
Core EPS	(Bt)	1.41	1.42	1.09	1.33	1.22
DPS	(Bt)	0.55	0.56	0.43	0.52	0.48
P/E, core	(x)	10.7	10.6	13.8	11.3	12.4
EPS growth, core	(%)	66.7	1.0	(23.2)	22.3	(8.8)
P/BV, core	(x)	1.8	1.6	1.5	1.4	1.3
ROE	(%)	18.3	15.9	11.1	12.7	10.7
Dividend yield	(%)	3.6	3.7	2.8	3.5	3.2
EV/EBITDA	(x)	8.1	7.8	10.4	9.5	10.2

Source: SCBS Investment Research

Financial statement

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	2012	2013	2014F	2015F	2016F
Total revenue	5,613	7,262	5,665	6,468	6,619
Cost of goods sold	2,795	3,727	2,956	3,363	3,588
Gross profit	2,818	3,535	2,709	3,105	3,031
SG&A	916	1,241	1,089	1,176	1,229
Other income	477	244	226	226	226
Interest expense	391	350	357	376	417
Pre-tax profit	1,989	2,188	1,489	1,779	1,611
Corporate tax	315	359	244	292	264
Equity a/c profits	120	99	271	342	418
Minority interests	293	413	352	405	466
Core profit	1,501	1,516	1,165	1,424	1,299
Extra-ordinary items	0	0	0	0	0
Net Profit	1,501	1,516	1,165	1,424	1,299
EBITDA	2,608	2,814	2,099	2,419	2,303
Core EPS (Bt)	1.41	1.42	1.09	1.33	1.22
Net EPS (Bt)	1.41	1.42	1.09	1.33	1.22
DPS (Bt)	0.55	0.56	0.43	0.52	0.48

Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	2012	2013	2014F	2015F	2016F
Total current assets	9,082	8,557	10,743	12,544	13,336
Total fixed assets	11,932	13,646	11,914	12,196	12,760
Total assets	21,014	22,203	22,657	24,740	26,096
Total loans	7,082	7,683	7,387	8,500	9,114
Total current liabilities	6,188	5,707	4,976	7,476	9,476
Total long-term liabilities	5,920	6,304	6,918	5,531	4,145
Total liabilities	12,108	12,012	11,894	13,008	13,621
Paid-up capital	1,067	1,067	1,067	1,067	1,067
Total equity	8,906	10,191	10,764	11,733	12,475
BVPS (Bt)	8.35	9.55	10.09	11.00	11.69

Cash Flow Statement (Btmn)

FY December 31	2012	2013	2014F	2015F	2016F
Core Profit	1,501	1,516	1,165	1,424	1,299
Depreciation and amortization	228	277	253	264	275
Operating cash flow	3,293	2,835	-877	-78	1,062
Investing cash flow	-1,853	-3,085	1,575	-450	-742
Financing cash flow	-1,135	-444	-888	658	57
Net cash flow	305	-695	-190	131	376

Key Financial Ratios

	2012	2013	2014F	2015F	2016F
Gross margin(%)	50.2	48.7	47.8	48.0	45.8
Operating margin(%)	33.9	31.6	28.6	29.8	27.2
EBITDA margin(%)	46.5	38.8	37.1	37.4	34.8
EBIT margin(%)	42.4	34.9	32.6	33.3	30.6
Net profit margin(%)	26.7	20.9	20.6	22.0	19.6
ROE (%)	18.3	15.9	11.1	12.7	10.7
ROA (%)	7.7	7.0	5.2	6.0	5.1
D/E (x)	1.4	1.2	1.1	1.1	1.1
Interest cover (x)	6.7	8.0	5.9	6.4	5.5
Payout Ratio (%)	39.1	39.1	39.1	39.1	39.1

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14	3Q14
Total revenue	2,323	1,793	2,024	644	892
Cost of goods sold	1,176	1,002	1,074	355	516
Gross profit	1,147	791	950	288	376
SG&A	293	410	298	228	170
Other income	70	79	48	60	66
Interest expense	95	88	93	93	86
Pre-tax profit	829	373	608	27	186
Corporate tax	141	120	136	36	59
Equity a/c profits	17	-9	72	61	79
Minority interests	79	169	111	65	68
Core profit	626	75	433	-12	138
Extra-ordinary items	0	0	0	0	0
Net Profit	626	75	433	-12	138
EBITDA	1,005	539	781	207	363
Core EPS (Bt)	0.59	0.07	0.41	-0.01	0.13
Net EPS (Bt)	0.59	0.07	0.41	(0.01)	0.13

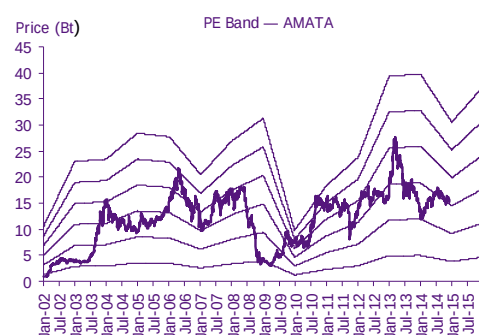
Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14	3Q14
Total current assets	8,952	8,557	10,562	11,174	11,236
Total fixed assets	12,955	13,646	11,871	11,578	11,839
Total assets	21,907	22,203	22,432	22,752	23,075
Total Loans	7,248	7,683	7,984	7,934	7,617
Total current liabilities	5,497	5,707	5,258	5,923	6,379
Total long-term liabilities	6,208	6,304	6,477	6,416	6,080
Total liabilities	11,705	12,012	11,735	12,340	12,459
Paid-up capital	1,067	1,067	1,067	1,067	1,067
Total equity	10,202	10,191	10,697	10,413	10,616
BVPS (Bt)	9.56	9.55	10.03	9.76	9.95

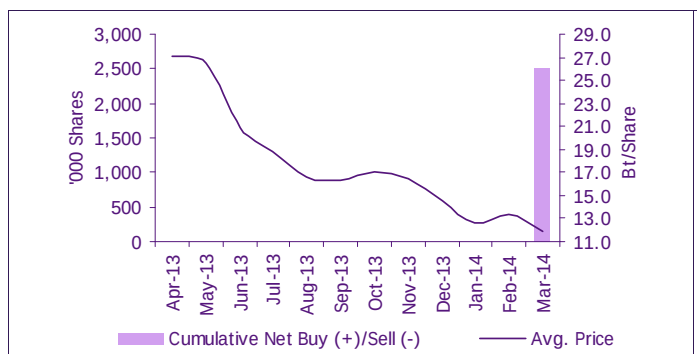
Main Assumptions

	2012	2013	2014F	2015F	2016F
IE land sales (Rai)	2,800	1,008	1,000	1,205	1,205
Revenue from IE (Btmn)	4,100	5,343	3,680	4,199	4,032
Revenue from utilities (Btmn)	1,066	1,253	1,442	1,658	1,906
Revenue from rental (Btmn)	447	568	543	611	681
Gross margin IE (%)	56.6	53.2	54.7	55.1	52.9
Gross margin utilities (%)	18.6	16.4	22.0	22.0	22.0
Gross margin rent (%)	66.6	69.0	69.0	69.0	69.0
Effective tax rate (%)	15.8	16.4	16.4	16.4	16.4

PE Band Chart

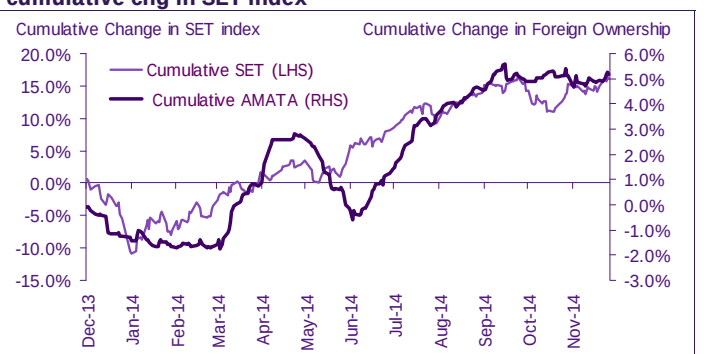


12-Month Cumulative directors trade



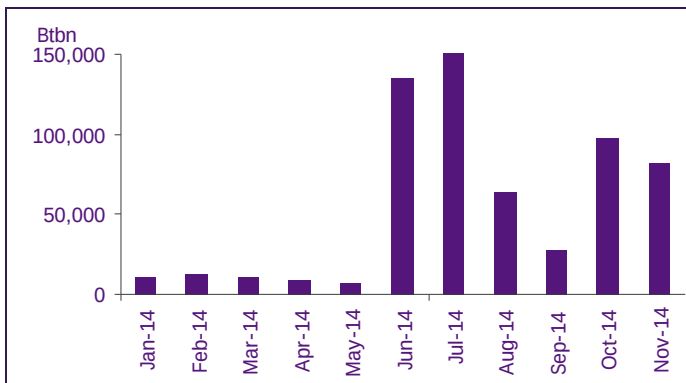
Source: SEC

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



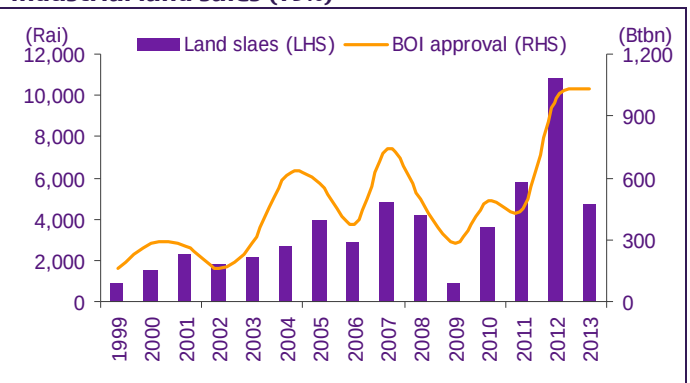
Source: SET, SCBS Investment Research

Figure 1: Bol approval shows early sign recovery



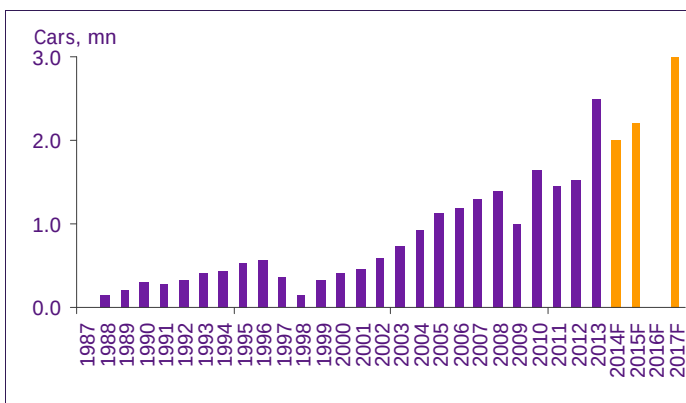
Source: Bol

Figure 2: Good correlation between Bol approval and industrial land sales (79%)



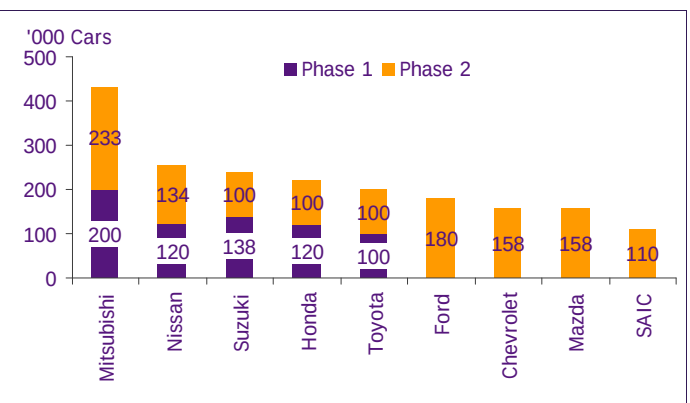
Source: Bol, CBRE

Figure 3: Thai auto production



Source: FTI, SCBS Investment Research

Figure 4: Eco car phase 1 & 2



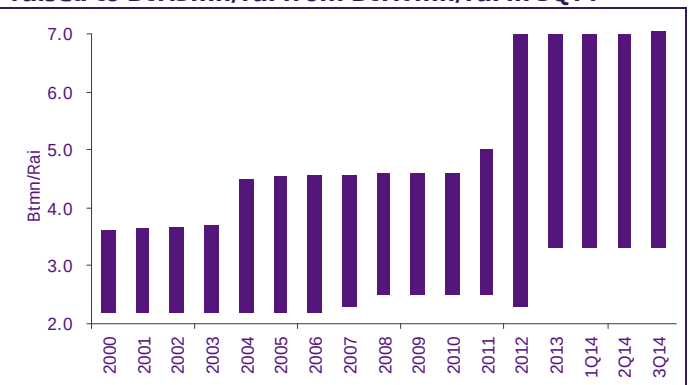
Source: Bol As of November 2014

Figure 5: Map of basic infrastructure sites and IEs in and around Bangkok



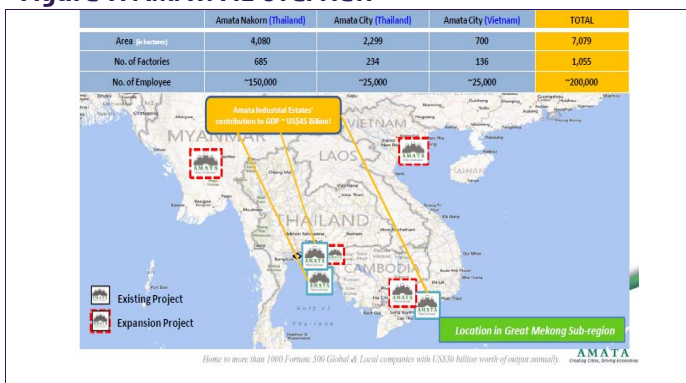
Source: Bol

Figure 6: List price of IE land in Chonburi province raised to Bt7.5mn/rai from Bt7.0mn/rai in 3Q14



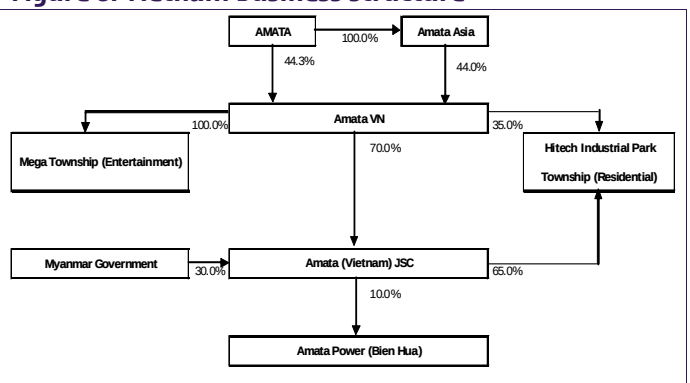
Source: CBRE

Figure 7: AMATA IE overview



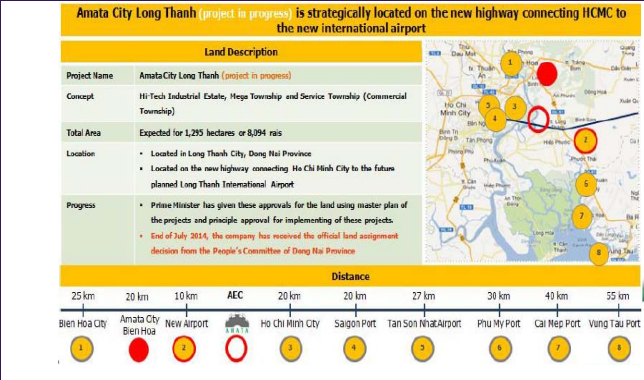
Source: AMATA

Figure 8: Vietnam business structure



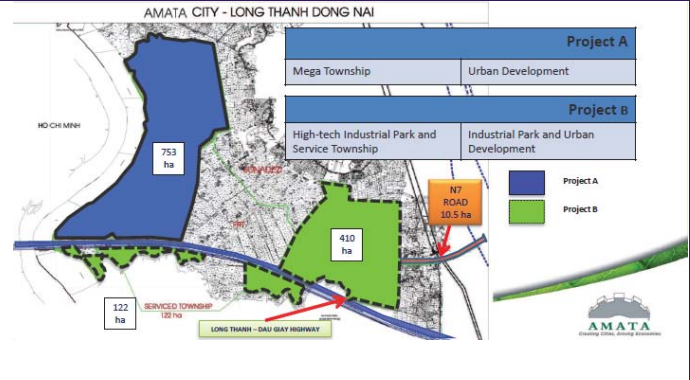
Source: AMATA, SCBS Investment Research, Prachacharti Turakij Newspaper

Figure 9: Amata City Long Thanh



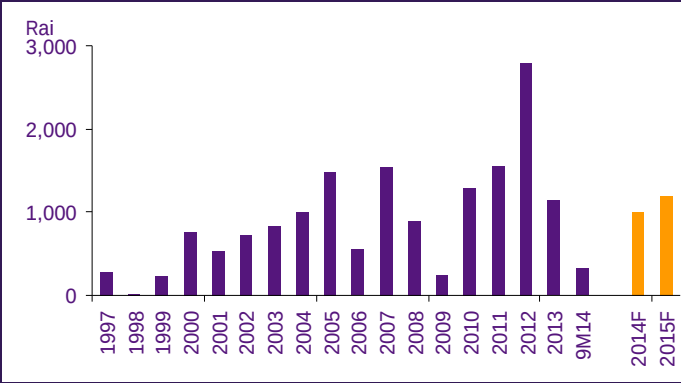
Source: AMATA

Figure 10: Amata City Long Thanh plan



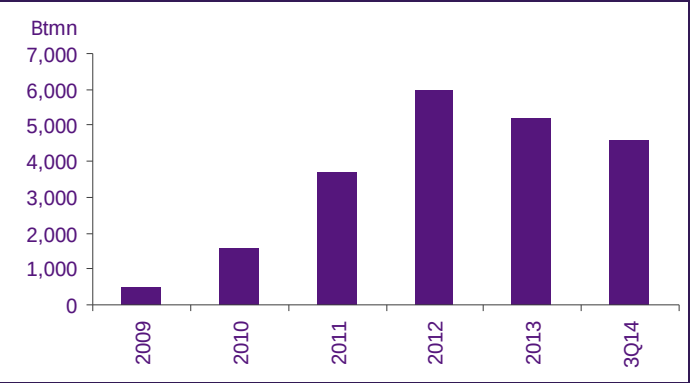
Source: AMATA

Figure 11: AMATA land sales



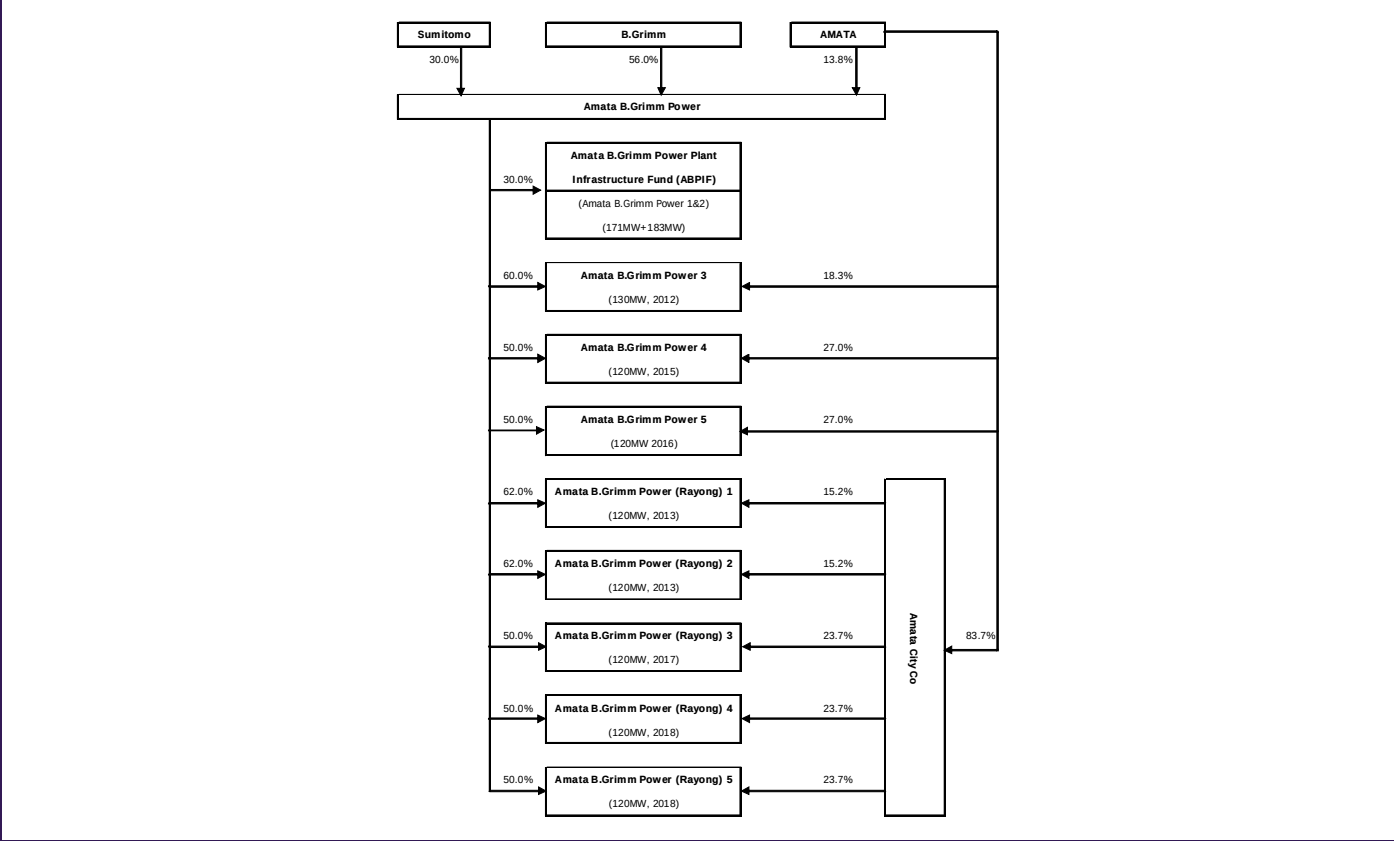
Source: AMATA, SCBS Investment Research

Figure 12: Backlog



Source: CBRE

Figure 13: Power business structure



Source: AMATA, SCBS Investment Research

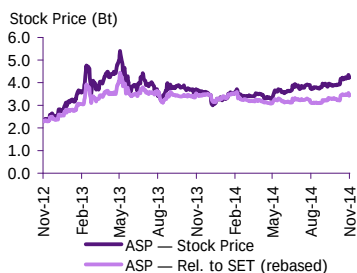
ชื่อ

Stock data

Last close (Dec 1) (Bt)	4.34
12-m target price (Bt)	5.50
Upside (Downside) to TP (%)	26.73
Mkt cap (Btbn)	9.14
Mkt cap (US\$mn)	279

Bloomberg code	ASP TB
Reuters code	ASP.BK
Risk rating	H
Mkt cap (%) SET	0.06
Sector % SET	1.29
Shares issued (mn)	2,106
Par value (Bt)	1
12-m high / low (Bt)	4.4 / 3
Avg. daily 6m (US\$mn)	1.19
Foreign limit / actual (%)	49 / 10
Free float (%)	73.7
Dividend policy (%)	≥ 75

Price Performance



Source: SET, SCBS Investment Research

Share performance

	1M	3M	12M
Absolute	10.7	16.0	19.9
Relative to SET	9.7	14.2	3.4

Source: SET, SCBS Investment Research

กิตติมา สัตยพันธ์, CFA

นักวิเคราะห์การลงทุนวิจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1003

kittima.sattayapan@scb.co.th

ผลตอบแทนสองต่อ

ราคาหุ้น ASP ขึ้นมาแล้ว 11% QTD แต่เรามองว่ายังมีโอกาสขึ้นต่อ มูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์ปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องมาตั้งแต่ต้นไตรมาส 4/57 และเราก็ปรับประมาณการกำไรปี 2557 ของ ASP เล็กน้อย ปัจจุบันหุ้น ASP ซื้อขายที่ PE 9 เท่า และมีแนวโน้มให้ผลตอบแทนเงินปันผล 10% ในปี 2558 (ไม่รวมผลตอบแทนจากเงินปันผลงวดสุดท้ายของปีนี้ที่ 6%) บริษัทเปิดเผยในงานประชุมนักวิเคราะห์ไตรมาส 3/57 ว่ามีงาน IB ในอนาคต 27 ตีล ณ ไตรมาส 3/57 (เทียบกับ 22 ตีล ณ สิ้นปี 2556 และทำเสร็จไปแล้ว 17 ตีลนับตั้งแต่ต้นปี) สะท้อนถึงแนวโน้ม upside ในประมาณการกำไรปี 2558 ของเรา นอกจากนี้การกระจายแหล่งรายได้ยังจะช่วยให้ผลการดำเนินงานมีเสถียรภาพมากขึ้นด้วย

เติบโตตามมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์ที่เพิ่มขึ้น บริษัทหลักทรัพย์ซึ่งรวมถึง ASP ได้ประโยชน์จากมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์ที่สูงขึ้นในไตรมาส 4/57 มูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์เฉลี่ยต่อวัน (ไม่รวมบัญชีบล.) ปรับเพิ่มขึ้นจาก 4.6 หมื่นล้านบาท (รวมบัญชีบล.อยู่ที่ 5.0 หมื่นล้านบาท) ในเดือน ต.ค. สู่ 5.8 หมื่นล้านบาท (รวมบัญชีบล.อยู่ที่ 6.2 หมื่นล้านบาท) ในเดือน พ.ย. เราคาดว่ามูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์เฉลี่ยต่อวันระดับสูงที่ 5.8 หมื่นล้านบาทจะเกิดขึ้นต่อเนื่องในเดือน ธ.ค. เพราะเป็นช่วงที่มีการเข้าซื้อกองทุน LTF และ RMF จำนวนมาก ดังนั้นเราจึงปรับประมาณการมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์เฉลี่ยต่อวันสำหรับไตรมาส 4/57 เพิ่มขึ้นจาก 4.5 หมื่นล้านบาท สู่ 5.4 หมื่นล้านบาท (+77% YoY และ +7% QoQ) และสำหรับปี 2557 เพิ่มขึ้นจาก 4.0 หมื่นล้านบาท สู่ 4.1 หมื่นล้านบาท เราคาดว่ากิจกรรมในตลาดทุนจะยังมีมากในปี 2558 และคาดว่ามูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์เฉลี่ยต่อวันจะปรับเพิ่มขึ้น 5% สู่ 4.3 หมื่นล้านบาท โดยได้รับปัจจัยหนุนจากกำไรของบริษัทจดทะเบียนที่เติบโตเพิ่มขึ้นจาก 8% ในปี 2557 สู่ 15% ในปี 2558 เพราะเศรษฐกิจฟื้นตัว ดังนั้นเราจึงคาดว่ากำไรของ ASP จะเติบโต 10% ในปี 2558

ตีล IB ในอนาคตเพิ่มขึ้น จำนวนตีलगานธุรกิจพาณิชย์ (IB) ในอนาคตของ ASP ปรับเพิ่มขึ้นจาก 22 ตีล (IPO 10 ตีล และที่ปรึกษาทางการเงิน 12 ตีล) ณ ไตรมาส 2/57 สู่ 27 ตีล (IPO 12 ตีล และที่ปรึกษาทางการเงิน 15 ตีล) ณ ไตรมาส 3/57 ซึ่งให้เห็นว่ารายได้จากธุรกิจพาณิชย์ก็มีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้นในปี 2558 บริษัททำตีล 17 ตีลจาก 22 ตีลที่เหลืมาจากปี 2556 เสร็จในช่วง 9 เดือนแรกปี 57 สำหรับไตรมาส 4/57 บริษัทคาดว่าจะมีตีलगานใหม่แบบเฉพาะเจาะจงขนาดใหญ่ 1 ตีล เราคาดการณ์รายได้ค่าธรรมเนียมธุรกิจพาณิชย์ในระดับทรงตัวที่ 350 ล้านบาทในปี 2558 งาน IB ในอนาคตที่เพิ่มขึ้นจะช่วยเพิ่ม upside ให้กับประมาณการกำไรปี 2558 ของเรา

กระจายแหล่งรายได้เพื่อลดความผันผวนของกำไร ASP พยายามกระจายแหล่งรายได้เพื่อลดผลกระทบจากความผันผวนของธุรกิจหลักทรัพย์ โดยบริษัทได้ขยายธุรกิจสู่การบริหารสินทรัพย์เพื่อสร้างรายได้ประจำ บริษัทมีสัดส่วนรายได้จากการบริหารสินทรัพย์ต่อรายได้ทั้งหมดเพิ่มขึ้นมาอยู่ที่ 15% ในช่วง 9 เดือนแรกปี 57 จาก 13% ในปี 2556 และปี 2555, 12% ในปี 2554, และ 11% ในปี 2553 นอกจากนี้บริษัทยังกระจายการลงทุนในพอร์ตลงทุนของบริษัทเพิ่มมากขึ้นด้วย พอร์ตลงทุนมูลค่า ~2.5 พันล้านบาทของบริษัทมีสัดส่วนเงินลงทุนในหลักทรัพย์และตราสารหนี้ใกล้เคียงกัน และเงินลงทุนในหลักทรัพย์ก็มีเงินลงทุนในต่างประเทศอยู่ส่วนหนึ่งด้วย พอร์ตซื้อขายหลักทรัพย์มูลค่า 1.5 พันล้านบาทของบริษัท ประกอบด้วยหลักทรัพย์จดทะเบียนในประเทศ 926 ล้านบาท และหลักทรัพย์จดทะเบียนต่างประเทศ 608 ล้านบาท (สหรัฐฯ ญี่ปุ่น ย่อยกง จีน สหราชอาณาจักร ฝรั่งเศส อิตาลี และสเปน) เราคาดว่ารายได้จากการบริหารสินทรัพย์และการลงทุนจะเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องอีก 10% ในปี 2558

ซื้อก่อนฤดูจ่ายเงินปันผล ด้วยผลตอบแทนจากเงินปันผลที่คาดการณ์ในระดับที่น่าสนใจที่ 9%ในปี 2557 (6% ในงวดครึ่งหลังปี 57) และ 10% ในปี 2558 เราจึงแนะนำให้นักลงทุนเข้าซื้อหุ้น ASP ในตอนนี้ ก่อนฤดูจ่ายเงินปันผลในไตรมาส 1/58 ซึ่งเป็นช่วงที่หุ้นหลักทรัพย์มักจะปรับตัวขึ้นแรงเนื่องจากโดยปกติแล้วบริษัทหลักทรัพย์จะนำกำไรเกือบทั้งหมดมาจ่ายปันผล ASP ซื้อขายที่ PE ไม่แพงที่ 9 เท่า และให้ผลตอบแทนจากเงินปันผล 10% ในปี 2558 โดยมีแนวโน้มที่จะให้กำไรจากส่วนเกินทุนเพิ่มเติมจากผลตอบแทนจากเงินปันผลงวดสุดท้ายของปีนี้ที่คาดว่าจะอยู่ที่ระดับ 6%

Forecasts and valuation

FY Dec	2012	2013	2014F	2015F	2016F
Net profit (Btmn)	603	1,066	933	1,024	1,118
EPS (Bt)	0.29	0.51	0.44	0.49	0.53
BVPS (Bt)	1.99	2.11	2.15	2.24	2.33
DPS (Bt)	0.24	0.40	0.40	0.44	0.48
PER (x)	15.15	8.58	9.79	8.93	8.17
EPS growth	19.4	76.7	(12.4)	9.7	9.2
PBV (x)	2.19	2.06	2.02	1.94	1.86
ROE (%)	14.79	24.73	20.83	22.17	23.25
Dividend yields	5.53	9.22	9.19	10.08	11.01

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	1,526	1,563	1,638
Fee & service income	313	593	630	662	695
Gain on investment	321	389	300	330	363
Interest & dividend income on securities	154	186	192	236	252
Interest on loans	111	167	139	142	148
Other income	19	10	10	10	10
Total income	2,077	3,110	2,796	2,942	3,106
Interest on Borrowings	48	86	75	76	77
Securities business expenses	109	145	127	130	136
Operating expenses	1,159	1,541	1,427	1,456	1,495
Pre-provision profit	761	1,339	1,167	1,280	1,398
Provision	(0)	0	0	0	0
Pre-tax profit	761	1,339	1,167	1,280	1,398
Tax	158	273	233	256	280
Minority interest	0	0	0	0	0
Core net profit	603	1,066	933	1,024	1,118
Extra item	0	0	0	0	0
Net profit	603	1,066	933	1,024	1,118
EPS (Bt)	0.29	0.51	0.44	0.49	0.53
DPS (Bt)	0.40	0.40	0.44	0.48	0.53

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14	3Q14
Brokerage fee income	383	266	242	342	470
Fee & service income	242	94	69	239	152
Gain on investment	65	116	46	95	88
Interest & dividend income on securities	51	38	42	54	48
Interest on loans	37	40	27	29	38
Other income	3	1	3	3	2
Total income	782	555	428	762	799
Interest on Borrowings	19	20	17	18	24
Securities business expenses	30	26	24	32	34
Operating expenses	374	331	267	391	372
Pre-provision profit	359	177	120	319	369
Provision	(0)	0	(0)	(0)	(0)
Pre-tax profit	359	177	120	319	369
Tax	72	37	24	65	74
Minority interest	0	0	0	0	0
Core net profit	287	140	96	255	295
Extra item	0	0	0	0	0
Net profit	287	140	96	255	295
EPS (Bt)	0.14	0.07	0.05	0.12	0.14

Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	2012	2013	2014F	2015F	2016F
Cash	528	988	1,016	1,007	992
Investments	2,144	1,503	2,630	2,893	3,182
Net loans	4,410	4,221	4,221	4,221	4,221
Total assets	8,281	7,686	8,353	8,619	8,906
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	4,526	4,710	4,907
BVPS (Bt)	1.99	2.11	2.15	2.24	2.33

Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14	3Q14
Cash	832	988	842	624	551
Investments	2,112	1,503	1,600	2,612	2,542
Net loans	3,835	4,221	2,870	4,561	6,187
Total assets	8,274	7,686	7,505	9,466	9,901
Total liabilities	3,973	3,251	2,993	5,111	5,498
Paid-up capital (Bt1 par)	2,106	2,106	2,106	2,106	2,106
Total Equities	4,301	4,435	4,512	4,355	4,403
BVPS (Bt)	2.04	2.11	2.14	2.07	2.09

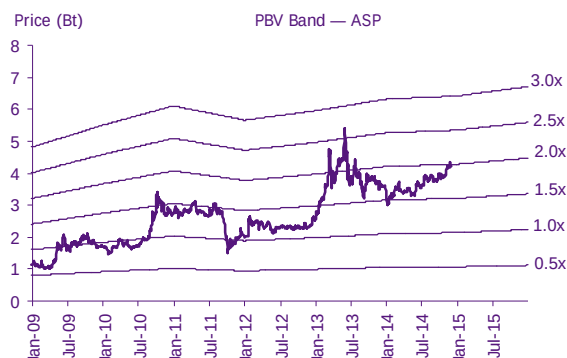
Key Assumptions and Financial Ratios

	2012	2013	2014F	2015F	2016F
Market share (%)	4.12	4.14	3.90	3.80	3.80
Daily market T/O	28,106	43,982	41,000	43,000	45,000
Commission rate (%)	0.19	0.19	0.19	0.19	0.19
Cost to income (%)	63.36	56.95	58.28	56.49	55.00
D/E (x)	0.98	0.73	0.85	0.83	0.82
Operating profit margin (%)	29.04	34.26	33.38	34.81	36.00
ROA (%)	8.19	13.35	11.64	12.07	12.76
ROE (%)	14.79	24.73	20.83	22.17	23.25

Key Assumptions and Financial Ratios

	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14	3Q14
Market share (%)	4.11	3.35	3.31	4.04	4.16
Daily market T/O	37,270	30,397	27,272	36,902	50,190
Commission rate (%)	0.19	0.20	0.20	0.19	0.18
Cost to income (%)	54.05	68.09	71.90	58.08	53.84
D/E (x)	0.92	0.73	0.66	1.17	1.25
Operating profit margin (%)	36.71	25.20	22.48	33.45	36.88
ROA (%)	13.88	7.28	5.13	10.77	11.90
ROE (%)	26.70	12.61	8.53	23.41	13.38

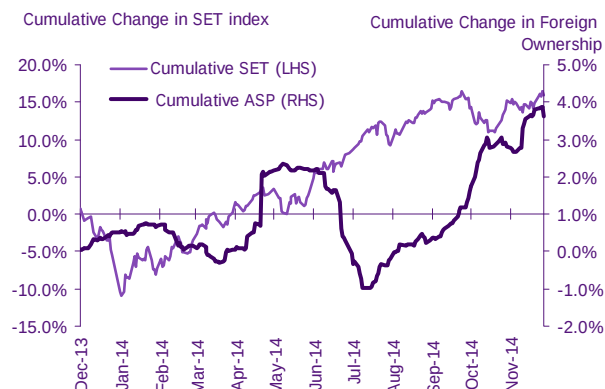
PBV Band Chart



12-Month Cumulative directors trade

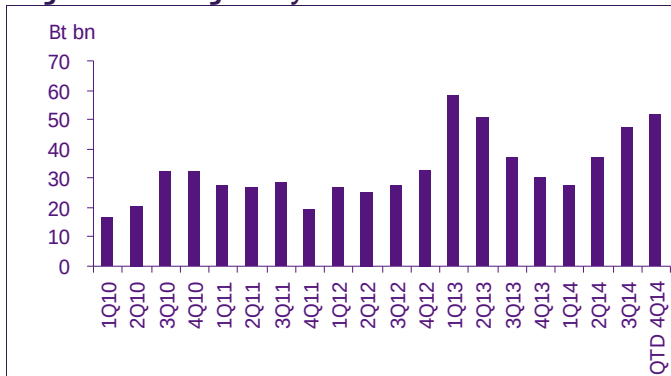
NA

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



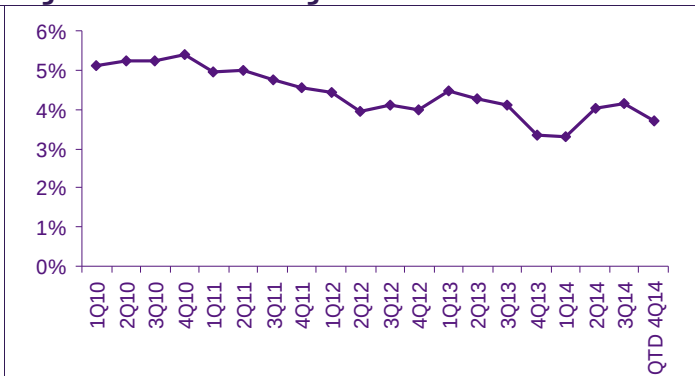
Source: SET, SCBS Investment Research

Figure 1: Average daily market turnover



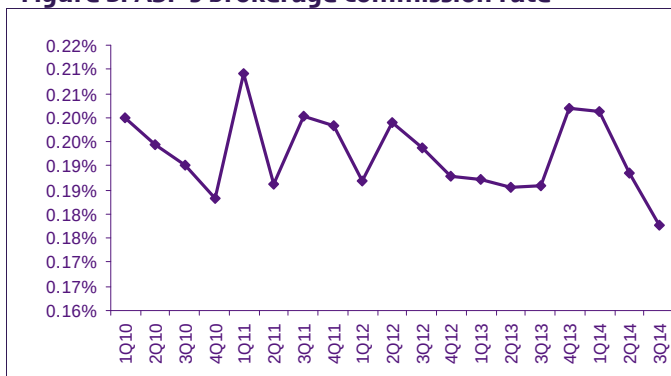
Source: SET and SCBS Investment Research

Figure 2: ASP's brokerage market share



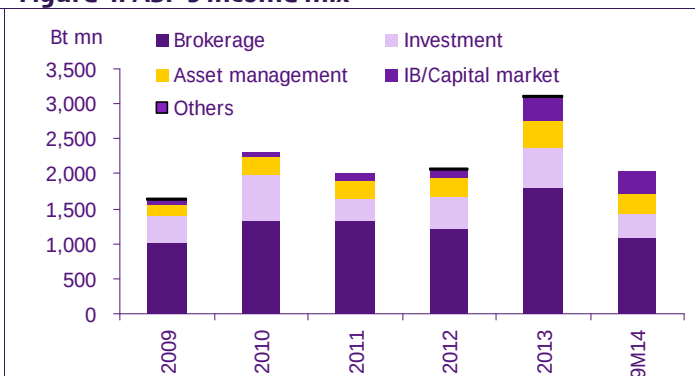
Source: SET and SCBS Investment Research

Figure 3: ASP's brokerage commission rate



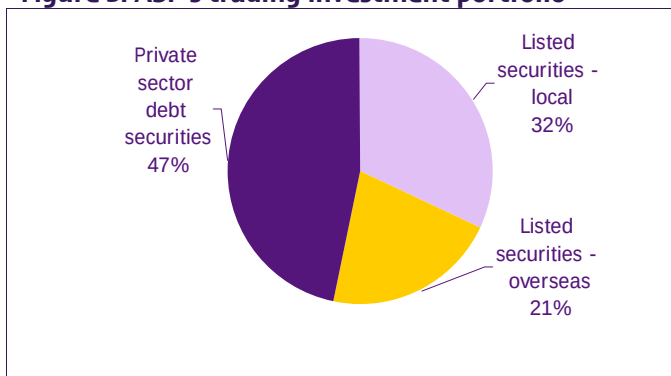
Source: SET and SCBS Investment Research; Note: 1Q13 as of March 20

Figure 4: ASP's income mix



Source: ASP and SCBS Investment Research

Figure 5: ASP's trading investment portfolio



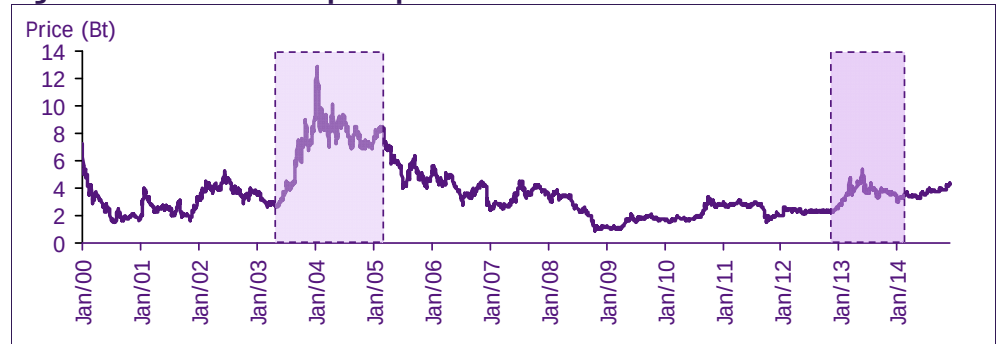
Source: ASP and SCBS Investment Research

Figure 6: ASP's brokerage client mix



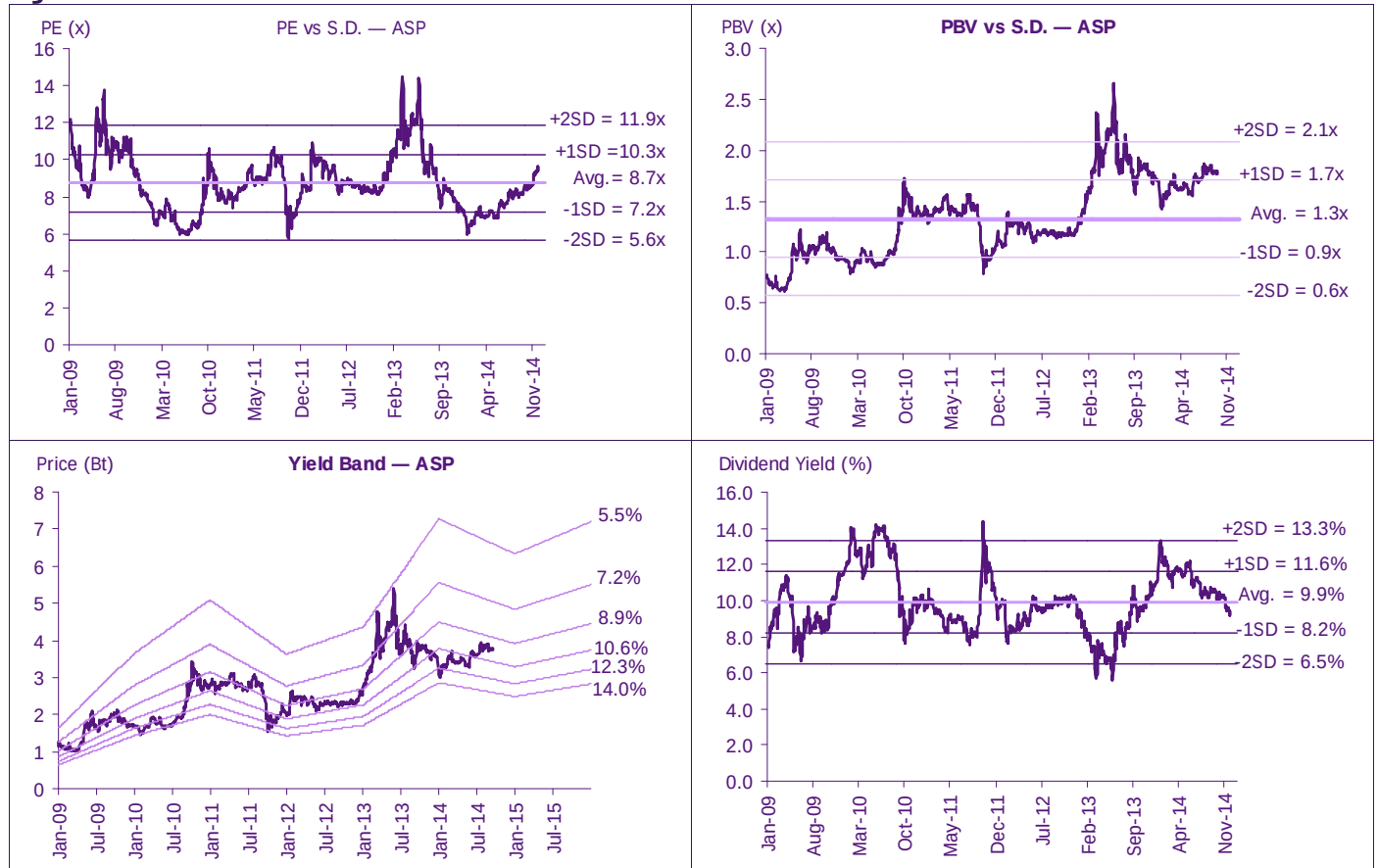
Source: ASP and SCBS Investment Research

Figure 7: Historical share price performance



Source: SET

Figure 8: Historical valuation



Source: SCBS Investment Research

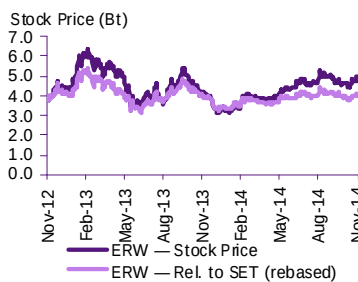
ข้อ

Stock Data

Last close (Dec 1) (Bt)	5.00
12-m target price (Bt)	7.00
Upside (Downside) to TP (%)	40.00
Mkt cap (Btbn)	12.39
Mkt cap (US\$mn)	378

Bloomberg code	ERW TB
Reuters code	ERW.BK
Risk rating	H
Mkt cap (%) SET	0.08
Sector % SET	0.73
Shares issued (mn)	2,477
Par value (Bt)	1
12-m high / low (Bt)	5.4 / 3
Avg. daily 6m (US\$mn)	1.60
Foreign limit / actual (%)	49 / 18
Free float (%)	44.0
Dividend policy (%)	35

Price Performance



Source: SET, SCBS Investment Research

Share performances

	1M	3M	12M
Absolute	7.3	(1.0)	24.4
Relative to SET	6.3	(2.6)	7.2

Source: SET, SCBS Investment Research

ระวีญ ปิยะกรียงไกร

นักวิเคราะห์การลงทุนวิจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1002

raweenuch.piyakriengkai@scb.co.th

ได้ประโยชน์มากที่สุดจากการท่องเที่ยวที่ได้รับอิทธิพลจากฤดูกาลน้อยลง

ERW จะได้รับประโยชน์มากที่สุดจากการเปลี่ยนแปลงทางโครงสร้างของการท่องเที่ยวไทย เพราะอิทธิพลจากฤดูกาลจะลดน้อยลงจากการมีนักท่องเที่ยวระยะใกล้ (Short-haul) เพิ่มขึ้น เนื่องจากจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติที่เดินทางเข้ามายังประเทศไทยจะเพิ่มมากขึ้นในช่วง low season ซึ่งจะกระตุ้นให้อัตราการเข้าพักสูงขึ้นและหนุนให้ RevPar ที่เป็นปัจจัยสำคัญที่ช่วยสนับสนุนผลการดำเนินงานของ ERW ปรับตัวเพิ่มขึ้นตามมา ภาพรวมอุตสาหกรรมที่เป็นบวกและการมีต้นทุนคงที่สูง ทำให้เราคาดว่า ERW จะพลิกกลับมาทำกำไรในช่วง low season ได้ในอนาคต (แตกต่างจากแนวโน้มเดิมๆ ที่ขาดทุน) เนื่องจากอุตสาหกรรมท่องเที่ยวไทยกำลังกลับเข้าสู่แนวโน้มขาขึ้น ทำให้เราชอบ ERW มากที่สุดเพราะบริษัทมีสัดส่วนรายได้สูงจากธุรกิจโรงแรม และคาดว่าผลประกอบการจะเริ่มปรับตัวเพิ่มขึ้นแบบก้าวกระโดดในปี 2558 เราแนะนำ "ซื้อ" ERW ด้วยราคาเป้าหมายปี 2558 ที่ 7 บาท/หุ้น (อิงกับ EV/EBITDA ที่ 15 เท่า)

อุตสาหกรรมท่องเที่ยวไทยจะได้รับอิทธิพลจากฤดูกาลน้อยลง นักท่องเที่ยวระยะใกล้ (short-haul) เริ่มเดินทางเข้ามายังประเทศเพิ่มมากขึ้นตั้งแต่ปี 2552 โดยเติบโตเฉลี่ย 23% ต่อปี เทียบกับนักท่องเที่ยวระยะไกล (long-haul) ที่เติบโตเฉลี่ย 11% ต่อปี ด้วยพฤติกรรมนักท่องเที่ยวระยะใกล้ที่เดินทางมาไทยไม่ได้ขึ้นอยู่กับฤดูกาลส่งผลทำให้สัดส่วนนักท่องเที่ยวที่เดินทางเข้ามาในไทยในช่วง low season กับ high season เปลี่ยนแปลงไปจากเดิม ดังเห็นได้จากจำนวนนักท่องเที่ยวที่เดินทางเข้ามาในช่วง low season ที่เติบโตเฉลี่ย 19% ต่อปี เทียบกับจำนวนนักท่องเที่ยวที่เดินทางเข้ามาในช่วง high season ที่เติบโตเฉลี่ย 15% ต่อปี ตั้งแต่ปี 2552 ถึงปี 2556

ไม่ขาดทุนในช่วง low season เนื่องจาก ERW ประกอบธุรกิจโรงแรมเพียงอย่างเดียว ดังนั้นผลการดำเนินงานของบริษัทจึงได้รับอิทธิพลอย่างมากจากฤดูกาล และมักจะขาดทุนในช่วง low season ดังนั้น ERW น่าจะได้รับประโยชน์มากที่สุดจากอิทธิพลทางฤดูกาลที่ลดน้อยลง เนื่องจากนักท่องเที่ยวต่างชาติที่เดินทางเข้ามายังประเทศไทยเพิ่มมากขึ้นจะกระตุ้นให้อัตราการเข้าพักสูงขึ้น และหนุนให้รายได้เฉลี่ยต่อห้องพัก (RevPar) ซึ่งเป็นปัจจัยสำคัญที่ช่วยสนับสนุนผลการดำเนินงานของ ERW ปรับตัวเพิ่มขึ้น เราเห็นว่าปัจจัยด้านการดำเนินงานที่ดีขึ้นจะช่วยหนุนให้ ERW รายงานกำไรในช่วง low season ได้ในอนาคต ซึ่งแตกต่างไปจากแนวโน้มเดิมๆ ที่ขาดทุน ผลการดำเนินงานไตรมาส 3/56 ของ ERW ช่วยสนับสนุนมุมมองของเรา เนื่องจากบริษัทเกือบพลิกกลับมาทำกำไรได้โดยมีขาดทุนเพียง 6 ล้านบาท นอกจากนี้เรายังคาดว่าจำนวนนักท่องเที่ยวที่เดินทางเข้ามาในไทยเพิ่มมากขึ้นในช่วง low season จะหนุนให้ผลการดำเนินงานปรับตัวดีขึ้น โดยได้รับปัจจัยหนุนจากปริมาณ (อัตราการเข้าพัก) และราคา (อัตราค่าห้องพักเฉลี่ย: ARR) ที่เพิ่มขึ้น ARR ในช่วง high season กับช่วง low season แตกต่างกันมากถึง ~15% ซึ่งชี้ให้เห็นถึงโอกาสที่ ARR ในช่วง low season จะปรับขึ้นได้อีก

ผลการดำเนินงานก้าวกระโดดในปี 2558 อุตสาหกรรมท่องเที่ยวไทยกำลังฟื้นตัวกลับสู่แนวโน้มขาขึ้น เนื่องจากในที่สุดแล้วจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติที่เดินทางเข้ามาในประเทศไทยในเดือน ต.ค. ก็ปรับตัวเพิ่มขึ้น YoY หลังจากหดตัวลง YoY มาตั้งแต่เดือน ก.พ. 2557 ผลการดำเนินงานของโรงแรมในกรุงเทพฯ (มากกว่าครึ่งหนึ่งของรายได้ทั้งหมดของ ERW) ฟื้นตัวดีขึ้นมาก เนื่องจากอัตราการเข้าพักปรับเพิ่มขึ้นสู่ 82% ในเดือน ต.ค. และ 89% ในระหว่างวันที่ 1-15 พ.ย. (เทียบกับ 78% ในไตรมาส 4/56 และ 71% ในไตรมาส 3/57 รายได้เฉลี่ยต่อห้องพัก (RevPar) ของโรงแรมในกรุงเทพฯ พลิกกลับมามีอัตราเติบโต YoY เป็นบวก หลังจากหดตัวลง YoY มาตั้งแต่ไตรมาส 1/57 ด้วยเหตุนี้ ทำให้เราคาดว่า ERW จะพลิกกลับมาทำกำไรในไตรมาส 4/57 (หลังจากขาดทุนในไตรมาส 2-3/57) และจะเป็นไตรมาสที่ดีที่สุดของปีนี้ สำหรับปี 2558 เราคาดว่าผลการดำเนินงานของ ERW จะฟื้นตัวอย่างแข็งแกร่ง โดยได้รับปัจจัยหนุนจากการฟื้นตัวแบบ V-shape ของอุตสาหกรรมท่องเที่ยวไทย โดยคาดว่าจะมีนักท่องเที่ยวต่างชาติเดินทางเข้ามาในไทยจำนวน 30 ล้านคน (+21% YoY จาก 25 ล้านคนในปี 2557)

แนะนำ "ซื้อ" ด้วยราคาเป้าหมายปี 2558 ที่ 7 บาท/หุ้น เนื่องจากอุตสาหกรรมท่องเที่ยวไทยกำลังฟื้นตัวกลับสู่แนวโน้มขาขึ้น ERW จึงเป็นหุ้นที่น่าสนใจมากที่สุด เนื่องจากรายได้ของบริษัทมาจากรายได้โรงแรมในสัดส่วนสูง และการมีต้นทุนคงที่สูงจะเปิดโอกาสให้กำไรมีแนวโน้มปรับขึ้นได้อีก (การวิเคราะห์ความอ่อนไหวพบว่า RevPar ที่เปลี่ยนแปลงจากระดับที่เราคาดการณ์ไว้ในปี 2558 ทุกๆ 1% จะส่งผลทำให้กำไรปกติปี 2558 ของ ERW ปรับเพิ่มขึ้นได้ 3%) เรามองว่า ERW เป็นหุ้นที่มีแนวโน้มได้รับประโยชน์มากที่สุดจากการท่องเที่ยวที่ได้รับอิทธิพลจากฤดูกาลน้อยลง ซึ่งจะช่วยให้บริษัทไม่มีผลขาดทุนในช่วง low season อีกต่อไป เราแนะนำ "ซื้อ" ERW ด้วยราคาเป้าหมายปี 2558 ที่ 7 บาท/หุ้น โดยอิงกับ EV/EBITDA ที่ 15 เท่า (+1.0SD ของ EV/EBITDA เฉลี่ยในอดีตของหุ้นโรงแรมในตลาดภูมิภาค)

Forecasts and valuation

Year to 31 Dec	Unit	2012	2013	2014F	2015F	2016F
Revenue	(Btmn)	4,302	4,702	4,120	6,062	6,433
EBITDA	(Btmn)	1,230	1,265	932	1,720	1,933
Core profit	(Btmn)	24	127	(145)	381	511
Reported profit	(Btmn)	58	937	(115)	381	511
Core EPS	(Bt)	0.01	0.05	(0.06)	0.15	0.21
DPS	(Bt)	0.02	0.15	0.0	0.05	0.07
P/E, core	(x)	471.7	92.7	n.m.	32.5	24.2
EPS growth, core	(%)	n.m.	408.7	n.m.	n.m.	34.2
P/BV, core	(x)	3.1	2.2	2.4	2.3	2.2
ROE	(%)	0.6	2.8	(2.8)	7.3	9.3
Dividend yield	(%)	0.4	3.0	0.0	1.1	1.4
EV/EBITDA	(x)	15.2	13.8	20.9	11.7	10.6

Source: SCBS Investment Research

Financial statement

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	2012	2013	2014F	2015F	2016F
Total revenue	4,302	4,702	4,120	6,062	6,433
Cost of goods sold	(2,607)	(2,880)	(2,812)	(3,674)	(3,838)
Gross profit	1,695	1,822	1,308	2,389	2,596
SG&A	(1,134)	(1,248)	(1,099)	(1,443)	(1,459)
Other income	28	26	25	36	39
Interest expense	393	368	372	434	466
Pre-tax profit	196	231	(138)	548	710
Corporate tax	(111)	(91)	(37)	(157)	(188)
Equity a/c profits	0	16	21	21	22
Minority interests	(60)	(30)	10	(32)	(33)
Core profit	24	127	(145)	381	511
Extra-ordinary items	34	810	30	0	0
Net Profit	58	937	(115)	381	511
EBITDA	1,230	1,265	932	1,720	1,933
Core EPS (Bt)	0.01	0.05	(0.06)	0.15	0.21
Net EPS (Bt)	0.03	0.40	(0.05)	0.15	0.21
DPS (Bt)	0.02	0.15	0.00	0.05	0.07

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14	3Q14
Total revenue	1,099	1,263	1,000	873	1,008
Cost of goods sold	(711)	(758)	(655)	(672)	(729)
Gross profit	388	505	345	201	278
SG&A	(297)	(335)	(270)	(272)	(291)
Other income	9	3	8	8	8
Interest expense	90	90	86	84	91
Pre-tax profit	10	83	(3)	(147)	(96)
Corporate tax	(17)	(23)	(11)	4	1
Equity a/c profits	5	5	5	5	5
Minority interests	(5)	(7)	10	5	(1)
Core profit	(6)	58	2	(133)	(91)
Extra-ordinary items	0	5	1	50	8
Net Profit	(6)	63	3	(83)	(83)
EBITDA	265	339	242	98	169
Core EPS (Bt)	(0.003)	0.025	0.001	(0.054)	(0.037)
Net EPS (Bt)	(0.003)	0.028	0.001	(0.034)	(0.034)

Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	2012	2013	2014F	2015F	2016F
Total current assets	819	1,227	736	1,012	1,318
Total fixed assets	10,122	10,558	11,321	12,154	12,968
Total assets	12,840	13,715	13,976	15,137	16,260
Total loans	7,874	7,030	7,447	8,235	8,863
Total current liabilities	2,020	2,116	2,591	2,876	2,983
Total long-term liabilities	6,794	6,028	6,035	6,663	7,348
Total liabilities	9,152	8,486	8,873	9,786	10,577
Paid-up capital	2,245	2,475	2,475	2,475	2,475
Total equity	3,688	5,229	5,103	5,351	5,683
BVPS (Bt)	1.64	2.32	2.06	2.16	2.30

Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14	3Q14
Total current assets	743	1,227	682	525	718
Total fixed assets	10,098	10,558	10,873	11,139	11,448
Total assets	12,810	13,715	13,471	13,564	14,057
Total loans	6,994	7,030	7,035	7,820	8,240
Total current liabilities	2,045	2,116	1,779	1,712	2,299
Total long-term liabilities	5,890	6,028	6,128	6,764	6,753
Total liabilities	8,279	8,486	8,250	8,819	9,394
Paid-up capital	2,251	2,475	2,475	2,475	2,477
Total equity	4,532	5,229	5,222	4,746	4,663
BVPS (Bt)	2.01	2.32	2.11	1.92	1.88

Cash Flow Statement (Btmn)

FY December 31	2012	2013	2014F	2015F	2016F
Core Profit	24	127	(145)	381	511
Depreciation and amortization	641	665	699	738	758
Operating cash flow	755	1,687	499	1,048	1,319
Investing cash flow	(1,334)	(1,667)	(2,000)	(1,500)	(1,500)
Financing cash flow	384	(526)	406	655	449
Net cash flow	(68)	132	(474)	152	265

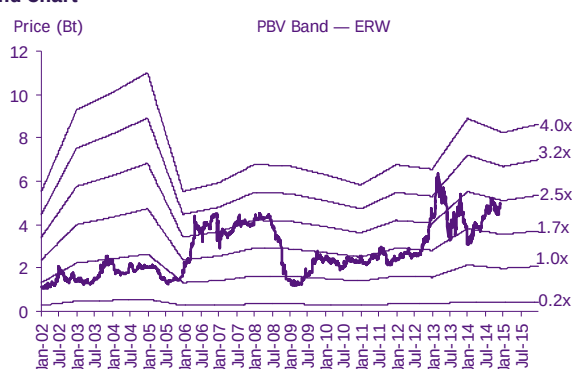
Main Assumptions

	2012	2013	2014F	2015F	2016F
No. of rooms	3,512	3,885	5,291	5,291	5,291
Hotel statistics (excluding HOP INN)					
Occupancy rate (percent)	75.0	79.0	67.7	80.3	81.0
Average room rate (ARR, Bt/room/night)	2,450	2,533	2,651	2,778	2,946
% YoY growth	3.1	3.4	4.7	4.8	6.1
Revenues per available room (RevPar, Bt/room/night)	1,837	2,001	1,796	2,232	2,387
% YoY growth	11.4	8.9	(10.2)	24.3	7.0

Key Financial Ratios

	2012	2013	2014F	2015F	2016F
Gross margin(%)	39.4	38.7	31.7	39.4	40.3
Operating margin(%)	13.0	12.2	5.1	15.6	17.7
EBITDA margin(%)	28.6	26.9	22.6	28.4	30.0
EBIT margin(%)	13.7	12.8	5.7	16.2	18.3
Net profit margin(%)	1.3	19.9	(2.8)	6.3	7.9
ROE (%)	0.6	2.8	(2.8)	7.3	9.3
ROA (%)	0.2	1.0	(1.0)	2.6	3.3
Net D/E (x)	2.0	1.2	1.4	1.4	1.4
Interest coverage (x)	3.1	3.4	2.5	4.0	4.2
Debt service coverage (x)	1.1	0.9	0.7	0.9	0.9
Payout Ratio (%)	73.5	36.5	0.0	35.0	35.0

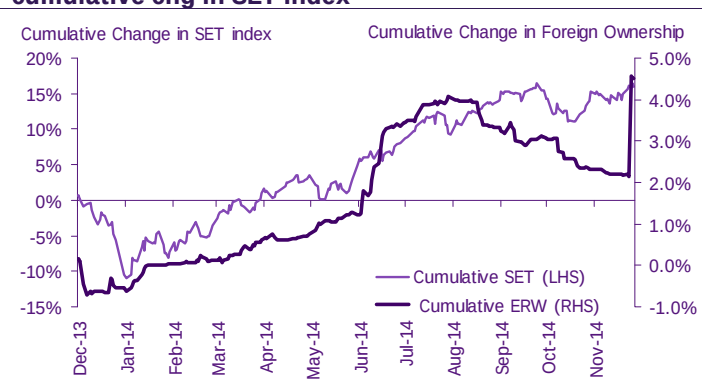
PBV Band Chart



12-Month Cumulative directors trade

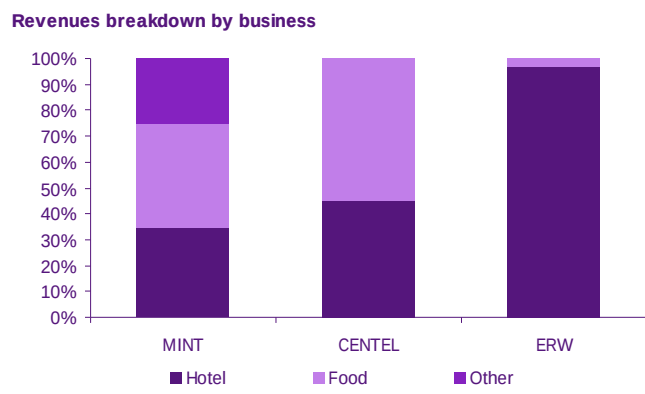
NA

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



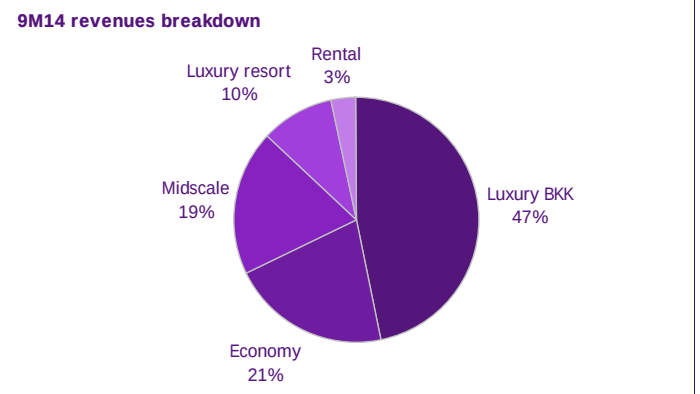
Source: SET, SCBS Investment Research

Figure 1: ERW is a pure hotel play



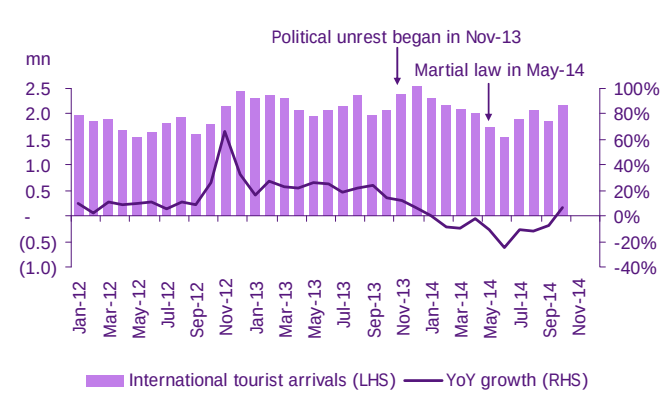
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 2: ERW's revenues breakdown by segment



Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 3: Thai tourism - Recovery on monthly basis



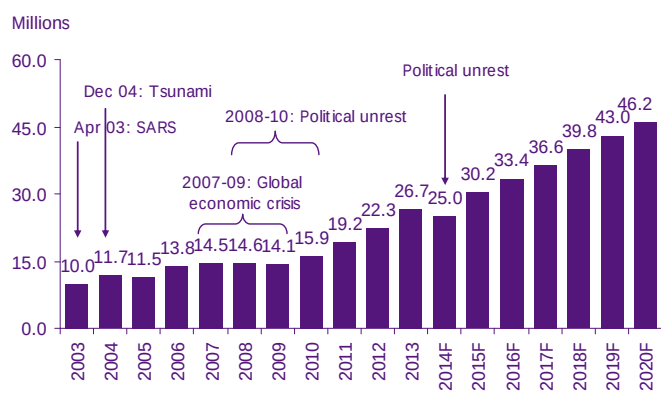
Source: Tourism Authority of Thailand and SCBS Investment Research

Figure 4: Chinese tourists hit record high in October



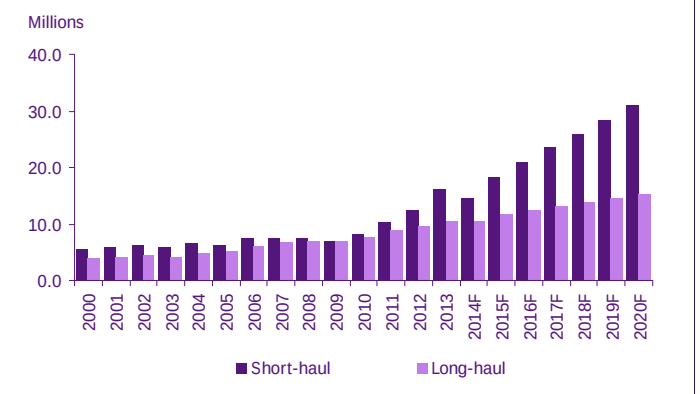
Source: Tourism Authority of Thailand and SCBS Investment Research

Figure 5: V-sharp recovery of Thai tourism in 2015



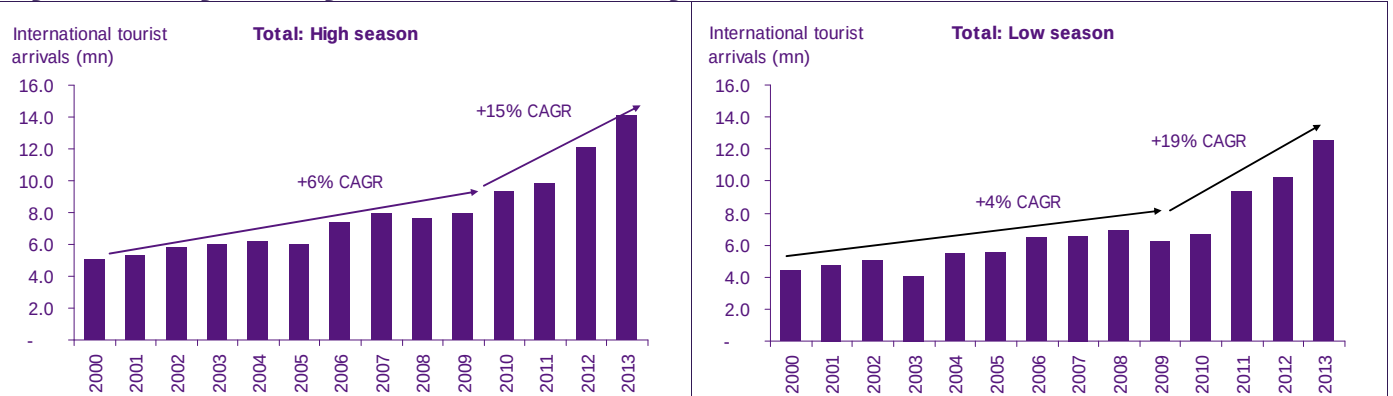
Source: Tourism Authority of Thailand and SCBS Investment Research

Figure 6: Short-haul tourists are accelerating



Source: Tourism Authority of Thailand and SCBS Investment Research

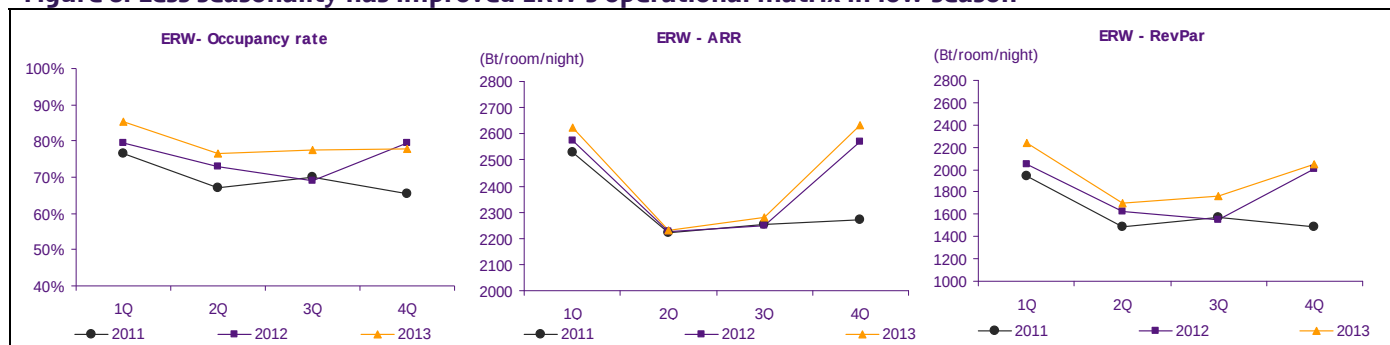
Figure 7: Strong arrivals growth in low season during 2009-13



Source: Tourism Authority of Thailand and SCBS Investment Research

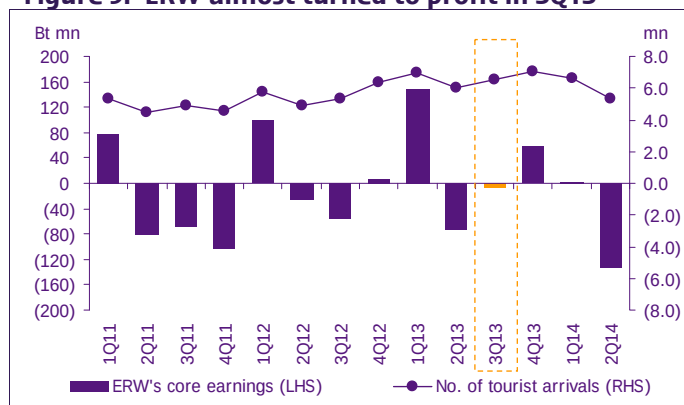
Source: Tourism Authority of Thailand and SCBS Investment Research

Figure 8: Less seasonality has improved ERW's operational matrix in low season



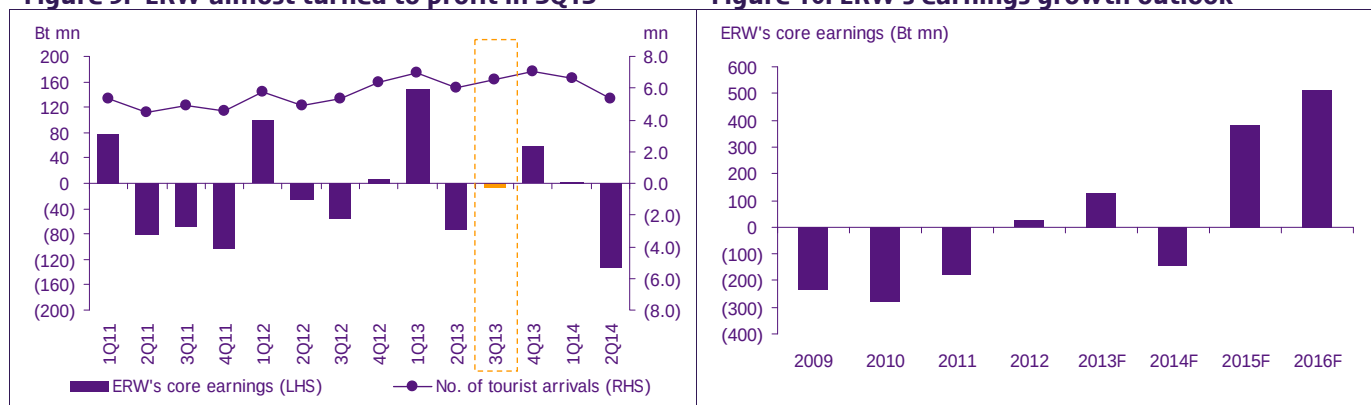
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 9: ERW almost turned to profit in 3Q13



Source: Company data, Tourism Authority of Thailand and SCBS Investment Research

Figure 10: ERW's earnings growth outlook



Source: SCBS Investment Research

Figure 11: Regional comparison

Company name	Country	Price	Mkt Cap	PE (x)			EPS Growth (%)			PBV (x)			Div. Yield (%)			ROE (%)			EV/EBITDA (x)		
		28-Nov-14	US \$m.	14F	15F	16F	14F	15F	16F	14F	15F	16F	14F	15F	16F	14F	15F	16F	14F	15F	16F
Shanghai Jinjiang Intl. Hotels Development	China	25.11	2,126	35.9	30.0	23.0	11	19	30	3.6	3.3	2.8	1.5	1.8	2.6	9	11	12	14.6	12.8	11.2
Shanghai Jin Jiang Intl. Hotels Group	China	2.89	2,010	17.6	16.4	20.8	63	8	(21)	1.5	1.4	1.5	2.4	3.1	2.6	9	9	7	8.9	7.3	6.3
Home Inns & Hotels Management	China	30.86	1,467	17.8	16.2	14.8	151	10	9	1.8	1.6	1.5	n.a	n.a	1.8	11	11	10	6.2	5.7	5.3
China Lodging Group	China	24.97	1,551	29.1	27.2	20.6	16	7	32	3.0	2.7	2.4	n.a	n.a	0.5	11	11	13	9.0	7.9	6.6
Great Eagle Holdings	Hong Kong	26.10	2,195	10.0	9.3	8.7	(31)	8	7	0.3	0.3	0.3	2.7	2.7	2.8	3	3	3	20.0	19.4	17.8
Hongkong & Shanghai Hotels	Hong Kong	11.96	2,320	28.7	29.0	26.3	(63)	(1)	10	n.a	n.a	n.a	1.6	1.6	1.8	2	n.m.	n.m.	15.3	14.7	14.7
Dorsett Hospitality International	Hong Kong	1.39	368	11.1	9.2	6.4	(28)	21	43	0.7	0.6	0.6	3.5	4.0	5.7	7	7	10	10.2	8.8	6.9
Mandarin Oriental International	Hong Kong	1.73	1,706	20.4	18.6	16.5	(12)	9	13	1.7	1.7	1.6	4.0	4.3	4.5	8	8	9	13.2	12.5	11.7
Shangri-La Asia	Hong Kong	10.74	4,395	32.2	26.1	22.7	(66)	23	15	0.7	0.7	0.7	1.0	1.2	1.4	2	2	3	16.0	13.1	13.2
Mandarin Oriental International	Hong Kong	1.74	1,746	20.5	18.7	16.6	(15)	9	13	1.7	1.7	1.7	4.0	4.3	4.4	8	8	9	13.4	12.8	11.9
Hongkong & Shanghai Hotels	Hong Kong	11.96	2,320	28.7	29.0	26.3	(63)	(1)	10	n.a	n.a	n.a	1.6	1.6	1.8	2	n.m.	n.m.	15.3	14.7	14.7
Kangwon Land	South Korea	32700.00	6,259	17.5	15.9	14.8	27	10	8	2.5	2.3	2.1	2.9	3.1	3.3	15	15	15	9.8	9.0	8.5
Hotel Shilla	South Korea	89500.00	3,094	34.8	19.9	14.6	838	75	36	4.6	3.7	3.0	0.3	0.4	0.5	14	20	23	18.6	12.7	10.0
Banyan Tree Holdings	Singapore	0.62	357	51.3	21.2	n.m.	(50)	142	n.m.	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.m.	n.m.	n.m.	n.a	n.a	n.a
City Developments	Singapore	10.06	6,897	15.5	14.0	12.5	(12)	11	12	1.1	1.0	1.0	1.2	1.2	1.2	7	8	8	14.9	13.6	12.7
UOL Group	Singapore	6.73	4,020	13.5	12.8	12.7	(51)	5	1	0.7	0.7	0.7	2.3	2.3	2.3	5	6	6	19.5	18.9	17.4
Formosa International Hotels	Taiwan	320.50	1,193	31.2	26.5	22.8	6	18	16	9.9	8.7	7.8	2.4	2.6	2.8	33	35	36	22.7	19.7	17.7
Ambassador Hotel	Taiwan	27.20	320	25.1	25.5	20.5	(2)	(2)	25	1.1	1.1	1.0	1.8	2.2	2.3	5	5	5	10.8	10.0	9.6
Central Plaza Hotel	Thailand	35.50	1,507	39.2	28.2	23.0	(8)	39	23	4.2	3.8	3.5	1.0	1.3	1.6	11	14	16	16.3	13.7	12.3
Erawan Group PCL	Thailand	5.00	380	n.m	43.1	25.1	(110)	383	72	2.6	2.5	2.3	n.a	0.7	1.6	(2)	6	8	21.3	12.6	10.6
Minor International	Thailand	35.75	4,498	31.8	25.8	22.4	7	23	15	5.0	4.5	3.9	1.0	1.3	1.5	17	18	19	20.0	17.0	15.8
Average				25.6	22.0	18.6	30	39	18	2.6	2.4	2.1	2.1	2.2	2.4	9	11	12	14.8	12.9	11.7

Source: Bloomberg and SCBS Investment Research

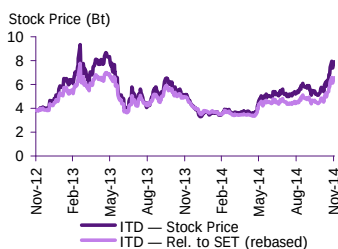
ชื่อ

Stock data

Last close (Dec 1) (Bt)	7.90
12-m target price (Bt)	10.40
Upside (Downside) to TP (%)	31.65
Mkt cap (Btbn)	41.71
Mkt cap (US\$mn)	1,273

Bloomberg code	ITD TB
Reuters code	ITD.BK
Risk rating	H
Mkt cap (%) SET	0.28
Sector % SET	1.68
Shares issued (mn)	5,280
Par value (Bt)	1
12-m high / low (Bt)	8 / 3.2
Avg. daily 6m (US\$mn)	24.85
Foreign limit / actual (%)	32 / 6
Free float (%)	61.1
Dividend policy (%)	≥ 40

Price Performance



Source: SET, SCBS Investment Research

Share performance

	1M	3M	12M
Absolute	39.8	49.1	53.4
Relative to SET	38.5	46.7	32.3

Source: SET, SCBS Investment Research

วชิราลักษณ์ แสงเลิศศิลป์ชัย

นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1033

vajiralux.sanglerdsillapachai@scb.co.th

โครงการเหมืองโปแตชหนุนให้ปรับราคาเป้าหมายเพิ่มขึ้น

ITD เป็นหุ้นที่ปรับตัวขึ้นได้ดีในปีนี้ โดยราคาหุ้นปรับขึ้นมากถึง 31% QTD และ 96% YTD แต่ยังมีเหตุผลทางปัจจัยพื้นฐานที่จะช่วยสนับสนุนให้ราคาหุ้นปรับขึ้นได้อีก โครงการเหมืองโปแตชที่ล่าช้ามานานอยู่ในขั้นตอนสุดท้ายของการยื่นขอประทานบัตร ซึ่งเราประเมินมูลค่าโครงการนี้ได้ที่ 2.1 บาท/หุ้น ดังนั้นเราจึงปรับราคาเป้าหมายของ ITD เพิ่มขึ้นสู่ 10.4 บาท/หุ้น สะท้อนถึง upside 32% จากราคาหุ้นปัจจุบัน การเพิ่มทุนเมื่อไม่นานนี้จะช่วยลดอัตราส่วนหนี้สินต่อทุนของ ITD ให้ลงมามีอยู่ในระดับที่สามารถยอมรับได้มากขึ้นที่ 1.5 เท่า ซึ่งจะช่วยลดความเสี่ยงเกี่ยวกับศักยภาพทางการเงินของบริษัทในการเดินเหมืองขนาดใหญ่ที่บริษัทได้มาแล้วและรับงานใหม่

การประเมินมูลค่าโครงการเหมืองโปแตช ITD ได้รับสัมปทานระยะเวลา 25 ปีในโครงการเหมืองโปแตชในอุดรธานี โครงการนี้จะดำเนินงานโดยบริษัท Asia Pacific Potash Corporation (APPC) ซึ่งเป็นบริษัทย่อยที่ ITD ถือหุ้นอยู่ 90% คาดว่าจะเริ่มก่อสร้างได้ในไตรมาส 3/58 และจะเริ่มดำเนินงานเชิงพาณิชย์ในปี 2560 ปริมาณสำรองแร่โปแตชที่พิสูจน์แล้วอยู่ที่ 39 ล้านตัน และคาดว่าจะผลิตได้ 1.5 ล้านตันต่อปี แม้ราคาแร่โปแตชในปัจจุบันที่ ~288 ดอลลาร์สหรัฐ/ตัน ต่ำกว่าราคาสูงสุด ~1,000 ดอลลาร์สหรัฐ/ตันในปี 2551 อย่างมาก แต่โครงการนี้จะสร้าง EBITDA margin ที่ระดับ ~43% เนื่องจากต้นทุนเงินสดอยู่ที่ระดับเพียง 130 ดอลลาร์สหรัฐ/ตัน และต้นทุนค่าระวางอยู่ที่ 30 ดอลลาร์สหรัฐ/ตัน เราคาดการณ์อัตราส่วนหนี้สินต่อทุนที่ 2.3 เท่า โดยอิงกับต้นทุนโครงการรวม 1.2 พันล้านดอลลาร์สหรัฐ การคำนวณของเราพบว่า โครงการนี้จะสร้างรายได้ปีละ 1.5 หมื่นล้านบาท และอัตรากำไรสุทธิ 13% ซึ่งจะหนุนให้ราคาเป้าหมายของ ITD ที่คำนวณจากวิธี DCF ปรับเพิ่มขึ้นได้อีก 2.1 บาท/หุ้น

โอกาสในตลาดภายในประเทศ โครงการรถไฟฟ้าสายสีแดงของ ร.ฟ.ท. (สัญญา 2) ยังมีงานเหลืออีก 1.8 หมื่นล้านบาทจากสัญญามูลค่า 2.1 หมื่นล้านบาท ซึ่งจะสร้างรายได้ให้กับ ITD ไปจนถึงปี 2560 ITD ยังมีแนวโน้มได้งาน 19% หรือ 4 พันล้านของโครงการส่วนต่อขยายด้วย โครงการรถไฟฟ้า MRT สายสีน้ำเงิน (สัญญา 1) และสายสีม่วง (สัญญา 6) มีความคืบหน้าที่ดี นอกจากนี้ ITD ยังน่าจะได้งานบางส่วน ของโครงการรถไฟฟ้าสายสีเขียวเหนือ (หมอชิต-คูคต) มูลค่า 3.8 หมื่นล้านบาท ที่คาดว่าจะประกาศผู้ชนะการประมูลก่อนสิ้นปี 2557 ด้วย ทั้งนี้ นอกเหนือจากงานก่อสร้างรถไฟฟ้าในกรุงเทพฯ แล้ว ITD ยังมีแนวโน้มที่จะได้สัญญางานจากงบประมาณ 3 ล้านล้านบาท โดยเฉพาะโครงการก่อสร้างรถไฟฟ้าของ ร.ฟ.ท. โครงการนี้มีมูลค่ารวม 4.75 แสนล้านบาท โดยคาดว่าจะเปิดประมูลเฟสแรก มูลค่า 1.1 หมื่นล้านบาทก่อนสิ้นปี 2558 นอกจากนี้ยังมีความต้องการก่อสร้างคอนโดจำนวนมาก แต่ขาดแคลนผู้รับเหมาอย่างหนัก

โอกาสในตลาดต่างประเทศ 1) โครงการทางด่วนยกระดับในบังคลาเทศ มูลค่า 3.8 หมื่นล้านบาท (ระยะเวลาสัมปทาน 30 ปี) ซึ่ง ITD ถือหุ้นอยู่ 51% สามารถเดินรายได้ในที่สุดหลังจากเลื่อนมาหลายครั้งด้วยกัน ITD นำ China Railway Construction เข้ามาเป็นผู้รับเหมาหลัก และคาดว่าจะเริ่มก่อสร้างได้ในปี 2558 โดยจะสร้างส่วนแบ่งรายได้ค่าก่อสร้างให้กับบริษัทรวม 9.4 พันล้านบาท 2) โครงการทวายกำลังจะเริ่มการประมูลเฟส 1 ด้วยมูลค่าโครงการ 1.3 พันล้านดอลลาร์สหรัฐ สำหรับพื้นที่ 27 ตร.กม. บริษัทจะดำเนินโครงการนี้ร่วมกับ ROJNA และ 3) โครงการโมซัมบิก มูลค่า 1.2 แสนล้านบาท อยู่ในขั้นตอนการวางแผนการเงิน โดยคาดว่าจะแล้วเสร็จภายใน 12 เดือน

งบดุลแข็งแกร่งมากขึ้น ปรับราคาเป้าหมายเพิ่มขึ้น การเสนอขายหุ้นเพิ่มทุนแก่บุคคลในวงจำกัด (PP) จำนวน 2.1 พันล้านบาทในเดือน พ.ย. ทำให้เราคาดว่าอัตราส่วนหนี้สินต่อทุนของ ITD จะปรับลดลงสู่ระดับที่สามารถยอมรับได้มากขึ้นที่ 1.5 เท่าในปี 2558 จากระดับ 2.4 เท่าก่อนเพิ่มทุน ในขณะที่การชำระคืนหนี้จะช่วยให้ออกเบี้ยจ่ายปรับลดลง 228 ล้านบาท ซึ่งคิดเป็นสัดส่วนประมาณ 1 ใน 4 ของกำไรสุทธิปี 2556 เราปรับราคาเป้าหมายของ ITD เพิ่มขึ้นสู่ 10.4 บาท/หุ้น หลังจากรวมโครงการเหมืองโปแตชซึ่งเราประเมินมูลค่าได้ที่ 2.1 บาท/หุ้นเข้ามา ในขณะที่เราประเมินมูลค่าธุรกิจก่อสร้างของ ITD ได้ที่ 8.25 บาท/หุ้น โดยอิงกับ EV/EBITDA ปี 2558 ที่ 12.5 เท่า

Forecasts and valuation

Year to 31 Dec	Unit	2012	2013	2014F	2015F	2016F
Revenue	(Btbn)	46,291	43,913	45,558	47,428	70,248
EBITDA	(Btbn)	5,106	5,412	4,913	4,933	5,876
Core profit	(Btbn)	856	832	967	1,245	2,086
Reported profit	(Btbn)	134	907	967	1,245	2,086
Core EPS	(Bt)	0.20	0.19	0.18	0.24	0.40
DPS	(Bt)	0.00	0.00	0.00	0.09	0.16
P/E, core	(x)	38.7	42.2	43.1	33.5	20.0
EPS growth, core	(%)	(168.1)	(8.2)	(2.2)	28.7	67.5
P/BV, core	(x)	3.5	3.1	2.4	2.3	2.1
ROE	(%)	9.3	7.6	6.8	7.5	11.8
Dividend yield	(%)	0.0	0.0	0.0	1.2	2.0
EV/EBITDA	(x)	9.0	10.3	14.0	13.4	11.4

Source: SCBS Investment Research

Financial statement

Profit and Loss Statement (Btmn)

Profit and Loss Statement (\$Bn)					
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	1,044	1,035	1,051
Interest expense	(2,286)	(2,204)	(1,837)	(1,387)	(1,279)
Pre-tax profit	1,034	1,230	1,101	1,497	2,483
Corporate tax	(212)	(336)	(225)	(305)	(503)
Equity a/c profits	7	22	25	28	30
Minority interests	26	(85)	66	25	75
Core profit	856	832	967	1,245	2,086
Extraordinaries	(722)	75	0	0	0
Net profit	134	907	967	1,245	2,086
EBITDA	5,106	5,412	4,913	4,933	5,876
Core EPS (Bt)	0.20	0.19	0.18	0.24	0.40
Net EPS (Bt)	0.03	0.20	0.18	0.24	0.40
DPS (Bt)	0.00	0.00	0.00	0.09	0.16

Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	2012	2013	2014F	2015F	2016F
Total current assets	33,604	35,414	36,360	36,979	44,269
Total fixed assets	24,910	29,737	31,191	21,428	22,231
Total assets	58,513	65,151	67,551	58,407	66,500
Total loans	22,886	18,816	21,400	21,400	21,400
Total current liabilities	31,581	35,441	29,472	30,063	36,905
Total long-term liabilities	17,417	17,327	22,000	22,000	22,000
Total liabilities	48,998	52,767	51,472	52,063	58,905
Paid-up capital	4,194	4,860	5,280	5,280	5,280
Total equity	9,516	12,383	16,079	16,981	18,262
BVPS (Bt)	2.27	2.55	3.31	3.49	3.76

Cash Flow (Btmn)

FY December 31	2012	2013	2014F	2015F	2016F
Pretax profit	320	1,328	1,126	1,525	2,513
Depreciation and amortization	1,786	1,978	1,974	2,049	2,113
Operating cash flow	(28)	5,807	2,925	3,036	3,298
Investing cash flow	(4,156)	(4,715)	(2,813)	(2,988)	(2,987)
Financing cash flow	2,192	(1,267)	7,093	1,285	101
Net cash flow	136	(461)	7,046	1,054	(15)

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	10.8	10.4	8.4
EBIT margin (%)	7.2	7.9	6.5	6.1	5.4
Net profit margin (%)	1.8	1.9	2.1	2.6	3.0
ROE (%)	9.3	7.6	6.8	7.5	11.8
ROA (%)	0.2	1.5	1.5	1.8	2.9
Net D/E (x)	3.3	2.6	1.8	1.5	1.5
Payout Ratio (%)	0.0	0.0	0.0	40.0	40.0

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14	3Q14
Total revenue	10,782	12,237	10,882	11,498	12,884
Cost of goods sold	(9,662)	(10,883)	(9,779)	(10,422)	(11,895)
Gross profit	1,119	1,355	1,103	1,077	989
SG&A	(496)	(431)	(563)	(555)	(505)
Other income	129	237	132	284	330
Interest expense	(527)	(579)	(570)	(646)	(621)
Pre-tax profit	225	582	102	159	192
Corporate tax	(86)	(86)	(33)	(141)	(26)
Equity a/c profits	20	(1)	21	5	2
Minority interests	(18)	(23)	9	(24)	57
Core profit	142	472	99	(1)	225
Extraordinaries	(119)	(20)	57	51	66
Net profit	24	452	156	50	291
EBITDA	1,237	1,740	1,149	1,301	1,343
Core EPS (Bt)	0.03	0.11	0.02	(0.00)	0.05
Net EPS (Bt)	0.00	0.10	0.03	0.01	0.06

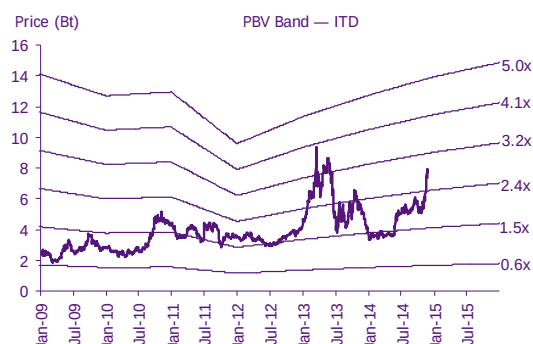
Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14	3Q14
Total current assets	33,623	35,414	38,067	43,235	43,235
Total fixed assets	28,306	29,737	30,432	31,376	31,376
Total assets	61,929	65,151	68,500	74,611	74,611
Total loans	27,155	16,874	18,624	23,966	23,966
Total current liabilities	32,949	35,441	38,526	38,717	38,717
Total long-term liabilities	17,158	17,327	17,415	23,241	23,241
Total liabilities	50,106	52,767	55,941	61,958	61,958
Paid-up capital	4,860	4,860	4,860	4,860	4,860
Total equity	11,823	12,383	12,559	12,653	12,653
BVPS (Bt)	2.43	2.55	2.58	2.60	2.60

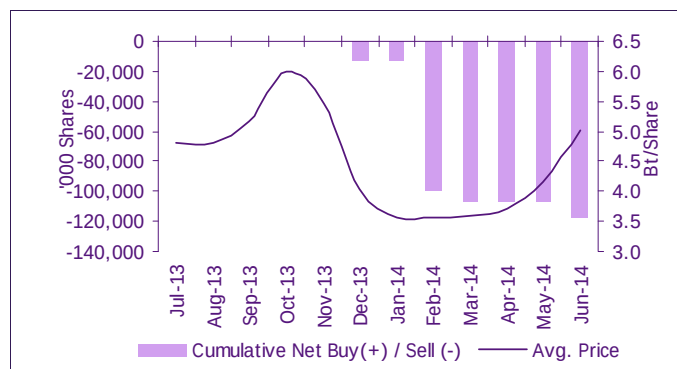
Main Assumptions

FY December 31 (Btmn)	2012	2013	2014F	2015F	2016F
Yearly additional backlog	40,406	52,380	41,000	50,000	60,000
Mozambique backlog	0	97,000	0	0	22,700
Total backlog exc. Subsidiaries	126,620	208,000	214,000	250,000	372,000
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

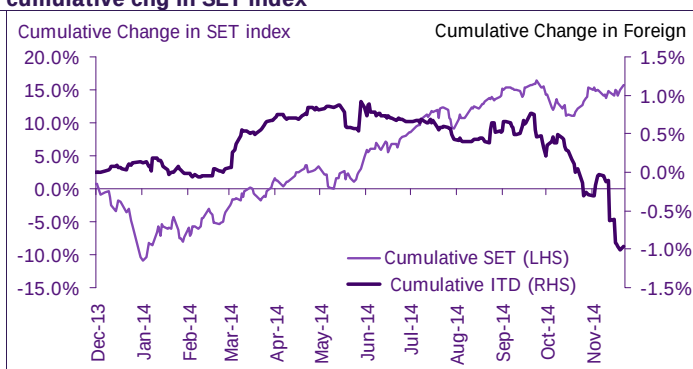


12-Month Cumulative directors trade



Source: SEC

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 September 1, 2014)	Contract value Remaining value		Revenue contribution			Start Finish	
	(Bt mn)	(Bt mn)	2014F	2015F	2016F	Year	Year
SRT Red Line (Phase 1) Contract 2	21,102	16,341	4,800	4,800	4,800	2013	2017
MRT Blue Line Extension Contract 1	10,666	3,483	1,500	1,500	1,466	2011	2016
Purple Line Contract 6	3,335	2,149	800	800	783	2013	2015
Dhaka Elevated Expressway PPP (Concession) Bangladesh	38,095	37,820		9,400	9,400	2014	2017
Highway route in Lao PDR phase 1	2,151	1,926	650	650	625	2013	2016
Track Strengthening, Khlong 19	2,624	1,794	1,200	1,183		2014	2015
Mae Moh Mining Phase 7	10,946	5,399	950	960	958	2009	2018
Design and constuction of Moatize Railway Line to Macuse, Mozambique	52,260	52,250			16,000	2016	2019
Design and constuction 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	27,986	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	198,148					
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 2017 - Thai	40,000	40,000					

Source: Company data, SCBS Investment Research

Figure 2: Sum-of-the-part valuation (Based on 5,280 mn shares)

Project #	Valuation method	Bt mn	Bt/share	Details
1	EV/EBITDA for 12.5x ITD		6.3	Based on average of industry
2	Dhaka Bangladesh Expressway (construction service)	1,520	0.3	Net profit contribution from total project in 2015-2018
3	Dhaka Bangladesh Expressway (concession)	918	0.1	Holding 51%, 10% net profit of VGF~US\$306mn
4	Mozambique (construction)	4,800	1.0	4% net margin of construction value
5	Mozambique (concession)	3,000	0.6	40 year concession
Total valuation for # 1-5			8.3	
Project #	Potential value added	Bt mn	Bt/share	Details
6	Potash (Udon Thani)	11,090	2.1	reserve 38.6mn tons/300US\$ per ton/25 years with 75% holding
Valuation for # 1-6			10.4	
7	Dawei project in Myanmar	6,033	1.1	Based on investment cost of Bt6.033bn to return to ITD
Valuation for # 1-7			11.5	

Source: SCBS Investment Research

Figure 3: Potash mine in Udon Thani, Thailand

Concessionaire	Asia Pacific Potash Corporation (APPC)
% Holding (current)	90% by ITD group/10% by Thai government
% Holding (future)	75% by ITD group/10% by Thai government/15% IPO
Concession period	25 years from construction commencement date
Location	South and North Udon Thani, Thailand
Proved reserve(min.)	38.68 mil. metric tons (First phase)
Annual production	1.54 mil. metric tons
Current product price	US\$288 per ton
Estimated margins	GPM 39%/EBITDA margin 43% /NPM 13%
Total project value	~US\$1.2bn
Debt	~US\$840mn
Equity	~US\$360mn
Start	Construction in 3Q15, COD in 2017

Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 4: Dhaka Elevated Expressway, Bangladesh

Concessionaire	First Dhaka Elevated Expressway Company Ltd (FDEE)
Grantor	Government of the People's Republic of Bangladesh
% Holding	51% by ITD group/49% by others
Concession period	25 years from construction commencement date
Location	From International Airport to Junction Dhaka - Chittagong Highway at Kutubkhali, Bangladesh
Scope of work	Design, Finance, Build, Operate, Maintain and Transfer
Total project value	~US\$1.220bn
Loan agreement	~US\$622mn
Concession agreement	~US\$302mn
Minimum equity by ITD	~US\$143mn
Other parties' equity	~US\$214mn
Start	Construction 2015-2018/ Operating in mid-2019

Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 5: Railway and Port, Mozambique

Concessionaire	The Mozambique Logistica (TML)
% Holding	60% by ITD group/20% by CFM/20% by CODIZA
Concession period	30 years (5 years-construction, 25 years-operation)
Scope of work	Railway from Moatize to Macuse (537 km of Standard Gauge) and Port terminal with the capacity of 25Mtpa and extendable to 100 Mtpa
Project value	US\$4,324mn
Start	Construction in 2016-2020, Operating in 2021

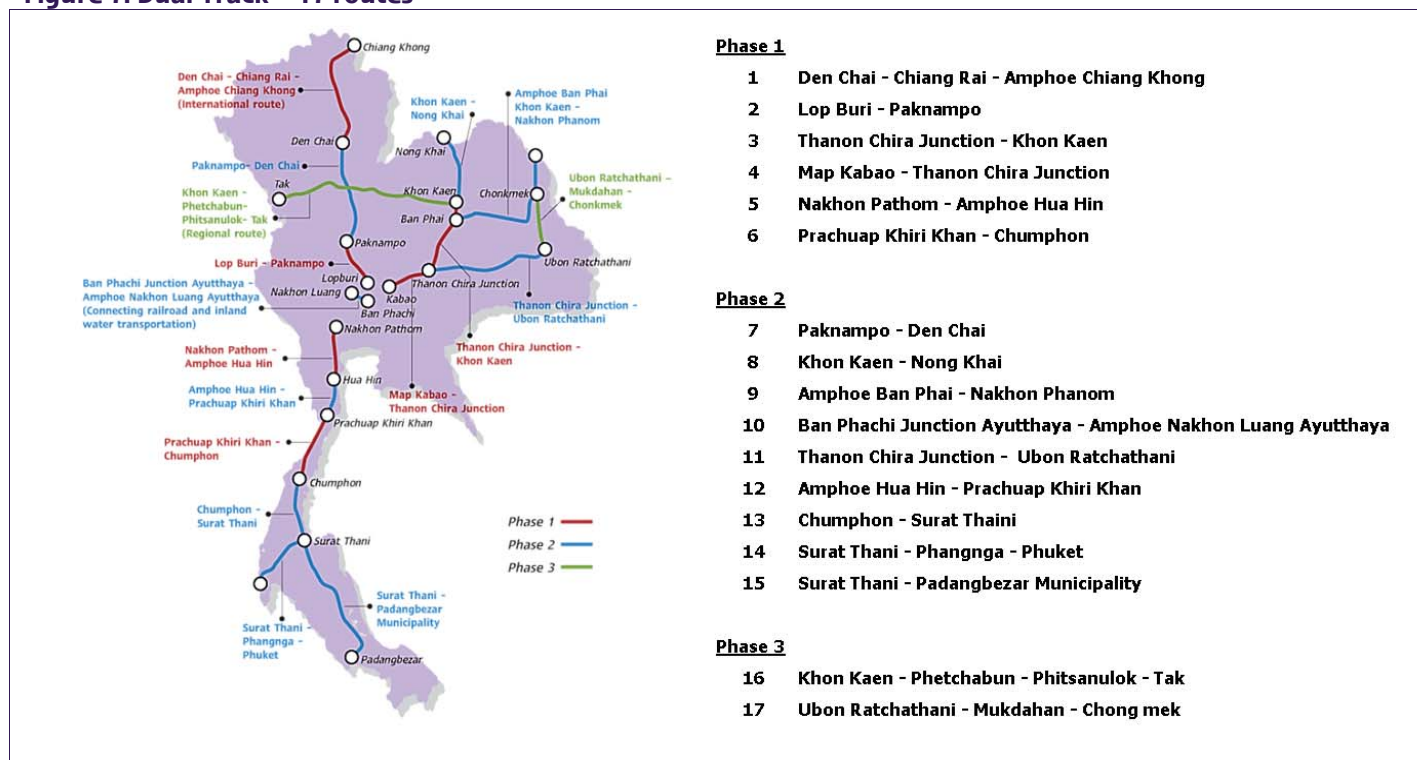
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 6: Dawei initial phase development, Myanmar

Concessionaire	Dawei SEZ Development Company Limited
Location	Dawei, Myanmar
Concession period	N.A.
Joint venture	JV. ITD-Rojana (Joint venture between ITD (invested Bt6.0bn in Dawei's partial facility) and Rojana Industrial Park Plc (ROJNA))
Project value	~US\$1,329mn (under bidding process)
Start	Construction and commercial operation after final bidding/ taking 7 years for developing

Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 7: Dual Track – 17 routes



Source: SCB EIC, Office of Transport and Traffic Policy and Planning

Figure 8: Potash Projects



Source: Company data

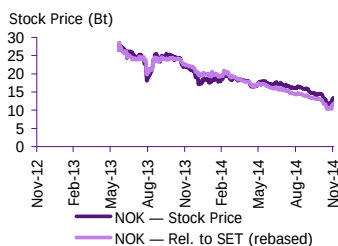
ชื่อ

Stock Data

Last close (Dec 1) (Bt)	13.40
12-m target price (Bt)	20.00
Upside (Downside) to TP (%)	49.25
Mkt cap (Btbn)	8.37
Mkt cap (US\$mn)	256

Bloomberg code	NOK TB
Reuters code	NOK.BK
Risk rating	M
Mkt cap (%) SET	0.06
Sector % SET	5.68
Shares issued (mn)	625
Par value (Bt)	1
12-m high / low (Bt)	22.5 / 11.4
Avg. daily 6m (US\$mn)	1.50
Foreign limit / actual (%)	49 / 11
Free float (%)	38.9
Dividend policy (%)	≥ 25

Price Performance



Source: SET, SCBS Investment Research

Share performance

	1M	3M	12M
Absolute	(6.9)	(16.3)	(38.5)
Relative to SET	(7.8)	(17.6)	(47.0)

Source: SET, SCBS Investment Research

รวิญญู ปิยะกรียงไกร

นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1002

raweenuch.piyakriengkai@scb.co.th

ฟื้นกลับขึ้นมาใหม่

แม้ราคาหุ้น NOK ปรับตัวขึ้นมาแล้ว 11% ใน 4 วันที่ผ่านมา แต่ยังคงลดลงแรงถึง 47% จากจุดสูงสุดในเดือน ต.ค.ปีก่อน ณ ระดับราคาปัจจุบัน เรามองว่าตลาดมองลบต่อ NOK มากเกินไป ส่งผลทำให้ผลตอบแทนดูน่าดึงดูดเมื่อเทียบกับความเสี่ยง เนื่องจากสถานการณ์ดีขึ้น เพราะแรงกดดันต่ออัตราค่าโดยสารจะลดน้อยลงเนื่องจากมีนักท่องเที่ยวเดินทางเข้ามามากขึ้น และ downside จำกัดจากการผลกระทบจากการที่ Thai Smile จะย้ายมาใช้สนามบินดอนเมือง เราแนะนำ “ซื้อ” NOK ด้วยราคาเป้าหมายปลายปี 2558 ที่ 20 บาท/หุ้น (อิงกับ PE 16 เท่า)

แรงกดดันด้านอัตราค่าโดยสารผ่อนคลายนลง อัตราค่าโดยสารเฉลี่ยช่วง 9 เดือนแรกปี 57 ของ NOK ปรับตัวลดลง 17% YoY และหดตัวลงมากถึง 24% YoY ในไตรมาส 3/57 เพราะการแข่งขันในตลาดภายในประเทศรุนแรง ทั้งนี้ไม่ได้มีแค่ผู้ประกอบการรายใหม่ เช่น ไทยไลอ้อนแอร์ เข้ามาแย่งผู้โดยสารเท่านั้น แต่ยังดูเหมือนว่าสายการบินอื่นๆ ได้นำเครื่องบินมาให้บริการภายในประเทศเพิ่มมากขึ้น ในระหว่างที่การให้บริการการบินในตลาดต่างประเทศอ่อนแอ จากภาวะการท่องเที่ยวที่ซบเซา โดย AOT รายงานว่า ในไตรมาส 3/57 ปริมาณการขึ้นลงของเครื่องบินสายการบินต้นทุนต่ำ (LCC) สำหรับเส้นทางภายในประเทศปรับตัวเพิ่มขึ้นมากถึง 33% YoY เทียบกับที่ลดลง 3% YoY สำหรับเส้นทางระหว่างประเทศ ดังนั้นแนวโน้มอุตสาหกรรมท่องเที่ยวไทยที่ดีขึ้นน่าจะกระตุ้นให้ผู้ประกอบการสายการบินนำเครื่องบินกลับมาให้บริการเส้นทางบินระหว่างประเทศมากขึ้น ซึ่งจะส่งผลทำให้การแข่งขันในตลาดภายในประเทศลดน้อยลง และช่วยลดแรงกดดันที่มีต่ออัตราค่าโดยสารของ NOK โดยเราคาดว่าอัตราค่าโดยสารเฉลี่ยของ NOK ปรับตัวลงถึงจุดต่ำสุดแล้วในไตรมาส 3/57 และจะปรับขึ้นสู่ 1,438 บาท +8% QoQ (แต่ -20% YoY) ในไตรมาส 4/57

การประเมินพบว่าราคาหุ้นสะท้อนปัจจัยลบไปค่อนข้างมากแล้ว ตลาดกังวลว่าผลการดำเนินงานของ NOK จะได้รับผลกระทบจากการย้ายสนามบินของ Thai Smile (THAI ถือหุ้น 100%) จากสุวรรณภูมิมายังดอนเมือง ซึ่งอาจจะส่งผลทำให้เกิดความขัดแย้งด้านการดำเนินงานกับ NOK (THAI ถือหุ้น 39.2%) เนื่องจากสายการบินทั้งสองแห่งนี้ให้บริการเส้นทางบินภายในประเทศทั้งคู่ นับถึงปัจจุบันยังไม่มี การเปิดเผยกลยุทธ์ระหว่าง Thai Smile กับ NOK อย่างชัดเจน เราประเมินผลกระทบโดยใช้สมมติฐานว่า NOK สูญเสียรายได้ 50% ในเส้นทางบินที่ทับซ้อนกับ Thai Smile หรือคิดเป็น 26% ของรายได้ทั้งหมด และพบว่ากำไรของ NOK จะหายไป 45% ในปี 2558 ในกรณีนี้ มูลค่าเหมาะสมของ NOK จะอยู่ที่ 11 บาท/หุ้น ซึ่งใกล้เคียงกับราคาหุ้นปัจจุบัน อย่างไรก็ตาม เราไม่คิดว่า NOK จะได้รับผลกระทบมากนัก เนื่องจาก NOK มีฐานที่สนามบินดอนเมืองมั่นคงกว่า Thai Smile และการย้ายสนามบินของ Thai Smile น่าจะใช้เวลา เนื่องจากโดยปกติแล้วผู้โดยสารของ Thai Smile เป็นผู้โดยสารที่เปลี่ยนเครื่องจาก THAI ที่สนามบินสุวรรณภูมิ

ปรับประมาณการกำไรปี 2558 เราใช้สมมติฐานว่า NOKScoop ซึ่งเป็นสายการบินร่วมทุนต้นทุนต่ำ สำหรับเส้นทางบินระยะกลางถึงไกล จะสร้างส่วนแบ่งขาดทุนให้กับ NOK ต่อเนื่องจนกว่าจะสามารถทำกำไรได้ในปี 2561 อย่างไรก็ตาม เราคาดว่า NOK จะพลิกกลับมาทำกำไรได้ที่ 549 ล้านบาทในปี 2558 จากที่คาดว่าจะขาดทุน 570 ล้านบาทในปี 2557 โดยได้รับปัจจัยหนุนจากอุตสาหกรรมท่องเที่ยวที่ฟื้นตัวดีขึ้น ประกอบกับราคาน้ำมันเครื่องบินที่ลดลงอย่างต่อเนื่อง การวิเคราะห์ความอ่อนไหวพบว่า ราคาน้ำมันเครื่องบินที่ลดลง 1% จากระดับที่เราคาดการณ์ไว้ในปี 2558 ที่ 120 ดอลลาร์สหรัฐ/บาร์เรล จะส่งผลทำให้กำไรปกติปี 2558 ของ NOK ปรับเพิ่มขึ้นได้อีก 7%

ผลตอบแทนน่าดึงดูดเมื่อเทียบกับความเสี่ยง; แนะนำ “ซื้อ” ด้วยราคาเป้าหมาย ที่ 20 บาท/หุ้น แม้ว่าผลการดำเนินงานของ NOK มีแนวโน้มเติบโตต่ำกว่า AAV เนื่องจากผลการดำเนินงานจะได้รับผลกระทบจากส่วนแบ่งขาดทุนจาก NOKScoop แต่เรามองว่าผลตอบแทนของ NOK น่าดึงดูดเมื่อเทียบกับความเสี่ยง เนื่องจาก valuation ของ NOK ต่ำ และสถานการณ์ก็ปรับตัวดีขึ้นเพราะแรงกดดันด้านอัตราค่าโดยสารลดน้อยลงและผลการดำเนินงานจะฟื้นตัวดีขึ้นในปี 2558 เราแนะนำ “ซื้อ” NOK ด้วยราคาเป้าหมายปลายปี 2558 ที่ 20 บาท/หุ้น โดยอิงกับ PE 16 เท่า (-0.5SD ของ PE เฉลี่ยในอดีตของหุ้นสายการบินในตลาดภูมิภาค)

Forecasts and valuation

Year to 31 Dec	Unit	2012	2013	2014F	2015F	2016F
Revenue	(Btmn)	8,218	11,180	11,784	18,110	23,288
EBITDA	(Btmn)	818	1,150	(468)	625	1,310
Core profit	(Btmn)	752	1,066	(570)	549	1,109
Reported profit	(Btmn)	505	1,066	(570)	549	1,109
Core EPS	(Bt)	1.50	1.88	(0.91)	0.88	1.78
DPS	(Bt)	1.10	1.03	0.00	0.44	0.89
P/E, core	(x)	8.9	7.1	n.m.	15.3	7.5
EPS growth, core	(%)	276.4	24.8	n.m.	n.m.	102.1
P/BV, core	(x)	7.5	1.7	2.3	2.0	1.7
ROE	(%)	89.2	39.3	(13.9)	13.9	23.9
Dividend yield	(%)	8.2	7.7	0.0	3.3	6.6
EV/EBITDA	(x)	6.2	2.0	(11.9)	10.2	4.1

Source: SCBS Investment Research

Financial statement

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	2012	2013	2014F	2015F	2016F
Total revenue	8,218	11,180	11,784	18,110	23,288
Cost of goods sold	(6,928)	(9,478)	(11,744)	(16,589)	(20,837)
Gross profit	1,290	1,701	40	1,521	2,451
SG&A	(522)	(602)	(601)	(1,074)	(1,362)
Other income	42	135	141	188	223
Interest expense	0	0	(28)	(79)	(94)
Pre-tax profit	767	1,099	(589)	368	996
Corporate tax	(15)	(33)	19	(40)	(68)
Equity a/c profits	0	0	0	0	0
Minority interests	0	0	0	221	181
Core profit	752	1,066	(570)	549	1,109
Extra-ordinary items	(247)	0	0	0	0
Net Profit	505	1,066	(570)	549	1,109
EBITDA	818	1,150	(468)	625	1,310
EBITDAR	1,824	2,804	1,579	3,397	4,457
Core EPS (Bt)	1.50	1.88	(0.91)	0.88	1.78
Net EPS (Bt)	1.01	1.88	(0.91)	0.88	1.78
DPS (Bt)	1.10	1.03	0.00	0.44	0.89

Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	2012	2013	2014F	2015F	2016F
Total current assets	2,098	6,024	3,773	5,127	6,049
Total fixed assets	155	248	2,046	3,982	4,349
Total assets	2,252	6,272	5,819	9,109	10,398
Total loans	0	0	255	2,040	1,700
Total current liabilities	1,271	1,581	1,997	2,954	3,680
Total long-term liabilities	93	147	155	1,939	1,667
Total liabilities	1,364	1,728	2,153	4,893	5,347
Paid-up capital	500	625	625	625	625
Total equity	888	4,543	3,667	4,216	5,051
BVPS (Bt)	1.78	8.00	5.87	6.75	8.08

Cash Flow Statement (Btmn)

FY December 31	2012	2013	2014F	2015F	2016F
Core Profit	752	1,066	(570)	549	1,109
Depreciation and amortization	50	51	93	178	221
Operating cash flow	870	1,264	(90)	1,396	1,820
Investing cash flow	(406)	(3,534)	608	(2,114)	(588)
Financing cash flow	(247)	2,842	(306)	1,700	(614)
Net cash flow	216	572	211	982	617

Key Financial Ratios

	2012	2013	2014F	2015F	2016F
Gross margin (%)	15.7	15.2	0.3	8.4	10.5
Operating margin (%)	9.3	9.8	(4.8)	2.5	4.7
EBITDA margin (%)	10.0	10.3	(4.0)	3.4	5.6
EBITDAR margin (%)	22.2	25.1	13.4	18.8	19.1
Net profit margin (%)	6.1	9.5	(4.8)	3.0	4.8
ROE (%)	56.8	23.5	(15.6)	13.0	22.0
ROA (%)	22.4	17.0	(9.8)	6.0	10.7
Net D/E (x)	(1.9)	(1.2)	(0.8)	(0.5)	(0.6)
Interest coverage (x)	n.a.	n.a.	(16.9)	7.9	14.0
Debt service coverage (x)	n.a.	n.a.	(16.9)	1.9	3.0
Payout Ratio (%)	109.0	54.9	0.0	50.0	50.0

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14	3Q14
Total revenue	2,722	3,048	3,096	2,799	2,750
Cost of goods sold	(2,348)	(2,708)	(2,910)	(2,804)	(2,961)
Gross profit	374	340	186	(5)	(210)
SG&A	(175)	(242)	(176)	(194)	(240)
Other income	49	51	40	32	19
Interest expense	0	0	0	(1)	(1)
Pre-tax profit	248	149	50	(169)	(431)
Corporate tax	(4)	(4)	(9)	9	0
Equity a/c profits	0	0	0	0	0
Minority interests	0	0	0	1	59
Core profit	245	145	41	(159)	(372)
Extra-ordinary items	0	0	0	0	0
Net Profit	245	145	41	(159)	(372)
EBITDA	261	162	63	(154)	(415)
Core EPS (Bt)	0.45	0.26	0.07	(0.25)	(0.60)
Net EPS (Bt)	0.45	0.26	0.07	(0.25)	(0.60)

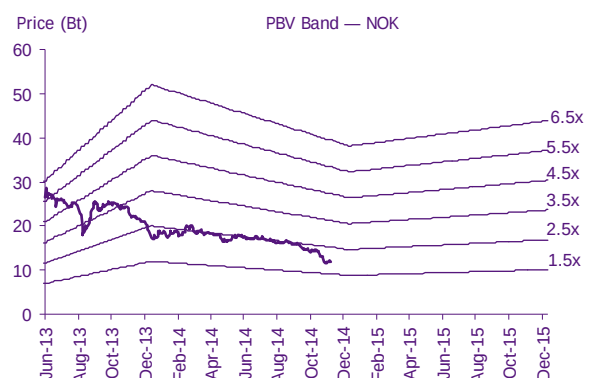
Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14	3Q14
Total current assets	6,033	6,024	6,164	4,856	4,192
Total fixed assets	209	248	262	1,384	1,531
Total assets	6,243	6,272	6,426	6,241	5,723
Total loans	0	0	0	0	0
Total current liabilities	1,715	1,581	1,688	1,944	1,733
Total long-term liabilities	130	147	154	173	189
Total liabilities	1,844	1,728	1,842	2,117	1,922
Paid-up capital	625	625	625	625	625
Total equity	4,398	4,543	4,584	4,124	3,801
BVPS (Bt)	8.02	8.00	7.33	6.59	5.99

Main Assumptions

	2012	2013	2014F	2015F	2016F
load factor (%)	84.2	84.0	81.0	82.5	82.5
ASK growth (%)	29.9	45.7	26.0	24.6	18.0
RPK growth (%)	36.2	45.3	21.5	26.9	18.0
No. of aircrafts (ending)	14	16	23	26	31
Passenger yield (Bt/RPK)	3.18	2.96	2.57	2.64	2.65
Jet fuel price (US\$/Barrel)	127	123	124	120	120
FX (Bt/US\$)	31.1	30.7	33.0	33.0	33.0

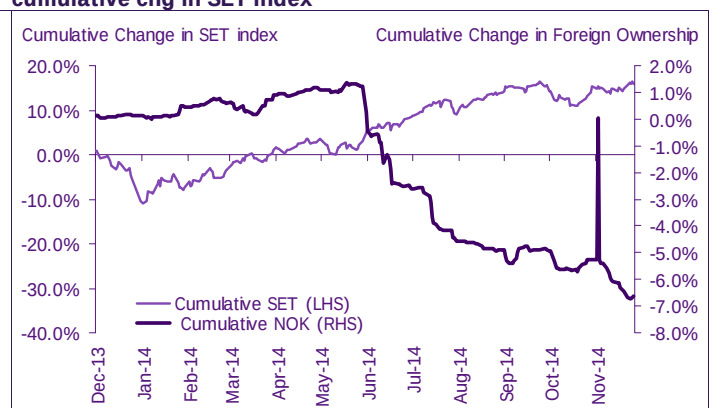
PBV Band



12-Month Cumulative directors trade

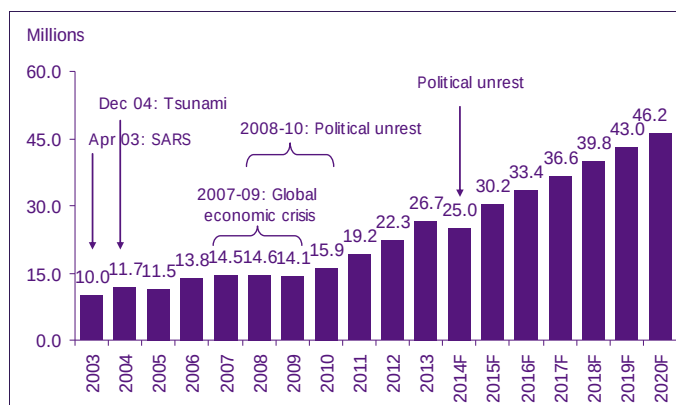
NA

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



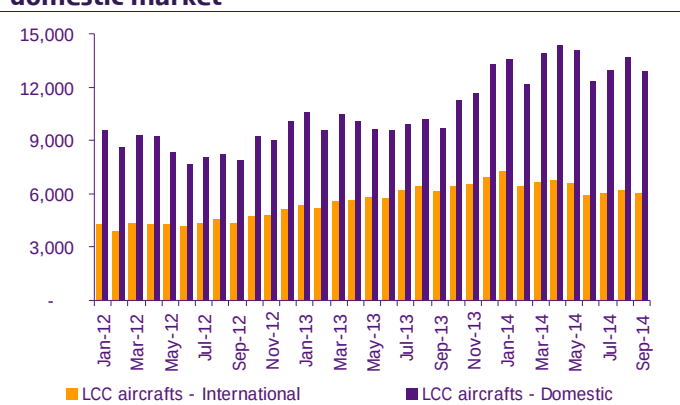
Source: SET, SCBS Investment Research

Figure 1: Thai tourism – V-shape recovery in 2015



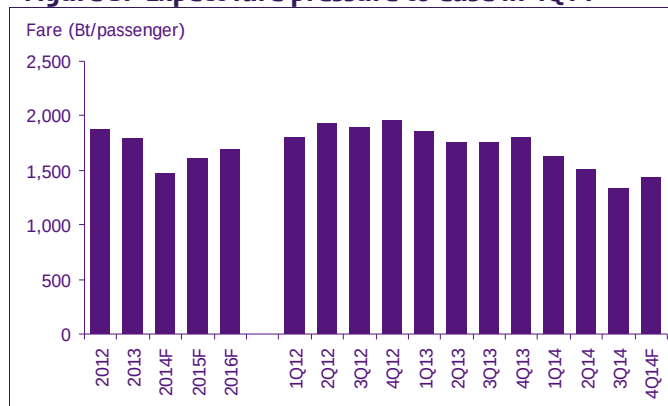
Source: Tourism Authority of Thailand and SCBS Investment Research

Figure 2: Increasing LCC aircraft movement in domestic market



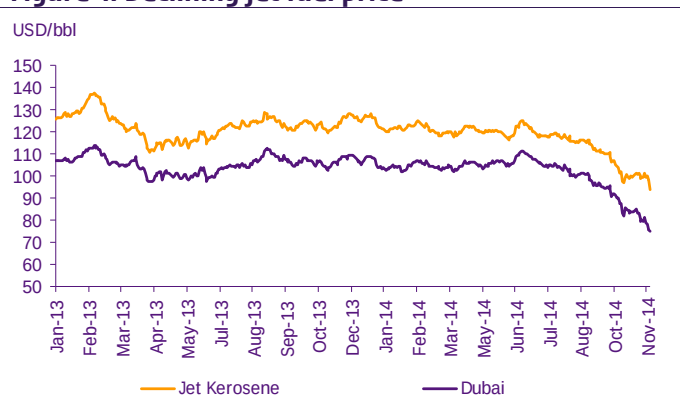
Source: AOT and SCBS Investment Research

Figure 3: Expect fare pressure to ease in 4Q14



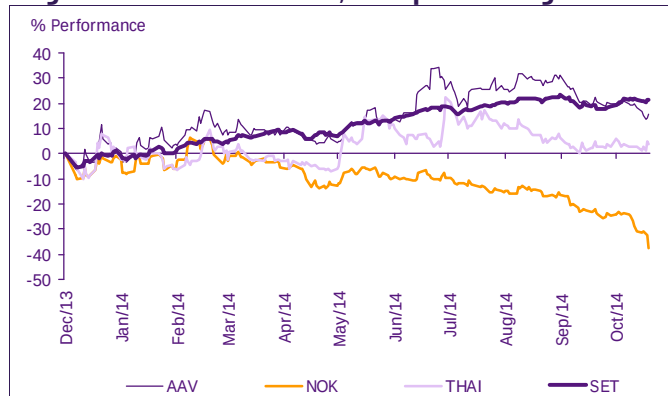
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 4: Declining jet fuel price



Source: Bloomberg

Figure 5: Of airline stocks, NOK performing the worst



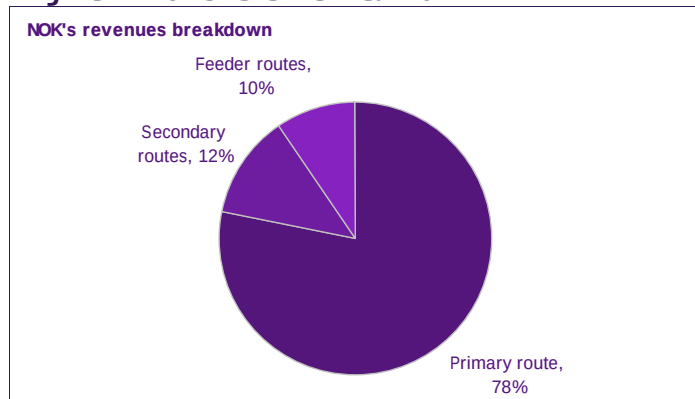
Source: SET and SCBS Investment Research

Figure 6: Earnings sensitivity

Change from SCBS assumption	2015 earnings impact (Bt mn)	% Change to current forecast
(+) 1% increase in fare	138	25%
(+) 1% increase in load factor	118	21%
(+) 1% decrease in jet fuel price	41	7%
(-) 1% baht depreciation	-54	-10%

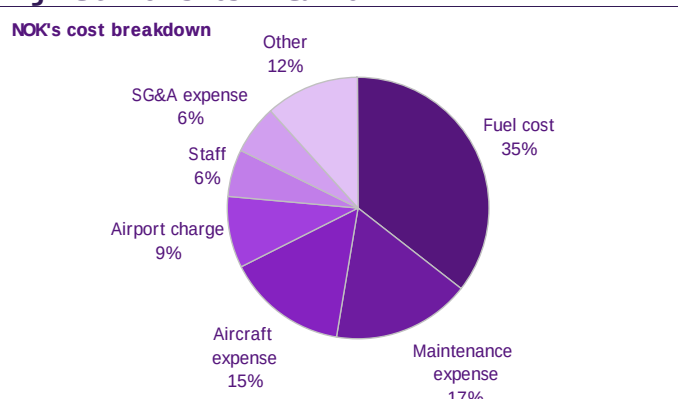
Source: SCBS Investment Research

Figure 7: NOK's revenue breakdown



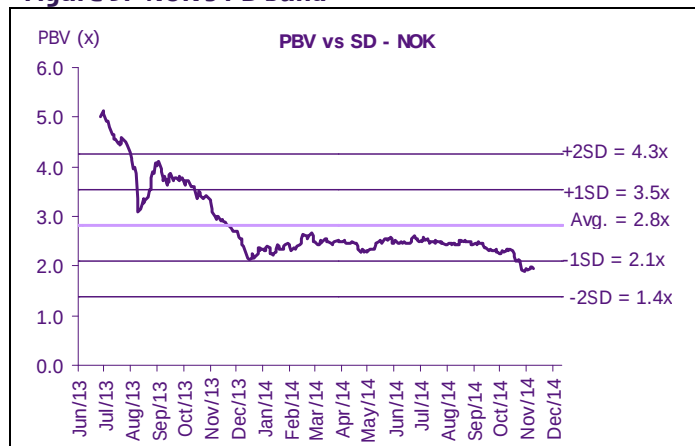
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 8: NOK's cost breakdown



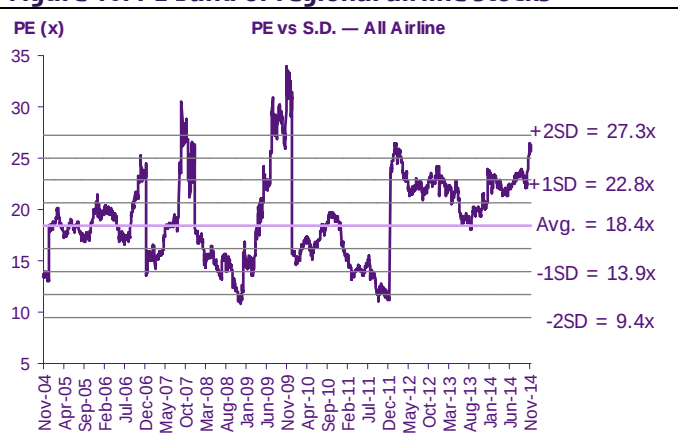
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 9: NOK's PB band



Source: SET and SCBS Investment Research

Figure 10: PE band of regional airline stocks



Source: Bloomberg and SCBS Investment Research

Figure 11: Regional comparison

Company name	Country	Mkt Cap US mn.	PE (x)		EPS Gth (%)		13-15F CAGR (%)	EV/EBITDA (x)		PBV (x)		ROE (%)		Net DE (x)	
			14F	15F	14F	15F		14F	15F	14F	14F	15F	14F	14F	15F
Full service carriers															
China Southern Airlines	China	6,516	20.3	10.6	-31.0	90.6	14.7	7.0	6.1	0.78	0.73	4.1	7.4	2.4	2.4
China Eastern Airlines	China	10,093	22.3	12.4	-31.0	80.4	11.6	10.4	8.5	1.27	1.16	6.2	9.4	2.9	2.9
Air China	China	12,143	17.7	10.9	0.6	61.8	27.6	8.4	7.3	1.06	0.98	6.2	8.5	1.9	1.8
Cathay Pacific Airways	Hong Kong	9,000	19.9	12.9	28.8	54.4	41.0	8.0	6.8	1.04	0.98	5.5	7.6	0.7	0.6
Garuda Indonesia Persero	Indonesia	1,138	n.m	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	6.3	6.0	n.a	0.80	7.5	10.0	n.m.	1.8
All Nippon Airways	Japan	8,961	29.1	22.4	35.3	29.8	32.5	6.9	6.3	1.31	1.26	4.7	5.9	0.6	0.6
Malaysian Airline System	Malaysia	1,289	n.m	n.m	0.0	56.3	n.m.	n.a.	24.3	n.a	2.79	-47.9	-29.3	n.m.	3.9
Singapore Airlines Ltd	Singapore	9,606	35.8	25.6	-2.7	39.6	16.5	4.3	4.0	0.97	0.96	3.0	3.8	-0.3	-0.2
Asiana Airlines	South Korea	963	n.m	21.1	82.1	n.m.	n.m.	10.9	8.7	1.12	1.07	-1.9	5.0	0.0	0.0
Eva Airways	Taiwan	2,235	38.6	18.8	125.2	105.6	115.2	8.2	7.1	1.72	1.60	4.6	7.0	0.9	0.6
Thai Airways Int.	Thailand	1,074	n.m	278.6	9.5	n.m.	n.m.	16.1	7.7	0.74	0.75	-23.3	-0.8	3.1	14.5
Average			26.2	45.9	21.7	64.8	37.0	8.7	8.4	1.11	1.19	-2.9	3.1	1.4	2.6
Low cost carriers															
AirAsia Bhd	Malaysia	2,260	11.7	9.6	69.2	21.8	43.6	11.2	9.4	n.a	1.15	10.4	12.6	n.m.	1.5
Cebu Air Inc	Philippines	1,072	13.4	11.9	587.7	12.3	-24.2	9.1	8.0	1.95	1.71	14.2	17.3	-0.7	-0.4
Tiger Airways Holdings	Singapore	272	7.8	n.m	n.m.	n.m.	177.9	n.a.	n.a.	2.03	3.51	-67.0	-69.9	1.5	1.5
Asia Aviation	Thailand	701	156.0	20.2	-86.0	673.3	3.9	30.0	10.2	1.07	1.01	1.0	5.1	0.6	0.5
Nok Airlines PCL	Thailand	254	n.m	11.9	n.m.	n.m.	n.m.	n.a.	7.0	1.97	1.80	-6.3	15.7	0.9	2.1
Average			47.2	13.4	190.3	235.8	50.3	16.8	8.7	1.75	1.84	-9.5	-3.8	0.6	1.0

Source: Bloomberg and SCBS Investment Research

กลุ่มอุตสาหกรรม

This page is left blank intentionally

วชิราลักษณ์ แสงเลิศศิลป์

นักวิเคราะห์การลงทุนวิจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1033

vajiralux.sanglersillapachai@scb.co.th

ปี 2558: ไม่ใช่โซนสบายในทุกสายธุรกิจ

- ธุรกิจไก่และหมู – ระวังงานเลี้ยงเล็กเร็ว
- ธุรกิจกุ้ง – EU ตัดสิทธิ GSP กุ้งไทย แต่อย่างน้อยธุรกิจกุ้งจะแข็งแกร่งขึ้น
- ธุรกิจปลา – ยังมีแนวโน้มที่ดี
- Top pick: TUF (ราคาเป้าหมาย 92 บาท) และ CPF (ราคาเป้าหมาย 42 บาท)

ธุรกิจไก่และหมู - ระวังงานเลี้ยงเล็กเร็ว เรามองว่าแนวโน้มปี 2558 ของธุรกิจไก่และหมูจะไม่ราบรื่นเหมือนปี 2557 ทำไรที่เติบโตอย่างแข็งแกร่งในปี 2557 และแนวโน้มที่ดีของตลาดใหญ่ๆ ในรัสเซีย และฟิลิปปินส์ ส่งผลทำให้ผู้ประกอบการเตรียมเพิ่มกำลังการผลิต แต่ตลาดเหล่านี้อาจจะดูมีแนวโน้มที่ดีแค่ในระยะสั้น ความเสี่ยงที่จะมีกำลังการผลิตมากเกินไปปรับตัวสูงขึ้น เนื่องจากผู้ประกอบการมีแนวโน้มที่จะเพิ่มกำลังการผลิตไปจาก 28 ล้านตัว/สปีดในปี 2557 สู่ 30-31 ล้านตัว/สปีดในปี 2558 และ 32-33 ล้านตัว/สปีดในปี 2559 ซึ่งเป็นระดับที่เราเชื่อว่าจะทำให้อุปทานใกล้ตลาด อุปทานไก่ที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็วเกินไปจะส่งผลกระทบต่อราคาที่เราคาดว่าจะปรับตัวลดลงสู่ระดับ 13-14% ในปี 2558 (หากต่ำกว่าระดับนี้ก็จะส่งสัญญาณลบ) จากอัตรากำไรเฉลี่ย 15-16% ในปี 2557 อย่างไรก็ตาม ผลการดำเนินงานที่คาดว่าจะออกมาดีในไตรมาส 4/57 จะเป็นการปิดฉากความประทับใจของธุรกิจนี้ และเราแนะนำนักลงทุนในสายนี้ให้พิจารณา GFPT

ธุรกิจกุ้ง - EU ตัดสิทธิ GSP กุ้งไทย แต่อย่างน้อยธุรกิจกุ้งจะแข็งแกร่งขึ้น อุปทานกุ้งน่าจะค่อยๆ เพิ่มขึ้นในปี 2558 หลังจากผลผลิตปี 2557 น่าจะอยู่ในระดับต่ำกว่า 210,000 ตัน ไม่ถึงครึ่งหนึ่งของผลผลิต 550,000 ตันที่เคยผลิตได้ในช่วงก่อนได้รับผลกระทบจากโรค EMS ในปี 2555 ผู้ประกอบการดูเหมือนจะสามารถจัดการกับปัญหาโรค EMS ได้ในที่สุด และฟาร์มกุ้งที่ทำสัญญาไว้กับ CPF ก็สามารถทยอยเพิ่มการผลิตสู่ 3 ล้านตัน/ไร่ แล้วเมื่อเทียบกับระดับที่ต่ำกว่า 1.5 ล้านตัน/ไร่ในช่วงที่ปัญหาโรค EMS ระบาดรุนแรงมากที่สุด เดิมประเทศไทยเคยเป็นผู้ส่งออกอันดับ 1 ไปยังตลาดสหรัฐฯ ด้วยส่วนแบ่งตลาด 20% แต่หลังจากโรค EMS ส่งผลกระทบต่ออุปทานกุ้ง ประเทศไทยก็หล่นมาอยู่ที่อันดับ 5 ในขณะที่อินเดียและเวียดนามก้าวขึ้นมาอยู่ในอันดับ 1 และอันดับ 2 แซงหน้าไทย ผลผลิตกุ้งในประเทศไทยน่าจะเพิ่มขึ้น 10-20% สู่ 240,000 ตันในปี 2558 ซึ่งผู้ประกอบการหวังว่าจะช่วยให้ประเทศไทยทวงส่วนแบ่งตลาดในสหรัฐฯ และญี่ปุ่นกลับคืนมาได้ อย่างไรก็ตาม ประเทศไทยต้องออกจากตลาด EU เพราะถูกตัดสิทธิ GSP สำหรับสินค้ากุ้งไทยทุกชนิด เริ่มตั้งแต่วันที่ 1 ม.ค. 2558 ซึ่งหมายความว่าภาชีนำเข้ากุ้งจากไทยจะปรับขึ้นจาก 4.2% สู่ 12% สำหรับกุ้งสด และจาก 7% สู่ 20% สำหรับกุ้งปรุงสุก

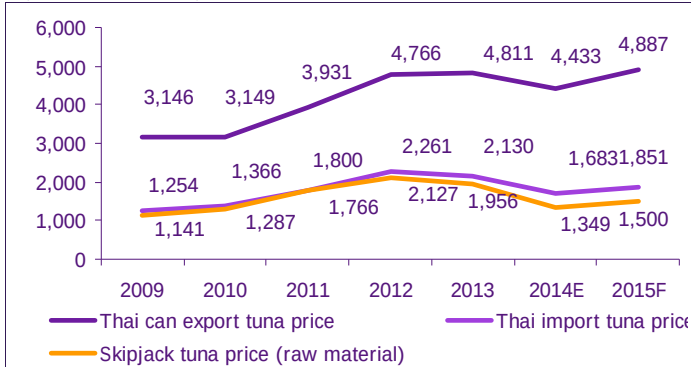
ธุรกิจปลา – อัตรากำไรจะอยู่ในระดับที่แข็งแกร่งตราบที่ราคาวัตถุดิบต่ำ ธุรกิจปลา (ปลาทูน่า ปลาแซลมอน ปลาซาร์ดีน และปลาแมคเคอเรล) มีแนวโน้มที่สดใสต่อเนื่อง อุตสาหกรรมปลาให้อัตรากำไรดีที่สุดในปี 20% ในปี 2557 (อัตรากำไรผลิตภัณฑ์แบรนด์อยู่ที่ 24-26%, ผลิตภัณฑ์ OEM อยู่ที่ 16-18%) ต้นทุนปลาที่ลดลง โดยเฉพาะปลาทูน่า ซึ่งราคาปรับตัวลดลง 40% YTD ส่งผลทำให้การจัดกิจกรรมส่งเสริมการขายเพิ่มมากขึ้นในตลาดหลายแห่ง และส่งผลทำให้การอุปโภคบริโภค (ปริมาณขาย) ปรับเพิ่มขึ้น โดยยกตัวอย่าง เช่นในประเทศไทย TUF ได้โปรโมทผลิตภัณฑ์ทูน่าแบรนด์ "ซีเล็ค" ด้วยโปรโมชั่นซื้อ 2 แถม 1 ส่งผลทำให้สินค้าหมดจากชั้นวางขายอย่างรวดเร็ว

แนะนำซื้อ TUF (ราคาเป้าหมาย 92 บาท) และ CPF (ราคาเป้าหมาย 42 บาท): ขยายทำการ GFPT (Neutral ราคาเป้าหมาย 20 บาท) เราเชื่อว่าบริษัทส่งออกอาหารจะมีความสามารถในการแข่งขันอย่างต่อเนื่องหากไม่มีแรงกดดันจากเงินบาทแข็งค่า เรายังคงคาดหวังว่าธุรกิจกุ้งจะฟื้นตัวดีขึ้น และธุรกิจปลาจะแข็งแกร่งอย่างต่อเนื่อง โดยเฉพาะปลาทูน่า ด้วยเหตุนี้เราจึงเลือก TUF และ CPF เป็น top picks ของเรา ในขณะที่ธุรกิจไก่และหมูจะมีแนวโน้มที่ดีแต่อาจเป็นเพียงระยะสั้น หลังจากทำจุดสูงสุดในไตรมาส 4/57 เนื่องจากมีความเสี่ยงที่จะเกิดสถานการณ์อุปทานล้นตลาดในปี 2558 และเราแนะนำนักลงทุนให้ขยายทำการ GFPT

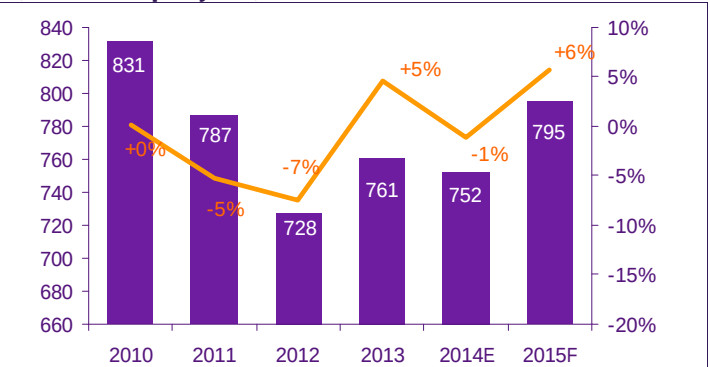
Valuation summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					13A	14F	15F	13A	14F	15F	13A	14F	15F	13A	14F	15F	13A	14F	15F	13A	14F	15F
CPF	Buy	28.50	42.0	51.2	n.m.	18.0	11.7	n.m.	n.m.	55	1.6	1.3	1.3	(1)	8	11	1.8	3.9	5.6	34.1	12.7	10.1
GFPT	Neutral	20.50	20.0	(0.1)	17.1	12.9	12.2	n.m.	33	6	3.4	2.9	2.5	22	22	20	1.7	2.3	2.5	12.6	10.4	9.5
PM	Buy	9.30	12.0	34.6	13.7	12.4	11.3	0	11	9	4.0	3.7	3.3	29	27	27	5.4	5.6	5.9	10.7	9.3	8.5
TUF	Buy	88.00	92.0	7.4	36.1	17.5	15.2	(33)	106	15	2.6	2.2	1.9	7	14	13	1.7	2.9	3.3	23.8	13.5	12.1
Average					22.3	15.2	12.6	(17)	50	21	2.9	2.5	2.3	14	18	18	2.6	3.7	4.3	20.3	11.5	10.0

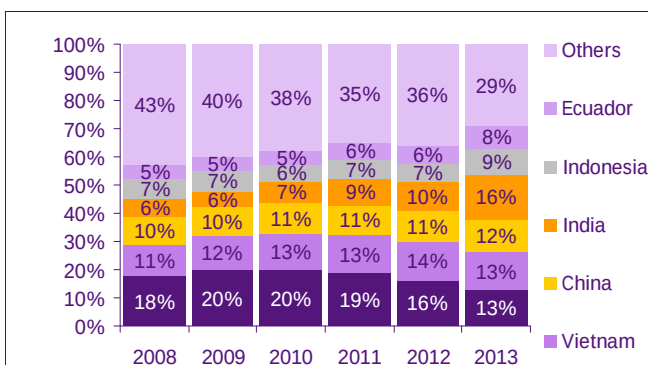
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: Tuna price: export, import and raw material (Unit: US\$/ton)

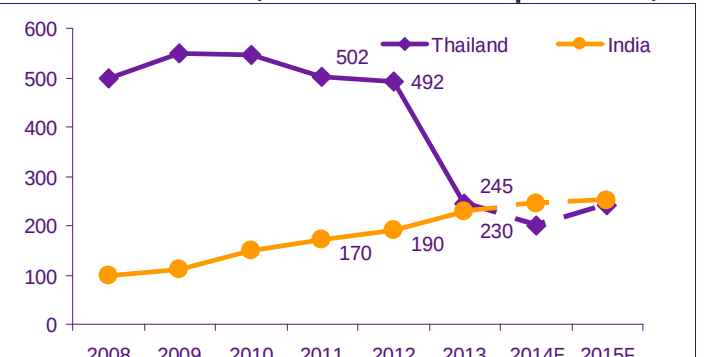
Source: Company Data, SCB EIC, SCBS Investment Research

Figure 2: Import volume of raw tuna in Thailand (Unit: tons per year)

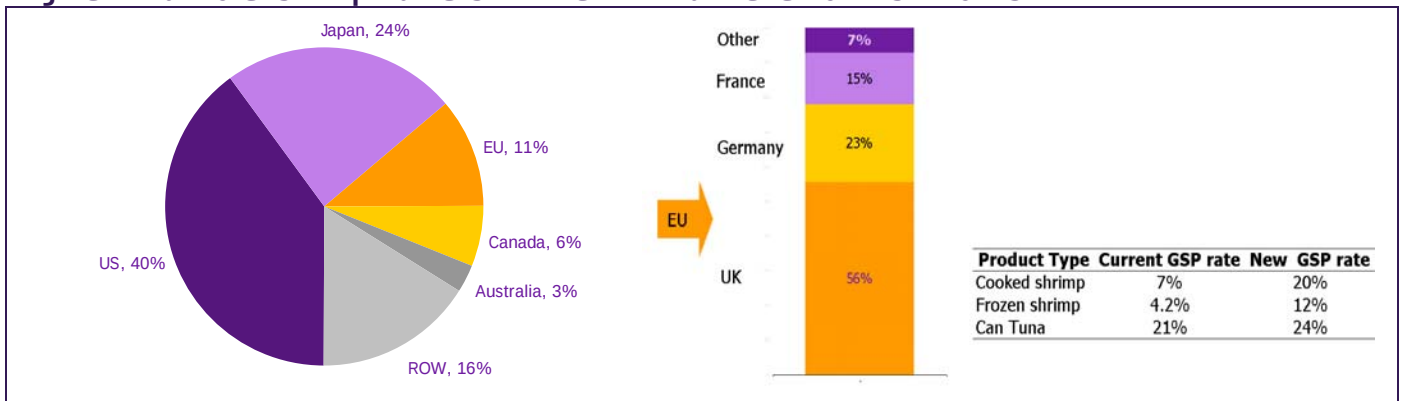
Source: SCB EIC, SCBS Investment Research

Figure 3: Global shrimp market share

Source: Company data, SCBS Investment Research

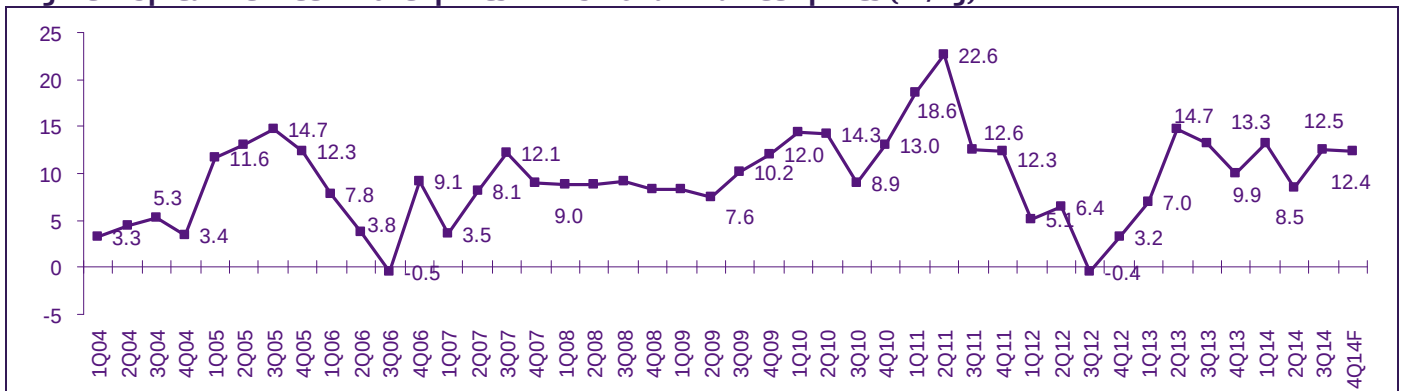
Figure 4: Total production of white shrimp in Thailand and India (Unit: thousand tons per annum)

Source: SCB EIC, Department of Fisher and SCBS Investment Research

Figure 5: Thai frozen shrimp market structure in 2013 and effect of EU's cut of GSP

Source: SCB EIC, WTO, SCB Investment Research

Source: Department of Fisheries and Department of Foreign Trade

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

Source: SCBS Investment Research

ทานิดา ทรงพัฒนัยอิน
นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน
ด้านหลักทรัพย์
0-2949-1012
tanida.songphanayothin@scb.co.th

ฟันตัวเข้า

- คาดยอดขายรถยนต์ในไตรมาส 1/58 อยู่ในระดับทรงตัว YoY และ QoQ เพราะเศรษฐกิจปรับตัวดีขึ้นต่อเนื่องและมีรถยนต์ใหม่หลายรุ่นรอเปิดตัว
- ปรับเป้าการผลิตรถยนต์ปี 2558 ใหม่เป็น 2.2 ล้านคัน เพื่อสะท้อนตลาดในประเทศที่ฟื้นตัวช้ากว่าคาดและปัจจัยภายนอกที่ส่งผลกระทบต่อยอดส่งออกรถยนต์
- การอนุมัติให้ค่ายรถยนต์เข้าร่วมโครงการอีโคคาร์ เฟส 2 เพิ่มเติมน่าจะช่วยสนับสนุนให้ sentiment เป็นบวกในระยะสั้น
- ยังคง neutral; แต่มีโอกาสซื้อเก็งกำไรระยะสั้นใน SAT และ AH

สรุปผลประกอบการไตรมาส 3/57 กำไรปกติไตรมาส 3/57 ของบริษัทในกลุ่มยานยนต์ 3 แห่งภายใต้การวิเคราะห์ของเราปรับตัวลดลง 33% YoY แต่เพิ่มขึ้น 5% QoQ ตามคาด กำไรที่ลดลง YoY เกิดจากฐานสูงของการผลิตรถยนต์ในปีก่อนโดยมีสาเหตุมาจากผลกระทบของมาตรการรถคันแรก ในขณะที่กำไรที่เพิ่มขึ้น QoQ เกิดจากปัจจัยฤดูกาลเพราะจำนวนวันทำการในไตรมาส 3/57 มีมากกว่าไตรมาส 2/57 และเศรษฐกิจปรับตัวดีขึ้น (แม้ยังอยู่ในระดับต่ำ) AH เป็นบริษัทเพียงแห่งเดียวที่รายงานกำไรลดลง QoQ แม้ยอดขายของบริษัทสูงกว่าที่เราคาดการณ์ไว้ 8% เพราะยอดขายในธุรกิจชิ้นส่วนรถยนต์ปรับตัวเพิ่มขึ้น แต่อัตรากำไรและส่วนแบ่งกำไรต่ำกว่าคาด

คดียังฟื้นตัวไม่มากในไตรมาส 1/58 แม้โดยปกติแล้วการผลิตรถยนต์มักจะปรับลดลงในไตรมาสแรก แต่เราคาดว่ายอดขายการผลิตรถยนต์ในไตรมาส 1/58 จะอยู่ในระดับที่ค่อนข้างทรงตัว YoY และ QoQ เพราะอุปสงค์จะปรับตัวเพิ่มขึ้นโดยได้รับปัจจัยหนุนจากเศรษฐกิจที่ฟื้นตัวอย่างช้าๆ แต่ต่อเนื่อง บวกกับรถยนต์ใหม่หลายรุ่นน่าจะเปิดตัวตอนสิ้นปีนี้หรือต้นปีหน้า รถยนต์ที่จะเปิดตัวใหม่ ได้แก่ Mazda 2 (อีโคคาร์รุ่นแรกในโครงการอีโคคาร์เฟส 2) และ Toyota Vigo

ปรับเป้าการผลิตรถยนต์ปี 2558 ลดลงสู่ 2.2 ล้านคัน เราปรับเป้าการผลิตรถยนต์ในปี 2558 ลดลงจาก 2.45 ล้านคัน สู่ 2.2 ล้านคัน และปรับเป้าปี 2559 ลดลงจาก 2.7 ล้านคัน สู่ 2.5 ล้านคัน เพื่อสะท้อนตลาดรถยนต์ในประเทศที่ฟื้นตัวช้ากว่าคาดเพราะได้รับผลกระทบจากสถานการณ์ความไม่สงบทางการเมืองที่ยืดเยื้อในปีนี้ บวกกับปัจจัยภายนอกที่เป็นลบ (วิกฤตตะวันออกกลางและอิโบล่า) ซึ่งสร้างแรงกดดันต่อยอดส่งออกรถยนต์อย่างต่อเนื่อง เป้าการผลิตรถยนต์ปี 2558 ที่เราปรับใหม่เป็น 2.2 ล้านคัน ประกอบด้วย การผลิตเพื่อขายในประเทศ 1.0 ล้านคัน และการผลิตเพื่อส่งออก 1.2 ล้านคัน

โครงการอีโคคาร์ช่วยกระตุ้น sentiment เมื่อไม่นานนี้บีโอไอมีมติอนุมัติให้ค่ายรถยนต์อีก 4 ค่ายเข้าร่วมโครงการอีโคคาร์เฟส 2 คือ Toyota, Honda, Suzuki, และ SAIC Motor-CP ส่งผลทำให้มีค่ายรถยนต์ที่ได้รับอนุมัติรวม 9 ค่ายจากที่สมัครทั้งหมด 10 ค่าย โดยเหลือเพียง Volkswagen ที่ยังไม่ได้รับอนุมัติ Mazda เริ่มเดินเครื่องสายการผลิตอีโคคาร์ "Mazda 2" แล้วเมื่อวันที่ 6 พ.ย. บริษัทวางแผนนำรถอีโคคาร์ดังกล่าวมาแสดงในงาน Motor show ในเดือน ธ.ค. และจะเปิดตัวอย่างเป็นทางการตอนต้นปีหน้า แม้รถอีโคคาร์เฟส 2 ยังไม่จำเป็นต้องเริ่มผลิตจนกว่าจะถึงปี 2562 แต่เรามองว่าการเปิดตัวรถในโครงการนี้แต่เนิ่นๆ จะสร้างแรงกดดันต่อค่ายรถยนต์รายอื่นๆ ให้เริ่มการผลิตในไม่ช้า เมื่อรวมกับการอนุมัติของบีโอไอเมื่อไม่นานนี้ น่าจะช่วยสนับสนุนให้ sentiment เป็นบวกในระยะสั้น

โอกาสซื้อเก็งกำไรระยะสั้น: SAT และ AH แม้เรายังคงคำแนะนำและราคาเป้าหมายของหุ้นในกลุ่มยานยนต์ไว้ไม่เปลี่ยนแปลงเพราะยอดขายรถยนต์ในประเทศและยอดส่งออกรถยนต์ยังไม่มีสัญญาณฟื้นตัวอย่างแท้จริง แต่เราเชื่อว่าการปรับตัวลดลงของราคาหุ้น 3 ตัวในกลุ่มยานยนต์ QTD (AH -12%, SAT -3% และ STANLY -8% อิงกับราคาปิดวันที่ 27 พ.ย.) ทำให้ราคาหุ้นมี upside เมื่อเทียบกับราคาเป้าหมายของเรา และเปิดโอกาสให้ซื้อเก็งกำไรระยะสั้น ในจำนวนหุ้น 3 ตัวในกลุ่มนี้เราชอบ SAT และ AH โดยสำหรับ SAT เป็นเพราะบริษัทมียอดขายในตลาดรถแทรกเตอร์ (~17% ของยอดขาย) ซึ่งมีแนวโน้มเติบโตอย่างโดดเด่นที่อัตราเติบโตเฉลี่ย 20% ต่อปีในปี 2557-60 และ AH เพราะ valuation น่าสนใจ โดยซื้อขายที่ P/E 10 เท่า ต่ำกว่า P/E เฉลี่ย 10 ปีของบริษัทที่ 11 เท่า

Valuation summary

	Rating	Price	Target	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					13A	14F	15F	13A	14F	15F	13A	14F	15F	13A	14F	15F	13A	14F	15F	13A	14F	15F
AH	Sell	14.80	16.0	10.5	7.8	10.4	7.3	(18)	(24)	42	0.9	0.8	0.8	12	8	11	3.3	2.4	3.4	4.0	6.6	5.4
SAT	Neutral	17.90	19.0	9.7	9.4	12.4	9.0	4	(24)	38	1.6	1.4	1.3	18	12	15	4.2	3.5	3.9	5.5	5.8	4.9
STANLY	Neutral	212.00	235.0	13.8	11.4	11.6	15.5	33	(2)	(25)	1.6	1.4	1.3	14	13	9	2.7	2.9	2.3	6.0	5.5	6.1
Average					9.5	11.4	10.6	6	(17)	18	1.3	1.2	1.1	15	11	12	3.4	3.0	3.2	5.2	6.0	5.5

Source: SCBS Investment Research

Figure 1: 3Q14 results

	Core earnings (Bt mn)					Growth		Core earnings (Bt mn)			% YoY Growth		
	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14	3Q14	% YoY	% QoQ	2013	2014F	2015F	2013	2014F	2015F
AH	142	3	153	101	82	(42.0)	(18.5)	610	461	654	(18.3)	(24.4)	41.8
SAT	171	214	167	127	142	(16.6)	12.2	811	614	846	3.7	(24.3)	37.9
STANLY*	358	327	268	202	226	(36.8)	12.1	1,545	968	1,500	7.6	(37.3)	54.9
Automotive sector	670	544	587	429	450	(32.8)	4.9	2,966	2,043	3,000	(6.9)	(86.0)	134.5

Source: SCBS Investment Research

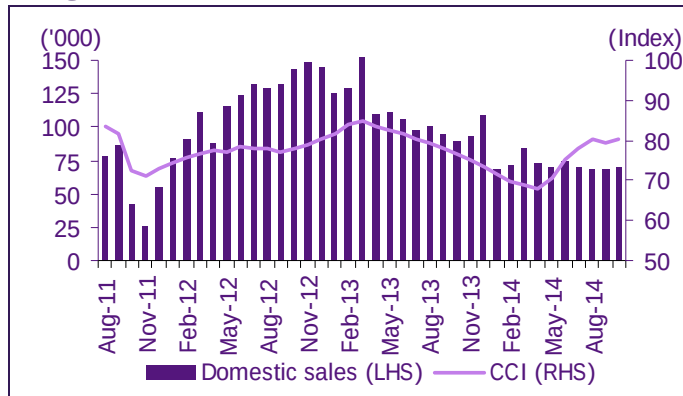
*STANLY's core earnings are calendarized

Figure 2: Auto industry data

000 Units	Oct-13	Oct-14	% YoY	% MoM	10M13	10M14	% YoY	2014F	% YoY
Domestic auto sales	89.0	70.8	-20.5%	2.8%	1,123	719	-36.0%	900	-32.1%
Auto export	96.8	93.4	-3.5%	-4.3%	944	932	-1.3%	1,150	1.9%
Auto production	185.1	159.8	-13.7%	-2.8%	2,115	1,568	-25.9%	2,000	-18.6%

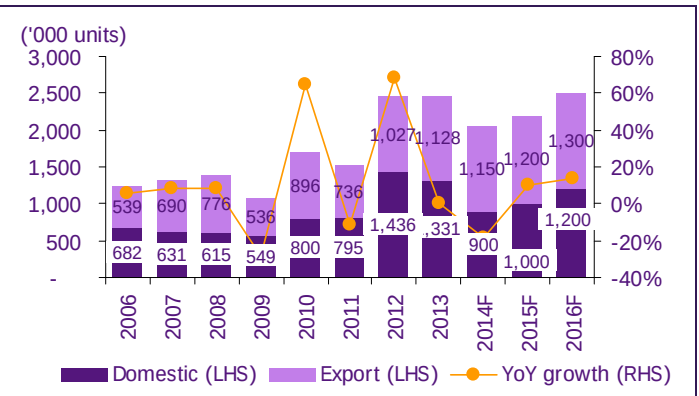
Source: The Federation of Thai Industries, SCBS Investment Research

Figure 3: Domestic sales vs. Consumer Confidence Index



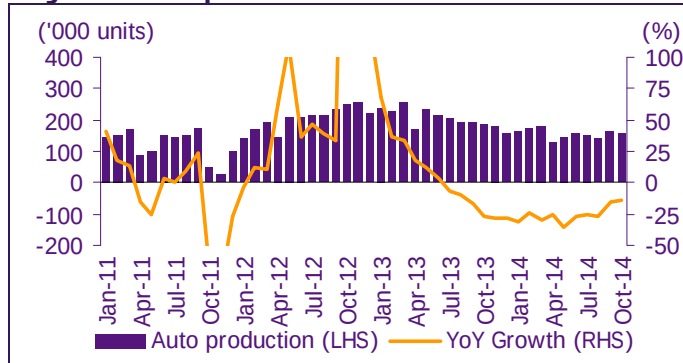
Source: The Federation of Thai Industries, UTCC, SCBS Investment Research

Figure 4: Domestic sales and auto exports forecasts



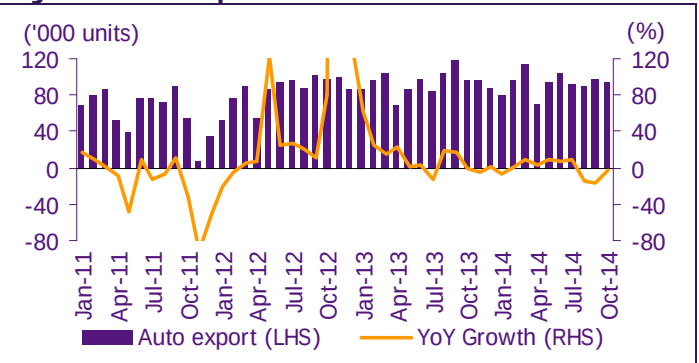
Source: The Federation of Thai Industries, SCBS Investment Research

Figure 5: Auto production



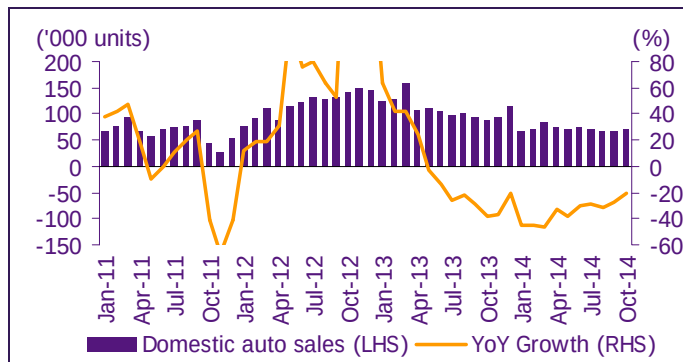
Source: The Federation of Thai Industries, SCBS Investment Research

Figure 6: Auto exports



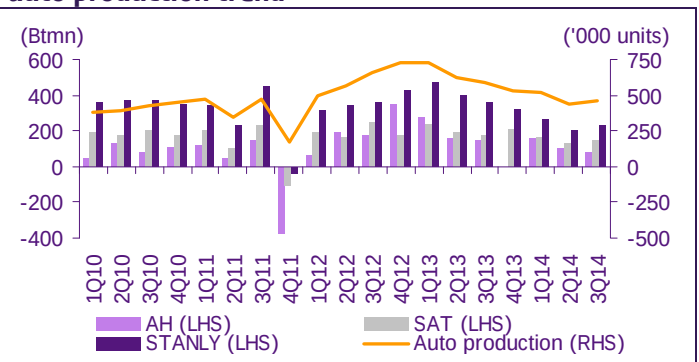
Source: The Federation of Thai Industries, SCBS Investment Research

Figure 7: Domestic sales



Source: The Federation of Thai Industries, SCBS Investment Research

Figure 8: Auto parts suppliers' core earnings 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

มีสัญญาณฟื้นตัวมากขึ้น

- เดือน ต.ค.ชี้ให้เห็นว่าสินเชื่อเริ่มฟื้นตัว และเงินฝากกับเงินกู้ยืมที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นส่งสัญญาณว่าธนาคารกำลังเตรียมเงินทุนไว้ให้พร้อมสำหรับโอกาสที่จะขยายสินเชื่อได้มากในอนาคตอันใกล้
- เรายังคงประมาณการกำไรปี 2558 ของกลุ่มธนาคารไว้ว่าจะเติบโต 13% จากฐานต่ำในปี 2557 โดยได้รับปัจจัยกระตุ้นจากสินเชื่อและรายได้ที่มีใช้ดอกเบี้ยที่ฟื้นตัวดีขึ้น รวมถึงการตั้งสำรองลดลง (หลัก ๆ เป็นธนาคารที่เน้นปล่อยสินเชื่อเช่าซื้อ)

■ ยังคงเลือก BBL กับ TISCO เป็น Top picks ในฐานะหุ้น laggard plays

สินเชื่อส่งสัญญาณฟื้นตัว สินเชื่อที่กลับมามีอัตราการขยายตัวเป็นบวกในเดือน ต.ค. ชี้ให้เห็นว่าสินเชื่อเริ่มฟื้นตัว และเงินฝากกับเงินกู้ยืมที่เพิ่มขึ้นมากส่งสัญญาณว่าธนาคารกำลังเตรียมเงินทุนไว้ให้พร้อมสำหรับโอกาสที่จะขยายสินเชื่อได้มากในอนาคตอันใกล้ อย่างไรก็ตาม อัตราการขยายตัวของสินเชื่อในช่วง 10 เดือนแรกปี 57 ของกลุ่มธนาคารที่ 1.7% ยังต่ำกว่าประมาณการทั้งปีของเราที่ 5% อย่างมาก เราคาดว่าอัตราการขยายตัวของสินเชื่อจะฟื้นตัวดีขึ้นในช่วงที่เหลือของปีนี้โดยได้รับปัจจัยหนุนจากฤดูกาล, การปลดปล่อยอุปสงค์สะสมออกมา, และเศรษฐกิจที่ฟื้นตัวดีขึ้น อย่างไรก็ตาม เราเล็งเห็นความเสี่ยงของอัตราการขยายตัวของสินเชื่อปี 2557 ของเราที่ 5% โดยมีสาเหตุมาจาก TISCO และ TCAP เนื่องจากสินเชื่อรถยนต์มีแนวโน้มหดตัวลงอย่างต่อเนื่องในเดือน พ.ย. และ ธ.ค. เราคาดว่าสินเชื่อของกลุ่มธนาคารจะเติบโต 9% ในปี 2558 จาก 5% ในปี 2557 หลัก ๆ เกิดจากสินเชื่อธุรกิจขนาดใหญ่และสินเชื่อ SME โดยได้รับแรงหนุนจากการลงทุนที่ฟื้นตัวขึ้นจากการเงินหลั่งไหลในโครงสร้างพื้นฐานและการฟื้นตัวของการอุปโภคบริโภคในประเทศ

คงประมาณการกำไรปี 2558 ของกลุ่มธนาคารไว้ว่าจะเติบโต 13% จากฐานต่ำในปี 2557 โดยได้รับปัจจัยกระตุ้นจากสินเชื่อและรายได้ที่มีใช้ดอกเบี้ยที่ฟื้นตัวดีขึ้น รวมถึงการตั้งสำรองลดลง (หลัก ๆ เป็นธนาคารที่เน้นปล่อยสินเชื่อเช่าซื้อ) การฟื้นตัวของเศรษฐกิจน่าจะช่วยให้ NPL เกิดใหม่และค่าเผื่อหนี้สงสัยจะสูญต่อสินเชื่อบริการปรับตัวลดลงในไตรมาส 4/57 และปี 2558 โดยเฉพาะสินเชื่อรถยนต์ เนื่องจากราคารถมือสองอยู่ในระดับทรงตัว เราคาดว่าสินเชื่อของกลุ่มธนาคารจะเติบโตเพิ่มขึ้นสู่ 9% ในปี 2558 โดยได้รับปัจจัยหนุนจากการปลดปล่อยอุปสงค์สะสมออกมา การกลับมาเดินหน้าโครงการลงทุนในโครงสร้างพื้นฐาน และการใช้จ่ายอุปโภคบริโภคที่ฟื้นตัวดีขึ้น เราคาดว่า NIM จะอยู่ในระดับทรงตัวในปี 2558 เนื่องจากผลบวกจากอัตราส่วนเงินให้สินเชื่อต่อเงินฝากที่สูงขึ้นอันเป็นผลมาจากการขยายสินเชื่อได้เพิ่มมากขึ้นน่าจะถูกหักล้างโดยผลลบจากการแข่งขันระดับเงินฝากเพิ่มมากขึ้น เนื่องจากธนาคารกลับมาแข่งขันระดับเงินฝากเพิ่มมากขึ้นเพื่อสนับสนุนการขยายสินเชื่อที่จะเกิดขึ้นเมื่อการลงทุนกลับคืนสู่แนวโน้มขาขึ้น การปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายในปี 2558 (น่าจะเกิดขึ้นในงวดครึ่งหลังปี 58) จะส่งผลดีต่อ NIM (ยกเว้น TCAP TISCO และ KKP) ซึ่งจะช่วยลดผลกระทบด้านลบจากการแข่งขันระดับเงินฝากเพิ่มมากขึ้น

ค่าเผื่อหนี้สงสัยจะสูญต่อสินเชื่อบริการรวมของธนาคารที่เน้นปล่อยสินเชื่อเช่าซื้อจะปรับตัวลดลง เศรษฐกิจที่ฟื้นตัวดีขึ้นน่าจะช่วยให้อัตราการเกิด NPL ใหม่ และค่าเผื่อหนี้สงสัยจะสูญต่อสินเชื่อบริการรวมลดลงในไตรมาส 4/57 โดยเฉพาะสินเชื่อรถยนต์ เนื่องจากราคารถมือสองทรงตัวมาตั้งแต่ต้นปี อัตราการผิดนัดชำระหนี้ (NPL และสินเชื่อจัดชั้นกล่าวถึงเป็นพิเศษ) เริ่มลดลงในไตรมาส 3/57

ยังคงเลือก BBL และ TISCO เป็น top pick ของกลุ่มธนาคาร เพราะ valuation น่าสนใจ เรามองว่า BBL และ TISCO เป็นหุ้น laggard play เมื่อมองในแง่ valuation (ปัจจุบันซื้อขายที่ระดับค่าเฉลี่ยในอดีต เทียบกับระดับสูงกว่า +1SD สำหรับกลุ่มธนาคาร) การมีงบดุลแข็งแกร่งที่สุดในทุก ๆ ด้านทำให้ BBL อยู่ในตำแหน่งดีที่สุดในแง่ของหนี้สินออกมามากกว่าปัจจัยลบที่เป็นแรงปะทะในปี 2557 และจะได้รับแรงเสริมด้านบวกเพราะเป็นธนาคารที่ความพร้อมมากที่สุดที่จะคว้าโอกาสขยายรายได้จากวัฏจักรการลงทุนขาขึ้น ส่วน TISCO ซื้อขายที่ PER 7.6 เท่า และ PBV 1.3 เท่าในปี 2558 ต่ำสุดในกลุ่มธนาคาร ในขณะที่ ROE อยู่ในระดับสูงที่ 18% และกำไรปี 2558 มีแนวโน้มฟื้นตัวขึ้นมาก โดยได้รับปัจจัยหนุนจากค่าเผื่อหนี้สงสัยจะสูญต่อสินเชื่อบริการรวมที่กลับมาอยู่ในระดับปกติ

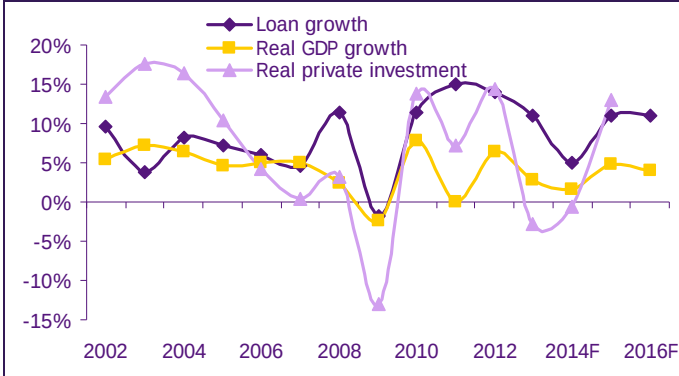
Valuation Summary

	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	47.50	33.0	(29.1)	24.3	21.2	17.6	(19)	15	20	2.4	2.2	2.0	10	11	12	1.7	1.4	1.7
BBL	Buy	202.00	255.0	29.8	10.7	10.6	9.6	9	1	11	1.3	1.2	1.1	13	12	12	3.3	3.5	3.9
KBANK	Buy	249.00	275.0	12.0	14.4	12.7	11.7	17	13	9	2.7	2.3	2.0	20	20	18	1.4	1.6	2.0
KKP	Buy	40.50	46.0	17.8	7.7	11.8	9.2	29	(35)	29	1.0	0.9	0.9	13	8	10	6.7	4.2	5.4
KTB	Buy	24.10	27.0	15.5	9.9	11.0	9.6	45	(9)	14	1.6	1.5	1.4	17	14	15	3.7	3.5	4.0
LHBANK	Sell	1.97	1.3	(32.1)	28.0	20.7	19.0	23	35	9	1.7	1.6	1.5	6	8	8	3.0	1.9	2.1
TCAP	Buy	33.75	44.0	33.9	4.7	8.3	7.5	68	(44)	10	0.9	0.8	0.8	20	11	11	4.7	3.6	3.3
TISCO	Buy	46.00	55.0	23.9	8.7	9.0	7.7	4	(3)	17	1.6	1.4	1.3	21	17	18	4.3	4.3	4.6
TMB	Sell	3.20	3.0	(4.4)	24.3	16.5	14.2	354	47	17	2.3	2.0	1.8	10	13	14	1.2	1.8	2.1
Average					14.6	13.4	11.7	22	4	13	1.8	1.6	1.5	15	13	14	3.3	2.9	3.3

Source: SCBS Investment Research

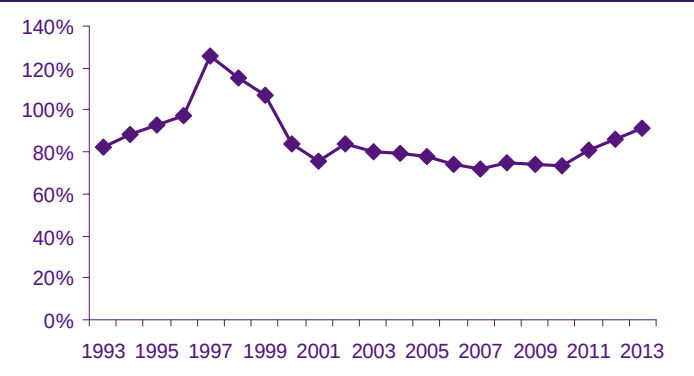
หมายเหตุสำคัญ: บริษัทหลักทรัพย์ ไทยพาณิชย์ จำกัด (SCBS) เป็นบริษัทย่อยที่ธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) (SCB) ถือหุ้นทั้งหมด ข้อมูลใด ๆ ที่เกี่ยวข้องกับ SCB มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ในการเปรียบเทียบเท่านั้น

Figure 1: Loan vs. GDP & private investment growth



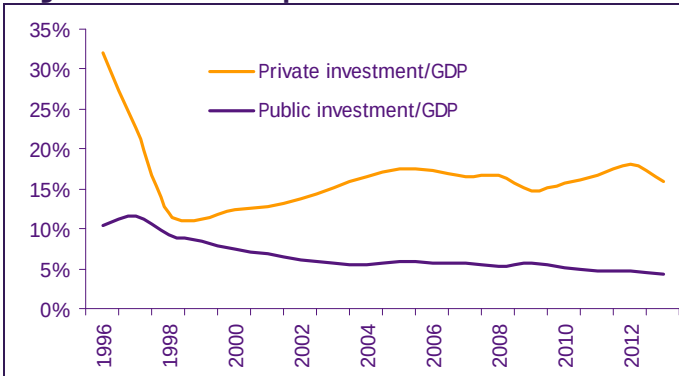
Source: BoT and SCBS Investment Research

Figure 2: Loans to nominal GDP



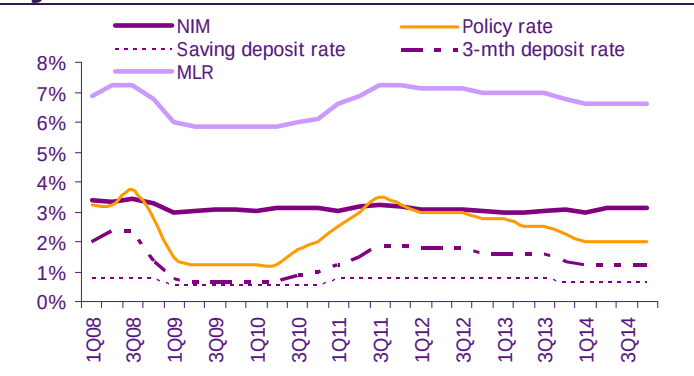
Source: BoT and SCBS Investment Research

Figure 3: Private and public investment/GDP



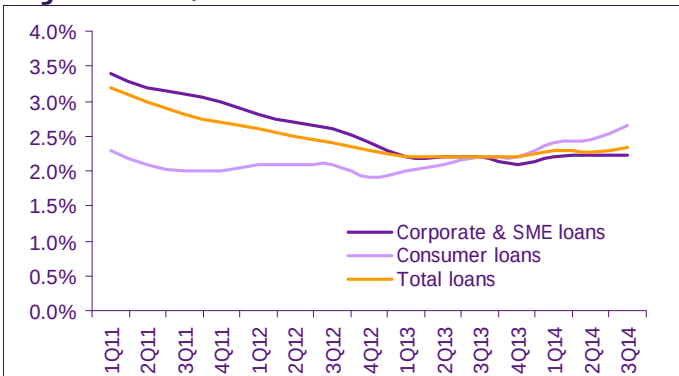
Source: BoI and SCBS Investment Research

Figure 4: NIM and interest rates



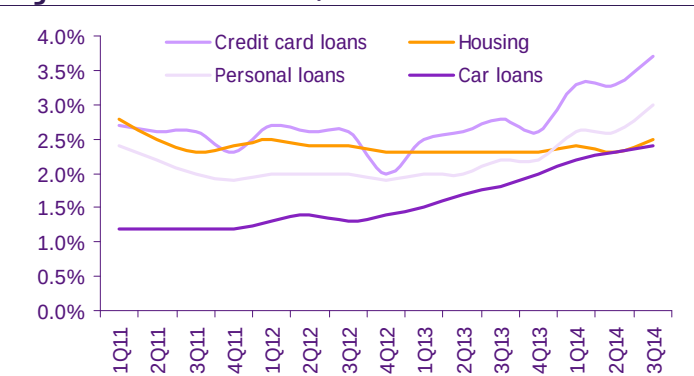
Source: NESDB and SCBS Investment Research

Figure 5: NPLs/Total loans



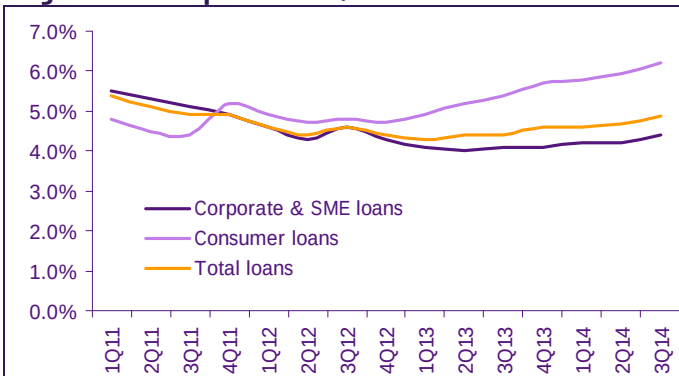
Source: BoT and SCBS Investment Research

Figure 6: Consumer NPLs/Total loans



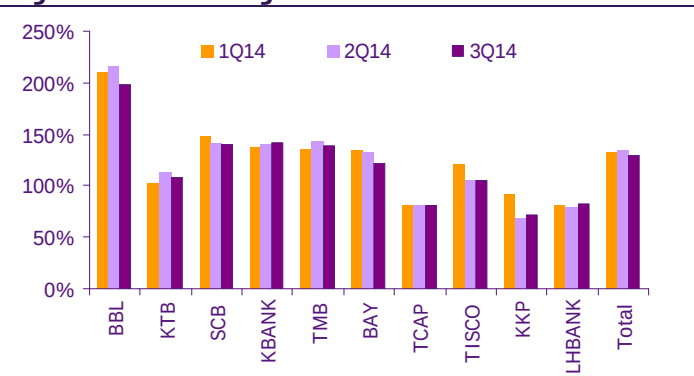
Source: BoT and SCBS Investment Research

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

ฟันตัวช้ากว่าคาดในไตรมาส 4/57

- **ฟันตัวช้า; ไตรมาส 4/57 จะเป็นไตรมาสที่ดีที่สุดของปีนี้** โดยกำไรจะเพิ่มขึ้น QoQ จากปัจจัยฤดูกาล และ YoY จากฐานต่ำของปีก่อน
- **ยอดขายสาขาเดิมของกลุ่มพาณิชย์เติบโตต่ำกว่าการอุปโภคบริโภคภาคเอกชน** เพราะปัจจัยเฉพาะบริษัท
- **คาดการณ์การดำเนินงานฟันตัวในปี 2558-59** โดยเกิดจากยอดขายสาขาเดิมที่กลับมาเติบโตจากฐานต่ำ การขยายสาขาอย่างต่อเนื่อง และอัตรากำไรที่ดีขึ้น

■ **Top picks: CPALL (กำไรปี 2558-59 เติบโตสูงสุด) และ ROBINS (หุ้น laggard มากที่สุดในกลุ่มพาณิชย์)**
ผลประกอบการไตรมาส 3/57: อีกหนึ่งไตรมาสที่ไม่มียอดเติบโตเด่น กำไรสุทธิไตรมาส 3/57 ของกลุ่มพาณิชย์อยู่ในระดับทรงตัว QoQ แต่เพิ่มขึ้น 4% YoY เพราะไม่มีรายการพิเศษ (ขาดทุนอัตราแลกเปลี่ยนสำหรับ CPALL และค่าใช้จ่ายประกันภัยสำหรับ BIGC) เหมือนที่บันทึกในไตรมาส 3/56 หากตัดรายการพิเศษออกไป พบว่ากำไรปกติไตรมาส 3/57 ของกลุ่มพาณิชย์ปรับตัวลดลง 3% YoY จาก: 1) ยอดขายสาขาเดิมที่หดตัวลง -2.1% YoY (เทียบกับ +3.5% ในไตรมาส 3/56 และ -1.2% ในไตรมาส 2/57) โดยเกิดจากฐานสูงของปีก่อนและการฟันตัวช้าในต่างจังหวัด; 2) EBIT margin ระดับต่ำ (-0.30% YoY) เพราะถูกฉุดลงโดยบริษัทที่ขายสินค้าฟุ่มเฟือย BIGC เป็นบริษัทที่รายงานกำไรสุทธิเติบโตดีที่สุด (+14% YoY) เพราะไม่มีค่าใช้จ่ายประกันภัยเหมือนกับช่วงเดียวกันของปีก่อน ขณะที่ GLOBAL เป็นบริษัทที่รายงานกำไรแย่ที่สุด (-33% YoY) โดยมีสาเหตุมาจากยอดขายสาขาเดิมที่หดตัวลงและอัตรากำไรที่ลดลง

ไตรมาส 4/57 จะเป็นไตรมาสที่ดีที่สุดของปีนี้ แต่ไม่น่าตื่นเต้น ไตรมาส 4/57 จะเป็นไตรมาสที่ดีที่สุดของปีนี้ แต่ไม่น่าตื่นเต้น เนื่องจากผลการดำเนินงานฟันตัวช้า เราคาดว่ากำไรจะเพิ่มขึ้น QoQ จากปัจจัยฤดูกาล และ YoY โดยเกิดจากยอดขายสาขาเดิมที่ปรับตัวดีขึ้นเล็กน้อยจากฐานต่ำของปีก่อน แม้การอุปโภคบริโภคภาคเอกชนฟันตัวดีขึ้น (+2% YoY ในไตรมาส 3/57 และคาดว่าจะเติบโต +2-3% ในไตรมาส 4/57) แต่ยอดขายสาขาเดิม (-2.1% ในไตรมาส 3/57 และคาดว่าจะหดตัวลง -0.5% ในไตรมาส 4/57) ฟันตัวช้ากว่า โดยมีสาเหตุมาจากการฟันตัวช้าในต่างจังหวัด เพราะขาดแหล่งรายได้ใหม่ๆ และหนี้ครัวเรือนสูง ประกอบกับปัจจัยเฉพาะบริษัท เช่น ผลกระทบจากการแย่งชิงยอดขายระหว่างสาขาของบริษัทที่ขายสินค้าฟุ่มเฟือย และความสำเร็จของแคมเปญแสดมปีในปีที่ผ่านมาของ CPALL อัตราเติบโตของยอดขายสาขาเดิมสำหรับกลุ่มสินค้าจำเป็น (คาด +0.9% ในไตรมาส 4/57) จะสูงกว่าอัตราเติบโตของยอดขายสาขาเดิมสำหรับกลุ่มสินค้าฟุ่มเฟือย (คาด -1.8% ไตรมาส 4/57) อย่างต่อเนื่อง โดยในไตรมาส 4/57 เราคาดว่าจะเห็นกำไรเติบโต YoY ที่ CPALL (ไม่มีขาดทุนจากอัตราแลกเปลี่ยนเกิดขึ้นซ้ำอีกเหมือนปีก่อน) รวมถึง MAKRO BIGC และ HMPRO (ยอดขายสาขาเดิมมีอัตราเติบโตเป็นบวก) MAKRO BIGC และ HMPRO จะรายงานกำไรที่ดีที่สุดของปีนี้ในไตรมาส 4/57 จากปัจจัยฤดูกาล

จะเห็นการฟันตัวในปี 2558-59 เราคาดว่ากำไรของกลุ่มพาณิชย์จะเติบโต 1% ในปี 2557, 26% ในปี 2558, และ 24% ในปี 2559 การฟันตัวในปี 2558-59 จะได้รับปัจจัยหนุนจากยอดขายสาขาเดิมที่กลับมาเติบโต (+4-5% YoY) ตามการใช้จ่ายอุปโภคบริโภคภาคเอกชนและผลกระทบจากปัจจัยเฉพาะบริษัทที่สิ้นสุดลง (การแย่งชิงยอดขายระหว่างสาขาของบริษัทที่ขายสินค้าฟุ่มเฟือย และแคมเปญแสดมปีของ CPALL), การขยายสาขา (+7-8% ต่อปี), และ EBIT margin ที่ดีขึ้น (+0.50% ต่อปี) ผ่านทางการประหยัดจากขนาดและอำนาจต่อรองกับซัพพลายเออร์ที่มีมากขึ้น ศูนย์กระจายสินค้าแห่งใหม่ และสัดส่วนรายได้ค่าเช่าและสินค้ากลุ่มไพรเวทแบรนด์ที่เพิ่มขึ้น

การปรับตัว underperform ในระยะหลังนี้สะท้อนแนวโน้มการปรับประมาณการกำไรลดลง หลังจากเราปรับประมาณการกำไรเพื่อสะท้อนอุปสงค์ที่ฟันตัวช้า ประมาณการกำไรปี 2557-59 ของเราก็น่าจะต่ำกว่าประมาณการของตลาดอยู่ ~6% และเราคาดว่าตลาดจะปรับประมาณการกำไรของกลุ่มพาณิชย์ลดลงในไม่ช้า อย่างไรก็ดี ราคาหุ้นกลุ่มพาณิชย์สะท้อนการปรับประมาณการกำไรลดลงไปบ้างแล้ว โดย underperform SET อยู่ 10% ในช่วง 6 เดือนที่ผ่านมา

Top picks: CPALL และ ROBINS CPALL จะรายงานกำไรเพิ่มขึ้น YoY ในไตรมาส 4/57 หลักๆ เป็นเพราะไม่มีขาดทุนจากอัตราแลกเปลี่ยนเหมือนช่วงเดียวกันของปีก่อน และจะเป็นบริษัทที่รายงานกำไรปี 2558-59 เติบโตสูงที่สุดเฉลี่ย 37% ต่อปี โดยเกิดจากยอดขายสาขาเดิมและอัตรากำไรที่ฟันตัวดีขึ้น ไม่มีค่าใช้จ่ายเพิ่มเติมเกี่ยวกับการเข้าซื้อกิจการ MAKRO อีกต่อไป และมี Upside จากการลดภาระหนี้ลงได้อย่างรวดเร็ว ส่วน ROBINS เป็นหุ้น laggard มากที่สุดของกลุ่มพาณิชย์ (-25% underperform SET อยู่ -15% ในช่วง 6 เดือนที่ผ่านมา) และกำไรปี 2558-59 จะเติบโตอย่างแข็งแกร่งเฉลี่ย 25% ต่อปี โดยได้รับปัจจัยหนุนจากอัตราเติบโตของยอดขายสาขาเดิมที่ฟันตัวดีขึ้นและการขยายสาขาเชิงรุกมากขึ้น

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	Neutral	257.00	250.0	(1.7)	29.4	28.3	25.3	18	4	12	5.7	5.0	4.4	21	19	18	1.0	1.1	1.2	17.3	16.2	14.7
CPALL	Buy	44.00	57.0	31.2	35.8	39.5	28.5	0	(9)	39	12.0	11.3	9.3	37	29	36	2.0	1.6	1.8	27.4	21.1	17.1
GLOBAL	Sell	12.30	12.5	1.8	39.2	54.6	44.7	49	(28)	22	3.6	2.6	2.5	10	6	6	0.1	0.2	0.2	24.9	25.2	21.8
HMPRO	Neutral	9.10	10.0	10.2	36.6	34.1	29.8	15	7	14	8.8	7.1	5.9	27	23	22	0.3	0.3	0.3	21.0	18.2	15.8
MAKRO	Buy	37.50	47.0	27.3	41.9	37.3	28.9	22	12	29	16.3	14.1	11.7	39	41	44	2.1	2.0	2.2	26.1	24.2	18.6
ROBINS	Buy	49.25	65.0	33.7	28.0	29.9	23.5	2	(6)	27	4.6	4.3	3.8	17	15	17	1.8	1.7	2.1	14.2	14.7	11.7
Average					35.1	37.3	30.1	18	(3)	24	8.5	7.4	6.3	25	22	24	1.2	1.1	1.3	21.8	19.9	16.6

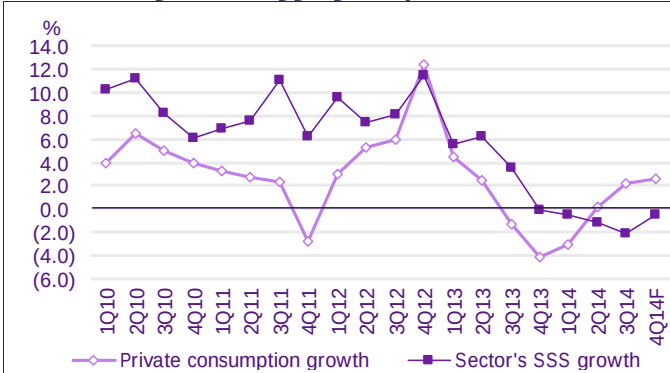
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: Sector SSS growth

SSS growth (%)	Quarterly								Yearly		
	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14F	2013	2014F	2015F
BIGC	2.4	3.0	0.0	-4.7	-2.4	-2.0	-2.2	1.5	0.0	-1.3	2.0
CPALL	11.8	7.6	4.6	1.5	-1.1	0.5	-4.5	-1.7	5.7	-1.7	5.0
MAKRO	7.5	8.2	7.1	8.6	7.5	6.3	3.8	3.0	7.8	5.2	5.0
ROBINS	5.1	3.7	5.0	-1.4	-3.3	-7.0	-6.8	-4.5	2.9	-5.4	5.0
HMPRO	-1.7	8.1	5.7	1.3	3.8	6.5	4.8	4.5	3.7	4.9	5.0
GLOBAL	8.5	6.4	-1.3	-5.9	-7.1	-11.3	-7.4	-4.5	1.5	-7.6	5.5
Sector average	5.6	6.2	3.5	-0.1	-0.4	-1.2	-2.1	-0.3	3.6	-1.0	4.6
Staples - average	7.2	6.3	3.9	1.8	1.3	1.6	-1.0	0.9	4.5	0.8	4.0
Discretionary - average	4.0	6.1	3.1	-2.0	-2.2	-3.9	-3.1	-1.5	2.7	-2.7	5.2

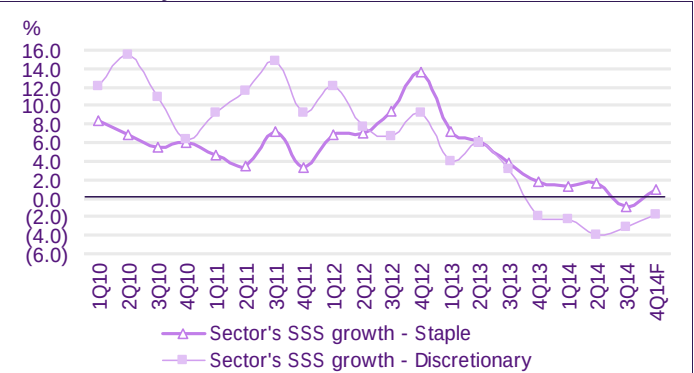
Source: SCBS Investment Research

Figure 2: Private consumption revived in 3Q14, but sector SSS growth lagging on specific factors



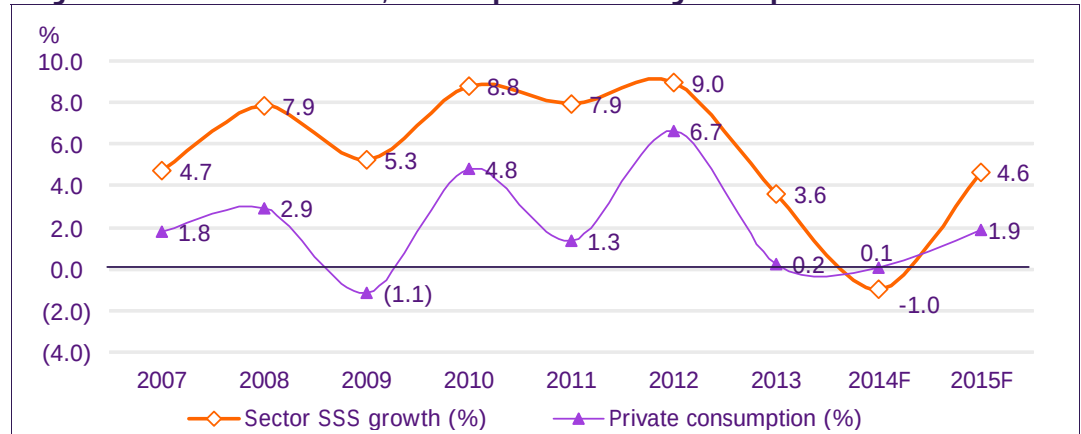
Source: SCBS Investment Research

Figure 3: SSS growth for staples to be better than discretionary items in 4Q14F



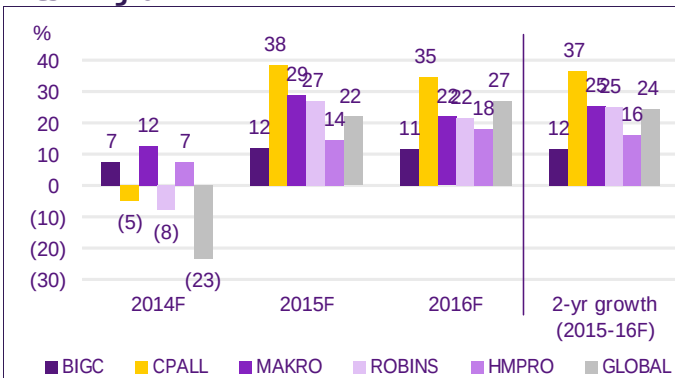
Source: SCBS Investment Research

Figure 4: Off 2014's low base, consumption and SSS growth poised to revive in 2015



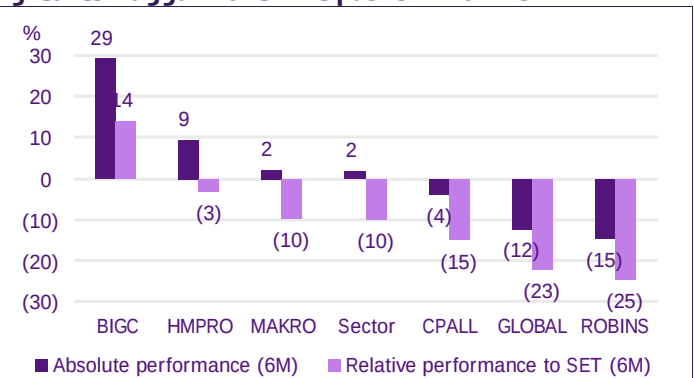
Source: NESDB, SCB EIC and SCBS Investment Research

Figure 5: Sector net profit growth – CPALL to show best LT growth



Source: SCBS Investment Research

Figure 6: Sector price performance – ROBINS is the greatest laggard over the past six months



Source: SCBS Investment Research

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

กฤตภาส จิรภาพนุเมศ
นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน
ด้านหลักทรัพย์
0-2949-1019
krittapas.jiraphanumes@scb.co.th

ไม่มีอะไรน่าตื่นเต้นในไตรมาส 4/57; แนวโน้มสดใสมากขึ้นในปี 2558

- ไตรมาส 4/57 ไม่น่าตื่นเต้น เพราะอุปสงค์ต่ำและค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารสูงตามฤดูกาล
- ในปี 2558 อุปสงค์มีแนวโน้มฟื้นตัวดีขึ้น และอัตรากำไรยังดีเพราะต้นทุนเชื้อเพลิงลดลง
- SCC เป็น top pick ของเรา เพราะกำไรไตรมาส 4/57 จะดีที่สุดในกลุ่มวัสดุก่อสร้าง และกำไรจะเติบโตในระยะยาว

สรุปผลการดำเนินงานไตรมาส 3/57: กำไรลดลง กำไรปกติของบริษัทในกลุ่มวัสดุก่อสร้างปรับตัวลดลง 8% YoY เพราะปริมาณขายในประเทศและอัตรากำไรลดลง และลดลง 12% QoQ จากปัจจัยฤดูกาล เมื่อแยกตามกลุ่มธุรกิจ พบว่ากำไรของผู้ผลิตปูนซีเมนต์ลดลง (-8% YoY) ในอัตราที่ต่ำกว่ากำไรของผู้ผลิตกระเบื้องเซรามิก (-15% YoY) SCC เป็นบริษัทที่มีผลการดำเนินงานดีที่สุด (-3% YoY) เพราะดอกเบี้ยจ่ายลดลงและกำไรจากอัตราแลกเปลี่ยนสูงขึ้น ในขณะที่ TPIPL เป็นบริษัทที่มีผลการดำเนินงานแย่ที่สุด (-66% QoQ) หลักๆ เป็นเพราะส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ปิโตรเคมี (LDPE-เอทิลีน) แคบลง

ไตรมาส 4/57: ช่วงเวลาที่อุปสงค์ต่ำและค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารสูงตามฤดูกาล ในไตรมาส 4/57 ผลการดำเนินงานของกลุ่มวัสดุก่อสร้างมีแนวโน้มอ่อนตัวลง QoQ โดยเกิดจากปริมาณขายที่ลดลงตามฤดูกาล และค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารสูงช่วงสิ้นปี เมื่อเทียบ YoY ปริมาณขายปูนซีเมนต์มีแนวโน้มที่จะอยู่ในระดับทรงตัว YoY ในไตรมาส 4/57 (เทียบกับ 0% ในช่วง 9 เดือนแรกปี 57) และปริมาณขายวัสดุก่อสร้างมีแนวโน้มลดลงในอัตราที่ชะลอตัวลงในไตรมาส 4/57 (-2% ในช่วง 9 เดือนแรกปี 57) โดยเกิดจากการฟื้นตัวอย่างช้าๆ ของการลงทุนภาครัฐและภาคเอกชน ทั้งนี้ในกลุ่มวัสดุก่อสร้าง มี SCC เพียงบริษัทเดียวที่กำไรจะเพิ่มขึ้น QoQ โดยได้รับปัจจัยหนุนจากเงินปันผลรับตามฤดูกาล และเพิ่มขึ้น YoY โดยเกิดจากการหยุดเดินเครื่องโรงแครงเกอร์เมื่อปีก่อนและส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ปิโตรเคมีที่กว้างขึ้น ด้วยภาวะอุปสงค์และอุปทานที่เป็นบวก ราคาขายผลิตภัณฑ์จึงปรับลดลงช้ากว่าต้นทุนวัตถุดิบที่ลดลงเพราะราคาน้ำมันลดลง ส่งผลทำให้ส่วนต่างราคา PE/PP-เนฟทาปรับตัวเพิ่มขึ้นสู่ 760-805 ดอลลาร์สหรัฐ/ตัน (+20% QoQ และ +30-40% YoY) ตั้งแต่นั้นไตรมาส 4/57 ถึงปัจจุบัน

อุปสงค์จะฟื้นตัวอย่างชัดเจนในปี 2558 งบประมาณปี 2558 ผ่านความเห็นชอบแล้ว และการเบิกจ่ายงบประมาณน่าจะกลับคืนสู่ระดับปกติ ในขณะเดียวกัน การลงทุนภาคเอกชนก็มีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้นปานกลางจนกว่าอุปสงค์จะฟื้นตัวอย่างชัดเจน บริษัทในกลุ่มวัสดุก่อสร้างมีแนวโน้มที่จะได้รับประโยชน์จากความคืบหน้าในแผนพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานระยะเวลา 8 ปี มูลค่า 2.4 ล้านล้านบาท เนื่องจากการลงทุนภาครัฐ (30-40% ของปริมาณการใช้จ่ายทั้งหมด) จะช่วยกระตุ้นการลงทุนภาคเอกชน เช่น โครงการก่อสร้างสนามบินที่อยู่อ้ายและพาณิชย์ (60-70% ของปริมาณการใช้จ่ายทั้งหมด) โดยปกติแล้วเมื่ออุปสงค์ปูนซีเมนต์เพิ่มขึ้น อุปสงค์วัสดุก่อสร้างก็มักจะปรับตัวเพิ่มขึ้นในอีก 6 เดือนต่อมา SCB EIC คาดว่าการลงทุนภาครัฐจะเติบโต 13.6% ในปี 2558 (จาก +1.5% ในปี 2557) และการลงทุนภาคเอกชนจะเติบโต 7.0% ในปี 2558 (จาก -1.9% ในปี 2557) โดยเกิดจากฐานต่ำที่มีสาเหตุมาจากการเมืองที่ขาดเสถียรภาพ บวกกับการเบิกจ่ายงบประมาณรัฐบาลเพิ่มมากขึ้น และความเชื่อมั่นในการลงทุนที่ดีขึ้น เราคาดว่าปริมาณขายปูนซีเมนต์และกระเบื้องเซรามิกจะเติบโต 5% ในปี 2558 (เทียบกับ 0% และ -3% ในปี 2557 ตามลำดับ)

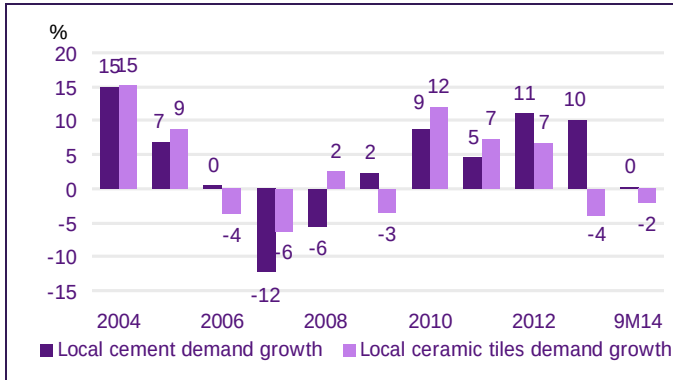
อัตรากำไรของกลุ่มวัสดุก่อสร้างยังดีในปี 2558 โดยได้รับปัจจัยหนุนจาก: 1) ราคาขายผลิตภัณฑ์ระดับสูง (ราคาปูนซีเมนต์และกระเบื้องเซรามิกทรงตัวในช่วง 10 เดือนแรกปี 57); และ 2) ต้นทุนเชื้อเพลิงต่ำต่อเนื่อง เพราะราคาก๊าซหุงต้ม (ราคาก๊าซหุงต้ม spot price ในรูปดอลลาร์สหรัฐ และบาท -16% YoY และ -11% YoY ในช่วง 10 เดือนแรกปี 57) และต้นทุนก๊าซธรรมชาติ (ราคาน้ำมันในรูปดอลลาร์สหรัฐ และบาท -6% YoY และ -1% YoY ในช่วง 10 เดือนแรกปี 57) ปรับตัวลดลง ทั้งนี้โดยปกติแล้วผู้ผลิตปูนซีเมนต์จะทำสัญญาซื้อขายล่วงหน้าไว้ 6-12 เดือน และราคาก๊าซธรรมชาติจะปรับตัวตามหลังราคาน้ำมันอยู่โดยเฉลี่ย 6 เดือน

Top picks คือ SCC เพราะ: 1) SCC เป็นหุ้นเพียงตัวเดียวในกลุ่มวัสดุก่อสร้างที่จะรายงานกำไรไตรมาส 4/57 เพิ่มขึ้น ทั้ง QoQ โดยเกิดจากเงินปันผลรับตามฤดูกาลจาก Toyota Thailand และ YoY เพราะไม่มีการหยุดโรงงาน MOC เหมือนกับไตรมาส 4/56; และ 2) PEG เฉลี่ย 2 ปีที่ 0.87 เท่า น่าดึงดูดมากที่สุดในกลุ่มวัสดุก่อสร้าง (PE ปี 2558 ที่ 14.8 เท่า เทียบกับ EPS growth 2 ปีที่ 17%) โดยได้รับปัจจัยหนุนจากส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ปิโตรเคมีที่กว้างขึ้นจากภาวะอุปสงค์และอุปทานที่ดี ปริมาณขายผลิตภัณฑ์ที่ไม่เกี่ยวกับปิโตรเคมีเพิ่มขึ้น และการเติบโตจากการลงทุนใหม่ในอาเซียน ทั้งนี้ในช่วง 9 เดือนครึ่งแรกปี 57 ของ SCC 43% มาจากธุรกิจปูนซีเมนต์และวัสดุก่อสร้าง, 35% มาจากธุรกิจปิโตรเคมี, 11% มาจากธุรกิจกระดาษ, และ 11% มาจากธุรกิจอื่นๆ

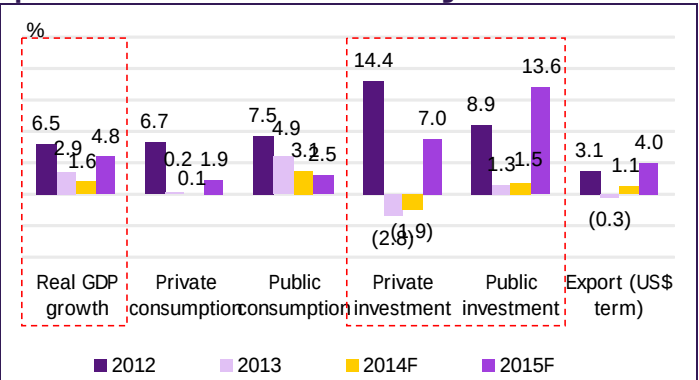
Valuation summary

	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	56.00	60.0	12.9	17.6	17.4	15.5	3	1	12	8.3	8.1	7.7	47	47	51	5.7	5.7	6.4	12.6	12.4	11.1
DRT	Sell	5.20	5.2	4.8	12.0	15.6	14.1	(10)	(23)	11	2.3	2.5	2.4	20	15	17	6.3	4.8	5.3	7.7	8.6	8.0
SCC	Buy	468.00	520.0	14.0	16.4	17.0	14.7	45	(4)	16	3.0	2.8	2.5	20	17	18	3.3	2.9	3.4	11.3	10.8	9.6
SCCC	Buy	430.00	480.0	15.4	20.1	18.8	16.3	27	7	16	5.1	4.7	4.2	27	26	27	3.5	3.7	4.3	14.2	13.3	11.6
TPIPL	Sell	1.93	1.5	(21.6)	37.9	36.0	31.4	418	5	15	0.7	0.6	0.6	2	2	2	0.8	0.7	0.5	14.7	14.2	12.7
Average					20.8	21.0	18.4	97	(3)	14	3.9	3.7	3.5	23	21	23	3.9	3.6	4.0	12.1	11.8	10.6

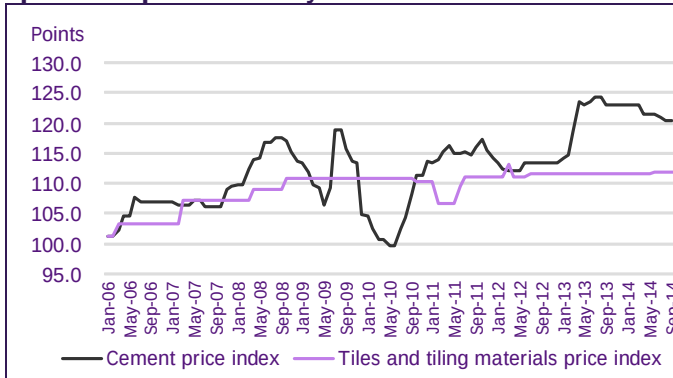
Source: SCBS Investment Research

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

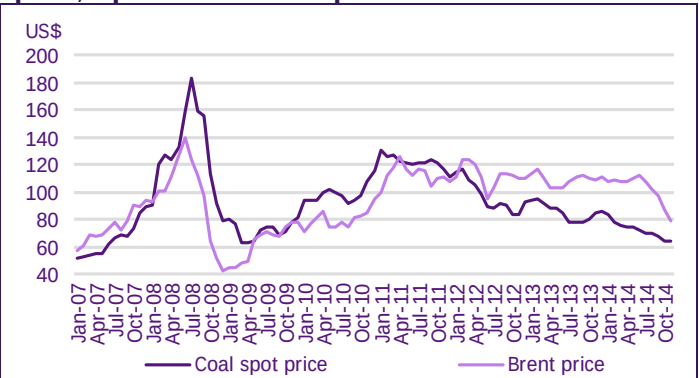
Source: OIE, BOT and SCBS Investment Research

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

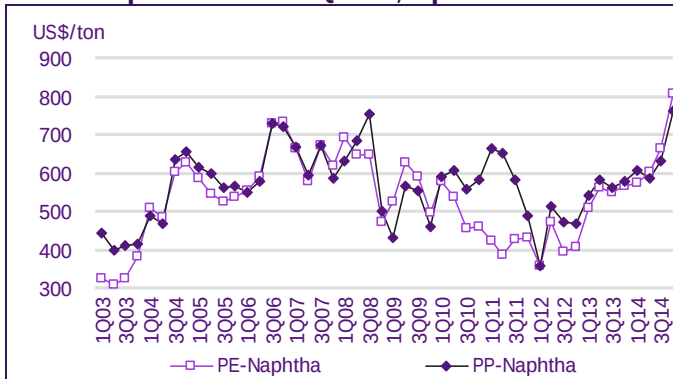
Source: SCB EIC and SCBS Investment Research

Figure 3: Stable wholesale cement and ceramic tile price compared to last year in 10M14

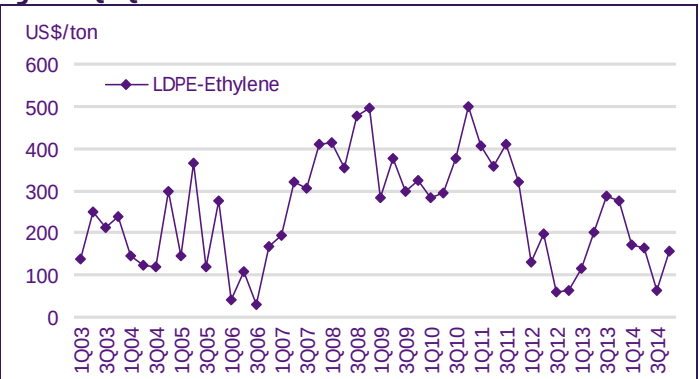
Source: REIC and SCBS Investment Research

Figure 4: Lower fuel costs, for both spot coal and oil price, a positive to sector production cost in 2015

Source: Barlow Jucker, Bloomberg, and SCBS Investment Research

Figure 5: PE and PP-naphtha spreads continue to show improvement in 4Q14TD, a positive for SCC

Source: Platts and SCBS Investment Research

Figure 6: For TPIPL, in 4Q14TD, LDPE-ethylene spread grew QoQ but slid YoY

Source: Platts and SCBS Investment Research

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

Unit: Bt bn	New Bt2.4trn projects (2015-22)	%	Old 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

นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1033

vajiralux.sanglersillapachai@scb.co.th

ได้เวลาเปิดประตูสู่การลงทุน

- การเปิดประตูการลงทุนของภาครัฐจะส่งผลดีอย่างมากต่อบริษัทรับเหมาก่อสร้างไทย
- การเปิด AEC จะเกิดขึ้นพร้อมกับการก่อสร้างทางรถไฟขนาดรางมาตรฐาน 1.435 เมตร
- Top pick ของเรา คือ ITD โดยปรับราคาเป้าหมายเพิ่มขึ้นจาก 8.5 บาท สู่ 10.4 บาท เพื่อรวมมูลค่าโครงการเหมืองโปแตชหลังรวมผลกระทบจากหุ้นเพิ่มทุนแบบ PP เข้ามา

ปี 2558-2565: ประตูการลงทุนเปิดกว้าง โดยเฉพาะการลงทุนภาครัฐ การลงทุนภาครัฐที่คาดว่าจะเติบโต 13.5% ในปี 2558 จะเริ่มต้นด้วยการเปิดประมูลโครงการรถไฟฟารอบกรุงเทพฯ ทางด่วน และการขยายสนามบิน โดยมีรายละเอียดดังนี้:

ในปีงบประมาณ 2558 (ต.ค. 2557-ก.ย. 2558) มีโครงการหลายโครงการที่วางแผนเปิดประมูล โดยโครงการที่จะเปิดประมูลในไตรมาสแรก ได้แก่: 1) รถไฟฟ้า MRT สายสีเขียวเหนือ (หมอชิต-คูคต) สัญญาที่ 1-4 มูลค่า 2.6 หมื่นล้านบาท โดยจะเริ่มงานก่อสร้างในเดือน มี.ค. 2558 และ 2) รถไฟฟ้า MRT ส่วนต่อขยายสายสีน้ำเงิน (งานระบบ M&E และบริการ O&M) สัญญา 6 มูลค่า 2.5 หมื่นล้านบาท นอกจากนี้โครงการรถไฟฟ้าสายสีชมพู (แคราย-มีนบุรี) และสายสีส้ม (ตลิ่งชัน-มีนบุรี) ก็คาดว่าจะเปิดประมูลในปี 2558 ด้วยเช่นกัน ขณะที่โครงการสุวรรณภูมิ เฟส 2 วงเงินลงทุน 6.5 หมื่นล้านบาท คาดว่า จะเปิดประมูลในเดือน ส.ค. 2558

เปิด AEC เดือน ธ.ค. 2558 จำเป็นต้องมีระบบขนส่งที่ดีขึ้น โครงการใหม่ที่จะเริ่มโดยรัฐบาลชุดปัจจุบัน คือ การก่อสร้างรถไฟทางคู่ขนาดรางมาตรฐาน 1.435 เมตร จำนวน 2 เส้นทาง รัฐบาลอนุมัติร่าง MOU ลงทุนร่วมจีน-ไทย โดยทำสัญญาความร่วมมือแบบปรับต่อ (G2G) มูลค่าการลงทุน 4 แสนล้านบาทสำหรับเส้นทางแรก เส้นทางที่วางแผนก่อสร้างไว้ คือ หนองคาย-ขอนแก่น-นครราชสีมา-ฉะเชิงเทรา-แหลมฉบัง ซึ่งคิดเป็น 16% ของงบประมาณ 3 ล้านล้านบาท โครงการนี้จะเปิดให้บริษัทต่างชาติเข้าร่วมประมูล โดยบริษัทรับเหมาก่อสร้างจีนมีแนวโน้มที่จะได้รับเลือกให้เป็นผู้ชนะ และคาดว่าบริษัทรับเหมาก่อสร้างไทยจะเป็นผู้รับเหมาช่วง ITD CK และ STEC มีคุณสมบัติครบถ้วนที่จะได้งานนี้ โครงการรถไฟทางคู่ 2 เส้นทางแรก (เส้นทางฉะเชิงเทรา-คลอง 19-แก่งคอย และชมพูนุท-ฉะเชิงเทรา-ขอนแก่น) น่าจะเริ่มเปิดประมูลได้ในไม่ช้านี้ เนื่องจากได้รับอนุมัติ EIA แล้ว สำหรับโครงการก่อสร้างถนน รัฐบาลได้จัดสรรงบประมาณ ~4 แสนล้านบาทสำหรับก่อสร้างถนนเชื่อมเมือง แหล่งผลิต รวมถึงเชื่อมต่อกับกลุ่มประเทศ CLMV ด้วย และจัดสรรงบประมาณ 1 หมื่นล้านบาทสำหรับก่อสร้างถนนเลียบริมแม่น้ำเจ้าพระยา

คาดบริษัทรับเหมาสามรายได้ถึง 42%-47% ของโครงการภาคใต้ในปี 2558 เราเชื่อว่า ITD จะได้สัญญางานโครงการมูลค่า ~5.13 แสนล้านบาทในระหว่างปี 2558-2565 แม้บริษัทจะมีงานในมือรองรับในระยะยาวอยู่แล้ว ซึ่งบริษัทจะรับรู้เป็นรายได้เฉลี่ย 6.4 หมื่นล้านบาท/ปีในระยะ 8 ปีข้างหน้า ขณะที่คาดว่า CK จะได้รับงานมูลค่า 3.6 แสนล้านบาท หรือเฉลี่ย 4.6 หมื่นล้านบาท/ปี (ระหว่าง 3-6.5 หมื่นล้านบาท) ในระยะ 8 ปีข้างหน้าเช่นกัน ส่วน STEC น่าจะยังสามารถรับงานเพิ่มได้อีก 2.5 แสนล้านบาท ซึ่งหมายความว่าบริษัทรับเหมาก่อสร้างสามรายได้ใหญ่ของไทยจะได้รับงาน ~42%-47% ของงานทั้งหมดในแผน 3 ล้านล้านบาทในระหว่างปี 2558-2565

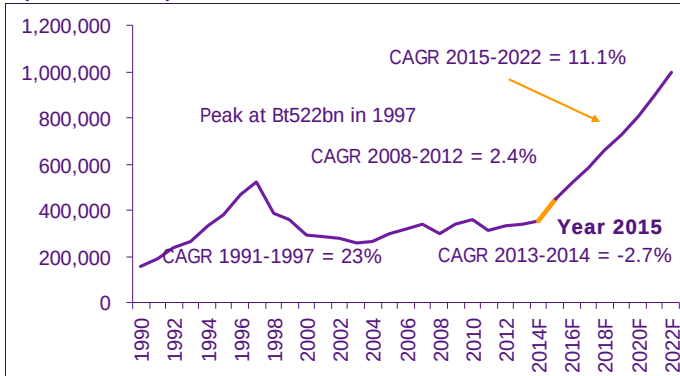
เปลี่ยนจากผู้รับเหมาเป็นผู้รับสัมปทาน จากที่เราเห็น CK ขยายขอบเขตการดำเนินธุรกิจด้วยการเข้าถือหุ้นใน BECL TTW และ BMCL ซึ่งช่วยสร้างสถิติภาพให้กับผลการดำเนินงานของบริษัทได้เป็นอย่างดี ขณะนี้ ITD ก็กำลังเดินหน้าไปในทิศทางเดียวกันด้วยการลงทุนในโครงการเหมืองโปแตชที่คาดว่าจะเริ่มก่อสร้างในไตรมาส 3/58 และจะดำเนินงานกลางปี 2559 บวกกับโครงการทางด่วนในบังคลาเทศ ซึ่ง ITD จะเป็นทั้งผู้ก่อสร้างและดำเนินงานภายใต้สัมปทาน

Top pick: ITD หุ้น top pick ในไตรมาส 1/58 ของเรายังคงเป็น ITD เราปรับราคาเป้าหมายของ ITD เพิ่มขึ้นจาก 8.5 บาท (มูลค่าธุรกิจรับเหมาที่ 6.5 บาท โดยอิงกับ EV/EBITDA ปี 2558 ที่ 12.5 เท่า และมูลค่าธุรกิจในประเทศไม่รวมโครงการทวายที่ 2.0 บาท) สู่ 10.4 บาท โดยอิงกับราคาเป้าหมายเดิมที่ปรับลดลงจาก 8.5 บาท สู่ 8.25 บาทหลังรวมผลกระทบของหุ้นเพิ่มทุนเข้ามา (หุ้นเพิ่มทุนแบบ PP จำนวน 419 ล้านหุ้นในเดือน พ.ย. 2557) บวกด้วยมูลค่าโครงการเหมืองโปแตชที่คำนวณด้วยวิธี DCF ได้ที่ 2.1 บาท/หุ้น (อิงกับสัดส่วนการถือหุ้น 75% ใน APPC ซึ่งเป็นผู้ดำเนินโครงการนี้ ลดลงจาก 90% จากแผนการขายหุ้น IPO ในตลาดต่างประเทศ)

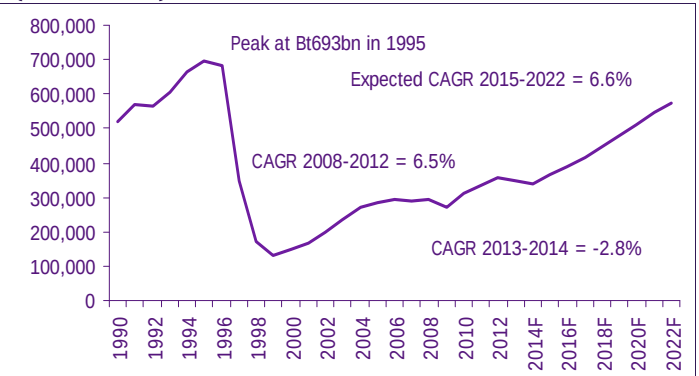
Valuation summary

	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	33.25	60.0	86.5	8.4	10.6	8.3	13	(20)	27	2.4	2.3	2.0	44	22	26	7.2	6.0	7.2	6.3	8.2	6.2
CK	Buy	27.75	34.0	24.1	55.2	32.4	30.0	1,031	71	8	2.8	2.8	2.7	7	9	9	1.5	1.5	1.6	18.7	19.3	17.5
ITD	Buy	7.90	10.4	31.6	42.2	43.1	33.5	(8)	(2)	29	3.1	2.4	2.3	8	7	8	0.0	0.0	1.2	10.3	14.0	13.4
NWR	Neutral	2.04	2.2	7.6	n.m.	n.m.	23.5	n.m.	56	n.m.	1.4	1.3	1.2	(2)	(1)	6	0.0	(0.2)	2.1	8.3	7.3	6.1
STEC	Buy	27.50	30.0	10.9	29.1	26.5	24.8	2	10	7	5.4	4.8	4.3	21	19	18	1.8	1.8	1.8	17.5	16.0	14.1
Average					33.7	28.2	24.0	259	23	18	3.0	2.7	2.5	15	11	13	2.1	1.8	2.8	12.2	12.9	11.5

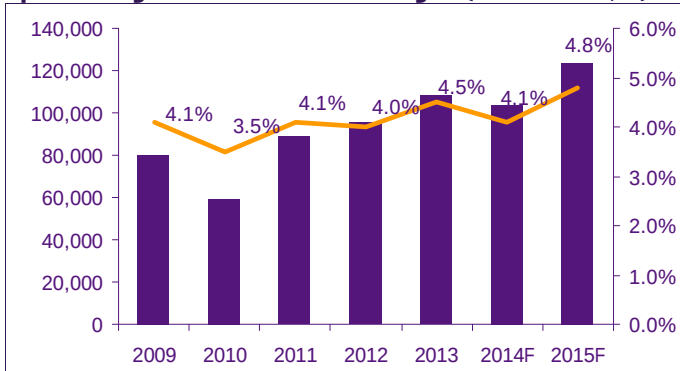
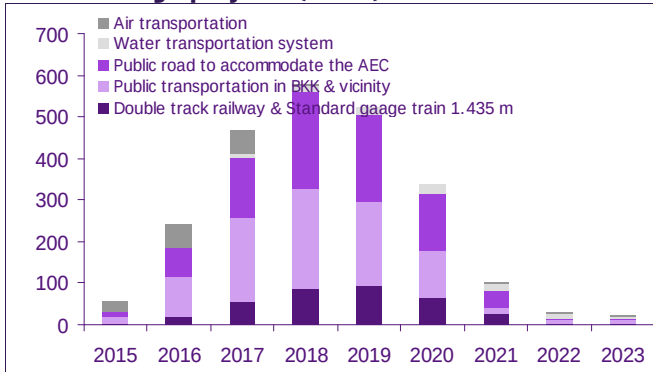
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: Gross fixed formation of public investment (Unit: Btmn)

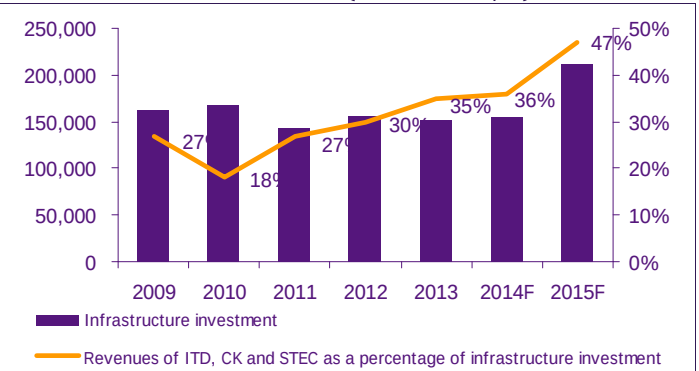
Source: BOT, SCB EIC, SCBS Investment Research

Figure 2: Gross fixed formation of private investment (Unit: Btmn)

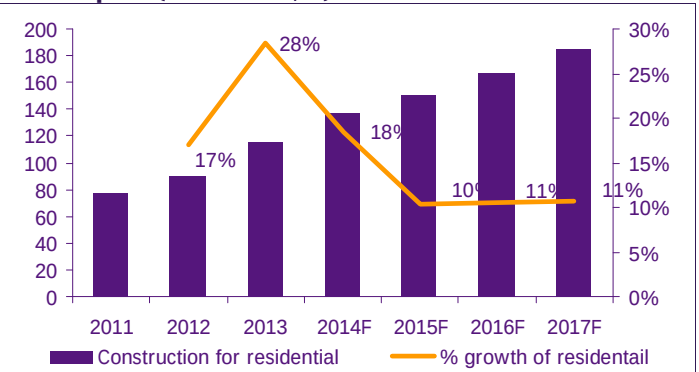
Source: BOT, SCBS Investment Research

Figure 3: Government infrastructure spending as a percentage of annual fiscal budget (Unit: Btmn, %)Remark: We added Bt55bn of the Bt3trn mega projects into FY2015 budget
Source: Bureau of the Budget, SCB EIC, SCBS Investment Research**Figure 5: Estimated annual investment cost under NCPD's mega projects (Bt bn)**

Source: SCB EIC, SCBS Investment Research

Figure 4: Revenue of ITD, CK, STEC as a percentage of infrastructure investment (Unit: Btmn, %)

Source: SCB EIC, SCBS Investment Research

Figure 6: Total construction value of Thai residential developers (Unit: Btbn, %)

Source: CBRE, SCBEIC, SCBS Investment Research

Figure 5: Peer Comparison

Company name	Country	Price 28-Nov-14	Mkt Cap US\$ mn.	PE (x)			EPS Growth (%)			PBV (x)			Div. Yield (%)			ROE (%)			EV/EBITDA (x)		
				14F	15F	16F	14F	15F	16F	14F	15F	16F	14F	15F	16F	14F	15F	16F	14F	15F	16F
BJC Heavy Industries	Thailand	33.5	330	10.1	9.8	8.2	(33)	3	20	2.2	2.0	1.8	5.6	6.0	6.8	23	22	23	8.5	7.5	6.3
CH Karnchang	Thailand	27.75	1,415	21.9	34.7	28.9	(72)	(37)	20	2.6	2.5	2.4	1.4	1.3	1.5	11	8	9	24.2	22.3	20.6
Italian-Thai Development	Thailand	7.6	1,243	53.5	43.2	32.3	(30)	24	34	2.9	2.6	2.4	0.4	0.4	0.8	6	6	7	14.6	13.4	12.7
Nawarat Patanakarn	Thailand	2.04	132	68.0	29.1	18.5	(5)	133	57	1.3	1.3	1.2	0.1	1.3	2.5	1	5	7	7.6	6.3	5.7
Sino-Thai Engineering & Construction	Thailand	27.5	1,262	26.6	25.1	22.4	(9)	6	12	4.9	4.5	4.0	1.8	1.9	2.0	18	18	19	17.0	15.7	14.3
Toyo-Thai Corp	Thailand	27.25	472	18.9	14.6	12.1	17	30	21	2.9	2.4	2.1	2.3	3.4	4.4	13	17	18	20.3	11.7	10.9
STP & I	Thailand	21.6	965	12.6	12.9	n.m.	33	(2)	n.m.	3.9	3.1	n.a	3.1	3.1	n.a	38	28	20	7.6	7.1	9.7
Sriracha Construction	Thailand	33.5	313	10.2	10.6	11.8	10	(4)	(11)	4.0	3.6	4.1	7.9	8.1	8.1	40	39	34	7.4	7.0	n.a.
Toyo Engineering	Japan	441	712	36.2	13.7	8.8	n.m.	164	56	1.2	1.1	1.0	1.4	2.0	2.5	3	9	12	7.4	3.3	2.1
Chiyoda	Japan	1048	2,236	18.3	15.5	12.5	(13)	18	23	1.3	1.3	1.2	1.6	1.9	2.3	8	9	10	6.8	6.0	4.9
JGC	Japan	2553.5	5,565	14.1	13.2	12.2	(6)	7	8	1.6	1.5	1.4	1.7	1.8	2.0	12	12	12	6.0	5.6	5.1
Hitachi Zosen	Japan	643	922	18.5	16.9	13.4	(16)	10	27	1.0	1.0	1.0	1.6	1.6	1.7	4	5	6	n.a.	7.5	6.4
Foster Wheeler	Switzerland	28.5	2,854	19.7	14.4	17.3	49	37	(17)	3.3	2.8	2.4	n.a	n.a	n.a	n.m.	n.m.	n.m.	9.2	7.8	7.7
Babcock & Wilcox Co/The	United States	29.63	3,157	17.4	12.3	11.3	(45)	41	9	2.8	2.4	2.0	1.4	1.5	1.7	17	22	20	10.3	7.4	6.8
Chicago Bridge & Iron	Netherlands	50.03	5,418	9.9	8.7	7.9	18	14	10	1.9	1.6	1.3	0.6	0.6	0.7	21	21	17	6.4	5.7	5.7
Fluor	United States	61.99	9,684	17.8	12.8	11.2	(15)	38	14	2.8	2.5	2.2	1.3	1.4	1.4	18	19	18	6.0	5.5	5.0
KBR	United States	16.84	2,443	17.1	10.8	7.9	(94)	1,488	36	1.1	1.0	0.9	1.9	2.1	2.2	(1)	7	10	10.5	4.1	3.2
Jacobs Engineering Group	United States	46.45	6,064	16.6	12.4	11.2	(9)	34	11	1.3	1.2	1.0	n.a	n.a	n.a	9	9	9	7.8	6.9	6.4
McDermott International	United States	3.55	844	n.m	114.5	10.6	78	106	984	0.5	0.6	0.6	n.a	n.a	n.a	(8)	1	3	19.4	6.0	4.2
Average				31.2	22.4	14.4	(8)	111	73	2.3	2.0	1.8	2.1	2.4	2.7	13	14	14	10.9	8.2	7.7

Source: Bloomberg

ชัยพัชร ธนวัฒน์

นักวิเคราะห์การลงทุนวิจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1005

chaipat.thanawattano@scb.co.th

ราคาน้ำมันที่ลดลงส่งผลกระทบต่อกลุ่ม

- ราคาน้ำมันจะลดลงอย่างต่อเนื่องในไตรมาสต่อไป
- ผลกระทบจากการปฏิรูปพลังงานจะถูกชดเชยด้วยราคาน้ำมันที่ลดลง
- PTT กับ BCP อยู่ในสถานะดีที่สุด

สรุปผลการดำเนินงานไตรมาส 3/57: ขาดทุนจากสต็อกน้ำมันส่งผลกระทบต่อกำไร กำไรสุทธิของบริษัทในกลุ่มพลังงานปรับตัวลดลงมาก QoQ และ YoY โดยเกิดจากขาดทุนสต็อกน้ำมันจำนวนมากของบริษัทที่ประกอบธุรกิจกลั่นน้ำมัน บริษัทที่ประกอบธุรกิจกลั่นน้ำมันส่วนใหญ่รายงานขาดทุนจากการดำเนินงานปกติ ยกเว้น BCP ซึ่งผลการดำเนินงานได้รับปัจจัยหนุนจากธุรกิจโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ กำไรของบริษัทใหญ่สองแห่งในกลุ่มพลังงาน คือ PTTEP และ PTT ก็ปรับตัวลดลงด้วยเช่นกัน โดยมีสาเหตุมาจากราคาน้ำมันที่ลดลงและส่วนแบ่งกำไรที่ลดลงจากบริษัทรวม

แนวโน้มกำไรไตรมาส 4/57: ยังคงได้รับผลกระทบจากขาดทุนสต็อกน้ำมัน เรามองว่าผลการดำเนินงานไตรมาส 4/57 ของบริษัทในกลุ่มพลังงาน โดยเฉพาะบริษัทที่ประกอบธุรกิจโรงกลั่น จะไม่แตกต่างไปจากไตรมาส 3/57 เนื่องจากราคาน้ำมันปรับตัวลดลงอย่างต่อเนื่อง ทั้งๆ ที่กำลังเข้าสู่ฤดูหนาว ปัจจัยที่น่าจะช่วยลดผลกระทบด้านลบดังกล่าว คือ ค่าการกลั่นที่ดีขึ้น โดยค่าการกลั่นปรับตัวเพิ่มขึ้นมาแล้ว 29% QTD สู่ 6.2 ดอลลาร์สหรัฐ/บาร์เรล ผู้ผลิตถ่านหินไม่น่าจะมีผลการดำเนินงานที่ดีเนื่องจากราคาถ่านหินก็ปรับตัวลดลงแม้จะอยู่ในอัตราที่ชะลอตัวลง

ราคาน้ำมันจะลดลงในไตรมาสต่อไป ราคาน้ำมันดิบเบรนท์ร่วงลงถึง 32% จากสิ้นงวดครั้งแรกปี 57 และยังไม่แสดงสัญญาณฟื้นตัวอย่างมีเสถียรภาพ ราคาน้ำมันในช่วงที่เหลือของปี 2557 และปี 2558 ยังคงมีทิศทางปรับตัวลดลง เนื่องจากอุปสงค์ชะลอตัวลงและอุปทานน้ำมันสูงขึ้นโดยหลักๆ เกิดจากผู้ผลิตนอกกลุ่มโอเปก ฤดูหนาวปี 2557/58 อาจจะไม่ช่วยกระตุ้นให้อุปสงค์ปรับตัวเพิ่มขึ้น เนื่องจากข้อมูลเชิงสถิติของ National Oceanic and Atmospheric Administration (NOAA) แสดงให้เห็นว่าอุณหภูมิเหนือพื้นผิวโลกในเดือน ต.ค. 57 (สูงสุดเป็นอันดับ 5 สำหรับสถิติเดือน ต.ค.) สูงกว่าค่าเฉลี่ยของศตวรรษที่ 20 ในด้านอุปทาน โอเปกได้ตัดสินใจคงเพดานการผลิตไว้ที่ 30 ล้านบาร์เรล/วัน นำโดยซาอุดีอาระเบีย และประเทศสมาชิกโอเปกอื่นๆ อีก 2-3 ประเทศที่ยังไม่ต้องการลดการผลิตเพื่อสนับสนุนราคาน้ำมันที่ลดลง และปล่อยให้ราคาน้ำมันเป็นไปตามกลไกตลาด ปัจจุบันเราคาดการณ์ราคาน้ำมันดิบเบรนท์ปี 2558 ที่ 87 ดอลลาร์สหรัฐ/บาร์เรล เทียบกับตัวเลขจาก Bloomberg consensus ที่ 92 ดอลลาร์สหรัฐ/บาร์เรล (ตัวเลขอัปเดตในเดือน ต.ค.-พ.ย. 57)

การปฏิรูปราคาพลังงานที่รอคอยมานานเลื่อนไปเป็นปี 2558 ตลาดดูเหมือนจะค่อยๆ รับรู้ผลกระทบของการปฏิรูปพลังงาน แม้การปฏิรูปพลังงานอย่างเต็มรูปแบบถูกเลื่อนออกไปเป็นปี 2558 ซึ่งมีแผนระยะยาวในการปรับราคา LPG และ NGV ให้สะท้อนต้นทุนที่แท้จริงรวมอยู่ด้วย เรามองว่าการปฏิรูปราคาพลังงานจะถูกชดเชยด้วยราคาน้ำมันที่ลดลงซึ่งจะช่วยลดผลกระทบของการลอยตัวราคาพลังงานในประเทศ

ค่าการกลั่นน่าจะฟื้นตัวโดยได้รับปัจจัยหนุนจากอุปสงค์ตามฤดูกาล ค่าการกลั่นปรับตัวเพิ่มขึ้น 29% ตั้งแต่ต้นไตรมาส 4/57 ถึงปัจจุบัน จากระดับต่ำสุดในไตรมาส 3/57 สู่ 6.2 ดอลลาร์สหรัฐ/บาร์เรล สะท้อนถึงอุปสงค์ตามฤดูกาลที่เพิ่มขึ้น โดยเฉพาะอุปสงค์ผลิตภัณฑ์กลุ่ม middle distillates เมื่อรวมกับแนวโน้มที่จะมีการเลื่อนเดินเครื่องโรงกลั่นใหม่ในจีนออกไป เราคาดว่าค่าการกลั่นจะปรับตัวเพิ่มขึ้น นอกจากนี้ผู้ประกอบการโรงกลั่นยังจะได้รับประโยชน์จากราคาน้ำมันดิบที่ลดลงในแง่ของต้นทุนเชื้อเพลิง (~3% ของปริมาณน้ำมันดิบที่ใช้) และต้องการเงินทุนหมุนเวียนน้อยลงสำหรับซื้อน้ำมันดิบเป็นวัตถุดิบด้วย

ราคาถ่านหินน่าจะปรับลงอีก ราคาถ่านหินในตลาดภูมิภาคจะปรับตัวลดลงอย่างต่อเนื่องในงวดครึ่งแรกปี 58 หลังจากลดลง 12.1% ในงวดครึ่งหลังปี 57 โดยมีสาเหตุมาจากการอุปทานส่วนเกินในตลาดภูมิภาค รวมถึงต้นทุนการผลิตที่ลดลง โดยหลักๆ เกิดจากราคาน้ำมันที่ลดลง

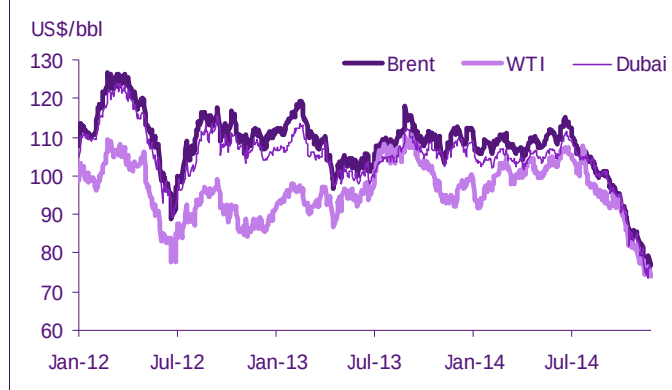
หุ้นที่ต้องมี คือ PTT และ BCP หุ้นที่เราแนะนำซื้อในกลุ่มพลังงานปรับตัว outperform ตลาดเล็กน้อยตั้งแต่ปลายไตรมาส 3/57 โดยได้รับปัจจัยหนุนจาก PTT และ BCP เรามองว่าหุ้นสองตัวนี้จะปรับตัว outperform ตลาดอย่างต่อเนื่อง โดยเกิดจากปัจจัยบวกเฉพาะบริษัท อย่างไรก็ดี เรายังคงชอบ PTTEP เมื่ออิงกับ valuation ปัจจุบัน เนื่องจากราคาหุ้นดูเหมือนจะสะท้อนราคาน้ำมันระยะยาวระดับต่ำที่ 75 ดอลลาร์สหรัฐ/บาร์เรลไปแล้ว

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	27.00	34.0	29.6	23.3	25.4	18.0	(47)	(8)	41	1.0	1.0	1.0	4	4	5	4.4	3.7	3.7	10.2	10.8	10.0
BCP	Buy	34.50	44.0	31.3	10.3	15.1	9.1	120	(32)	67	1.4	1.3	1.2	14	9	13	3.9	3.8	4.6	6.2	7.0	5.0
ESSO	Sell	5.05	5.0	(1.0)	n.m.	n.m.	14.9	78	(1,049)	n.m.	0.8	1.0	0.9	(2)	(21)	6	0.0	0.0	2.0	13.9	(12.2)	6.8
IRPC	Sell	3.30	3.4	3.6	n.m.	72.7	30.9	45	n.m.	135	0.9	0.9	0.9	(2)	1	3	0.6	0.6	1.2	21.1	14.4	11.5
PTT	Buy	364.00	406.0	15.1	11.0	10.1	9.9	(12)	9	3	1.3	1.1	1.0	12	12	11	3.6	3.6	3.6	5.9	5.1	5.0
PTTEP	Buy	130.00	200.0	58.5	8.7	8.7	8.1	(23)	(0)	7	1.3	1.2	1.1	17	15	14	4.6	4.6	4.9	3.5	3.5	3.4
TOP	Buy	42.25	53.0	30.2	7.2	n.m.	9.1	27	n.m.	n.m.	0.9	1.0	0.9	14	(1)	10	5.4	4.7	5.0	4.6	11.5	4.9
Average					12.1	26.4	14.3	27	(216)	51	1.1	1.1	1.0	8	3	9	3.2	3.0	3.6	9.3	5.7	6.7

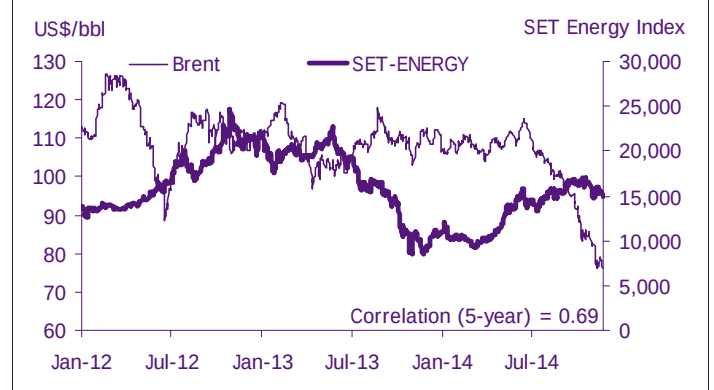
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: Benchmark crude oil price



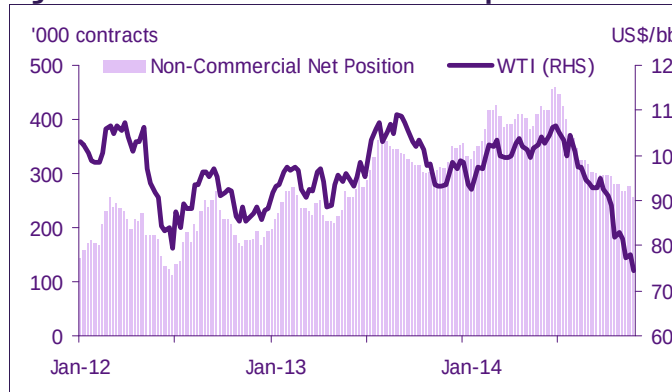
Source: Bloomberg Finance LP, SCBS Investment Research

Figure 2: Oil price vs. SET Energy Index



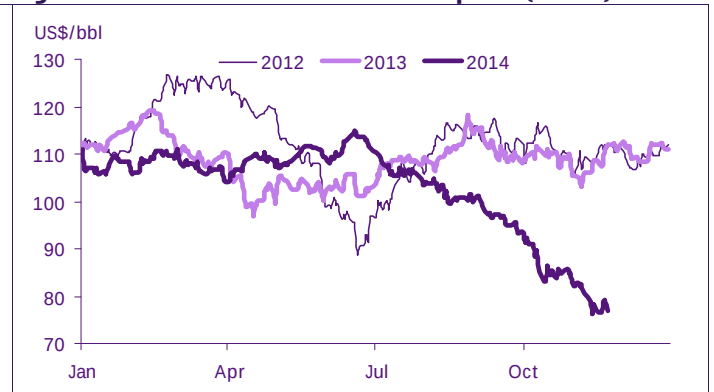
Source: Bloomberg Finance LP, SCBS Investment Research

Figure 3: CFTC non-commercial oil net position



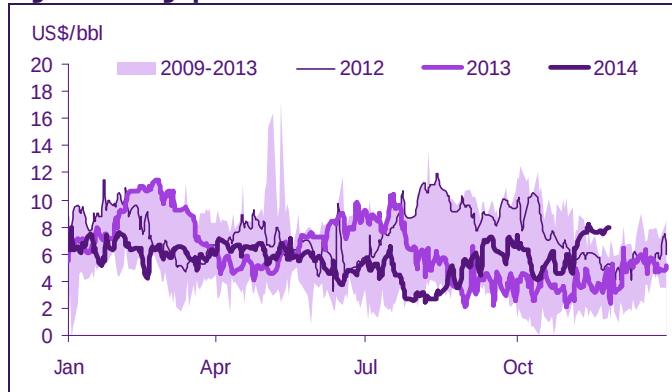
Source: CFTC, Bloomberg Finance LP, SCBS Investment Research

Figure 4: Seasonal movement of oil price (Brent)



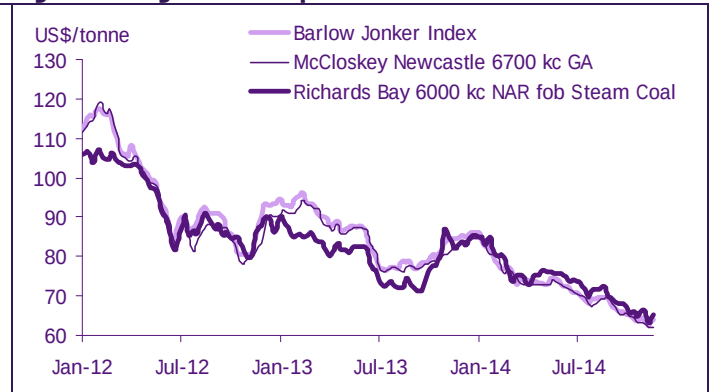
Source: Bloomberg Finance LP, SCBS Investment Research

Figure 5: Singapore GRM



Source: Reuters, SCBS Investment Research

Figure 6: Regional coal price



Source: BJI, Bloomberg Finance LP, SCBS Investment Research

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

โอกาสเติบโตสูงขึ้น

- **AEONTS** มีโอกาสเติบโตสูงขึ้นโดยได้รับปัจจัยหนุนจากการปรับเพิ่มค่าตอบแทนข้าราชการ, โครงการปล่อยสินเชื่อหาไฟแนนซ์, และบริษัทย่อยในกลุ่มประเทศ CLMV
- **KTC:** ถ้าเราจะเติบโตในอัตราชะลอตัวลง เพราะบริษัทจะลดต้นทุนจากการปรับโครงสร้างระบบงานสนับสนุน (back office) ได้น้อยลงและต้นทุนทางการเงินกับค่าเผื่อหนี้สงสัยจะสูญต่อสินเชื่อรวมจะปรับลดลงได้อีกไม่มากนัก
- **ชอบ AEONTS มากกว่า KTC** หลัก ๆ เป็นเพราะโอกาสเติบโตสูงกว่า

AEONTS: โอกาสเติบโตสูงขึ้น มีปัจจัย 3 ประการที่จะช่วยสนับสนุนการเติบโต ประการแรก กลุ่มลูกค้าเป้าหมายของ AEONTS เป็นลูกค้าที่มีรายได้สูงกว่า 5,000 บาท/เดือน ซึ่งจะส่งผลทำให้บริษัทเป็นผู้ได้รับประโยชน์ในอันดับต้นๆ จากการปรับเพิ่มค่าตอบแทนข้าราชการเนื่องจากการปรับเพิ่มค่าตอบแทนจะมุ่งเน้นไปที่ข้าราชการระดับล่าง ประการที่สอง กระบวนการคลั่งก้างวางแผนเสนอโครงการปล่อยสินเชื่อหาไฟแนนซ์ที่จะอนุญาตให้สถาบันการเงินปล่อยสินเชื่อแบบไม่มีหลักประกันในวงเงินไม่เกิน 100,000 บาท/ราย ที่อัตราดอกเบี้ยไม่เกิน 36% ต่อปี ด้วยอัตราดอกเบี้ยที่กำหนดไว้ไม่เกิน 36% สูงกว่าเพดานอัตราดอกเบี้ยสินเชื่อส่วนบุคคลที่ 28% ทำให้มีความเป็นไปได้ที่ AEONTS จะเข้าไปเจาะตลาดกลุ่มนี้ ประการที่สาม AEONTS เล็งเห็นโอกาสที่บริษัทย่อยในกลุ่มประเทศ CLMV จะเติบโตอย่างโดดเด่น โดยในเมียนมาร์ ธนาคารต่างชาติ 9 แห่ง (รวมถึง BBL และธนาคารญี่ปุ่น 3 แห่ง) ได้รับอนุญาตให้เปิดสาขาในเมียนมาร์ และเมื่อมีการจัดตั้งสาขาของธนาคารเหล่านี้ซึ่งคาดว่าจะในปีหน้า AEONTS จะสามารถกู้ยืมเงินจากธนาคารเพื่อใช้เป็นแหล่งเงินทุนอีกทางหนึ่ง ปัจจุบัน บริษัทย่อยในเมียนมาร์ใช้เงินทุนจากส่วนของทุนทั้งหมด เนื่องจากบริษัทไม่สามารถขอเงินกู้ธนาคารในเมียนมาร์ได้ ดังนั้นการที่บริษัทสามารถกู้ยืมเงินได้จะเปิดโอกาสธุรกิจใ้เติบโตได้อย่างมาก AEONTS คาดว่าจะขยายสินเชื่อได้มากกว่า 10% ในปีบัญชี 2558 (เทียบกับประมาณการของ SCBS ที่ 18%) และค่าเผื่อหนี้สงสัยจะสูญต่อสินเชื่อรวมจะลดลงเพราะไม่มีการตั้งสำรองพิเศษจากการปรับเปลี่ยนนโยบายบัญชี

KTC: ถ้าเราจะเติบโตในอัตราชะลอตัวลง แม้สินเชื่อและรายได้ค่าธรรมเนียมฟื้นตัวดีขึ้นเพราะภาวะเศรษฐกิจโดยรวมปรับตัวดีขึ้น แต่เราคาดว่ากำไรของ KTC จะเติบโตในอัตราชะลอตัวลงสู่ ~10% ในปี 2558 จาก 40% ในปี 2557 เนื่องจากเราคาดการณ์ถึงประสิทธิภาพการดำเนินงานที่ดีขึ้นในอัตราชะลอตัวลงอันเป็นผลมาจากการปรับโครงสร้างองค์กรที่เริ่มขึ้นในปี 2556 การปรับโครงสร้างองค์กรครั้งนี้ บริษัทได้มีการนำส่วนงานติดตามหนี้กลับมาทำเอง (จากเดิมที่จ้างดำเนินการ) ซึ่งช่วยให้บริษัทตั้งสำรองลดลงจากการติดตามหนี้ได้อย่างมีประสิทธิภาพมากขึ้น นอกจากนี้บริษัทยังดำเนินโครงการประหยัดต้นทุนที่ช่วยให้ค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานปรับลดลงด้วย เราคาดว่าต้นทุนทางการเงินของ KTC (ซึ่งได้รับประโยชน์จากอัตราดอกเบี้ยที่ลดลง) จะไม่ปรับลดลงอีกในปี 2558 เราคาดว่าอัตราขยายตัวของสินเชื่อจะฟื้นตัวขึ้นสู่ 8% ในปี 2558 จาก 5% ในปี 2557 เรายังคงประมาณการค่าเผื่อหนี้สงสัยจะสูญต่อสินเชื่อรวมไว้ที่ 9% ในปี 2558 เท่ากับระดับที่คาดการณ์ไว้ในปี 2557 ผลประกอบการของ KTC สร้างเซอร์ไพรส์เชิงบวก 2 ไตรมาสติดต่อกัน โดยเกิดจากการตั้งสำรองและค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานที่ลดลง อย่างไรก็ตาม บริษัทวางแผนที่จะทำการตลาดเชิงรุกมากขึ้นในงวดครึ่งหลังปี 57 ซึ่งเราคาดว่าจะส่งผลทำให้กำไรงวดครึ่งหลังปี 57 ลดลงจากงวดครึ่งแรกปี 57

AEONTS: คาดการณ์ผลประกอบการไตรมาส 3 ปีบัญชี 57 AEONTS พบว่า business turnover ฟื้นตัวดีขึ้นเล็กน้อย MoM ในเดือน ต.ค. และ พ.ย. อัตราการผิดนัดชำระหนี้ทำจุดสูงสุดในเดือน ก.ย. โดยอัตราส่วน NPL ต่อสินเชื่อรวมอยู่ที่ระดับ ~4% และหลังจากนั้นก็เริ่มปรับตัวลดลงในเดือน ต.ค. AEONTS ตั้งสำรองพิเศษเพื่อสะท้อนการเปลี่ยนนโยบายบัญชีมาใช้วิธีกันสำรองแบบรายกลุ่มสินเชื่อ (collective approach) ในไตรมาส 2 ปีบัญชี 57 และคาดว่าจะตั้งสำรองลดลงตั้งแต่ไตรมาส 3 ปีบัญชี 57 (21 ส.ค.-20 พ.ย.) อย่างไรก็ตาม เราคาดว่ากำไรไตรมาส 3 ปีบัญชี 57 จะลดลง QoQ เพราะไม่มีกำไรพิเศษจากการขายลูกหนี้ที่ตัดจำหน่ายแล้วเหมือนในไตรมาสก่อนหน้า

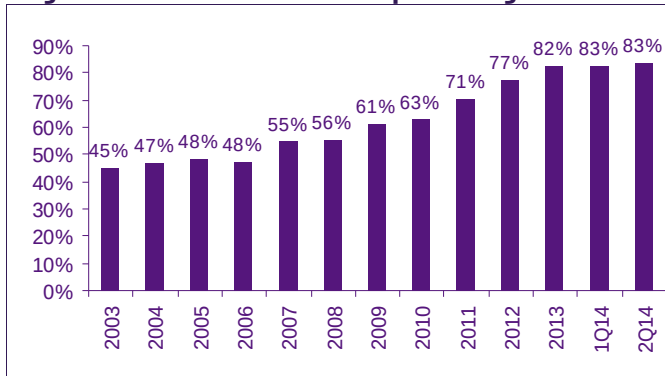
KTC: แนวโน้มไตรมาส 4/57 KTC คาดว่ากำไรไตรมาส 4/57 จะลดลง QoQ จากการจัดโปรโมชันการตลาดเชิงรุกมากขึ้นเพื่อกระตุ้นการใช้บัตรเครดิตในไตรมาส 4/57 ค่าเผื่อหนี้สงสัยจะสูญต่อสินเชื่อรวมน่าจะอยู่ในระดับทรงตัว QoQ ที่ 9% ต้นทุนทางการเงินปรับตัวลงสุดต่ำสุดแล้วที่ 4.55% ในไตรมาส 3/57 และคาดว่าจะทรงตัวในไตรมาส 4/57

ชอบ AEONTS มากกว่า KTC เรามองว่ากำไรของ AEONTS มีแนวโน้มเติบโตสูงกว่า KTC เพราะ AEONTS มีลูกค้าเป้าหมายเป็นกลุ่มผู้มีรายได้ต่ำในประเทศไทยที่ยังมีผู้เข้าไปเจาะตลาดน้อย และขยายธุรกิจไปยังกลุ่มประเทศ CLMV แต่ KTC มีลูกค้าเป้าหมายเป็นกลุ่มผู้มีรายได้ปานกลางถึงสูงซึ่งเป็นตลาดที่ถึงจุดอิ่มตัวแล้ว โดยเฉพาะตลาดบัตรเครดิตซึ่งมีการแข่งขันสูงจากธนาคารพาณิชย์

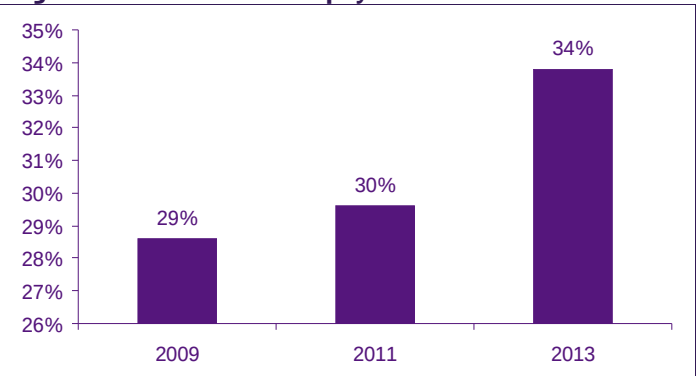
Valuation Summary

	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	106.50	130.0	26.0	10.6	10.2	8.6	48	4	18	3.0	2.5	2.1	31	27	27	3.8	3.9	4.6
KTC	Neutral	66.25	75.0	17.4	13.3	9.5	8.7	403	40	10	2.8	2.3	2.0	23	26	25	3.0	4.2	4.6
Average					12.0	9.9	8.7	226	22	14	2.9	2.4	2.0	27	27	26	3.4	4.1	4.6

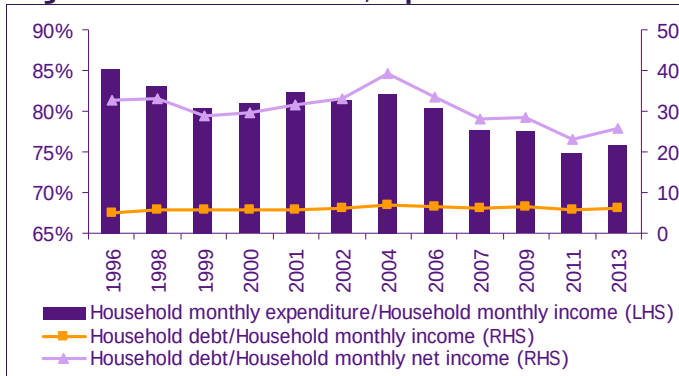
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: Household debt as a percentage of GDP

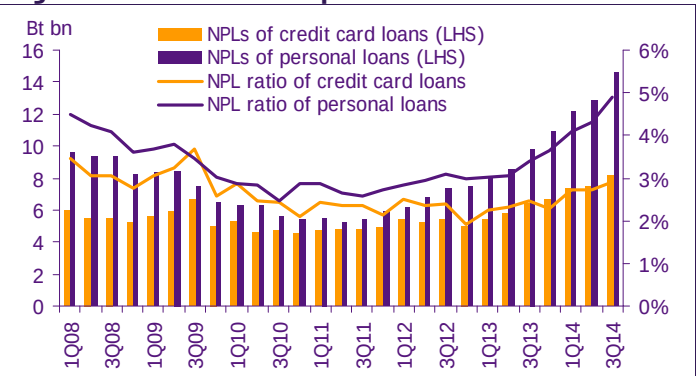
Source: SCB EIC, BoT and SCBS Investment Research

Figure 2: Household debt payments to income

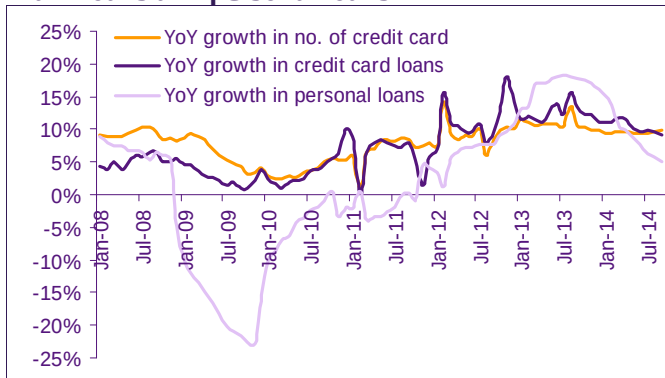
Source: BoT and SCBS Investment Research

Figure 3: Household income, expenditure and debt

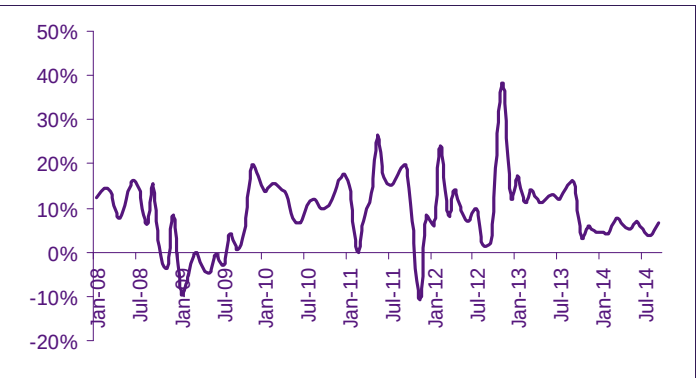
Source: BoT and SCBS Investment Research

Figure 4: Credit card and personal loan NPLs

Source: BoT and SCBS Investment Research

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

Source: BoT and SCBS Investment Research

Figure 6: YoY growth in monthly credit card spending

Source: Banks and SCBS Investment Research

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

ปี 2558 จะเป็นปีที่ดี

- เราเชื่อว่าปี 2558 จะเป็นปีที่ดีสำหรับกลุ่มการแพทย์ โดยได้รับปัจจัยหนุนจากเศรษฐกิจที่ปรับตัวดีขึ้นและพัฒนาการเชิงบวกของสถานการณ์การเมือง
- รายได้มีแนวโน้มเติบโตจากปริมาณผู้ป่วยที่เพิ่มขึ้นและการใช้จ่ายด้านสุขภาพที่สูงขึ้น
- BGH เป็น top pick ของเรา

สรุปผลการดำเนินงานไตรมาส 3/57 ในไตรมาส 3/57 BGH ยังคงเป็นบริษัทที่มีผลการดำเนินงานดีที่สุดในกลุ่มการแพทย์ เพราะกำไรปกติเพิ่มขึ้น YoY สูงที่สุดในกลุ่มการแพทย์ที่ 25% YoY (และ 29% QoQ) โดยได้รับปัจจัยหนุนจาก EBITDA margin ที่เพิ่มขึ้นจาก 20.9% ในไตรมาส 3/56 สู่ 22.3% ในไตรมาส 3/57 ซึ่งหลักๆ เกิดจากโครงการควบคุมต้นทุน กำไรปกติของ BH เพิ่มขึ้น 12% YoY (และ 22% QoQ) และสิ่งที่น่าสนใจ คือ ผู้ป่วยต่างชาติ (~60% ของรายได้ทั้งหมดของ BH) กลับคืนมาเพราะสถานการณ์การเมืองในประเทศไทยคลี่คลายไปในทางที่ดีขึ้น สำหรับ BCH กำไรของบริษัทออกมาแย่กว่าคาด โดยเกิดจากรายได้และ EBITDA margin ที่ต่ำกว่าคาด เนื่องจากโรงพยาบาลเกษมราษฎร์ ศรีบุรินทร์ ที่มีการยกเลิกการให้บริการผู้ป่วยประกันสังคม และรายได้ที่เพิ่มขึ้นจากบริการผู้ป่วยเงินสดยังไม่สามารถชดเชยรายได้ที่ลดลงจากบริการผู้ป่วยประกันสังคมได้ สะท้อนถึงความเสี่ยงขาดต่อประมาณการกำไรของ BCH

ปี 2558 จะเป็นปีที่ดี ผลการดำเนินงานไตรมาส 4/57 ของหุ้นกลุ่มการแพทย์มีแนวโน้มอ่อนตัวลง QoQ โดยมีสาเหตุมาจากผลกระทบฤดูกาลจากรายได้บริการผู้ป่วยที่ลดลงและการปรับปรุงบัญชีตอนสิ้นปี ขณะที่ในอนาคต เราเชื่อว่าปี 2558 จะเป็นปีที่ดีอีกปีหนึ่งของกลุ่มการแพทย์ โดยได้รับปัจจัยหนุนจากภาพรวมที่เป็นบวก ได้แก่ เศรษฐกิจที่ปรับตัวดีขึ้น และพัฒนาการเชิงบวกของสถานการณ์การเมืองในประเทศไทยที่จะช่วยกระตุ้นรายได้จากกิจการโรงพยาบาลให้ปรับตัวเพิ่มขึ้น

สำหรับช่วง 9 เดือนแรกปี 57 รายได้จากกิจการโรงพยาบาลปรับตัวเพิ่มขึ้น 8% YoY ซึ่งเป็นอัตราเติบโตที่ชะลอตัวลงเมื่อเทียบกับอัตราเติบโตราว 15% ในระหว่างปี 2554-56 โดยมีสาเหตุมาจากปัจจัยลบ เช่น เศรษฐกิจชะลอตัว (ส่งผลทำให้มีการเลื่อนการเข้ารับการรักษาพยาบาลโรคที่ไม่รุนแรงออกไป) และสถานการณ์ความไม่สงบทางการเมืองตอนปลายปี 2556 ถึงงวดครึ่งแรกปี 57 (ส่งผลกระทบต่อผู้ป่วยต่างชาติที่เดินทางเข้ามา) กำไรที่เพิ่มขึ้นหลักๆ ได้รับปัจจัยหนุนจากอัตรากำไรที่เพิ่มขึ้นจากโครงการควบคุมต้นทุน

สำหรับปี 2558 เราเชื่อว่ารายได้ที่เติบโตเพิ่มขึ้นจะเป็นปัจจัยสำคัญที่ช่วยสนับสนุนกลุ่มการแพทย์ ด้วยมุมมองที่ว่าเศรษฐกิจจะปรับตัวดีขึ้นในปี 2558 ประกอบกับภาพรวมประเทศไทยที่ดีขึ้นดังเห็นได้จากนักท่องเที่ยวต่างชาติที่กลับเข้ามาในประเทศไทยโดยเพิ่มขึ้น 6% YoY เติบโตเป็นบวกครั้งแรกหลังจากหดตัวลงมาตั้งแต่เดือน ก.พ. 2557 รายได้จึงมีแนวโน้มที่จะปรับตัวเพิ่มขึ้นโดยเกิดจากปริมาณผู้ป่วยที่เพิ่มขึ้นทั้งคนไทยและต่างชาติ พร้อมกับการใช้จ่ายด้านสุขภาพที่สูงขึ้น

สมควรซื้อขายที่ valuation ระดับสูง BGH เป็น top pick ราคาหุ้นกลุ่มการแพทย์ปรับตัวขึ้นมาอย่างมาก YTD; โดย BH +69%, BGH +59%, และ BCH +50% และหุ้นเหล่านี้ก็ซื้อขายที่ valuation ระดับสูงที่ PE ปี 2558 ระดับ 36 เท่าสำหรับ BH, 32 เท่าสำหรับ BGH, และ 24 เท่าสำหรับ BCH เราเชื่อว่าหุ้นกลุ่มการแพทย์สมควรซื้อขายที่ valuation ระดับสูง เพราะมีปัจจัยพื้นฐานที่ดี คือ ผลการดำเนินงานแข็งแกร่ง เพราะโรงพยาบาลเหล่านี้สามารถรายงานกำไรเพิ่มขึ้น YoY ได้ ทั้งๆ ที่เศรษฐกิจชะลอตัว และเกิดสถานการณ์ความไม่สงบทางการเมือง เนื่องจากบริการทางการแพทย์เป็นสิ่งจำเป็น BGH เป็นหุ้น top pick ของเรา เนื่องจากกำไรมีแนวโน้มเติบโตได้ดีในระยะยาว โดยได้รับปัจจัยหนุนจากเครือข่ายโรงพยาบาลขนาดใหญ่ครอบคลุมบริการทางการแพทย์ทุกประเภทและผู้ป่วยทุกกลุ่ม แนวโน้ม upside ของกำไรจะมาจากการเข้าซื้อและควบรวมกิจการ

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	9.05	9.5	6.7	38.6	28.3	23.9	(36)	37	18	5.0	5.2	4.7	14	18	21	1.8	1.8	2.1	15.6	15.0	10.6
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	148.00	110.0	(24.4)	43.7	39.3	36.0	35	11	9	13.4	12.2	10.7	27	27	27	1.3	1.3	1.4	26.2	23.1	20.9
Average					43.2	35.5	30.5	2	23	17	8.4	7.8	6.9	19	21	22	1.3	1.4	1.6	23.1	20.6	17.1

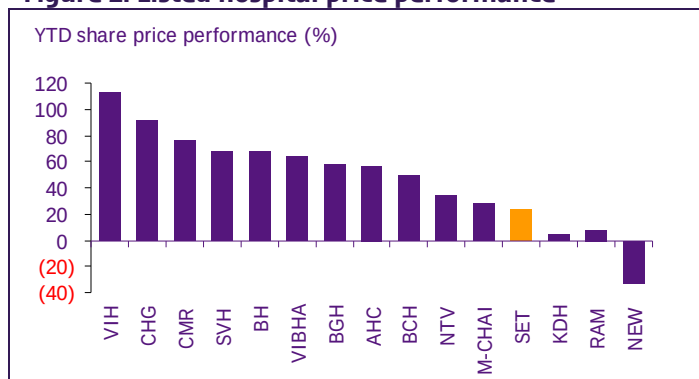
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: 3Q14 earnings review

	Core earnings (Bt mn)					Growth	
	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14	3Q14	% YoY	% QoQ
BCH	167	133	139	110	128	(23.4)	16.2
BGH	1,549	1,400	2,075	1,501	1,928	24.5	28.5
BH	681	617	630	621	760	11.6	22.4
Sector	2,397	2,150	2,844	2,232	2,816	17.5	26.2

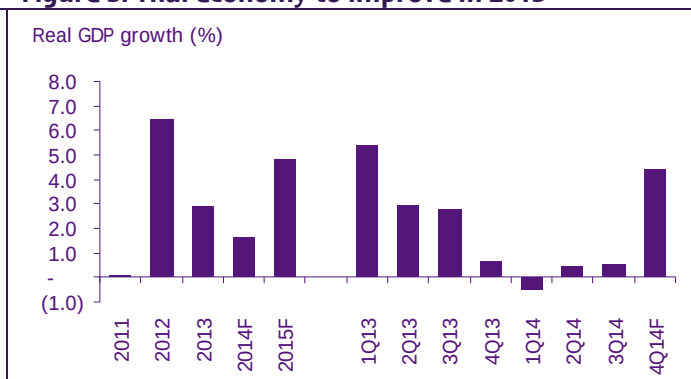
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 2: Listed hospital price performance



Source: SET and SCBS Investment Research

Figure 3: Thai economy to improve in 2015



Source: SCB EIC, NESDB and SCBS Investment Research

Figure 4: Thai tourism is recovering

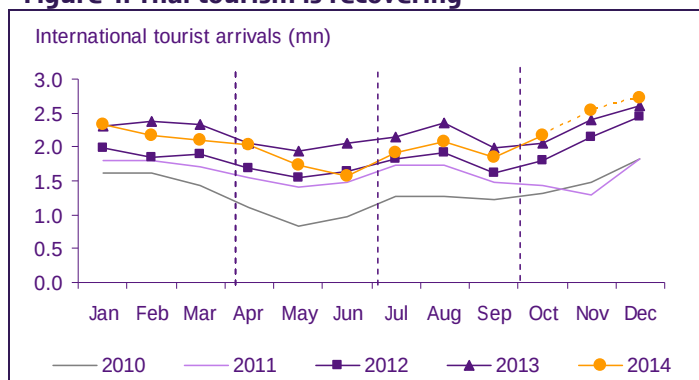
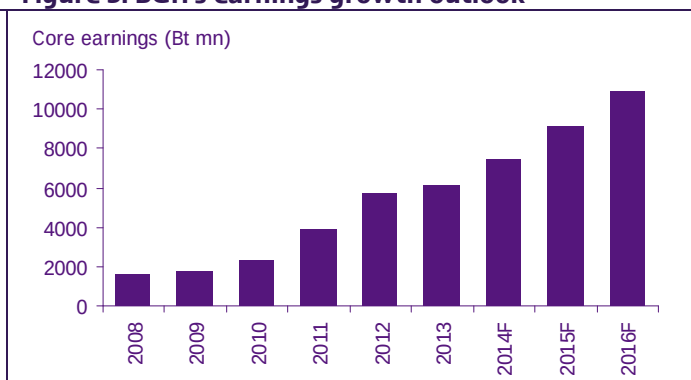
Source: Tourism Authority of Thailand and SCBS Investment Research
Nov-Dec 14 is SCBS forecast

Figure 5: BGH's earnings growth outlook



Source: SCBS Investment Research

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	682	38.2	30.3	26.8	3	26	13	27.0	5.2	4.8	4.5	1.5	1.9	2.1	15	17	18	18.8	16.2	14.3
Bangkok Dusit Medical	Thailand	8,707	39.2	32.8	28.3	17	19	16	22.1	6.3	5.6	5.1	1.2	1.4	1.6	17	18	19	24.6	21.0	18.6
Bumrungrad Hospital	Thailand	3,221	40.8	34.7	29.8	4	18	16	10.2	9.8	8.5	7.4	1.3	1.6	1.8	27	28	28	24.2	20.8	18.3
Chularat Hospital	Thailand	642	41.4	35.8	31.0	12	16	16	14.1	7.4	6.8	6.3	1.5	1.7	1.9	19	20	21	27.5	23.1	20.1
Srivichai Vejvivat PCL	Thailand	117	62.3	57.1	n.m.	7	9	n.m.	7.9	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	642	31.1	28.8	26.0	16	8	11	12.1	3.1	2.9	2.6	1.6	1.7	1.9	11	10	11	16.8	15.0	13.1
IHH Healthcare Bhd	Malaysia	117	51.8	41.7	33.2	22	24	25	23.2	2.1	2.1	2.0	0.3	0.4	0.6	4	5	6	22.6	19.4	16.5
Raffles Medical Group	Singapore	1,124	31.5	28.2	24.3	(20)	11	16	(5.8)	4.2	3.8	3.4	1.4	1.4	1.6	14	14	15	23.7	20.9	17.5
Apollo Hospitals Enterpris	India	11,660	44.2	36.5	29.9	10	21	22	15.4	5.1	4.7	4.2	0.5	0.6	0.7	12	13	14	22.5	18.9	15.9
Ramsay Health Care	Australia	1,677	28.9	25.1	22.1	22	15	13	18.6	6.2	5.6	5.0	1.8	2.1	2.4	21	22	22	13.2	10.5	9.5
Ryman Healthcare	New Zealand	2,613	27.2	22.8	19.6	20	19	17	19.5	4.0	3.5	3.2	1.6	1.9	2.2	14	14	14	23.4	20.6	17.3
Ryman Healthcare	New Zealand	9,133	16.0	15.3	16.4	9	5	(7)	6.7	1.2	1.2	1.1	2.6	2.6	2.6	6	6	5	7.7	7.4	7.1
Average			37.7	32.4	26.1	10	16	14	14.2	5.0	4.5	4.1	1.4	1.6	1.8	14	15	16	20.5	17.6	15.3

Source: Bloomberg and SCBS Investment Research

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

โครงการที่ได้รับอนุมัติจากบีโอไอบีแวนัมเพิ่มขึ้น

- ยอดขายที่ดินชะลอตัวในไตรมาส 3/57 แต่จะดีขึ้นในไตรมาส 4/57 จากการขายที่ดินล็อตใหญ่
- ปี 2558: การฟื้นตัวของบีโอไอจะกระตุ้นอุปสงค์ที่ดินนิคมอุตสาหกรรมเพิ่มขึ้น 20%
- ปัจจัยกระตุ้นที่สำคัญ: การขยายกำลังการผลิตรถยนต์ และการย้ายฐานการผลิตของประเทศอุตสาหกรรมหลัก ๆ, ฮอนด้าเปิดสายการผลิตใหม่เร็วขึ้น, กบป๋อไอใหม่ส่งผลดีต่อโรงงานที่ตั้งอยู่ในนิคมอุตสาหกรรม, อินโดนีเซียที่เป็นคู่แข่งสำคัญอยู่ในสถานะที่อ่อนแอ
- ปัจจัยเสี่ยง/ความกังวล: การปฏิรูปภาษีที่ยังไม่ได้ข้อสรุป และและค่าเช่าในการเจรจา FTA กับอียูและสหรัฐฯ
- Top pick: AMATA เพราะเป็นหุ้น laggard play

ยอดขายที่ดินชะลอตัวในไตรมาส 3/57 ยอดขายที่ดินมีจำนวน 369 ไร่ในไตรมาส 3/57 ลดลง 70% YoY และ 16% QoQ ส่วนแบ่งตลาดของ HEMRAJ อยู่ที่ 61% และ AMATA อยู่ที่ 33% ส่งผลทำให้ยอดขายที่ดินในช่วง 9 เดือนแรกปี 57 อยู่ที่ 1,018 ไร่ ลดลง 70% YoY คิดเป็น 44% ของประมาณการยอดขายที่ดินปี 2557 ที่เราปรับใหม่เป็น 2,300 ไร่หลังจาก HEMRAJ ปรับเป้ายอดขายที่ดินของบริษัท ลดลงจาก 1,200 ไร่ สู่ 800 ไร่ ผลประกอบการมีทั้งดีและแย่กว่าคาด AMATA รายงานกำไรสูงกว่าที่เราคาด เพราะโอนกรรมสิทธิ์ที่ดินสูงกว่าคาด แต่ HEMRAJ กับ ROJNA รายงานกำไรต่ำกว่าคาด เพราะโอนกรรมสิทธิ์ที่ดินน้อยกว่าคาด TICON รายงานผลประกอบการที่น่าผิดหวังเพราะรายได้จากการบริหารต่ำกว่าคาด และ WHA รายงานผลประกอบการที่น่าผิดหวัง เพราะดอกเบี้ยจ่ายสูงกว่าคาดและมีส่วนแบ่งขาดทุนจากอาคารสำนักงาน SJ Infinite I

มีแนวโน้มที่ดินเพิ่มขึ้นในไตรมาส 4/57 ยอดขายที่ดินจะเพิ่มขึ้น QoQ โดยได้รับปัจจัยหนุนจากการขายที่ดินล็อตใหญ่ของ AMATA กำไรของ AMATA และ HEMRAJ น่าจะดีขึ้น QoQ โดยเกิดจากการโอนกรรมสิทธิ์ที่ดินเพิ่มขึ้น แต่กำไรของ ROJNA จะอยู่ในระดับทรงตัว เพราะการโอนกรรมสิทธิ์ที่ดินลดลงจะถูกชดเชยด้วยส่วนแบ่งกำไรที่เพิ่มขึ้นจาก TICON ส่วนกำไรของ TICON และ WHA จะเพิ่มขึ้นก้าวกระโดดโดยได้รับปัจจัยหนุนจากการขายสินทรัพย์

บีโอไออนุมัติโครงการลงทุนเพิ่มขึ้นถึง 10 เท่า อุปสงค์ที่ดินอุตสาหกรรมของไทยได้รับผลกระทบอย่างหนักจากวิกฤตการณ์เมือง แต่ฟื้นตัวดีขึ้นอย่างมากนับตั้งแต่รัฐประหาร ยอดอนุมัติโครงการลงทุนของบีโอไอปรับเพิ่มขึ้นถึง 10 เท่า จาก 5.10 หมื่นล้านบาทในเดือน ม.ค.-พ.ค. สู่ 5.55 แสนล้านบาทในเดือน มิ.ย.-พ.ย. ส่งผลให้ยอดอนุมัติโครงการลงทุน YTD มีจำนวนกว่า 6 แสนล้านบาท รัฐบาลตั้งเป้าอนุมัติโครงการลงทุน 7 แสนล้านบาทโดยอิงกับยอดขอรับส่งเสริมการลงทุนที่มีอยู่ ทั้งนี้ในอดีตที่ผ่านมา ยอดอนุมัติโครงการลงทุนของบีโอไอเป็นเครื่องชี้หน้าที่สำหรับยอดขายที่ดินอุตสาหกรรม (correlation 79%) เราคาดว่ายอดขายที่ดินอุตสาหกรรมจะเติบโต 20% สู่ 2,760 ไร่ในปีหน้า

โอกาสในอนาคต กลุ่มยานยนต์ยังคงเป็นปัจจัยสำคัญที่จะช่วยกระตุ้นให้อุปสงค์ที่ดินอุตสาหกรรมของประเทศไทยปรับตัวเพิ่มขึ้น เราเห็นปัจจัยหลายอย่างที่จะสนับสนุนอุปสงค์ที่ดินอุตสาหกรรมในอนาคต ได้แก่ 1) การขยายกำลังการผลิตรถยนต์ และการย้ายฐานการผลิตของญี่ปุ่น ออสเตรเลีย สหรัฐฯ จีน และประเทศอื่นๆ โดยได้รับแรงผลักดันจากต้นทุน โครงสร้างพื้นฐาน และการเข้าถึงตลาดอาเซียน 2) การเดินทางโครงการอีโคคาร์เฟส 2 ทำให้มีอุปสงค์ที่ดินอุตสาหกรรมจากผู้ผลิตรายใหม่และการขยายกำลังการผลิตของบริษัทผลิตชิ้นส่วนรถยนต์ 3) ฮอนด้าจะเปิดสายการผลิตใหม่กลางปี 2558 แทนกำหนดการเดิมในปี 2559 ซึ่งหมายความว่าจะมีการขยายกำลังการผลิตของบริษัทผลิตชิ้นส่วนรถยนต์ในเร็วๆ นี้

ปัจจัยเสี่ยง-ความกังวล ความกังวลเกี่ยวกับการปฏิรูปภาษีที่ยังไม่ได้ข้อสรุป และความล่าช้าในการเจรจา FTA กับยุโรปและสหรัฐฯ อาจส่งผลทำให้นักลงทุนเลื่อนการตัดสินใจลงทุนออกไป

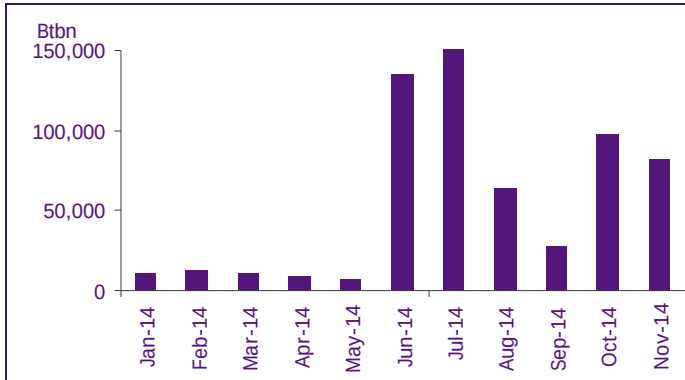
Top pick – AMATA เราเลือก AMATA เพราะเป็นหุ้น laggard play โดยตั้งแต่วันที่ 2557 ถึงปัจจุบันราคาหุ้น AMATA ปรับตัวเพิ่มขึ้นแต่น้อยกว่าการปรับขึ้นของ SET อยู่ 8% และ HEMRAJ ถึง 37% นอกจากนี้ AMATA ก็มีที่ดินอยู่จำนวนมาก 8,575 ไร่เพื่อตอบสนองอุปสงค์ของภาคอุตสาหกรรม และยอดขายที่ดินรอรับรายได้จำนวน 4.6 พันล้านบาทจะช่วยสนับสนุนให้กำไรเติบโตในปีหน้า

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	15.10	20.0	35.3	10.6	13.8	11.3	1	(23)	22	1.6	1.5	1.4	16	11	13	3.7	2.8	3.5	7.8	10.4	9.5
HEMRAJ	Neutral	4.32	4.6	9.7	15.6	11.8	14.9	21	32	(20)	2.9	2.5	2.3	21	23	16	3.9	3.2	2.5	10.8	13.0	13.1
ROJNA	Neutral	7.35	7.3	5.3	n.m.	9.1	26.0	n.m.	n.m.	(65)	1.1	1.0	1.0	(9)	11	4	3.0	6.0	2.1	23.6	8.9	19.3
TICON	Neutral	19.70	20.0	6.0	12.6	13.0	13.1	(4)	(3)	(1)	2.1	1.6	1.7	17	15	13	5.1	4.5	4.9	14.6	17.7	17.3
WHA	Buy	36.25	40.0	12.5	23.9	22.6	18.9	288	6	19	8.4	7.0	5.9	42	34	34	2.1	2.2	2.6	19.3	19.5	16.5
Average					15.7	14.1	16.8	76	3	(9)	3.2	2.7	2.5	17	19	16	3.6	3.7	3.1	15.2	13.9	15.1

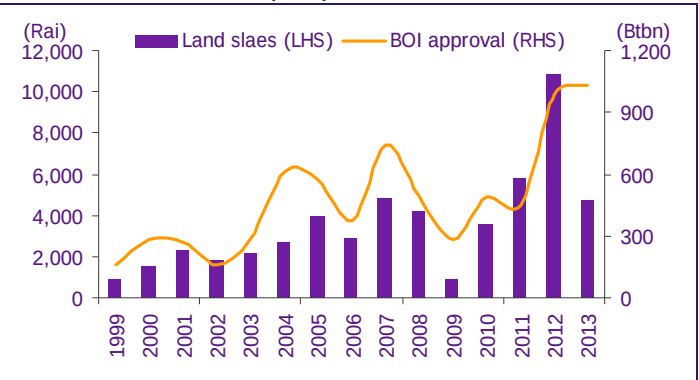
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: BoI approvals getting back on track



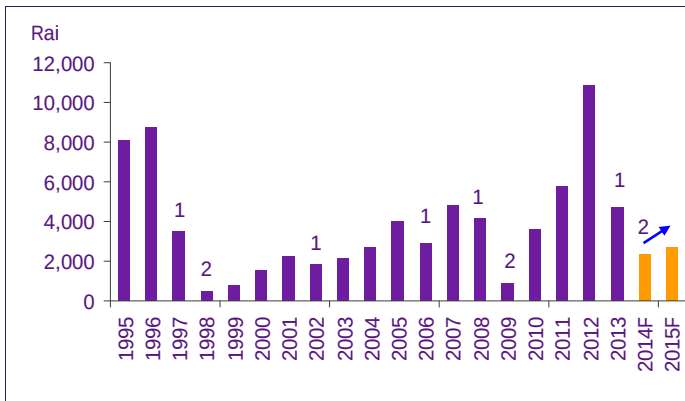
Source: BoI

Figure 2: Good correlation between BoI approvals and industrial land sales (79%)



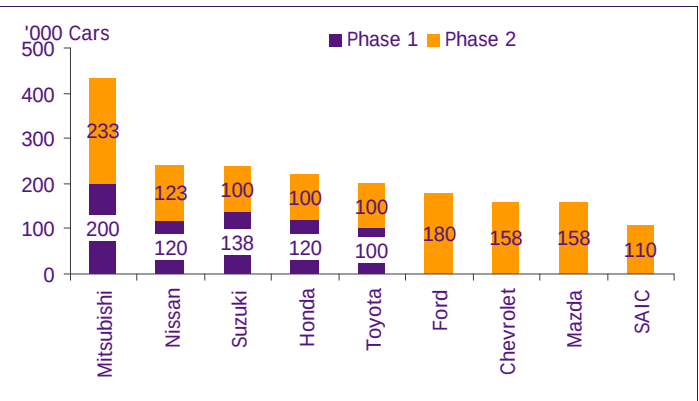
Source: BoI, CBRE

Figure 3: Industrial land sales cycle: up 4 years, down 1-2 years



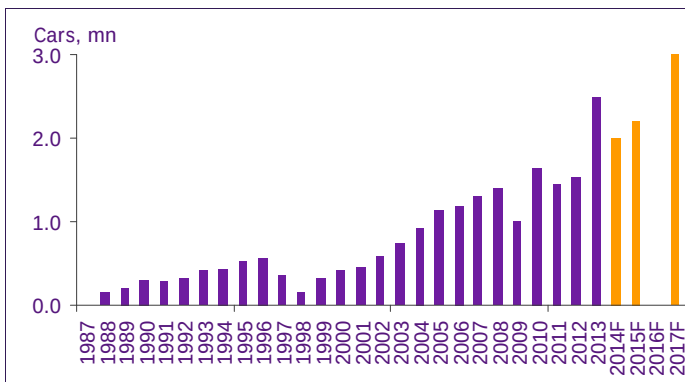
Source: CBRE

Figure 4: Eco car phase 1 & 2



Source: BoI

Figure 5: Thai auto production



Source: FTI, SCBS Investment Research

Figure 6: Map of basic infrastructure sites and IEs in and around Bangkok



Source: BoI

ยอดขายที่ดินจะฟื้นตัวดีขึ้นในปี 2558 ยอดอนุมัติโครงการลงทุนของบีโอไอปรับเพิ่มขึ้นอย่างมากจากระดับต่ำเพียง 5.06 หมื่นล้านบาทในเดือน ม.ค.-พ.ค. สู่ 5.58 แสนล้านบาทในเดือน มิ.ย.-พ.ย. ซึ่งเรามองว่าเป็นเครื่องชี้สำหรับยอดขายที่ดินอุตสาหกรรมในอนาคต เนื่องจากยอดอนุมัติโครงการลงทุนของบีโอไอกับยอดขายที่ดินอุตสาหกรรมมีค่า correlation อยู่ที่ 79% นอกจากนี้เราก็คาดว่ายอดขายที่ดินจะเข้าสู่วัฏจักรขาขึ้นในปีหน้า เนื่องจากข้อมูลในอดีตชี้ให้เห็นว่าวัฏจักรขาลงมีระยะเวลาเพียง 1-2 ปี ในขณะที่วัฏจักรขาขึ้นมีระยะเวลา 4 ปี เนื่องจากปี 2557 จะเป็นปีที่สองที่ยอดขายที่ดินปรับตัวลดลง ดังนั้นเมื่ออ้างอิงกับข้อมูลในอดีตชี้ให้เห็นว่ายอดขายที่ดินจะกลับเข้าสู่วัฏจักรขาขึ้นในปีหน้า เราคาดว่ายอดขายที่ดินอุตสาหกรรมทั้งหมดจะเติบโต 20% สู่ 2,760 ไร่ในปีหน้า

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

แนะนำ switch ไปยัง THRE

- **THRE** น่าจะรายงานผลการดำเนินงานที่ฟื้นตัวตั้งแต่ไตรมาส 4/57 หลังจากตั้งสำรองค่าสินไหมทดแทนน้ำท่วมเป็นครั้งสุดท้ายในไตรมาส 3/57 และแรงกดดันในการเพิ่มทุนจะลดน้อยลงหลังขายหุ้น 9.2% ใน THREL
- **BLA** จะขยายเบี้ยประกันได้น้อยลงเพราะสภาพแวดล้อมทางการแข่งขันเป็นบวกลดน้อยลงเนื่องจากผลตอบแทนพันธบัตรลดลงและธนาคารหันมาแข่งขันระดมเงินฝากมากขึ้น
- **THREL** จะสามารถขยายเบี้ยประกันได้ดี แต่อัตรากำไรจะผันผวนมากขึ้น
- **ชอบ THRE** มากที่สุด เพราะผลการดำเนินงานจะฟื้นตัวหลังเคลียร์ค่าสินไหมทดแทนน้ำท่วมหมดในไตรมาส 3/57

THRE: ผลการดำเนินงานจะฟื้นตัวดีขึ้น และแรงกดดันในการเพิ่มทุนจะลดน้อยลง หลังจากตั้งสำรองค่าสินไหมทดแทนน้ำท่วมครั้งสุดท้ายในไตรมาส 3/57 ผลการดำเนินงานของ THRE น่าจะฟื้นตัวในไตรมาส 4/57 และปี 2558 การเคลียร์ค่าสินไหมทดแทนน้ำท่วมหมดจะเปิดโอกาสให้ THRE กลับมาเน้นขยายเบี้ยประกัน บริษัทวางแผนขยายเบี้ยประกันวินาศภัยสู่ระดับที่เติบโต >10% ในปี 2558 จาก 6% ในปี 2557 โดยจะเน้นไปที่ผลิตภัณฑ์รายบุคคล โดยเฉพาะอย่างยิ่งประกันสุขภาพและประกันรถยนต์ บริษัทยังคงเป้าเบี้ยประกันชีวิตเติบโตสูงถึง 20% ในปี 2558 เราคาดว่าเบี้ยประกันรับสุทธิจะเติบโตเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องจาก 9% ในปี 2557 สู่ 13% ในปี 2558 THRE คาดว่า S&P จะปรับอันดับความน่าเชื่อถือของบริษัทเพิ่มขึ้นหลังจากเพิ่มทุนและตั้งสำรองค่าสินไหมทดแทนน้ำท่วมเสร็จ ทั้งนี้หลังจากเกิดเหตุการณ์น้ำท่วมในปี 2554 S&P ได้ปรับลดอันดับความน่าเชื่อถือของ THRE ลงสู่ BBB+ ต่ำกว่าระดับ 'A' ที่กำหนดไว้สำหรับบริษัทที่รับประกันภัยต่อ ส่งผลทำให้ THRE สูญเสียรายได้เบี้ยประกันจากลูกค้าต่างชาติไป ~800 ล้านบาท THRE คาดว่าจะได้รับอันดับความน่าเชื่อถือ 'A' กลับคืนมาในปี 2559 ซึ่งจะเปิดโอกาสให้บริษัทมีลูกค้าต่างชาติได้อีกครั้ง ในไตรมาส 4/57 THRE จะบันทึกกำไรก่อนภาษีจำนวน 754 ล้านบาท (603 ล้านบาทหลังภาษี, 0.14 บาท/หุ้น) จากการขายหุ้น 9.17% ใน THREL ซึ่งจะช่วยลดแรงกดดันในการเพิ่มทุน

THREL: ความเสี่ยง downside จากอัตรากำไรที่ผันผวน เราคาดว่าเบี้ยประกันรับสุทธิจะเติบโตในระดับที่แข็งแกร่งอย่างต่อเนื่องที่ 20% ในไตรมาส 4/57 และปี 2558 combined ratio มีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้นในช่วง 4 ไตรมาสที่ผ่านมา โดยหลักๆ เกิดจาก commission ratio ในขณะที่ loss ratio ค่อนข้างผันผวน ดังนั้นเราจึงเล็งเห็นความเสี่ยง downside จาก combined ratio ที่ผันผวน ทั้ง loss ratio และ commission ratio

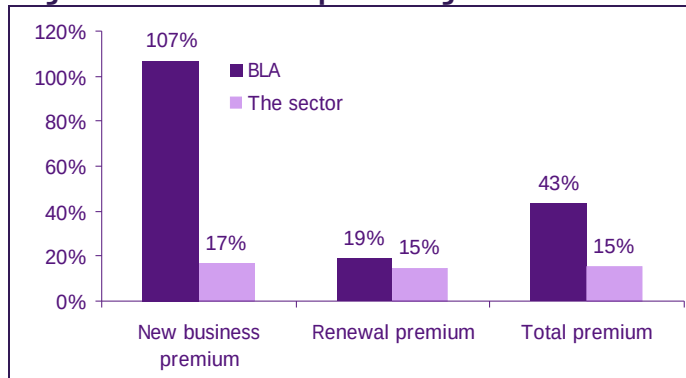
BLA: สภาพแวดล้อมเอื้อต่อการขยายเบี้ยประกันรับรายได้ใหม่ลดลง ผลตอบแทนพันธบัตรที่ลดลงพร้อมๆ กับการแข่งขันระดมเงินฝากเพิ่มมากขึ้นทำให้บริษัทประกันชีวิตออกผลิตภัณฑ์ประเภทออมทรัพย์ที่ให้อัตรากำไรดีได้ยากมากขึ้นในไตรมาส 4/57 ส่งผลทำให้ BLA เน้นผลิตภัณฑ์ประเภทคุ้มครองชีวิตเพิ่มมากขึ้นในไตรมาส 4/57 โดยบริษัทกำลังขยายผลิตภัณฑ์บำนาญแบบยืดหยุ่นที่เรียกว่า "บีแอลเอ พร้อมเกษียณ" (BLA Unit Pension) บริษัทยังคงตั้งเป้าไปเพิ่มส่วนแบ่งตลาดอย่างต่อเนื่องในปี 2558 แต่เพื่อให้บรรลุเป้าหมายดังกล่าวบริษัทจะต้องออกผลิตภัณฑ์แบบออมทรัพย์ระยะสั้นที่ให้อัตรากำไรต่ำเพิ่มมากขึ้น เรามีแนวโน้มที่จะปรับประมาณการเบี้ยประกันรับทั้งหมดของ BLA ลดลงจากที่คาดการณ์ไว้ว่าจะเติบโต 39% (เบี้ยประกันรับรายได้โต 100%) ในปี 2557 และ 10% (เบี้ยประกันรับรายได้โต 4%) ในปี 2558 แม้ผลตอบแทนพันธบัตร QTD ซึ่งให้เห็นว่า BLA มีแนวโน้มที่ยังคงตั้งเงินสำรองประกันชีวิตพิเศษในระดับสูงในไตรมาส 4/57 (เทียบกับ 2.2 พันล้านบาทในไตรมาส 3/57) เพื่อสะท้อนผลตอบแทนพันธบัตรที่ลดลง แต่น่าจะได้รับการชดเชยจากการปรับลดเงินสำรองประกันชีวิตลงครั้งเดียวจากการปรับสมมติฐานในการคำนวณเงินสำรองประกันชีวิตลดลงเพื่อสะท้อนตัวเลขจริงที่ดีกว่าคาด

แนะนำ switch จาก BLA และ THREL ที่ราคาหุ้นแพง มายัง THRE ที่มีประเด็นผลการดำเนินงานที่ฟื้นตัว เราแนะนำนักลงทุนให้ switch จาก BLA และ THREL มายัง THRE เราชอบ THRE มากกว่าบริษัทประกันอีก 2 แห่งในการวิเคราะห์ของเรา เพราะ: 1) ผลการดำเนินงานจะฟื้นตัวขึ้นหลังจากเคลียร์ค่าสินไหมทดแทนน้ำท่วมหมดและความกังวลเกี่ยวกับการเพิ่มทุนหมดไป; 2) เบี้ยประกันมีแนวโน้มเติบโตเพิ่มมากขึ้นเพราะเศรษฐกิจฟื้นตัว ยอดขายรถยนต์ในประเทศปรับตัวเพิ่มขึ้น และความต้องการทำประกันสุขภาพมีมากขึ้นจากการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างประชากร; และ 3) upside ในระยะยาวจากการปรับเพิ่มอันดับความน่าเชื่อถือโดย S&P ซึ่งจะเปิดโอกาสให้บริษัทกลับเข้าสู่ตลาดรับประกันภัยต่อในต่างประเทศได้อีกครั้ง เราเชื่อว่าบริษัทประกันชีวิตทั้งสองแห่งในการวิเคราะห์ของเรามี valuation ที่แพงแล้ว

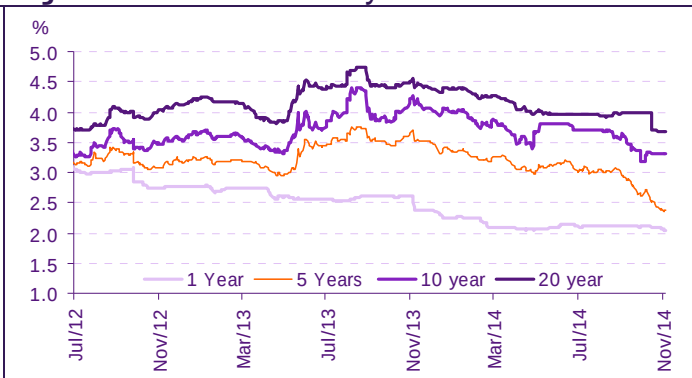
Valuation Summary

	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	56.50	45.0	(20.1)	21.9	74.5	21.5	33	(71)	247	4.3	4.0	3.4	21	6	17	1.6	0.3	0.9
THRE	Buy	3.34	4.0	19.8	n.m.	n.m.	13.1	36	75	n.m.	4.1	3.2	2.5	(89)	(23)	22	0.0	0.0	0.0
THREL	Neutral	14.50	16.0	13.1	22.7	25.2	21.3	44	(10)	19	8.0	7.5	6.5	42	31	33	3.1	2.8	3.3
Average					21.9	74.5	17.3	34	2	247	4.2	3.6	2.9	(34)	(9)	19	0.8	0.1	0.5

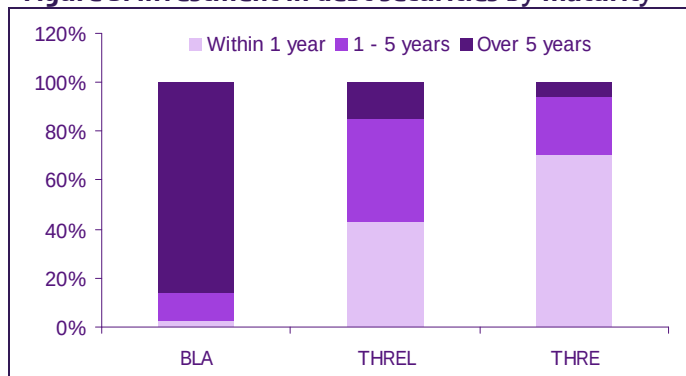
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: Life insurance premium growth for 9M14

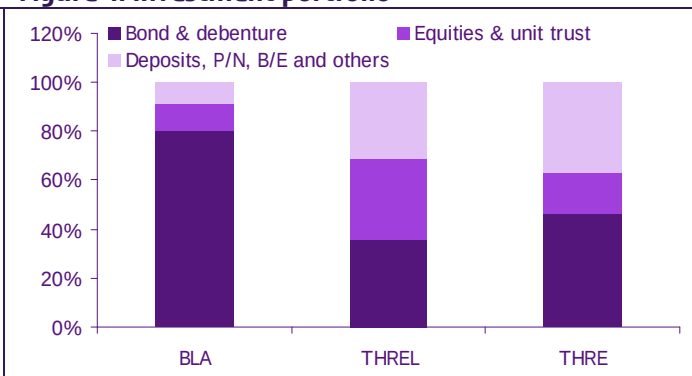
Source: The Thai Life Assurance Association and SCBS Investment Research

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

เกมที่มีพู่ชนะกับพู่แพ้

- เริ่มเห็นส่วนแบ่งตลาดโยกจากผู้ประกอบการสถานีโทรทัศน์รายเดิมมายังผู้ประกอบการทีวีดิจิทัล
- ผู้สูญเสียรายใหญ่ คือ ช่อง 5 และโมเดิร์นไนน์ ขณะที่ BEC ยังปลอดภัย
- ชอบ MAJOR มากที่สุด

สรุปผลการดำเนินงานไตรมาส 3/57 ผลการดำเนินงานของบริษัทในกลุ่มสื่อทำให้เราและตลาดผิดหวังอย่างต่อเนื่อง ความผิดหวังหลักๆ เกิดจากผู้ประกอบการสถานีโทรทัศน์ในระบบอนาล็อกอย่าง MCOT กำไรไตรมาส 3/57 ของ MCOT ลดลงถึง 45% QoQ และ 76% YoY ในขณะที่กำไรไตรมาส 3/57 ของ BEC ลดลง 8% QoQ และ 22% YoY โดยมีสาเหตุหลักๆ มาจากการใช้จ่ายโฆษณาลดลงเพราะเศรษฐกิจชะลอตัว, การแข่งขันรุนแรงมากขึ้นจากผู้ประกอบการทีวีดิจิทัลรายใหม่, และขาดทุนจำนวนมากจากธุรกิจทีวีดิจิทัล (DDTV) อันเป็นผลมาจากการปรับเปลี่ยนระบบโทรทัศน์เป็นดิจิทัลได้ช้า เพราะคณะกรรมการกิจการกระจายเสียง กิจการโทรทัศน์ และกิจการโทรคมนาคมแห่งชาติ (กสทช.) แจกใบอนุญาตรับสัญญาณทีวีดิจิทัลช้า ดังนั้น SCBS และตลาดจึงปรับประมาณการกำไรของหุ้นกลุ่มนี้ลดลงอย่างต่อเนื่อง ในอนาคตอาจจะมีการปรับประมาณการกำไรลดลงอีก แต่เราคาดว่า จะเกิดขึ้นเฉพาะบริษัทที่กำลังเสียส่วนแบ่งตลาดให้กับผู้ประกอบการทีวีดิจิทัล

ช่อง 5 และโมเดิร์นไนน์อยู่ในขาลง หลังจากโทรทัศน์ในระบบดิจิทัลเริ่มออกอากาศได้เพียง 6 เดือน ส่วนแบ่งตลาดของช่องทีวีดิจิทัลก็ปรับเพิ่มขึ้นจากระดับเพียง 8.94% ในเดือน เม.ย. สู่ 15.5% ในเดือน ก.ย. ในขณะที่ส่วนแบ่งตลาดของช่องทีวีระบบอนาล็อกปรับตัวลดลงจาก 91.06% ในเดือน เม.ย. สู่ 84.5% ในเดือน ก.ย. ในแง่ผู้ชม จำนวนผู้ชมทีวีดิจิทัลปรับเพิ่มขึ้นจาก 425,000 รายในเดือน เม.ย. สู่ 831,000 รายในเดือน ก.ย. ความนิยมเพิ่มมากขึ้นในทีวีดิจิทัลเป็นผลมาจากรายการที่น่าสนใจของผู้ประกอบการทีวีดิจิทัลบางราย, การแจกใบอนุญาตรับสัญญาณทีวีดิจิทัล, และการที่ช่อง 3 (BEC) ตัดสินใจออกอากาศแบบคู่ขนาน ความนิยมเพิ่มมากขึ้นในทีวีดิจิทัลส่งผลทำให้เกิดการโยกส่วนแบ่งตลาดจากผู้ประกอบการสถานีโทรทัศน์รายเดิม เช่น ช่อง 5 และโมเดิร์นไนน์ (MCOT) มายังผู้ประกอบการขนาดเล็ก เช่น เวิร์คพอยท์ (WORK), RS, และแกรมมี่ (GRAMMY) ทั้งนี้เมื่ออิงกับข้อมูลจาก Nielson เมื่อไม่นานนี้ พบว่า เรตติ้งในเดือน ต.ค. ของ WORK สูงกว่าเรตติ้งของช่อง 5 และโมเดิร์นไนน์ ในขณะที่ RS กำลังไล่แซงช่อง 5 และตอนนี้ก็กำลังแซงขั้นตีคู่มากับโมเดิร์นไนน์ ส่วน BEC กับช่อง 7 ยังคงรั้งตำแหน่งผู้นำ เมื่อพิจารณาจากการเป็นผู้นำด้านเรตติ้งและรายการมานานหลายปี เราคาดว่าทั้งสองช่องนี้จะมีแนวโน้มที่ดีอย่างต่อเนื่องในอนาคต

กำไรจะลดลงเป็นเวลอย่างน้อย 2 ปี เราคาดว่ากำไรของกลุ่มสื่อจะลดลง 10-20% ในปี 2557 และจะลดลงอีก 10-15% ในปี 2558 ก่อนที่จะฟื้นตัวในปี 2559 โดยมีสาเหตุมาจากรายได้ค่าโฆษณาที่ลดลง เพราะเศรษฐกิจชะลอตัว และขาดทุนจากธุรกิจทีวีดิจิทัล เพราะรายได้กับต้นทุนไม่สมดุลกัน เราคาดว่าขาดทุนจากธุรกิจทีวีดิจิทัลจะลงไปลึกสุดในปี 2558 หลังจากนั้นผลขาดทุนก็จะลดน้อยลงจนกระทั่งฟื้นตัวขึ้นได้บ้างในปี 2559 ดังนั้นในประมาณการของเรา เราจึงคาดว่าผลการดำเนินงานจะต่ำสุดต่ำสุดในปี 2558 และปรับตัวขึ้นในปี 2559

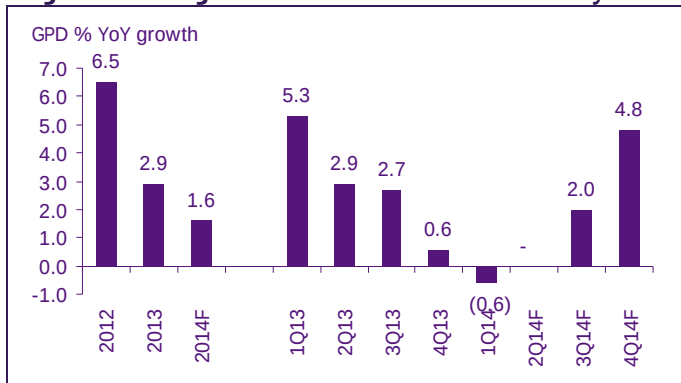
MAJOR ดูน่าสนใจ เราเปลี่ยนหุ้น top pick ในกลุ่มสื่อจาก BEC เป็น MAJOR หลังจากราคาหุ้น BEC ปรับขึ้นอย่างรวดเร็วถึง 21% ในเวลา 1 เดือน ผู้ระดับที่ในตอนนี้เป็นไม่มี upside แล้วเมื่อเทียบกับราคาเป้าหมายที่เราคำนวณได้จากวิธี DCF ที่ 52 บาท และเรายังมองไม่เห็นว่าจะมีการเปลี่ยนแปลงสำคัญๆ ทางปัจจัยพื้นฐานในระยะ 6 เดือนข้างหน้า ทำให้ BEC ไม่มีปัจจัยบวกมากกระตุ้นราคาหุ้นให้ปรับขึ้น ในขณะที่ MAJOR ดูน่าสนใจมากกว่า เพราะไตรมาส 4 ปีนี้จะไม่ใช่ไตรมาสที่ MAJOR มีกำไรต่ำสุดตามปกติ เนื่องจากจะมีภาพยนตร์ทำเงินจากฮอลลีวูดอย่างน้อย 2 เรื่องออกฉาย คือ *The Hunger Games: The Mocking Jay Part I* ในเดือน พ.ย. และ *The Hobbit III* นอกจากนี้โปรแกรมภาพยนตร์ในปีหน้าก็ดูน่าสนใจด้วย และโฆษณาซึ่งเป็นบริการเสริมของบริษัทก็น่าจะเติบโตในปีหน้าได้ดีกว่าปีนี้ โดยได้รับปัจจัยหนุนจากเศรษฐกิจที่ปรับตัวดีขึ้น

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	57.00	52.0	(5.1)	20.4	24.8	27.2	17	(18)	(9)	12.5	13.4	13.3	64	52	49	4.6	3.6	3.3	11.8	14.4	15.2
MAJOR	Neutral	26.00	22.0	(11.7)	26.1	24.3	21.5	13	7	13	3.8	3.7	3.6	15	15	17	3.8	3.7	4.1	12.7	12.4	11.2
MCOT	Sell	18.50	18.0	3.3	8.3	15.1	19.6	(13)	(45)	(23)	1.6	1.6	1.6	19	11	8	11.4	6.0	4.6	4.2	9.6	10.8
Average					18.3	21.4	22.8	6	(18)	(6)	6.0	6.2	6.2	33	26	25	6.6	4.4	4.0	9.5	12.1	12.4

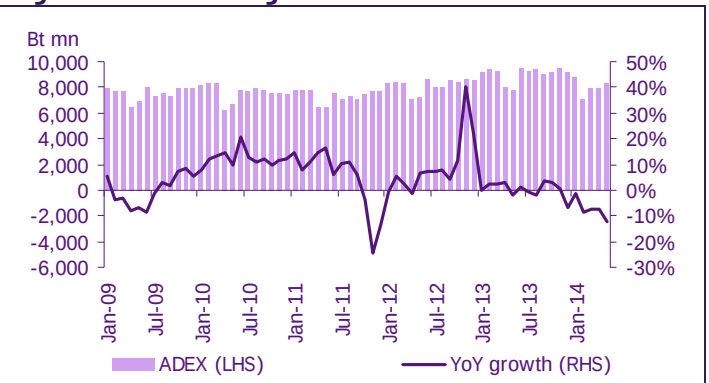
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: GDP growth forecast – Slow economy



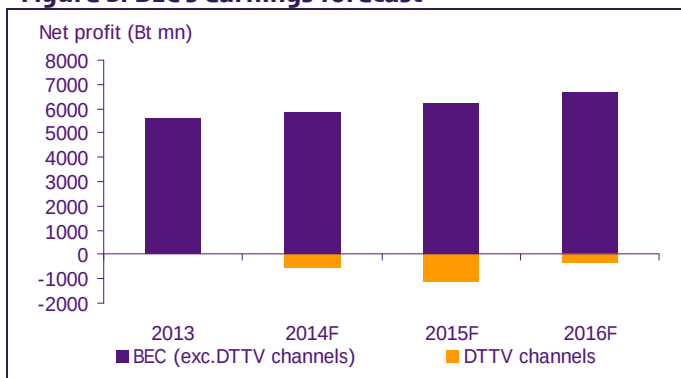
Source: SCB EIC and SCBS Investment Research

Figure 2: Slow ADEX growth



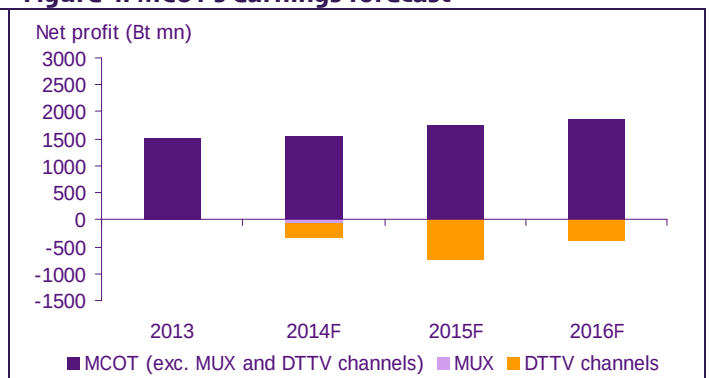
Source: Nielsen Company and SCBS Investment Research

Figure 3: BEC's earnings forecast



Source: SCBS Investment Research

Figure 4: MCOT's earnings forecast



Source: SCBS Investment Research

ชัยพัธ ธนวัฒน์
นักวิเคราะห์การลงทุนวิจัยพื้นฐาน
ด้านหลักทรัพย์
0-2949-1005
chaipat.thanawattano@scb.co.th

ผลิตภัณฑ์สายโพลีเอทิลีนแบบโหนดดีที่สุด

- ภาวะอุปสงค์/อุปทานยังคงเป็นบวกต่อเอทิลีนและผลิตภัณฑ์ต่อเนื่อง
- ธุรกิจ PET/PTA มีแนวโน้มสั้นคลอนต่อเนื่องในปี 2558
- ความกังวลที่ลดน้อยลงต่อวัตถุดิบของ PTTGC จะเป็นปัจจัยกระตุ้นราคาหุ้นระยะสั้น; ชื่อสรุปผลการดำเนินงานไตรมาส 3/57: กำไรปกติลดลงเพราะขาดทุนสินค้าคงคลัง กำไรปกติไตรมาส 3/57 ของบริษัทในกลุ่มปิโตรเคมีลดลง 18.9% QoQ และ 30.5% YoY โดยมีสาเหตุมาจากขาดทุนสินค้าคงคลังและส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ที่ลดลง โดยเฉพาะ PET และโพลีเอสเตอร์ ขณะที่ปัจจัยที่ช่วยสนับสนุนให้อัตรากำไรปรับเพิ่มขึ้น คือ ส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์โพลีเอทิลีนและโพลีเอทิลีนที่ช่วยชดเชยส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์โพลีเอทิลีนที่ลดลง QoQ คือ ค่าใช้จ่ายพิเศษในการปรับโครงสร้างบริษัทอยู่ในสหรัฐฯ ของ IVL

แนวโน้มไตรมาส 4/57: ส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ที่ลดลงจะส่งผลกระทบต่อกำไรลดลง QoQ เราคาดว่าช่วง low season และขาดทุนสินค้าคงคลังจะส่งผลกระทบต่อกำไรต่อเนื่องต่อไปในไตรมาส 4/57 แต่จะได้รับการชดเชยบางส่วนจากอัตรากำไรหลังการผลิตที่สูงขึ้นของ PTTGC และกำไรจากกิจการที่ IVL เข้าซื้อใหม่

โพลีเอทิลีน: เป็นสายผลิตภัณฑ์ที่น่าสนใจที่สุดในอุตสาหกรรมปิโตรเคมี ส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์โดยเฉลี่ยตั้งแต่ต้นปี 2557 จนถึงปัจจุบันของผลิตภัณฑ์สายโพลีเอทิลีนสูงกว่าผลิตภัณฑ์อื่นๆ โดยเพิ่มขึ้น 13-21% โดยเฉพาะส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์เอทิลีนและ HDPE ซึ่งปรับขึ้นทำจุดสูงสุดเป็นประวัติการณ์ในปีนี้ โดยได้รับปัจจัยหนุนจากราคาเนฟทาที่ลดลงและราคาผลิตภัณฑ์ที่สูงขึ้น ราคาน้ำมันที่ลดลงในระยะหลังเริ่มส่งผลกระทบต่อราคาผลิตภัณฑ์ปิโตรเคมีปรับตัวลดลง และเราคาดว่าแนวโน้มเช่นนี้จะเกิดขึ้นต่อเนื่องในปี 2558 อย่างไรก็ดี เราเชื่อว่าอุปทานที่ตึงตัวในตลาดโลกจะช่วยหนุนให้ส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์อยู่ในระดับที่ต่ำอย่างต่อเนื่อง จุดอ่อนของผลิตภัณฑ์สายโพลีเอทิลีน คือ โพรพิลีน ซึ่งส่วนต่างราคาแย่งที่สุดในสายโพลีเอทิลีน และมีแนวโน้มที่จะเกิดขึ้นต่อเนื่องในปี 2558 โดยมีสาเหตุมาจากกำลังการผลิตส่วนเกิน ซึ่งหลักๆ เกิดจากการเพิ่มกำลังการผลิตตามแผน

กำลังการผลิต PX จะเข้าสู่ตลาดต่อเนื่องในปี 2558 แต่ในอัตราที่ลดลง กำลังการผลิต PX เกือบ 4 ล้านตันต่อปีมีกำหนดเข้าสู่ตลาดในปี 2558 ซึ่งประกอบด้วยกำลังการผลิต 2.6 ล้านตันต่อปีที่เลื่อนมาจากปี 2557 และกำลังการผลิตใหม่ที่เกิดขึ้นจริง 1.4 ล้านตันต่อปีสำหรับปี 2558 กำลังการผลิตจำนวนดังกล่าวสูงกว่าอุปสงค์เพิ่มเติมที่ IHS ซึ่งเป็นบริษัทที่ปรึกษาอุตสาหกรรมปิโตรเคมีอิสระคาดการณ์ไว้ที่ 2.5 ล้านตันต่อปีอย่างมาก ส่งผลคาดว่าปี 2558 จะเป็นปีที่ราคาและส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ PX แย่แย่อีกปีหนึ่ง ในขณะที่ผู้ผลิตโพลีเอทิลีนจะได้รับปัจจัยหนุนจากส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์เบนซินที่ดีขึ้น โดยเกิดจากปริมาณวัตถุดิบที่ลดลงจากโรงงานเนฟทาแครกกิ้งซึ่งจะเผชิญกับภาวะการแข่งขันที่รุนแรงมากขึ้นจากโรงแครกกิ้งวัตถุดิบชนิดเบา

แนวโน้มธุรกิจ PET/โพลีเอสเตอร์สั้นคลอน อุปสงค์ผลิตภัณฑ์สาย PET/โพลีเอสเตอร์ที่ชะลอตัวลงและราคาฝ้ายระดับต่ำจะส่งผลกระทบต่อแนวโน้มของผลิตภัณฑ์สายนี้อย่างต่อเนื่องในไตรมาสถัดๆ ไป ทั้งๆ ที่ความจริงแล้วผู้ผลิตจีนลดอัตรากำไรการผลิตอย่างต่อเนื่องสู่ระดับต่ำกว่า 60% PCI ซึ่งเป็นผู้เชี่ยวชาญในอุตสาหกรรมนี้ คาดว่ากำลังการผลิต PTA ที่มีมากเกินไปจะครอบงำตลาดในระยะ 3 ปีข้างหน้า เราเชื่อว่าผลิตภัณฑ์สาย PET/โพลีเอสเตอร์ จะปรับตัวลงที่สุดในระยะ 2-3 ปีข้างหน้า โดยถูกกดดันจากกำลังการผลิตจำนวนมากในตลาดภูมิภาค

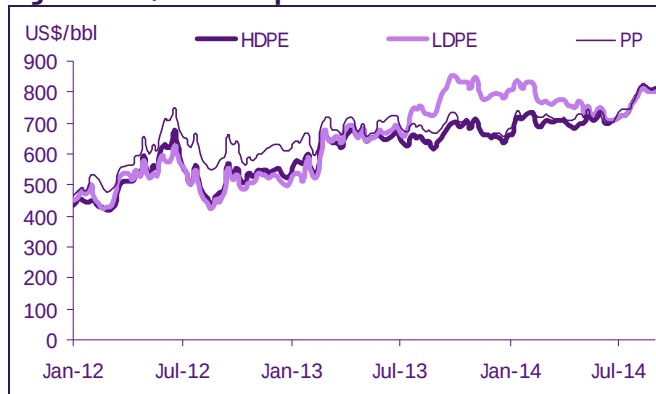
ความกังวลที่ลดน้อยลงต่อประเด็นวัตถุดิบของ PTTGC จะเป็นปัจจัยกระตุ้นราคาหุ้น กลุ่มปิโตรเคมีปรับตัว underperform ตลาดโดยรวมในไตรมาส 4/57 (QTD) เพราะราคาผลิตภัณฑ์ปรับตัวลดลงตามฤดูกาล และราคาน้ำมันลดลง เราเชื่อว่าในตอนนี้ตลาดเปลี่ยนมุมมองบวกมากขึ้นเกี่ยวกับแนวโน้มผลการดำเนินงานของ PTTGC โดยได้รับปัจจัยหนุนจากธุรกิจโพลีเอทิลีน และความกังวลที่ลดน้อยลงต่อต้นทุนวัตถุดิบจากการปฏิรูปราคาพลังงาน อย่างไรก็ตาม แนวโน้มของกลุ่มปิโตรเคมีน่าจะยังคงถูกครอบงำด้วยอุปสงค์ที่ลดลงตามฤดูกาลและความไม่แน่นอนของราคาน้ำมันในระยะสั้น valuation ของ IVL ดูน่าสนใจน้อยลง และดูเหมือนว่าการเข้าซื้อกิจการในรอบปัจจุบันจะมีผลกระทบต่อราคาหุ้นน้อยกว่ารอบก่อนอย่างมาก

Valuation summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					13A	14F	15F	13A	14F	15F	13A	14F	15F	13A	14F	15F	13A	14F	15F	13A	14F	15F
IVL	Neutral	22.90	27.0	19.1	n.m.	28.5	23.1	(1,897)	n.m.	23	1.8	1.7	1.7	(1)	6	7	0.4	1.2	1.5	15.8	10.3	9.0
PTTGC	Buy	62.00	79.0	32.9	8.3	10.0	7.7	7	(17)	30	1.2	1.1	1.0	14	11	13	5.5	5.5	5.5	6.1	7.0	5.4
Average					8.3	19.3	15.4	(945)	(17)	27	1.5	1.4	1.3	6	9	10	3.0	3.4	3.5	10.9	8.6	7.2

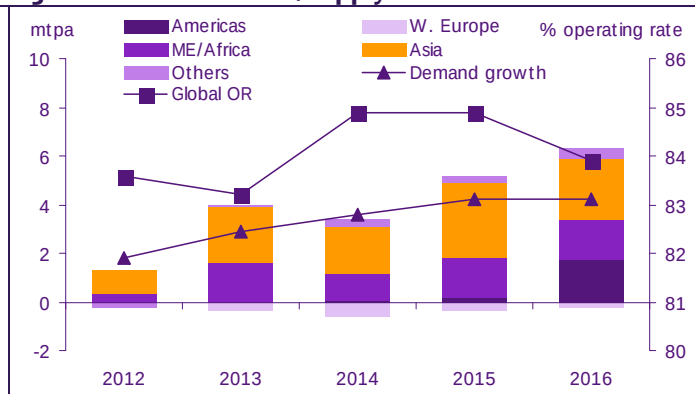
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: PE/PP vs. naphtha



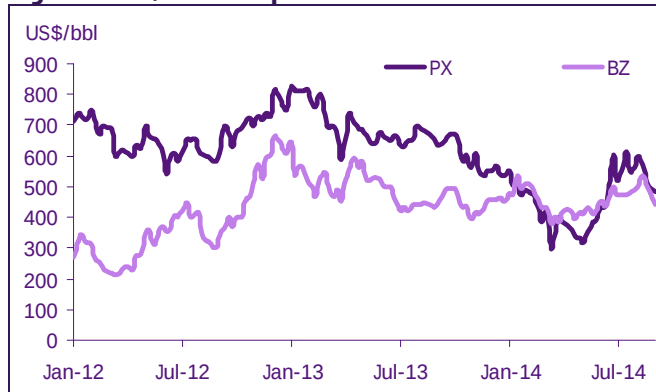
Source: Datastream, SCBS Investment Research

Figure 2: HDPE demand/supply balance



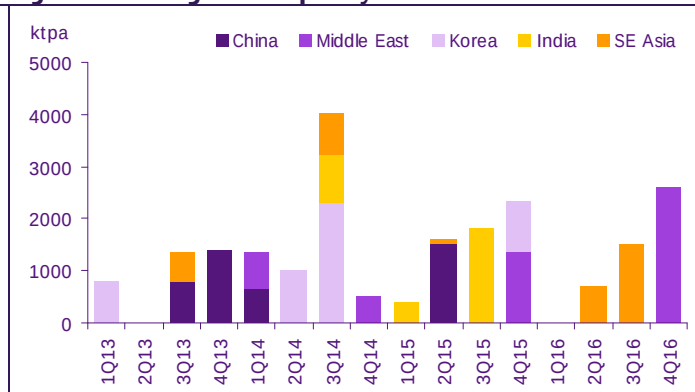
Source: IHS (October 2014), PTTGC, SCBS Investment Research

Figure 3: PX/BZ vs. naphtha



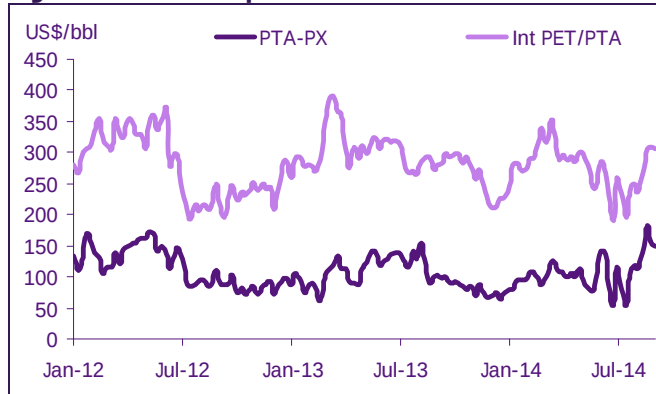
Source: Datastream, SCBS Investment Research

Figure 4: PX regional capacity additions



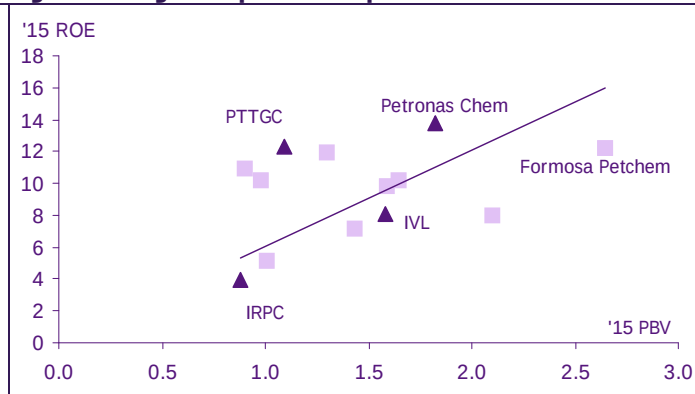
Source: ICIS, SCBS Investment Research

Figure 5: PET/PTA spread



Source: Datastream, SCBS Investment Research

Figure 6: Regional peers comparison



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	37.8	27.0	22.2	(47.4)	40.0	21.4	2.2	2.1	2.0	5.7	8.0	9.0	0.1	0.9	1.3	20.0	10.5	9.9
China Petroleum & Chemical	9.1	8.6	8.3	1.6	5.4	4.3	0.9	0.9	0.8	11.0	10.9	10.9	4.2	4.3	4.6	5.2	4.7	4.3
PetroChina Co Ltd	9.7	9.2	8.4	0.8	5.0	9.6	1.0	1.0	0.9	10.7	10.2	10.3	4.6	4.8	5.0	5.5	5.2	4.9
Reliance Industries Ltd	12.6	11.4	9.5	9.8	11.1	19.8	1.4	1.3	1.2	12.0	11.9	13.1	1.0	1.1	1.3	9.9	8.6	7.0
Formosa Chemicals & Fibre Corp	19.4	19.4	17.4	(15.7)	(0.0)	11.7	1.5	1.4	1.4	6.9	7.2	7.4	3.3	3.4	3.6	16.6	16.4	14.5
Formosa Plastics Corp	18.5	17.8	16.0	17.0	3.7	11.3	1.7	1.6	1.6	9.3	9.8	9.9	3.4	3.7	4.0	30.9	26.9	25.6
Nan Ya Plastics Corp	15.3	16.5	15.0	31.6	(7.5)	10.2	1.7	1.6	1.6	11.3	10.2	10.4	4.1	4.2	4.5	18.7	17.3	16.4
Formosa Petrochemical Corp	24.3	23.0	21.8	1.4	5.5	5.6	2.7	2.6	2.6	11.4	12.2	11.8	3.5	3.8	4.0	16.4	14.9	14.4
Far Eastern New Century Corp	16.0	15.8	15.7	30.2	1.0	0.8	1.0	1.0	0.8	4.8	5.1	4.8	4.4	4.5	4.6	11.2	11.0	10.5
Petronas Chemicals Group Bhd	15.1	13.7	12.7	(2.6)	10.0	8.1	2.0	1.8	1.7	12.9	13.7	13.7	3.3	3.7	4.0	7.8	6.9	6.5
Indorama Ventures PCL	28.4	19.0	14.9	182.9	49.5	27.9	1.7	1.6	1.5	5.9	8.0	10.2	1.3	1.8	2.3	11.4	9.9	8.8
IRPC PCL	54.2	22.0	13.3	55.0	146.8	65.4	0.9	0.9	0.9	0.8	3.9	6.2	1.8	2.4	3.2	21.2	12.7	9.4
PTT Global Chemical PCL	10.7	9.3	9.0	(16.1)	14.3	4.2	1.2	1.1	1.0	11.6	12.3	12.3	4.4	4.9	5.2	7.4	6.7	6.4
Vinythai PCL	42.5	21.7	24.9	41.2	95.8	(12.8)	0.8	n.a	n.a	2.1	3.3	3.3	3.0	2.0	1.0	11.3	13.5	11.1
Thai Plastic & Chemical PCL	9.0	9.2	n.m.	9.1	(2.5)	n.m.	1.4	n.a	n.a	15.7	13.9	n.m.	n.a	7.0	n.a	6.0	6.4	n.a.
Alpek SA de CV	23.0	17.9	14.8	711.7	28.4	20.9	1.9	1.8	1.7	8.7	9.9	10.7	n.a	2.9	3.4	8.9	7.8	7.2
Eastman Chemical Co	13.2	11.2	10.2	(13.4)	18.4	9.9	3.0	2.7	2.1	25.4	25.2	22.7	1.6	1.7	1.8	8.4	7.5	7.2
Average	21.1	16.1	14.6	58.6	25.0	13.6	1.6	1.6	1.4	9.8	10.3	10.4	2.9	3.4	3.4	12.8	11.0	10.3

Note: The numbers are based on consensus forecast

Source: Bloomberg Finance LP, SCBS Investment Research

สิริกรรย์ กฤษณิพัทธ์

นักวิเคราะห์การลงทุนวิจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1020

sirikarn.krisnipat@scb.co.th

ปี 2558 จะเป็นปีที่ดีอีกปี

- ไตรมาส 3/57 เป็นไตรมาสที่ยอดขายและกำไรดี; ไตรมาส 4/57 จะดีขึ้นอีก
- กำไรจะเติบโตต่อเนื่องในปี 2558 โดยได้รับปัจจัยหนุนจากยอดขายอสังหาริมทรัพย์และอัตรากำไรที่ดีขึ้น
- ยอดขายและโครงการเปิดใหม่ในกรุงเทพฯ และปริมณฑลจะปรับตัวเพิ่มขึ้น แต่ในต่างจังหวัดจะยังไม่ดีนัก
- Top picks – LPN และ QH เนื่องจากกำไรจะเติบโตดี และ valuation ต่ำ

ไตรมาส 3/57 เป็นไตรมาสที่ยอดขายและกำไรดี ยอดขายสุทธิทั้งหมดของบริษัทพัฒนาโครงการที่อยู่อาศัย 7 อันดับแรกปรับตัวเพิ่มขึ้น 8% QoQ ในไตรมาส 3/57 โดยได้รับปัจจัยหนุนจากยอดขายคอนโดที่ฟื้นตัวดีขึ้น (+18% QoQ) ในขณะที่ยอดขายบ้านแนวราบอยู่ในระดับทรงตัว ยอดขายเฉลี่ยในช่วง 9 เดือนแรกปี 57 คิดเป็นสัดส่วน 63% ของเป้าหมายปี ด้านผลประกอบการ กำไรทั้งหมดของบริษัทพัฒนาโครงการที่อยู่อาศัย 7 อันดับแรกปรับตัวเพิ่มขึ้น 49% YoY และ 23% QoQ โดยได้รับปัจจัยหนุนจากคอนโดใหม่สร้างเสร็จส่งผลทำให้กำไรสุทธิเพิ่มขึ้น นอกจากนี้อัตรากำไรขั้นต้นเพิ่มขึ้น 1.50% YoY และ 0.30% QoQ สอดคล้องกับการมีสัดส่วนรายได้จากคอนโดที่เพิ่มขึ้นซึ่งมีอัตรากำไรสูง

ไตรมาส 4/57: ไตรมาสที่กำไรสูงสุดของปีสำหรับบริษัทพัฒนาโครงการที่อยู่อาศัยส่วนใหญ่ ไตรมาส 4/57 น่าจะเป็นไตรมาสที่ LH LPN SIRI และ SPALI ทำรายได้และกำไรสุทธิได้ดีที่สุดในปีนี้ ขณะที่ผลการดำเนินงานของ AP PS และ QH ทำจุดสูงสุดไปแล้วในไตรมาส 3/57 SPALI รายงานกำไรไตรมาส 3/57 สูงกว่าคาด และเราได้ปรับประมาณการกำไรของ SPALI เพิ่มขึ้น 7% ในปี 2557 และ 5% ในปี 2558 ในขณะที่เดียวกันเราก็มีแนวโน้มปรับประมาณการกำไรปี 2557 ของ AP และ PS เพิ่มขึ้นเนื่องจากกำไรช่วง 9 เดือนแรกปี 57 ส่งสัญญาณว่าสองบริษัทมีแนวโน้มทำกำไรทั้งปีได้สูงกว่าที่เราคาดการณ์ไว้

ยอดขายอสังหาริมทรัพย์จะรับเป็นรายได้ในปี 2558 เราคาดว่ากำไรของกลุ่มพัฒนาโครงการที่อยู่อาศัยจะเติบโต 17% ในปีหน้า โดยได้รับปัจจัยหนุนจากยอดขายอสังหาริมทรัพย์ที่มีอยู่จำนวนมากถึง 1.91 แสนล้านบาท โดยที่เราคาดว่ายอดขายอสังหาริมทรัพย์ได้จำนวน 8.72 หมื่นล้านบาท ซึ่งส่วนใหญ่เป็นคอนโดที่เปิดตัวในปี 2555-2556 จะถูกรับรู้เป็นรายได้ในปีหน้า คิดเป็น 44% ของประมาณการรายได้ของเราในปี 2558 คุณภาพของยอดขายอสังหาริมทรัพย์อยู่ในเกณฑ์ดี ดังเห็นได้จากอัตราส่วนเงินมัดจำรับต่อยอดขายอสังหาริมทรัพย์ที่เพิ่มขึ้นจาก 7.5% ในไตรมาส 2/57 สู่ 7.8% ในไตรมาส 3/57 ความเสี่ยงน้อยในการยกเลิกสัญญา เนื่องจากราคาขายคอนโดใหม่สูงกว่าคอนโดที่เปิดตัวไปเมื่อสองสามปีก่อนซึ่งจะสร้างเสร็จและโอนในปีหน้าอยู่ 10-15% เพราะราคาที่ดินและต้นทุนการพัฒนาสูงขึ้น อัตรากำไรไม่น่าจะปรับลดลง เนื่องจากต้นทุนก่อสร้างที่สูงขึ้นหลังน้ำท่วมและการขึ้นค่าจ้างขั้นต่ำในเดือน เม.ย. 2555 สะท้อนในราคาขายเรียบร้อยแล้ว

กรุงเทพฯ และปริมณฑลมีแนวโน้มที่ดี แต่ต่างจังหวัดยังไม่ดีนัก เราคาดว่าโครงการเปิดใหม่และยอดขายในเขตกรุงเทพฯ และปริมณฑลจะปรับตัวเพิ่มขึ้น 10-15% โดยเกิดจากอุปสงค์ที่มีเข้ามาอย่างต่อเนื่องจากคนไทย และคนต่างชาติที่เข้ามาทำงานในเมืองไทยหลังจากรัฐบาลไทยเห็นชอบมาตรการสนับสนุนให้บริษัทข้ามชาติจัดตั้งสำนักงานใหญ่ประจำภูมิภาคในประเทศไทย อย่างไรก็ตาม อสังหาริมทรัพย์ในต่างจังหวัดจะยังไม่ฟื้นตัวในระยะเวลาก่อนหน้านี้ เนื่องจากอุปสงค์สะสมถูกดูดซับไปแล้ว ในขณะที่อุปสงค์ใหม่เพิ่มขึ้นช้าและไม่เพียงพอที่จะดูดซับอุปทานที่มีอยู่

ไม่น่าจะได้รับผลกระทบจากการเปลี่ยนแปลงทางกฎหมาย 1) สมาคมอาคารชุดไทยเปิดเผยว่าตั้งแต่เดือน มี.ค. 2558 เป็นต้นไป การพิจารณาอนุมัติ EIA สำหรับโครงการที่ตั้งอยู่ในกรุงเทพฯ จะเป็นอำนาจของกรุงเทพมหานคร ซึ่งจะช่วยแก้ปัญหาล่าช้าและลดระยะเวลาในการอนุมัติตั้งจากปัจจุบันที่ 6-10 เดือน 2) ภาษีที่ดินและสิ่งปลูกสร้าง และภาษีมรดก (มีผลบังคับเดือน มิ.ย. 2558) อาจส่งผลทำให้อุปทานที่ดินดิบปรับเพิ่มขึ้น 3) กฎหมายค่าประกัน (มีผลบังคับเดือน ก.พ. 2558) ซึ่งจะลดความรับผิดชอบของผู้ค้ำประกัน แต่จะมีผลกระทบน้อยมากต่อผู้ซื้อบ้าน

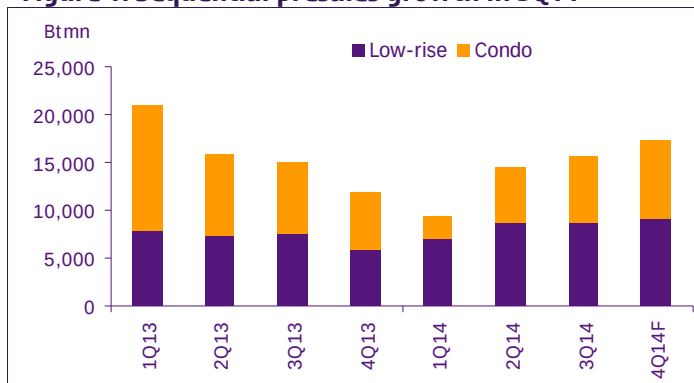
Top picks: LPN และ QH เราชอบ LPN เพราะกำไรจะเติบโตสูงที่สุดในปี 2558 และยอดขายอสังหาริมทรัพย์ได้ระดับสูงในปัจจุบันช่วยรองรับรายได้ทั้งหมดที่เราคาดการณ์ไว้ Valuation จะลดลงอย่างมากเนื่องจากกำไรจะเติบโตกว่ากระโดด QH เป็นหุ้นที่ราคาถูก และกำไรมีแนวโน้มเติบโตแข็งแกร่ง ปัจจัยบวกอยู่ที่แผนขายสินทรัพย์ของ HMPRO 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	Neutral	6.60	7.5	15.3	10.3	9.1	8.5	(5)	13	8	1.3	1.3	1.2	15	15	15	3.8	1.6	3.5	13.3	11.6	11.0
LH	Buy	10.00	12.0	25.5	15.5	14.7	13.8	23	5	6	3.0	2.7	2.6	20	20	19	4.0	5.5	5.8	16.0	14.6	13.9
LPN	Buy	24.20	26.5	12.9	15.3	17.5	12.9	7	(12)	36	3.7	3.4	3.0	26	20	25	3.5	3.4	3.9	14.1	16.3	12.4
PS	Buy	31.25	40.0	30.9	12.0	11.1	8.4	48	8	32	2.8	2.4	2.0	26	23	25	2.7	2.9	3.9	12.4	11.6	8.9
QH	Buy	4.08	5.8	46.2	11.6	11.3	9.1	86	3	23	2.2	2.0	1.7	20	18	20	3.9	4.1	5.0	14.4	14.3	11.6
SIRI	Buy	1.92	2.2	22.4	9.6	7.8	6.8	(51)	23	15	1.1	1.0	0.9	12	13	14	5.2	7.8	7.3	18.3	14.9	13.7
SPALI	Buy	27.25	30.5	16.2	16.2	9.7	8.9	5	67	9	3.3	2.7	2.3	22	31	28	2.6	4.3	4.7	16.1	9.7	8.6
Average					12.9	11.6	9.8	16	15	18	2.5	2.2	1.9	20	20	21	3.7	4.2	4.9	14.9	13.3	11.4

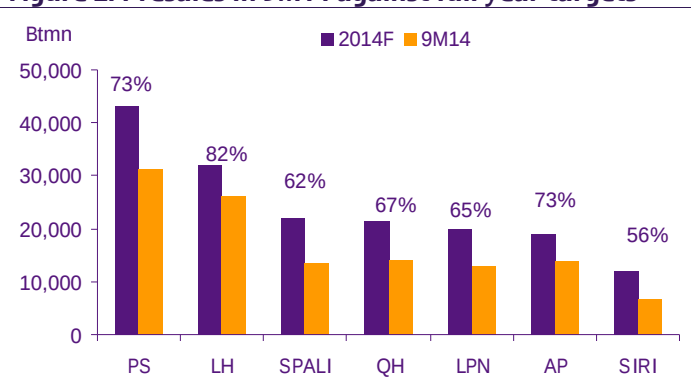
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: Sequential presales growth in 3Q14



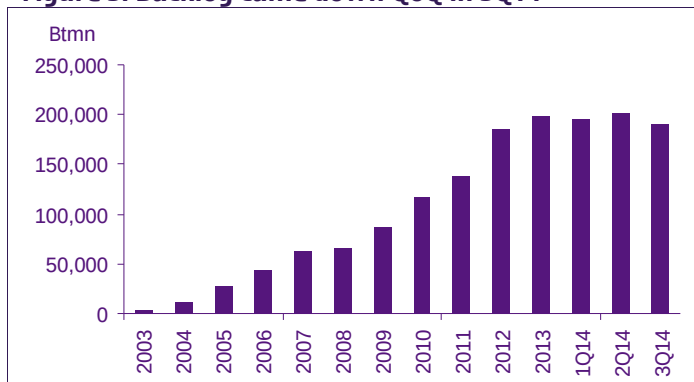
Source: AP, LH, LPN, PS, QH, SIRI, SPALI, SCBS Investment Research

Figure 2: Presales in 9M14 against full year targets



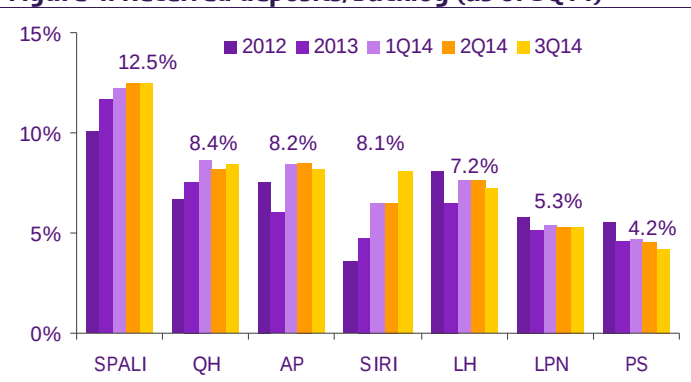
Source: AP, LH, LPN, PS, QH, SIRI, SPALI, SCBS Investment Research

Figure 3: Backlog came down QoQ in 3Q14



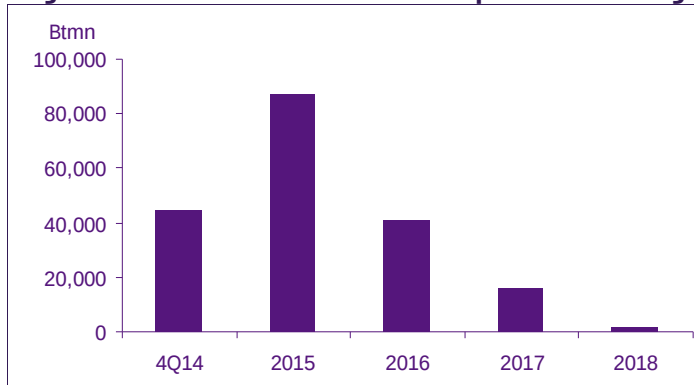
Source: AP, LH, LPN, PS, QH, SIRI, SPALI, SCBS Investment Research

Figure 4: Received deposits/backlog (as of 3Q14)



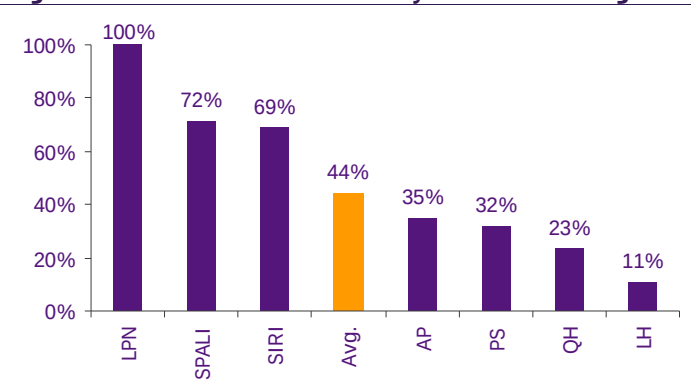
Source: AP, LH, LPN, PS, QH, SIRI, SPALI, SCBS Investment Research

Figure 5: Condo revenue based on September backlog



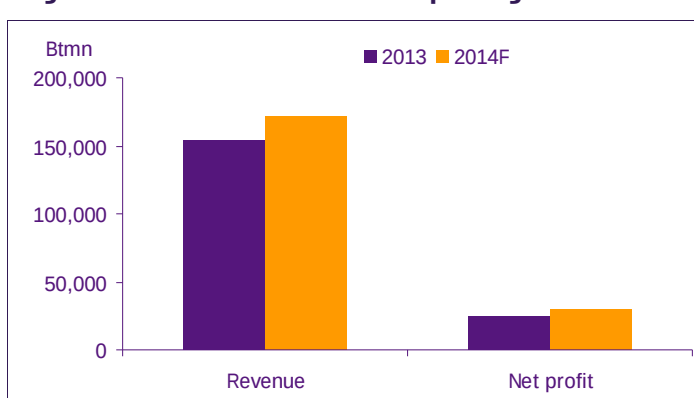
Source: AP, LH, LPN, PS, QH, SIRI, SPALI, SCBS Investment Research

Figure 6: 2015 revenue secured by current backlog



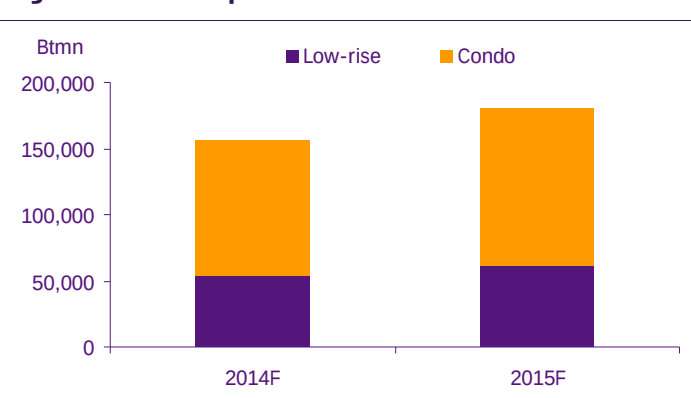
Source: Company, SCBS Investment Research

Figure 7: Estimated revenue and profit growth in 2015



Source: Company, SCBS Investment Research

Figure 8: Positive presales forecast for 2015



Source: SCBS Investment Research

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

เข้าสู่ฤดูปันผล

- บริษัทหลักทรัพย์จะได้รับประโยชน์จากมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์ที่สูงขึ้นในไตรมาส 4/57 (+77% YoY และ +7% QoQ สู่ 5.4 หมื่นล้านบาท)
- ผลตอบแทนจากเงินปันผลที่คาดการณ์ในงวดครึ่งหลังปี 57 น่าดึงดูดที่ 6% สำหรับ ASP และ 5% สำหรับ MBKET
- ชอบ ASP มากกว่า MBKET เพราะ ASP มีแหล่งรายได้ที่กระจายตัวมากกว่าและให้ผลตอบแทนจากเงินปันผลสูงกว่า MBKET

เติบโตตามมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์ที่เพิ่มขึ้น บริษัทหลักทรัพย์ (รวมถึง ASP) มีแนวโน้มได้รับประโยชน์จากมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์เฉลี่ยต่อวันที่สูงขึ้นในไตรมาส 4/57 มูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์เฉลี่ยต่อวัน (ไม่รวมบัญชีบล.) ปรับเพิ่มขึ้นจาก 4.6 หมื่นล้านบาท (รวมบัญชีบล. อยู่ที่ 5.0 หมื่นล้านบาท) ในเดือน ต.ค. สู่ 5.8 หมื่นล้านบาท (รวมบัญชีบล. อยู่ที่ 6.2 หมื่นล้านบาท) ในเดือน พ.ย. เราคาดว่ามูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์เฉลี่ยต่อวันระดับสูงที่ 5.8 หมื่นล้านบาทจะเกิดขึ้นต่อเนื่องในเดือน ธ.ค. เพราะเป็นช่วงที่มีการเข้าซื้อกองทุน LTF และ RMF จำนวนมาก ดังนั้นเราจึงปรับประมาณการมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์เฉลี่ยต่อวันสำหรับไตรมาส 4/57 เพิ่มขึ้นจาก 4.5 หมื่นล้านบาท สู่ 5.4 หมื่นล้านบาท (+77% YoY และ +7% QoQ) และสำหรับปี 2557 เพิ่มขึ้นจาก 4.0 หมื่นล้านบาท สู่ 4.1 หมื่นล้านบาท เราคาดว่ากิจกรรมในตลาดทุนจะยังมีมากในปี 2558 และคาดว่ามูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์เฉลี่ยต่อวันจะปรับเพิ่มขึ้น 5% สู่ 4.3 หมื่นล้านบาท โดยได้รับปัจจัยหนุนจากกำไรของ บริษัทจดทะเบียนที่เติบโตเพิ่มขึ้นจาก 8% ในปี 2557 สู่ 15% ในปี 2558 เพราะเศรษฐกิจฟื้นตัว ดังนั้นเราจึงคาดว่ากำไรของ ASP จะเติบโต 10% ในปี 2558

คาดการณ์ผลตอบแทนจากเงินปันผลงวดครึ่งหลังปี 57 น่าดึงดูด ผลตอบแทนจากเงินปันผลที่คาดการณ์ในงวดครึ่งหลังปี 57 น่าดึงดูดที่ 6% สำหรับ ASP และ 5% สำหรับ MBKET ในอดีตที่ผ่านมาหุ้นหลักทรัพย์มักปรับตัวขึ้นแรงในฤดูปันผล (ไตรมาส 1 และไตรมาส 3) เนื่องจากโดยปกติแล้วบริษัทหลักทรัพย์จะนำกำไรเกือบทั้งหมดมาจ่ายปันผลให้กับผู้ถือหุ้น เราคาดว่า ASP จะจ่ายเงินปันผลจำนวน 0.27 บาท/หุ้น (อัตราการจ่ายเงินปันผล 90%) และ MBKET จะจ่ายเงินปันผลจำนวน 1.08 บาท/หุ้น (อัตราการจ่ายเงินปันผล 100%) จากผลการดำเนินงานงวดครึ่งหลังปี 57 เราแนะนำให้นักลงทุนเข้าซื้อสะสมหุ้นหลักทรัพย์ก่อนฤดูปันผลที่กำลังจะมาถึง

รายได้ค่าธรรมเนียมจากรัฐกิจวณิชธนกิจจะเข้ามาอย่างต่อเนื่อง เราคาดว่ารายได้ค่าธรรมเนียมที่ไม่ใช่ค่านายหน้าในไตรมาส 4/57 จะอยู่ในระดับทรงตัว QoQ ASP น่าจะรับรู้รายได้จำนวนมากจากคิลขายหุ้นเพิ่มทุนแบบเฉพาะเจาะจง และ MBKET ก็มีดีล IPO ของวิจิตรภัณฑ์ปาล์มมอยล์ (VPO) (มูลค่าการเสนอขายหุ้น IPO 637 ล้านบาท) ASP มีดีลในธุรกิจวณิชธนกิจอยู่ 27 ดีล (IPO 12 ดีล และที่ปรึกษาทางการเงิน 15 ดีล) ในขณะที่ดีลในธุรกิจวณิชธนกิจของ MBKET ประกอบด้วย การควบรวมกิจการ (M&A) 2-3 ดีล, REIT 2-3 ดีล, กองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐาน 3-4 ดีล, IPO 5-7 ดีล, การเสนอขายหุ้นแบบเฉพาะเจาะจง 1-2 ดีล, และที่ปรึกษาทางการเงิน 1-2 ดีล

ชอบ ASP มากกว่า MBKET เราชอบ ASP มากกว่า MBKET เนื่องจาก ASP มีรายได้ที่กระจายตัวมากกว่า MBKET ด้วยรายได้ค่านายหน้ากับรายได้ที่ไม่ใช่ค่านายหน้าที่สมดุลกันโดยได้รับการสนับสนุนจากรัฐกิจวณิชธนกิจ (IB) รายได้ที่เข้ามาอย่างต่อเนื่องจากการบริหารสินทรัพย์ และพอร์ตลงทุนขนาดใหญ่ซึ่งจะได้รับประโยชน์จากการปรับตัวขึ้นของตลาดหุ้นเพราะมีสัดส่วนของเงินลงทุนในหลักทรัพย์สูง

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	4.34	5.5	35.9	8.6	9.8	8.9	77	(12)	10	2.1	2.0	1.9	25	21	22	9.2	9.2	10.1
MBKET	Neutral	23.50	25.0	14.5	9.3	12.3	11.8	96	(25)	4	2.5	2.7	2.7	30	21	23	10.6	8.1	8.4
Average					8.9	11.0	10.4	86	(18)	7	2.3	2.4	2.3	27	21	23	9.9	8.7	9.3

Source: SCBS Investment Research

Figure 1: Target price sensitivity to turnover

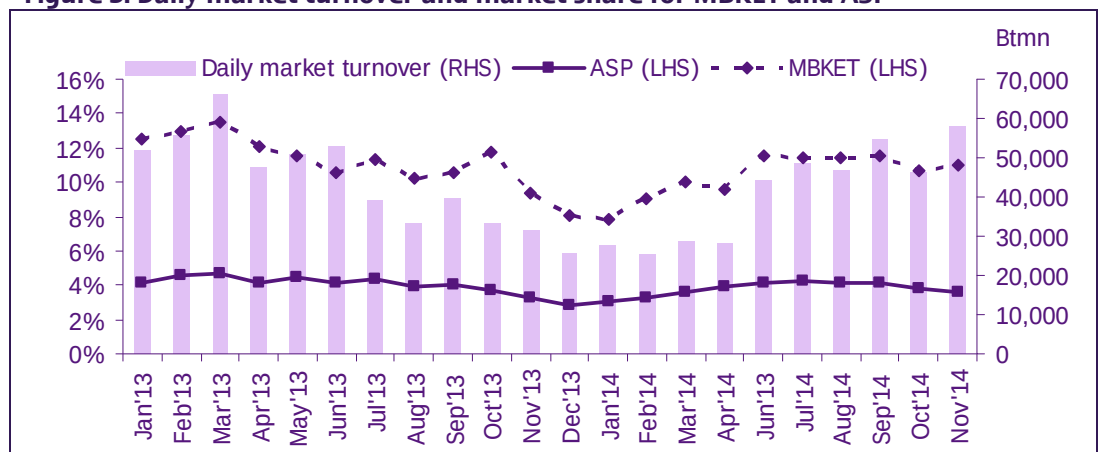
	ASP	MBKET
Target price at 2015F various daily mkt. turnover		
Bt38bn	4.9	20
Bt43bn — base case	5.5	25
Bt48bn	6.0	30
2015F EPS (Bt) at 2015F various daily mkt. turnover		
Bt38bn	0.44	1.57
Bt43bn — base case	0.49	1.98
Bt48bn	0.54	2.40
2015F DPS (Bt) at 2015F various daily mkt. turnover		
Bt38bn	0.39	1.57
Bt43bn — base case	0.44	1.98
Bt48bn	0.48	2.40
Dividend payout	90%	100%
Target PE (x)	11.3	12.5

Source: SCBS Investment Research

Figure 2: Dividend

	ASP	MBKET
DPS (Bt)		
1H14	0.12	0.75
2H14F	0.28	1.16
Dividend yield		
1H14	3%	3%
2H14F	6%	5%

Figure 3: Daily market turnover and market share for MBKET and ASP



Source: SET and SCBS Investment Research

ปฏิภาณ นาววัฒน

นักวิเคราะห์การลงทุนวิจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1007

phatipak.navawatana@scb.co.th

การโอนย้ายผู้ใช้บริการไปยังโครงข่าย 3G มีความคืบหน้าที่ดี

- การโอนย้ายผู้ใช้บริการไปยังโครงข่าย 3G เพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็วเข้าใกล้ 100%
- จำเป็นต้องเพิ่มสัดส่วนผู้ใช้งานสมาร์ตโฟนเพื่อให้ได้รับประโยชน์จากใบอนุญาตอย่างเต็มที่
- จำเป็นต้องให้ส่วนลดค่าเครื่องโทรศัพท์เพื่อเพิ่มสัดส่วนผู้ใช้งานสมาร์ตโฟน ซึ่งจะส่งผลทำให้การแข่งขันสูงขึ้น และอัตรากำไรลดลงเป็นศูนย์
- รายได้ค่าบริการด้านเสียงยังคงปรับตัวลดลง
- Top picks: ADVANC และ TRUE

การโอนย้ายผู้ใช้บริการไปยังโครงข่าย 3G ทำได้อย่างรวดเร็ว และอยู่ในระดับสูง ผู้ให้บริการโทรศัพท์เคลื่อนที่กำลังเดินหน้าขยายโครงข่าย 3G เร็วที่สุดเท่าที่จะทำได้ เพื่อให้ได้รับประโยชน์จากความนิยมในการใช้งานอินเทอร์เน็ตผ่านโทรศัพท์เคลื่อนที่เพิ่มมากขึ้นและต้นทุนส่วนแบ่งรายได้จากใบอนุญาต 3G ที่ลดลงเมื่อเทียบกับระบบสัมปทาน ผู้ให้บริการโทรศัพท์เคลื่อนที่ประสบความสำเร็จในการโอนย้ายผู้ใช้บริการโครงข่าย 2G มาอยู่โครงข่าย 3G โดยอัตราการโอนย้ายผู้ใช้บริการมายังโครงข่าย 3G ของ ADVANC อยู่ที่ประมาณ 88% สูงกว่าระดับ 87% ของ TRUE อยู่เล็กน้อย ในขณะที่ DTAC อยู่ในอันดับสุดท้ายที่ 71% แม้อัตราการโอนย้ายสูง แต่ผู้ให้บริการโทรศัพท์เคลื่อนที่ก็ยังไม่ได้ประโยชน์จากการเติบโตของการใช้งานอินเทอร์เน็ตผ่านโทรศัพท์เคลื่อนที่และต้นทุนส่วนแบ่งรายได้ที่ลดลงอย่างต่อเนื่องที่จูงใจให้ผู้ใช้งานสมาร์ตโฟนจะปรับเปลี่ยนมาอยู่ที่ 100% ดังนั้นเราเชื่อว่ากลยุทธ์ต่อไปที่ผู้ให้บริการโทรศัพท์เคลื่อนที่จะนำมาใช้ คือ การเพิ่มสัดส่วนผู้ใช้งานสมาร์ตโฟนให้ได้มากที่สุดเท่าที่จะทำได้

ยังคงจำเป็นต้องให้ส่วนลดค่าเครื่องโทรศัพท์ การให้ส่วนลดค่าเครื่องโทรศัพท์ยังคงเป็นสิ่งจำเป็นสำหรับผู้ให้บริการโทรศัพท์เคลื่อนที่ทุกรายเพื่อลดต้นทุนส่วนแบ่งรายได้ลงอีก และเพื่อสนับสนุนให้รายได้ค่าบริการด้านข้อมูลเติบโตอย่างแข็งแกร่งในปี 2558 และหลังจากนั้น ทั้งนี้จนถึงปัจจุบัน ผู้ให้บริการระดับพรีเมียมส่วนใหญ่ โดยเฉพาะผู้ให้บริการแบบเหมาจ่ายรายเดือน โอนย้ายมายังโครงข่าย 3G และใช้สมาร์ตโฟนแล้ว ในขณะที่ผู้ใช้งานสมาร์ตโฟนก็ปรับเปลี่ยนอย่างต่อเนื่องจาก 30-35% ในไตรมาส 2/57 สู่ 37-43% ในไตรมาส 3/57 แต่ผู้ให้บริการโทรศัพท์เคลื่อนที่ที่ต้องการให้มีผู้ใช้บริการเปลี่ยนมาใช้สมาร์ตโฟนเพิ่มอีก การเพิ่มสัดส่วนผู้ใช้งานสมาร์ตโฟนส่วนที่เหลืออีก 57-63% จะทำได้ยากมากขึ้น เนื่องจากผู้ใช้บริการส่วนใหญ่เป็นผู้ให้บริการระดับล่างลงมาซึ่งมีกำลังซื้อสมาร์ตโฟนไม่มากนัก ดังนั้นเพื่อกระตุ้นให้ผู้ให้บริการเหล่านี้เปลี่ยนมาใช้สมาร์ตโฟน ผู้ให้บริการโทรศัพท์เคลื่อนที่จำเป็นต้องให้ส่วนลดค่าเครื่องโทรศัพท์ เราคาดว่า การแข่งขันให้ส่วนลดค่าเครื่องโทรศัพท์จะรุนแรงต่อเนื่อง ซึ่งจะส่งผลทำให้ธุรกิจนี้มีอัตรากำไรเป็นศูนย์

ผลการดำเนินงานระยะสั้นยังคงถูกกดดันด้วยรายได้ค่าบริการด้านเสียงที่ลดลง ในช่วง 3 ไตรมาสที่ผ่านมา รายได้ค่าบริการด้านเสียงเป็นตัวถ่วงรายได้และกำไรของผู้ให้บริการโทรศัพท์เคลื่อนที่ทุกราย รายได้ค่าบริการด้านเสียง YTD ลดลงเกือบ 20% YoY เราเชื่อว่าสาเหตุหลักๆ 2 อย่างที่ทำให้รายได้ค่าบริการด้านเสียงปรับตัวลดลงมาก คือ เศรษฐกิจชะลอตัว และการแย่งส่วนแบ่งตลาดกันเองระหว่างบริการด้านเสียงและบริการด้านข้อมูล แนวโน้มเศรษฐกิจที่ดีขึ้นในปีหน้าทำให้เราคาดว่าตัวการหลักที่จะส่งผลกระทบต่อรายได้ค่าบริการด้านเสียงปรับตัวลดลง คือ การแย่งชิงส่วนแบ่งตลาดกันเอง รายได้ค่าบริการด้านเสียงจะลดลง แต่อัตรการปรับตัวลดลงน่าจะลดน้อยลง ในปีหน้าเราคาดว่ารายได้ค่าบริการด้านเสียงจะลดลง 10% YoY เทียบกับที่ลดลง 20% ในปี 2557

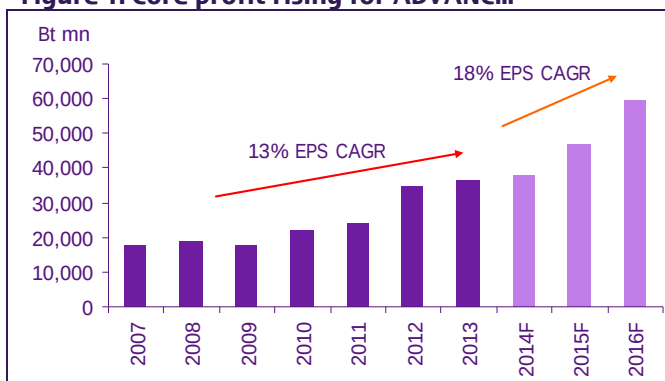
Top picks: ADVANC และ TRUE เรายังคงชื่นชอบ ADVANC มากที่สุด โดยคงราคาเป้าหมายไว้ที่ 300 บาท เราคาดว่า ADVANC จะมีส่วนแบ่งตลาดเพิ่มขึ้น ในขณะที่ส่วนแบ่งตลาดของ DTAC จะลดลง เราพบว่าแนวโน้มดังกล่าวเกิดขึ้นมาตั้งแต่ไตรมาส 2/57 หลังจาก ADVANC ขยายโครงข่าย 3G เสร็จ รายได้ค่าบริการด้านข้อมูลของ ADVANC เติบโตเฉลี่ย 30-35% ในไตรมาส 2-3 ปี 2557 ในขณะที่รายได้ค่าบริการด้านข้อมูลของ DTAC เพิ่มขึ้นในอัตราที่ต่ำกว่ามากที่ 19-22% เราคาดว่าแนวโน้มเช่นนี้จะเกิดขึ้นต่อเนื่องไปอีกอย่างน้อย 6-9 เดือน เนื่องจาก ADVANC กำลังพยายามชักจูงให้ผู้ให้บริการระดับกลางถึงล่างเปลี่ยนมาใช้สมาร์ตโฟน ซึ่งจะช่วยสนับสนุนให้รายได้ค่าบริการด้านข้อมูลของบริษัทเติบโตอย่างแข็งแกร่งที่ 25-30% ต่อเนื่องไปอีกอย่างน้อย 6-9 เดือนข้างหน้า นอกจากนี้เรายังชอบ TRUE เช่นกัน แต่ด้วยประเด็นที่แตกต่างไปจาก ADVANC เพราะผลการดำเนินงานของ TRUE จะฟื้นตัวดีขึ้นในไตรมาส 4/57 และมีแนวโน้มที่จะเปลี่ยนมาเป็นหุ้นที่ผลการดำเนินงานเติบโตสูงเริ่มตั้งแต่ปีหน้าและจะเกิดขึ้นต่อเนื่องเป็นเวลาหลายปี

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	240.00	300.0	30.2	19.5	19.3	16.2	5	1	19	15.6	15.5	14.4	82	80	92	5.1	5.2	6.2	11.4	10.1	8.7
DTAC	Neutral	98.50	110.0	16.7	21.5	20.0	16.7	(3)	8	19	7.1	8.1	9.4	32	38	52	3.8	5.0	6.0	8.7	8.3	7.3
TRUE	Buy	12.50	11.5	(8.0)	n.m.	788.5	54.8	(76)	n.m.	1,340	44.5	4.2	3.9	(134)	1	7	0.0	0.0	0.0	15.5	16.4	13.5
Average					20.5	275.9	29.2	(25)	4	459	22.4	9.3	9.2	(7)	40	50	2.9	3.4	4.0	11.9	11.6	9.9

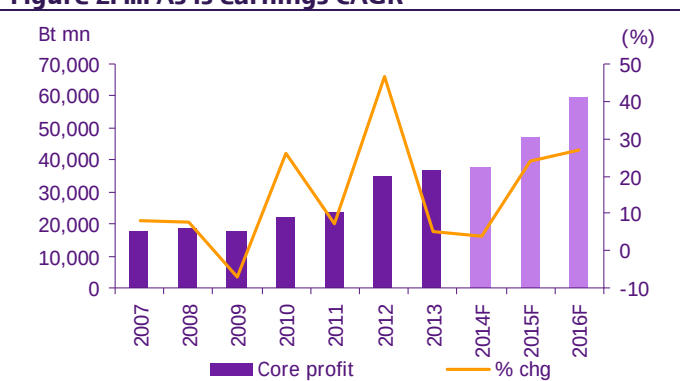
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: Core profit rising for ADVANC...



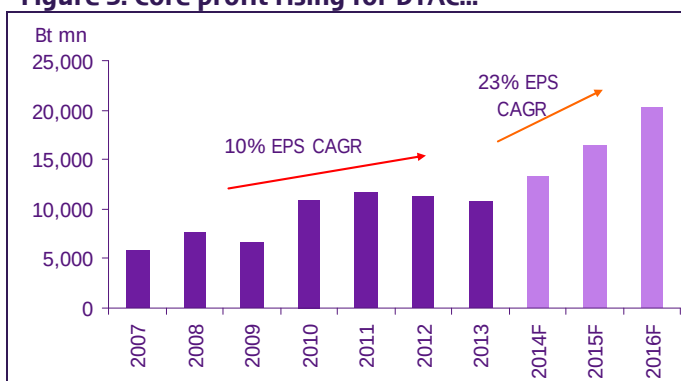
Source: Operators

Figure 2: As is earnings CAGR



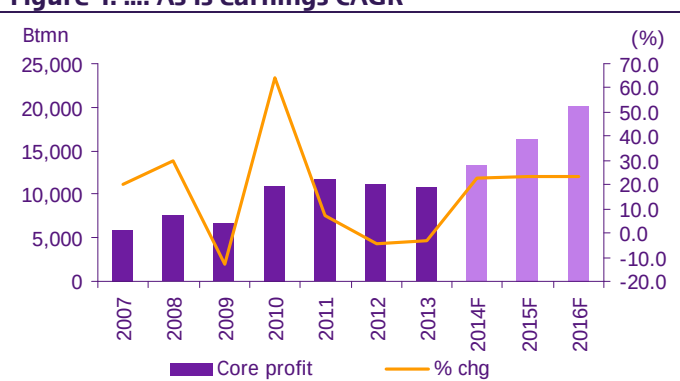
Source: Operators

Figure 3: Core profit rising for DTAC...



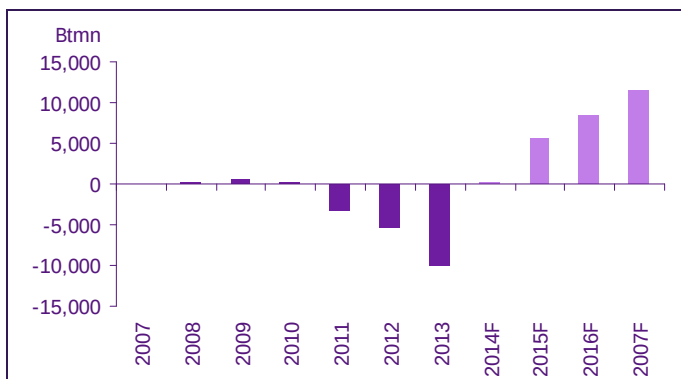
Source: Operators

Figure 4: As is earnings CAGR



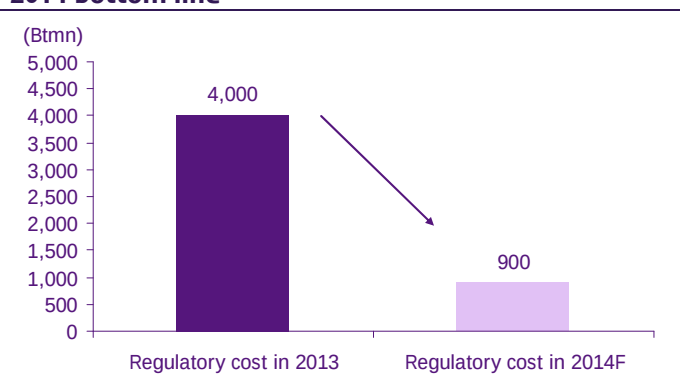
Source: Operators

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

การท่องเที่ยวฟื้นตัวและได้รับอิทธิพลจากฤดูกาลน้อยลง

- เดือน ต.ค. เป็นเดือนที่อุตสาหกรรมท่องเที่ยวส่งสัญญาณฟื้นตัวจากสถานการณ์ความไม่สงบทางการเมืองที่เกิดขึ้นตอนปลายปี 2556 ถึงงวดครึ่งแรกปี 57
- จำนวนนักท่องเที่ยวระยะใกล้ (short-haul) ที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นส่งผลทำให้สัดส่วนนักท่องเที่ยวที่เดินทางเข้ามาในไทยในช่วง low season กับ high season เปลี่ยนแปลงไปจากเดิม
- Top picks: ERW AAV และ AOT

การท่องเที่ยวฟื้นตัว คาดนักท่องเที่ยวต่างชาติเดินทางเข้าไทยเพิ่มขึ้น 21% ในปี 2558 เราเชื่อว่าตัวเลขนักท่องเที่ยวต่างชาติที่เดินทางเข้ามาในประเทศไทยล่าสุดในเดือน ต.ค. สะท้อนให้เห็นถึงการฟื้นตัวของอุตสาหกรรมท่องเที่ยวจากสถานการณ์ความไม่สงบทางการเมืองที่เกิดขึ้นตอนปลายปี 2556 ถึงงวดครึ่งแรกปี 57 จำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติที่เดินทางเข้ามายังประเทศไทยในเดือน ต.ค. เพิ่มขึ้น 6% YoY ซึ่งเป็นการเติบโต YoY เป็นครั้งแรกนับตั้งแต่เดือน ก.พ. 2557 ทั้งๆ ที่ความจริงแล้วประเทศไทยยังคงบังคับใช้กฎอัยการศึกอยู่ และเมื่อพิจารณาถึงแนวโน้มระยะยาวพัฒนาการที่น่าสนใจมากยิ่งขึ้นว่านักท่องเที่ยวจีนมีจำนวนสูงสุดเป็นประวัติการณ์ ส่งสัญญาณว่าการท่องเที่ยวกำลังจะกลับเข้าสู่แนวโน้มขาขึ้นในระยะยาวตามปกติ เราคาดว่านักท่องเที่ยวต่างชาติที่เดินทางเข้ามาในไทยจะปรับตัวเพิ่มขึ้นถึง 21% สู่ 30 ล้านคนในปี 2558 ตลาดสำคัญยังคงเป็นจีน เราคาดว่านักท่องเที่ยวจีนที่เดินทางออกนอกประเทศจะเพิ่มขึ้นจาก 97 ล้านคนในปี 2556 สู่ 237 ล้านคนในปี 2566 คิดเป็นอัตราเติบโตเฉลี่ย 9% ต่อปี และสัดส่วนนักท่องเที่ยวจีนที่เดินทางออกนอกประเทศต่อประชากรจีนทั้งหมดจะปรับเพิ่มขึ้นจาก 7% สู่ระดับที่เป็นค่าเฉลี่ยทั่วโลกในปัจจุบันที่ 17%

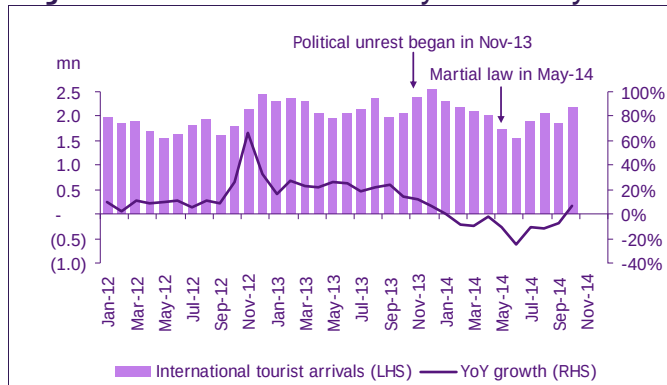
ฤดูกาลมีอิทธิพลน้อยลง ผลการดำเนินงานปรับตัวดีขึ้น อุตสาหกรรมท่องเที่ยวไทยกำลังอยู่ในช่วงเปลี่ยนแปลงทางโครงสร้างครั้งสำคัญอันเป็นผลมาจากการได้รับอิทธิพลจากฤดูกาลน้อยลง โดยจำนวนนักท่องเที่ยวที่เดินทางเข้ามาในไทยในช่วง low season กับช่วง high season จะแตกต่างกันน้อยลง นักท่องเที่ยวจากตลาดระยะใกล้ (short-haul) เดินทางเข้ามายังประเทศเพิ่มมากขึ้นตั้งแต่ปี 2552 โดยเติบโตเฉลี่ย 23% ต่อปี เทียบกับนักท่องเที่ยวจากตลาดระยะไกล (long-haul) ที่เติบโตเฉลี่ย 11% ต่อปี ด้วยพฤติกรรมนักท่องเที่ยวระยะใกล้ที่เดินทางมาไทยไม่ได้ขึ้นอยู่กับฤดูกาลส่งผลทำให้สัดส่วนนักท่องเที่ยวที่เดินทางเข้ามาในไทยในช่วง low season กับ high season เปลี่ยนแปลงไปจากเดิม ดังเห็นได้จากจำนวนนักท่องเที่ยวที่เดินทางเข้ามาในช่วง low season ที่เติบโตเฉลี่ย 19% ต่อปี เทียบกับจำนวนนักท่องเที่ยวที่เดินทางเข้ามาในช่วง high season ที่เติบโตเฉลี่ย 15% ต่อปี ตั้งแต่ปี 2552 ถึงปี 2556 ในกลุ่มท่องเที่ยว เราเห็นว่าผู้ที่ได้รับประโยชน์มากที่สุด คือ โรงแรมที่โดยปกติแล้วมักจะรายงานขาดทุนในช่วง low season ตามมาด้วยสายการบินต้นทุนต่ำ (LCC) ผลกระทบทางปัจจัยพื้นฐานของจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติที่เดินทางเข้ามาในช่วง low season เพิ่มขึ้นต่อเนื่องกับกลุ่มท่องเที่ยวมีนัยสำคัญ 2 ด้าน คือ 1) ผลการดำเนินงานจะปรับตัวดีขึ้นมาก โดยได้รับปัจจัยหนุนทั้งจากปริมาณและราคาที่ดีขึ้น และ 2) ROE ที่เพิ่มขึ้น เนื่องจากไม่จำเป็นต้องใช้งบลงทุนเพิ่มเติมเพื่อรองรับอุปสงค์ที่เพิ่มขึ้น

Top picks: ERW AAV และ AOT ผลการดำเนินงานของ ERW จะปรับตัวดีขึ้นในไตรมาส 4/57 ต่อเนื่องไปถึงปี 2558 เนื่องจากอุตสาหกรรมท่องเที่ยวไทยกำลังเข้าสู่แนวโน้มขาขึ้น และ ERW เป็นบริษัทที่มีแนวโน้มได้รับประโยชน์มากที่สุดจากการท่องเที่ยวที่ได้รับอิทธิพลจากฤดูกาลน้อยลง อันจะส่งผลทำให้บริษัทไม่มีผลขาดทุนในช่วง low season อีกต่อไป AAV ซึ่งเป็นผู้ประกอบการสายการบินต้นทุนต่ำ (LCC) ขึ้นมาในประเทศไทย มีแนวโน้มที่จะเป็นผู้นำได้รับประโยชน์รายใหญ่จากจำนวนนักท่องเที่ยวระยะใกล้ที่ปรับตัวเพิ่มขึ้น โดยเฉพาะนักท่องเที่ยวจีน และยังได้ประโยชน์จากต้นทุนน้ำมันเครื่องบินที่ลดลงด้วย ในขณะที่ AOT จะได้รับประโยชน์จากแนวโน้มอุตสาหกรรมท่องเที่ยวไทยที่ปรับตัวดีขึ้นเนื่องจากจะทำให้มีผู้โดยสารเพิ่มมากขึ้น

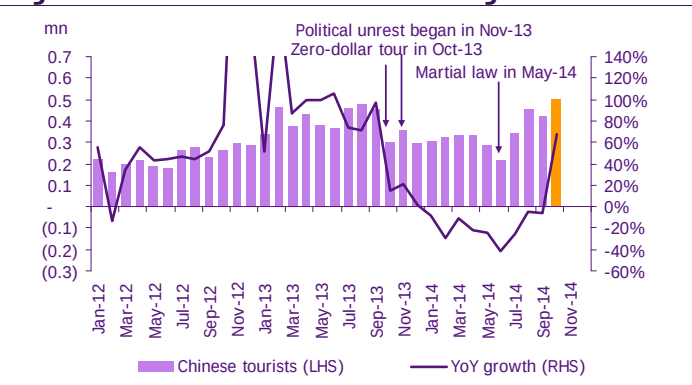
Valuation summary

	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
Airport																						
AOT	Buy	284.00	330.0	17.4	40.8	33.7	26.7	43	21	26	4.4	4.2	3.8	12	13	15	1.6	1.2	1.5	18.9	17.6	16.3
Airline																						
AAV	Buy	4.68	7.0	49.6	25.2	489.5	16.1	5	(95)	n.m.	1.2	1.2	1.1	5	0	7	0.0	0.0	1.5	8.5	24.7	6.0
NOK	Buy	13.40	20.0	49.3	7.1	n.m.	15.3	25	n.m.	n.m.	1.7	2.3	2.0	39	(14)	14	7.7	0.0	3.3	2.0	(11.9)	10.2
THAI	Neutral	16.10	17.0	5.6	n.m.	n.m.	19.9	n.m.	(260)	n.m.	0.6	0.7	0.7	(6)	(25)	4	0.0	0.0	1.3	9.7	15.3	6.7
Airline -Avg.					16.2	489.5	17.1	15	(178)	n.m.	1.2	1.4	1.3	13	(13)	8	2.6	0.0	2.0	6.7	9.4	7.6
Hotels																						
CENTEL	Buy	36.75	42.0	15.3	37.2	41.3	26.9	25	(10)	53	4.4	4.2	3.8	13	10	15	1.1	1.0	1.5	15.4	15.7	12.5
ERW	Buy	5.00	7.0	40.0	92.7	n.m.	32.5	409	n.m.	n.m.	2.2	2.4	2.3	3	(3)	7	3.0	0.0	1.1	13.8	20.9	11.7
MINT	Neutral	36.50	38.0	5.1	37.6	33.8	27.1	19	11	25	5.3	4.9	4.4	17	15	17	1.0	1.0	1.3	21.7	20.5	16.6
Hotels - Avg.					55.8	37.6	28.9	151	1	39	4.0	3.8	3.5	11	8	13	1.7	0.7	1.3	17.0	19.0	13.6

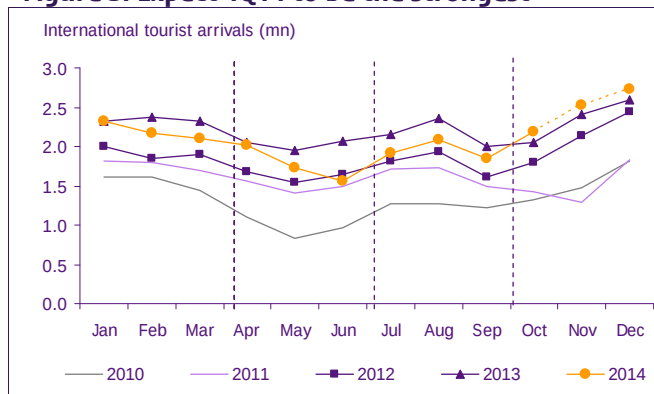
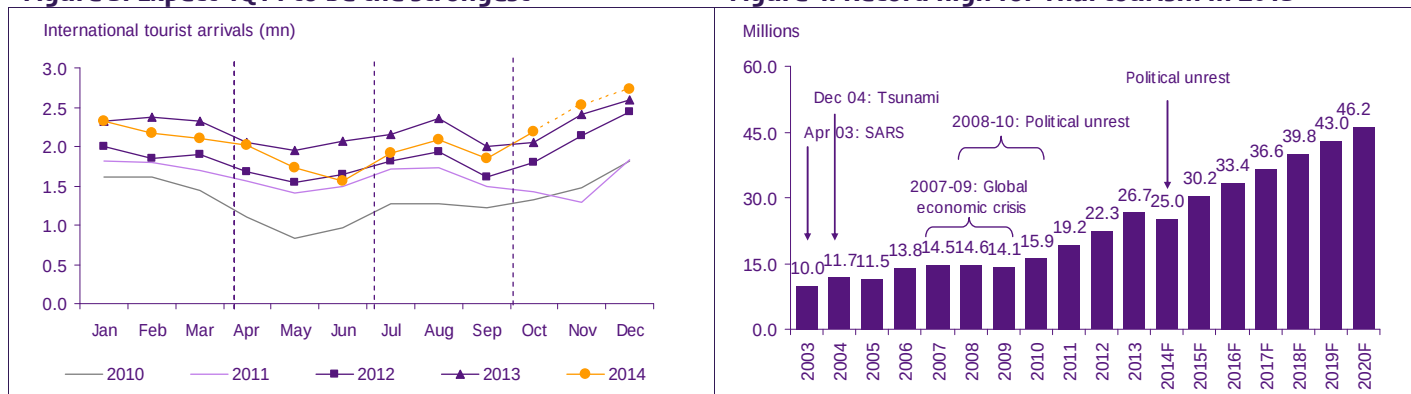
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: Thai tourism - Recovery on monthly basis

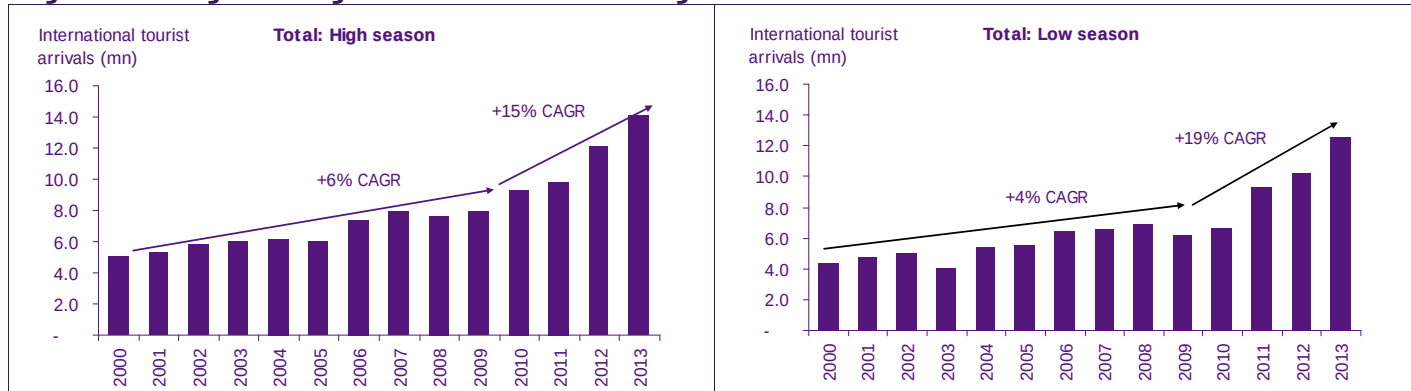
Source: Tourism Authority of Thailand and SCBS Investment Research

Figure 2: Chinese tourists hit record high in October

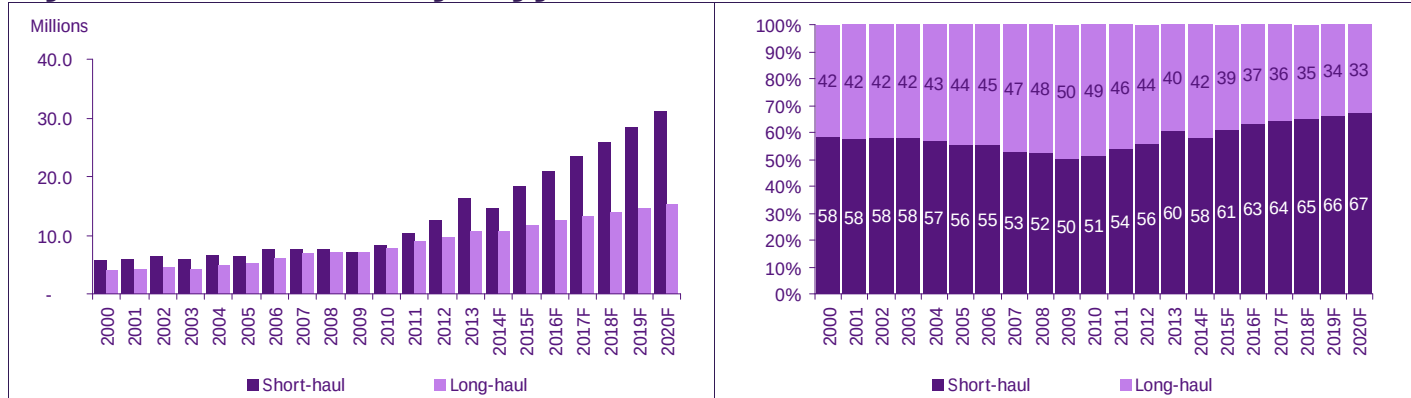
Source: Tourism Authority of Thailand and SCBS Investment Research

Figure 3: Expect 4Q14 to be the strongestSource: Tourism Authority of Thailand and SCBS Investment Research
Nov-Dec 14 is SCBS forecast**Figure 4: Record high for Thai tourism in 2015**

Source: Tourism Authority of Thailand and SCBS Investment Research

Figure 5: Strong arrivals growth in low season during 2009-13

Source: Tourism Authority of Thailand and SCBS Investment Research

Figure 6: Short-haul tourists are gaining greater share

Source: Tourism Authority of Thailand and SCBS Investment Research

สิริกรรย์ ฤกษ์นิพัทธ์

นักวิเคราะห์การลงทุนวิจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1020

yupharet.likitsansuk@scb.co.th

ชัยพัชร ธนวัฒน์

นักวิเคราะห์การลงทุนวิจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1005

chaipat.ihanawattano@scb.co.th

Valuation ยังคงตึงตัว; ยังแนะนำ Neutral

- แผน PDP ฉบับใหม่เลื่อนเป็นงวดครึ่งแรกปี 58 เป็นอย่างเร็ว
- ราคาหุ้นที่ลดลงต่อเนื่อง จะทำให้แรงจูงใจในการใช้พลังงานทางเลือกปรับลดลง
- TTW ยังคงให้ผลตอบแทนดีที่สุดในกลุ่มสาธารณูปโภค

สรุปผลการดำเนินงานไตรมาส 3/57: กำไรลดลง QoQ กำไรของบริษัทในกลุ่มสาธารณูปโภคปรับตัวลดลง 9% QoQ และ 2.9% YoY โดยมีสาเหตุมาจากอัตราค่าไฟฟ้าที่ลดลงของโรงไฟฟ้า IPP ตามที่ระบุไว้ในสัญญาซื้อขายไฟฟ้าระยะยาว นอกจากนี้การที่ฝนตกชุกซ้ำยังส่งผลกระทบต่อโรงไฟฟ้าพลังน้ำด้วย แต่น่าจะได้รับการชดเชยจากการดำเนินงานที่ดีขึ้นในไตรมาส 4/57

แนวโน้มไตรมาส 4/57: กำไรน่าจะลดลง QoQ โดยเกิดจากธุรกิจ IPP ตามผลกระทบฤดูกาล เนื่องจากโรงไฟฟ้า IPP ส่วนใหญ่จะเดินเครื่องครบจำนวนชั่วโมงตามสัญญาปีก่อนสิ้นปีประมาณ 2-3 สัปดาห์ แต่จะได้รับการชดเชยจากผลผลิตไฟฟ้าที่เพิ่มขึ้นจากโรงไฟฟ้าพลังงานทดแทน โดยเฉพาะโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ นอกจากนี้โรงไฟฟ้าพลังน้ำก็น่าจะผลิตไฟฟ้าได้เพิ่มขึ้นในไตรมาส 4/57 ด้วย โดยมีสาเหตุมาจากฝนที่ตกลงมาจากไตรมาส 3/57

ความต้องการใช้ไฟฟ้าจะทำให้ยังไม่มีมีความจำเป็นต้องสร้างโรงไฟฟ้าใหม่ ปริมาณการใช้ไฟฟ้าในช่วง 9 เดือนแรกปี 57 ปรับเพิ่มขึ้นเพียง 1.6% YoY เติบโตขึ้นจากที่เติบโตเพียง 0.7% ในช่วง 7 เดือนแรกปี 57 แต่ยังคงอยู่ในระดับต่ำ ถ้าปริมาณการใช้ไฟฟ้าในช่วงที่เหลือของปีนี้ยังคงเติบโตในอัตราเดียวกับระดับปัจจุบัน ความต้องการใช้ไฟฟ้าจะเพิ่มขึ้นสู่ 166,899 GWh ยังต่ำกว่าระดับ 191,630 GWh ที่คาดการณ์ไว้ในแผน PDP 210 (ฉบับปรับปรุงครั้งที่ 3) อย่างมาก ซึ่งหมายความว่าหน่วยงานภาครัฐที่เกี่ยวข้องยังมีโอกาสที่จะปรับแผนพัฒนากำลังการผลิตไฟฟ้า (PDP) ฉบับใหม่เพื่อให้อิ่มใจได้ถึงความน่าเชื่อถือของอุปทานไฟฟ้าสำหรับประเทศไทยในระยะยาว

จำเป็นต้องมีโรงไฟฟ้าถ่านหินเพิ่มเพื่อกระจายแหล่งเชื้อเพลิงให้เกิดความสมดุล เรายังคงคาดว่ารัฐบาลจะเปิดประมูลโรงไฟฟ้า IPP รอบใหม่สำหรับโรงไฟฟ้าถ่านหินในงวดครึ่งแรกปี 58 เป็นอย่างเร็ว เพื่อกระจายแหล่งเชื้อเพลิงในการผลิตไฟฟ้าให้มีความสมดุลมากขึ้น นอกจากนี้ เนื่องจากก๊าซธรรมชาติในอ่าวไทยกำลังจะหมดลง การพึ่งพา LNG นำเข้าเพิ่มมากขึ้นจะส่งผลทำให้ต้นทุนการผลิตไฟฟ้าปรับเพิ่มขึ้นอย่างไม่สามารถหลีกเลี่ยงได้ ดังนั้นโรงไฟฟ้าถ่านหินจะเป็นทางออกในระยะยาวสำหรับแหล่งพลังงานที่มีศักยภาพทางการแข่งขันในประเทศไทย

มุมมองเชิงบวกที่มีต่ออนาคตของพลังงานแสงอาทิตย์จะปรับลดลงเพราะราคาน้ำมันลดลง เราเชื่อว่ารัฐบาลจะส่งเสริมให้ใช้พลังงานทางเลือกโดยเฉพาะพลังงานแสงอาทิตย์อย่างต่อเนื่องในแผน PDP ฉบับใหม่ อย่างไรก็ตาม ตลาดมีแนวโน้มที่จะมีมุมมองเชิงบวกลดน้อยลงต่ออุตสาหกรรมพลังงานทางเลือก เพราะราคาน้ำมันลดลง ซึ่งหมายความว่าแรงจูงใจให้ใช้พลังงานทางเลือกน้อยลง นอกจากนี้การส่งเสริมให้ผลิตไฟฟ้าจากพลังงานแสงอาทิตย์เพิ่มมากขึ้น หมายความว่าพื้นที่เกษตรกรรมจะลดลง ในขณะที่โรงไฟฟ้าพลังลมก็มีความเสี่ยงที่จะบุกรุกเข้าไปยังพื้นที่ป่าสงวนด้วย แนวโน้มที่จะมีการปรับอัตราซื้อไฟฟ้าภายใต้ระบบ feed-in-tariff ยังจะทำให้ผลตอบแทนจากการลงทุนมีความน่าสนใจลดน้อยลงด้วย

TTW: กำไรไตรมาส 3/57 ลดลงเล็กน้อย เพราะอุปสงค์ต่ำ กำไรสุทธิไตรมาส 3/57 มีจำนวน 746 ล้านบาท (EPS 0.19 บาท) -10% YoY เพราะไม่มีกำไรพิเศษจากการขายหุ้น CKP เหมือนในช่วงเดียวกันของปีก่อน และ -2% QoQ เพราะอุปสงค์นำประปาลดลง ส่งผลทำให้กำไรสุทธิช่วง 9 เดือนแรกปี 57 มีจำนวน 2.2 พันล้านบาท (EPS 0.56 บาท) ทรงตัว YoY คิดเป็น 75% ของประมาณการกำไรทั้งปีของเรา และ 79% ของประมาณการกำไรทั้งปีของตลาด

TTW: คาดกำไรไตรมาส 4/57 ทรงตัว YoY แต่ลดลง QoQ เราไม่คิดว่าค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารจะเพิ่มขึ้นมากอีกในปีนี้ เนื่องจากบริษัทมีโครงการลดต้นทุน เมื่อรวมกับเงินกู้ที่น้อยลงและอัตราดอกเบี้ยที่ลดลง ดอกเบี้ยจ่ายจะลดลง YoY

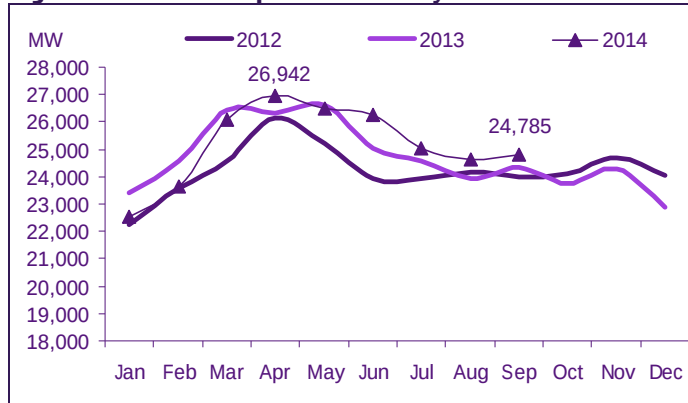
Valuation ดูตึงตัว ราคาหุ้นที่ปรับตัวขึ้นในระยะหลังนี้โดยไม่มีปัจจัยทางพื้นฐานใหม่ๆ มากระตุ้นหมายความว่าตอนนี้ราคาหุ้นสูงเกินมูลค่าแล้ว และเรายังคงคำแนะนำ Neutral สำหรับหุ้นสาธารณูปโภคทุกตัว อย่างไรก็ตาม สำหรับนักลงทุนที่ต้องการเข้าลงทุนในกลุ่มสาธารณูปโภค TTW ดูดีกว่าหุ้นอื่นๆ เพราะผลตอบแทนรวมที่คาดการณ์อยู่ที่ระดับ 15% 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	170.50	172.0	4.4	13.2	11.5	10.9	1	15	6	1.3	1.2	1.1	10	11	11	3.5	3.5	3.7	16.1	16.6	15.5
GLOW	Neutral	99.75	95.0	(1.7)	17.8	16.0	15.7	73	11	2	3.6	3.2	2.9	21	21	19	2.8	3.1	3.3	11.1	10.2	9.8
GUNKUL	Neutral	28.75	18.0	(36.8)	225.2	56.5	45.9	(68)	299	23	8.9	7.7	6.9	5	15	16	0.1	0.6	0.7	137.4	71.2	53.1
RATCH	Neutral	62.25	60.0	0.1	18.7	15.7	14.7	(5)	19	7	1.5	1.5	1.4	9	10	10	3.7	3.7	3.7	10.7	10.1	10.1
TTW	Neutral	11.90	13.0	15.0	20.6	16.0	15.3	6	28	5	4.3	4.2	4.2	21	27	27	5.0	5.8	6.1	13.5	12.4	11.9
Average					59.1	23.2	20.5	1	74	8	3.9	3.6	3.3	13	17	17	3.0	3.3	3.5	37.8	24.1	20.1

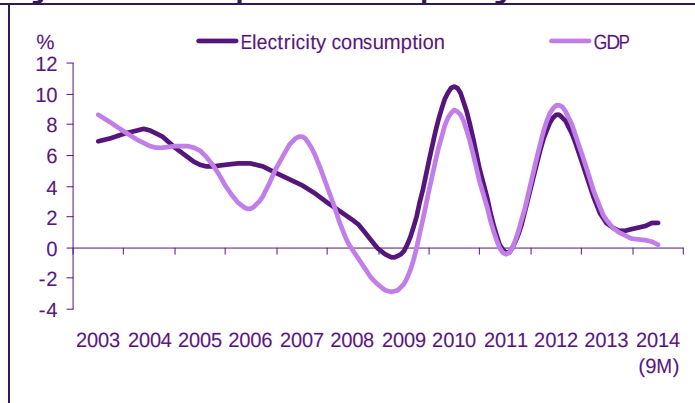
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: Thailand's peak electricity demand



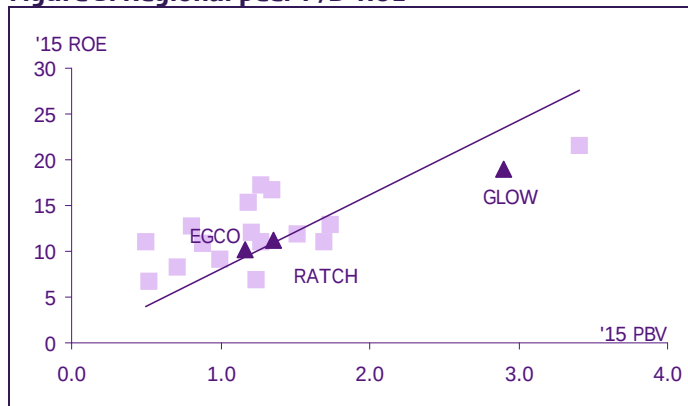
Source: EGAT, EPPO, SCBS Investment Research

Figure 2: GDP and power consumption growth



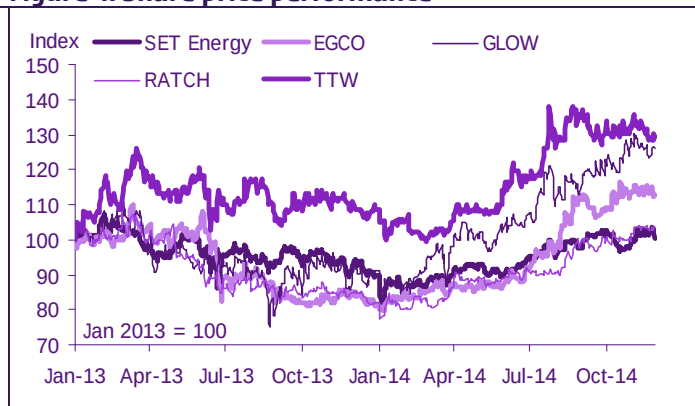
Source: EGAT, EPPO, SCBS Investment Research

Figure 3: Regional peer P/B-ROE



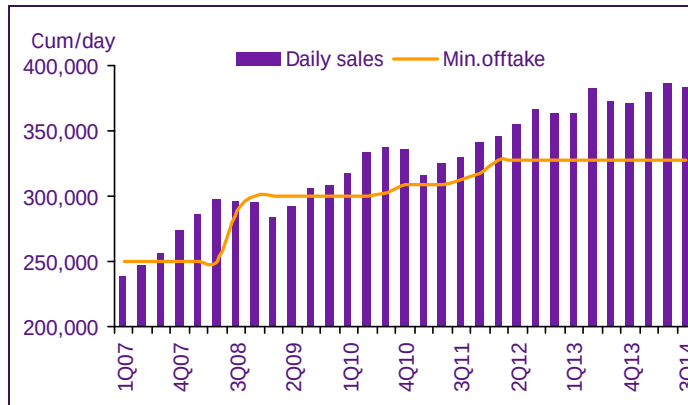
Source: Bloomberg Finance LP, SCBS Investment Research

Figure 4: Share price performance



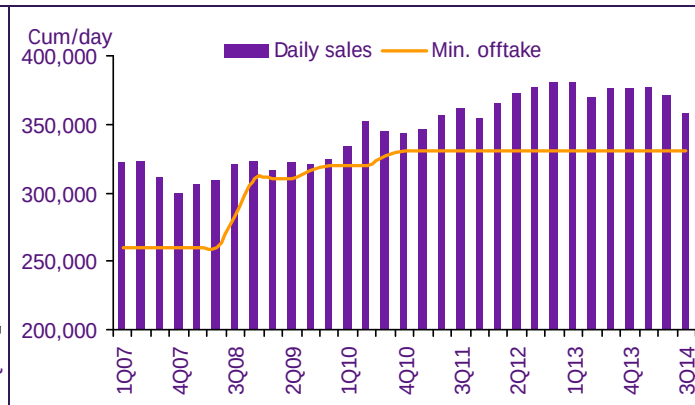
Source: Bloomberg Finance LP, SCBS Investment Research

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



Source: TTW, SCBS Investment Research

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



Source: TTW, SCBS Investment Research

คำแนะนำการลงทุน

ราคา ณ วันที่ : 2 ธ.ค. 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						
GFPT	Neutral	20.50	20.00	(2.4)	22.6	1,504 1,996 2,108	1.20 1.59 1.68	3583% 33% 6%	17.1 12.9 12.2	5.9 7.1 8.3	3.45 2.90 2.48	22% 22% 20%
Automotive						2,827 2,125 3,000			9.6 12.7 9.0		1.32 1.23 1.13	15% 10% 13%
AH	Sell	14.80	16.00	8.1	16.0	610 461 654	1.89 1.43 2.03	-18% -24% 42%	7.8 10.4 7.3	17.0 17.9 19.2	0.87 0.83 0.77	12% 8% 11%
SAT	Neutral	17.90	19.00	6.1	19.7	811 614 846	1.91 1.44 1.99	4% -24% 38%	9.4 12.4 9.0	11.5 12.4 13.7	1.56 1.44 1.31	18% 12% 15%
STANLY	Neutral	212.00	235.00	10.8	223.1	1,406 1,050 1,500	18.35 13.71 19.58	-2% -25% 43%	11.6 15.5 10.8	138.1 148.4 161.6	1.53 1.43 1.31	14% 10% 13%
Banking						197,788 205,477 231,661			14.6 13.4 11.7		1.82 1.64 1.48	15% 13% 14%
Large Banks												
BBL	Buy	202.00	255.00	26.2	233.7	35,906 36,298 40,327	18.81 19.02 21.13	9% 1% 11%	10.7 10.6 9.6	155.0 172.9 186.9	1.30 1.17 1.08	13% 12% 12%
KBANK	Buy	249.00	275.00	10.4	261.9	41,325 46,797 50,997	17.27 19.55 21.31	17% 13% 9%	14.4 12.7 11.7	91.6 108.3 125.1	2.72 2.30 1.99	20% 20% 18%
KTB	Buy	24.10	27.00	12.0	25.9	33,929 30,747 35,155	2.43 2.20 2.51	45% -9% 14%	9.9 11.0 9.6	14.7 16.1 17.7	1.63 1.50 1.36	17% 14% 15%
SCB	No rec	197.50			207.5	50,233 56,173 63,385	14.78 16.53 18.65	25% 12% 13%	13.4 12.0 10.6	72.5 83.1 95.1	2.73 2.38 2.08	22% 21% 21%
Mid/small banks												
BAY	Sell	47.50	33.00	(30.5)	36.3	11,867 13,638 16,400	1.95 2.25 2.70	-19% 15% 20%	24.3 21.2 17.6	20.0 21.4 23.5	2.38 2.22 2.03	10% 11% 12%
KKP	Buy	40.50	46.00	13.6	44.6	4,418 2,882 3,706	5.27 3.43 4.41	29% -35% 29%	7.7 11.8 9.2	41.7 43.1 45.7	0.97 0.94 0.89	13% 8% 10%
LHBANK	Sell	1.97	1.30	(34.0)	1.5	893 1,209 1,319	0.07 0.10 0.10	23% 35% 9%	28.0 20.7 19.0	1.2 1.2 1.3	1.67 1.61 1.53	6% 8% 8%
TCAP	Buy	33.75	44.00	30.4	37.3	9,231 5,180 5,720	7.22 4.05 4.48	68% -44% 10%	4.7 8.3 7.5	37.1 40.1 43.5	0.91 0.84 0.78	20% 11% 11%
TISCO	Buy	46.00	55.00	19.6	46.4	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	3.20	3.00	(6.3)	2.9	5,737 8,452 9,848	0.13 0.19 0.23	354% 47% 17%	24.3 16.5 14.2	1.4 1.6 1.7	2.26 2.04 1.84	10% 13% 14%
Commerce						28,518 28,115 35,379			35.1 37.3 30.1		8.50 7.41 6.28	25% 22% 24%
BIGC	Neutral	257.00	250.00	(2.7)	231.8	7,224 7,484 8,365	8.76 9.07 10.14	18% 4% 12%	29.4 28.3 25.3	44.9 51.4 58.8	5.72 5.00 4.37	21% 19% 18%
CPALL	Buy	44.00	57.00	29.5	50.1	11,035 10,002 13,867	1.23 1.11 1.54	0% -9% 39%	35.8 39.5 28.5	3.7 3.9 4.7	11.97 11.31 9.34	37% 29% 36%
GLOBAL	Sell	12.30	12.50	1.6	12.5	942 676 827	0.31 0.23 0.28	49% -28% 22%	39.2 54.6 44.7	3.4 4.7 4.9	3.59 2.63 2.49	10% 6% 6%
HMPRO	Neutral	9.10	10.00	9.9	9.9	3,068 3,291 3,763	0.25 0.27 0.31	15% 7% 14%	36.6 34.1 29.8	1.0 1.3 1.5	8.82 7.14 5.87	27% 23% 22%
MAKRO	Buy	37.50	47.00	25.3	38.7	4,299 4,831 6,230	0.90 1.01 1.30	22% 12% 29%	41.9 37.3 28.9	2.3 2.7 3.2	16.33 14.14 11.73	39% 41% 44%
ROBINS	Buy	49.25	65.00	32.0	60.1	1,951 1,829 2,327	1.76 1.65 2.09	2% -6% 27%	28.0 29.9 23.5	10.8 11.5 12.8	4.55 4.27 3.84	17% 15% 17%
Construction Materials						41,917 40,945 47,424			20.8 21.0 18.4		3.89 3.74 3.48	23% 21% 23%
Cement												
SCC	Buy	468.00	520.00	11.1	513.9	34,221 32,943 38,247	28.52 27.45 31.87	45% -4% 16%	16.4 17.0 14.7	156.0 168.9 185.9	3.00 2.77 2.52	20% 17% 18%
SCCC	Buy	430.00	480.00	11.6	438.3	4,917 5,265 6,081	21.38 22.89 26.44	27% 7% 16%	20.1 18.8 16.3	83.7 91.7 102.0	5.14 4.69 4.22	27% 26% 27%
TIPL	Sell	1.93	1.50	(22.3)	1.5	1,029 1,082 1,240	0.05 0.05 0.06	418% 5% 15%	37.9 36.0 31.4	2.9 3.1 3.2	0.68 0.62 0.61	2% 2% 2%
Ceramics												
DCC	Neutral	56.00	60.00	7.1	59.8	1,298 1,310 1,473	3.18 3.21 3.61	3% 1% 12%	17.6 17.4 15.5	6.8 6.9 7.3	8.27 8.11 7.67	47% 47% 51%
DRT	Sell	5.20	5.20	0.0	5.8	451 345 383	0.43 0.33 0.37	-10% -23% 11%	12.0 15.6 14.1	2.2 2.1 2.2	2.35 2.49 2.38	20% 15% 17%
Construction Services						4,315 4,984 5,986			33.7 28.2 24.0		3.02 2.75 2.54	15% 11% 13%
BJCHI	Buy	33.25	60.00	80.5	47.0	1,262 1,004 1,278	3.94 3.14 4.00	13% -20% 27%	8.4 10.6 8.3	13.7 14.5 16.5	2.42 2.30 2.02	44% 22% 26%
CK	Buy	27.75	34.00	22.5	30.1	831 1,452 1,567	0.50 0.86 0.93	1031% 71% 8%	55.2 32.4 30.0	10.0 10.0 10.4	2.77 2.79 2.66	7% 9% 9%
ITD	Buy	7.90	10.40	31.6	6.8	832 967 1,245	0.19 0.18 0.24	-8% -2% 29%	42.2 43.1 33.5	2.5 3.0 3.2	3.10 2.59 2.46	8% 7% 8%
NWR	Neutral	2.04	2.20	7.8	2.3	-49 -21 208	-0.02 -0.01 0.09	n.m. 56% n.m.	n.m. n.m. 23.5	1.5 1.6 1.6	1.40 1.29 1.25	-2% -1% 6%
STEC	Buy	27.50	30.00	9.1	29.4	1,439 1,583 1,688	0.94 1.04 1.11	2% 10% 7%	29.1 26.5 24.8	5.1 5.7 6.3	5.39 4.80 4.34	21% 19% 18%
Electronic Components						8,483 11,780 13,362			18.0 12.5 11.0		2.45 2.08 1.87	11% 17% 17%
CCET	Neutral	2.80	3.90	39.3		792 1,573 1,978	0.19 0.39 0.49	38% 99% 26%	14.4 7.3 5.8	3.9 4.2 4.5	0.71 0.67 0.63	5% 10% 11%
DELTA	Buy	78.00	60.00	(23.1)	66.4	4,883 5,680 6,254	3.91 4.55 5.01	16% 16% 10%	19.9 17.1 15.6	20.3 22.2 24.4	3.84 3.52 3.20	20% 21% 22%
HANA	Buy	42.00	30.00	(28.6)	44.5	1,456 2,157 2,368	1.81 2.68 2.94	35% 48% 10%	23.2 15.7 14.3	20.6 23.5 24.9	2.04 1.79 1.69	9% 12% 12%
KCE	Buy	39.00	34.00	(12.8)	47.0	1,052 1,248 1,442	2.19 2.60 3.00	1731% 19% 16%	17.8 15.0 13.0	8.6 11.4 13.7	4.56 3.42 2.85	29% 26% 24%
SMT	Sell	6.85	7.00	2.2	9.0	-301 301 348	-0.72 0.72 0.83	49% n.m. 15%	n.m. 9.5 8.2	4.6 5.0 5.2	1.50 1.37 1.33	-16% 15% 16%
SVI	Buy	3.86	4.40	14.0	4.5	602 821 972	0.27 0.36 0.43	56% 36% 18%	14.4 10.6 9.0	1.9 2.3 2.5	2.05 1.69 1.54	18% 17% 18%
Energy & Utilities						193,543 189,608 218,267			35.6 24.8 16.9		2.27 2.11 1.96	10% 8% 12%
Oil & Gas and Coal												
BANPU	Neutral	27.00	34.00	25.9	31.3	3,147 2,746 3,872	1.16 1.06 1.50	-47% -8% 41%	23.3 25.4 18.0	26.3 27.6 28.1	1.03 0.98 0.96	4% 4% 5%
PTT	Buy	364.00	406.00	11.5	388.3	94,397 102,673 105,444	33.05 35.95 36.92	-12% 9% 3%	11.0 10.1 9.9	288.6 317.5 347.4	1.26 1.15 1.05	12% 12% 11%
PTTEP	Buy	130.00	200.00	53.8	171.5	59,238 59,213 63,598	14.92 14.92 16.02	-23% 0% 7%	8.7 8.7 8.1	96.9 106.4 116.2	1.34 1.22 1.12	17% 15% 14%
Refineries												
BCP	Buy	34.50	44.00	27.5	37.8	4,616 3,142 5,234	3.35 2.28 3.80	120% -32% 67%	10.3 15.1 9.1	25.2 27.0 29.4	1.37 1.28 1.17	14% 9% 13%
ESSO	Sell	5.05	5.00	(1.0)	5.8	-379 -4,351 1,171	-0.11 -1.26 0.34	78% -1049% n.m.	n.m. n.m. 14.9	6.5 5.3 5.6	0.77 0.96 0.90	-2% -21% 6%
IRPC	Sell	3.30	3.40	3.0	3.6	-1,767 927 2,183	-0.09 0.05 0.11	45% n.m. 135%	n.m. 72.7 30.9	3.7 3.7 3.8	0.89 0.89 0.87	-2% 1% 3%
TOP	Buy	42.25	53.00	25.4	52.7	12,033 -790 9,435	5.90 -0.39 4.63	27% n.m. n.m.	7.2 n.m. 9.1	44.6 43.7 46.3	0.95 0.97 0.91	14% -1% 10%
Utilities												
EGCO	Neutral	170.50	172.00	0.9	178.1	6,780 7,779 8,241	12.88 14.78 15.65	1% 15% 6%	13.2 11.5 10.9	131.7 140.5 150.0	1.29 1.21 1.14	10% 11% 11%
GLOW	Neutral	99.75	95.00	(4.8)	95.6	8,217 9,117 9,299	5.62 6.23 6.36	73% 11% 2%	17.8 16.0 15.7	27.7 31.1 34.3	3.60 3.21 2.91	21% 21% 19%
GUNKUL	Neutral	28.75	18.00	(37.4)	26.9	112 448 551	0.13 0.51 0.63	-68% 299% 23%	225.2 56.5 45.9	3.2 3.7 4.2	8.88 7.73 6.87	5% 15% 16%
RATCH	Neutral	62.25	60.00	(3.6)	65.1	4,837 5,741 6,135	3.34 3.96 4.23	-5% 19% 7%	18.7 15.7 14.7	40.2 42.4 44.3	1.55 1.47 1.40	9% 10% 10%
TTW	Neutral	11.90	13.00	9.2	12.6	2,310 2,963 3,103	0.58 0.74 0.78	6% 28% 5%	20.6 16.0 15.3	2.8 2.8 2.9	4.31 4.23 4.15	21% 27% 27%

คำแนะนำการลงทุน

ราคา ณ วันที่ : 2 ธ.ค. 57



Company	Rec.	Price (Bt)	12-mth Target Price	% Up/(Down)	12-mth BB-CON	Core Profit (Btm)			Core EPS (Bt)			Core EPS growth (%)			Core PER (x)			BVPS(Bt)			P/BV (x)			ROE (%)		
						13A	14F	15F	13A	14F	15F	13A	14F	15F	13A	14F	15F	13A	14F	15F	13A	14F	15F	13A	14F	15F
Finance & Securities						17.3	6,295	6,427	7,206						10.5	10.5	9.5				2.59	2.39	2.18	27%	24%	24%
Credit card																										
AEONTS	Buy	106.50	130.00	22.1	131.8	2,501	2,613	3,083	10.01	10.45	12.33	48%	4%	18%	10.6	10.2	8.6	35.6	42.1	50.1	2.99	2.53	2.12	31%	27%	27%
KTC	Neutral	66.25	75.00	13.2	78.9	1,283	1,790	1,967	4.97	6.94	7.63	403%	40%	10%	13.3	9.5	8.7	23.8	28.7	33.5	2.79	2.31	1.97	23%	26%	25%
Securities																										
ASP	Buy	4.34	5.50	26.7	4.9	1,066	933	1,024	0.51	0.44	0.49	77%	-12%	10%	8.6	9.8	8.9	2.1	2.1	2.2	2.06	2.02	1.94	25%	21%	22%
MBKET	Neutral	23.50	25.00	6.4	25.1	1,446	1,091	1,132	2.53	1.91	1.98	96%	-25%	4%	9.3	12.3	11.8	9.2	8.6	8.7	2.54	2.72	2.70	30%	21%	23%
Food & Beverage						24.1	6,121	22,987	31,996						28.5	22.0	15.7				3.58	3.23	2.86	14%	16%	19%
CPF	Buy	28.50	42.00	47.4	36.1	-1,458	11,678	18,060	-0.20	1.58	2.44	n.m.	n.m.	55%	n.m.	18.0	11.7	17.5	21.8	22.1	1.63	1.31	1.29	-1%	8%	11%
MINT	Neutral	36.50	38.00	4.1	38.6	3,806	4,318	5,393	0.97	1.08	1.35	19%	11%	25%	37.6	33.8	27.1	6.8	7.4	8.3	5.33	4.92	4.40	17%	15%	17%
OISHI	Sell	79.75	88.00	10.3	72.8	566	531	1,130	3.02	2.83	6.03	-19%	-6%	113%	26.4	28.2	13.2	18.2	19.6	23.7	4.39	4.06	3.36	17%	15%	28%
PM	Buy	9.30	12.00	29.0	12.0	406	450	492	0.68	0.75	0.82	0%	11%	9%	13.7	12.4	11.3	2.3	2.5	2.8	3.99	3.66	3.33	29%	27%	27%
TUF	Buy	88.00	92.00	4.5	87.5	2,801	6,010	6,921	2.44	5.04	5.80	-33%	106%	15%	36.1	17.5	15.2	34.5	40.2	46.0	2.55	2.19	1.91	7%	14%	13%
Health Care Services						5.8	9,165	10,980	13,076						43.2	35.5	30.5				8.38	7.84	6.94	19%	21%	22%
BGH	Buy	18.70	22.00	17.6	20.8	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	148.00	110.00	(25.7)	131.2	2,466	2,743	2,995	3.39	3.77	4.11	35%	11%	9%	43.7	39.3	36.0	11.1	12.1	13.9	13.38	12.22	10.67	27%	27%	27%
BCH	Buy	9.05	9.50	5.0	8.6	585	798	944	0.23	0.32	0.38	-36%	37%	18%	38.6	28.3	23.9	1.8	1.7	1.9	4.97	5.23	4.71	14%	18%	21%
Information & Communication Technology						14.6	54,573	70,010	87,947						18.8	93.9	18.7				10.64	6.50	6.27	22%	37%	42%
Mobile																										
ADVANC	Buy	240.00	300.00	25.0	245.9	36,507	36,947	44,003	12.28	12.43	14.80	5%	1%	19%	19.5	19.3	16.2	15.4	15.5	16.7	15.60	15.48	14.40	82%	80%	92%
DTAC	Neutral	98.50	110.00	11.7	113.0	10,835	11,669	13,927	4.58	4.93	5.88	-3%	8%	19%	21.5	20.0	16.7	13.8	12.2	10.5	7.13	8.09	9.35	32%	38%	52%
TRUE	Buy	12.50	11.50	(8.0)	10.1	-11,665	390	5,599	-0.80	0.02	0.23	-76%	n.m.	1340%	n.m.	788.5	54.8	0.3	3.0	3.2	44.50	4.19	3.89	-134%	1%	7%
Internet																										
CSL	Buy	7.95	13.00	63.5	10.1	439	467	499	0.74	0.79	0.84	10%	6%	7%	10.8	10.1	9.5	2.0	2.1	2.2	3.89	3.76	3.59	37%	38%	39%
THCOM	Buy	37.00	46.00	24.3	51.2	1,449	1,906	2,309	1.32	1.74	2.11	73%	32%	21%	28.0	21.3	17.6	14.2	15.5	16.8	2.60	2.39	2.20	10%	12%	13%
Other																										
INTUCH	Buy	75.00	90.00	20.0	91.7	13,571	14,635	17,204	4.23	4.56	5.37	13%	8%	18%	17.7	16.4	14.0	4.4	4.4	4.4	16.88	16.88	16.88	95%	103%	121%
JMART	Neutral	11.50	15.00	30.4	12.5	400	452	535	0.96	0.92	1.02	20%	-5%	11%	12.0	12.5	11.3	4.2	4.2	4.8	2.71	2.75	2.41	22%	21%	21%
SAMART	Buy	34.25	24.00	(29.9)	34.6	1,464	1,629	1,693	1.47	1.63	1.69	53%	11%	4%	23.3	21.1	20.3	8.3	10.0	11.8	4.12	3.42	2.89	19%	18%	15%
SAMTEL	Buy	22.60	18.00	(20.4)	23.3	775	920	923	1.26	1.49	1.50	4%	18%	0%	17.9	15.2	15.1	5.2	5.9	6.6	4.37	3.84	3.41	26%	27%	24%
SIM	Buy	3.36	4.50	33.9	4.5	798	996	1,254	0.18	0.23	0.29	443%	24%	26%	18.4	14.8	11.8	0.7	0.8	0.9	4.61	4.19	3.66	28%	30%	33%
Insurance						(11.2)	1,964	800	5,948						22.3	49.9	18.6				5.47	4.88	4.13	-9%	4%	24%
BLA	Sell	56.50	45.00	(20.4)	53.1	4,381	1,287	4,464	2.58	0.76	2.63	33%	-71%	247%	21.9	74.5	21.5	13.1	14.3	16.8	4.31	3.95	3.36	21%	6%	17%
THRE	Buy	3.34	4.00	19.8	3.7	-2,799	-831	1,075	-0.80	-0.20	0.26	36%	75%	n.m.	n.m.	n.m.	13.1	0.8	1.0	1.3	4.15	3.24	2.50	-89%	-23%	22%
THREL	Neutral	14.50	16.00	10.3	14.3	383	345	409	0.64	0.57	0.68	44%	-10%	19%	22.7	25.2	21.3	1.8	1.9	2.2	7.97	7.46	6.52	42%	31%	33%
Media & Publishing						(9.3)	8,000	6,384	5,913						18.3	21.4	22.8				5.96	6.24	6.17	33%	26%	25%
TV broadcasting																										
BEC	Neutral	57.00	52.00	(8.8)	46.9	5,589	4,594	4,194	2.79	2.30	2.10	17%	-18%	-9%	20.4	24.8	27.2	4.6	4.3	4.3	12.51	13.40	13.30	64%	52%	49%
MCOT	Sell	18.50	18.00	(2.7)	18.3	1,527	841	648	2.22	1.22	0.94	-13%	-45%	-23%	8.3	15.1	19.6	11.6	11.7	11.8	1.60	1.58	1.57	19%	11%	8%
Cinema																										
MAJOR	Neutral	26.00	22.00	(15.4)	26.7	884	948	1,071	1.00	1.07	1.21	13%	7%	13%	26.1	24.3	21.5	6.9	6.9	7.1	3.78	3.75	3.65	15%	15%	17%
Petrochemicals & Chemicals						24.7	33,066	31,746	41,127						8.3	19.3	15.4				1.50	1.42	1.34	6%	9%	10%
IVL	Neutral	22.90	27.00	17.9	27.6	-631	3,871	4,764	-0.13	0.80	0.99	-1897%	n.m.	23%	n.m.	28.5	23.1	12.6	13.2	13.9	1.82	1.74	1.65	-1%	6%	7%
PTTGC	Buy	62.00	79.00	27.4	74.4	33,697	27,875	36,362	7.47	6.18	8.06	7%	-17%	30%	8.3	10.0	7.7	52.9	56.1	60.8	1.17	1.10	1.02	14%	11%	13%
Property Development						18.0	30,904	37,335	41,466						13.9	12.6	12.7				2.78	2.43	2.16	19%	20%	19%
Industrial Estate																										
AMATA	Buy	15.10	20.00	32.5	18.6	1,516	1,165	1,424	1.42	1.09	1.33	1%	-23%	22%	10.6	13.8	11.3	9.6	10.1	11.0	1.58	1.50	1.37	16%	11%	13%
HEMRAJ	Neutral	4.32	4.60	6.5	4.5	2,686	3,549	2,822	0.28	0.37	0.29	21%	32%	-20%	15.6	11.8	14.9	1.5	1.7	1.9	2.86	2.53	2.32	21%	23%	16%
ROJNA	Neutral	7.35	7.30	(0.7)	8.1	-828	1,153	405	-0.58	0.81	0.28	n.m.	n.m.	-65%	n.m.	9.1	26.0	6.9	7.7	7.7	1.07	0.96	0.96	-9%	11%	4%
TICON	Neutral	19.70	20.00	1.5	19.6	1,414	1,504	1,645	1.56	1.51	1.50	-4%	-3%	-1%	12.6	13.0	13.1	9.6	12.0	11.5	2.05	1.65	1.72	17%	15%	13%
WHA	Buy	36.25	40.00	10.3	40.3	1,463	1,545	1,845	1.52	1.60	1.91	288%	6%	19%	23											

Company	Rec.	Price	12-mth	%	12-mth	Core Profit (Btm)			Core EPS (Bt)			Core EPS growth (%)			Core PER (x)			BVPS(Bt)			P/BV (x)			ROE (%)		
		(Bt)	Target Price	Up/(Down)	BB-CON	13A	14F	15F	13A	14F	15F	13A	14F	15F	13A	14F	15F	13A	14F	15F	13A	14F	15F	13A	14F	15F
Industrial																										
TFUND	Sell	10.80	11.00	1.9	11.0	854	790	828	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	11.0	11.0	11.0	0.98	0.98	0.98	n.a.	n.a.	n.a.
TLOGIS	Buy	12.00	13.00	8.3	13.0	382	319	343	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	11.3	11.5	11.5	1.06	1.04	1.04	n.a.	n.a.	n.a.
WHAPF	Buy	10.10	14.00	38.6		388	550	706	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	10.6	10.5	10.8	0.96	0.96	0.94	n.a.	n.a.	n.a.
Office																										
QHPF	Buy	9.25	10.50	13.5		619	627	653	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	11.90	12.00	0.8		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	1.06	1.06	1.06	n.a.	n.a.	n.a.
Tourism & Leisure				19.4		1,461	1,057	2,222							64.9	41.3	29.7				3.35	3.30	3.07	8%	4%	11%
CENTEL	Buy	36.75	42.00	14.3	41.1	1,334	1,202	1,842	0.99	0.89	1.36	25%	-10%	53%	37.2	41.3	26.9	8.3	8.8	9.6	4.45	4.18	3.82	13%	10%	15%
ERW	Buy	5.00	7.00	40.0	5.6	127	-145	381	0.05	-0.06	0.15	409%	n.m.	n.m.	92.7	n.m.	32.5	2.2	2.1	2.2	2.25	2.43	2.31	3%	-3%	7%
Transportation & Logistics				11.8		9,277	4,587	27,887							31.0	106.0	19.4				1.65	1.92	1.90	3%	-1%	7%
Aviation																										
AAV	Buy	4.68	7.00	49.6	4.8	901	46	1,407	0.19	0.01	0.29	5%	-95%	2934%	25.2	489.5	16.1	4.0	4.0	4.3	1.17	1.17	1.09	5%	0%	7%
AOT	Buy	284.00	330.00	16.2	260.0	10,458	12,814	15,813	7.32	8.97	11.07	36%	23%	23%	38.8	31.7	25.7	65.2	69.7	76.8	4.36	4.07	3.70	12%	13%	15%
NOK	Buy	13.40	20.00	49.3	15.7	1,066	-570	549	1.88	-0.91	0.88	25%	n.m.	n.m.	7.1	n.m.	15.3	8.0	5.9	6.7	1.67	2.28	1.99	39%	-14%	14%
THAI	Neutral	16.10	17.00	5.6	14.6	-3,747	-13,502	1,766	-1.72	-6.18	0.81	n.m.	-260%	n.m.	n.m.	n.m.	19.9	26.1	22.5	23.4	0.62	0.71	0.69	-6%	-25%	4%
Mass Transit																										
BMCL	Neutral	1.80	1.00	(44.4)	1.6	-774	-636	-928	-0.06	-0.03	-0.05	23%	51%	-46%	n.m.	n.m.	n.m.	0.7	0.4	0.4	2.53	4.54	5.13	-16%	-8%	-12%
BTS	Buy	10.30	12.50	21.4	11.1	1,757	2,351	2,615	0.15	0.20	0.22	88%	31%	11%	67.4	51.6	46.5	5.1	4.8	4.4	2.02	2.16	2.35	3%	4%	5%
Shipping																										
PSL	Neutral	18.20	15.50	(14.8)	24.3	-424	334	1,587	-0.41	0.32	1.53	-152%	n.m.	374%	n.m.	56.6	11.9	15.0	15.3	16.1	1.21	1.19	1.13	-3%	2%	10%
RCL	Neutral	8.95	7.60	(15.1)	11.4	-1,595	102	750	-1.92	0.12	0.90	28%	n.m.	632%	n.m.	72.4	9.9	11.2	13.8	14.6	0.80	0.65	0.61	-16%	1%	6%
TTA	Neutral	20.80	16.00	(23.1)	25.9	-185	937	1,422	-0.19	0.72	1.09	39%	n.m.	52%	n.m.	28.8	19.0	25.7	25.2	24.3	0.81	0.82	0.86	-1%	3%	4%
Tollroads																										
BECL	Neutral	39.00	41.00	5.1	43.8	1,821	2,710	2,906	2.36	3.52	3.77	27%	49%	7%	16.5	11.1	10.3	29.7	25.2	27.5	1.31	1.55	1.42	8%	13%	14%
Infrastructure Fund																										
TRUEIF	Buy	10.80	14.00	29.6	13.0	274	4,108	4,862										10.0	13.7	13.5	1.07	0.79	0.80			
mai						485	2,028	4,174							144.4	34.1	18.2				8.44	6.31	4.33	11%	21%	30%
AGE	Buy	2.18	2.70	23.9	2.6	85	175	222	0.06	0.11	0.15	n.m.	78%	27%	33.9	19.1	15.0	3.7	3.7	4.1	0.58	0.59	0.54	7%	13%	15%
EA	Neutral	26.25	24.00	(8.6)	25.3	268	1,674	3,593	0.07	0.45	0.96	113%	525%	115%	365.4	58.5	27.3	1.2	1.6	2.4	22.44	16.42	10.84	10%	32%	48%
UAC	Buy	8.00	11.50	43.8	10.6	131	179	359	0.24	0.32	0.65	-12%	36%	101%	33.8	24.8	12.3	3.5	4.2	5.0	2.29	1.91	1.60	16%	17%	28%
SCBS Coverage		1593.82		15.4		639,721	677,342	821,975	84.10	89.04	108.06	7.4%	5.9%	21.4%	19.0	17.9	14.7				2.4	2.2	2.0	14%	13%	15%

คำแนะนำการลงทุน

ราคา ณ วันที่ : 2 ธ.ค. 57

Company	Rec.	Price (Bt)	12-mth Target Price	% Up/(Down)	12-mth BB-CON	DPS (Bt)			Dividend Yield (%)			EV/EBITDA (x)			EBITDA Growth (%)			Net Debt (Btm)			Shares (m Shrs.)	Mkt. Cap. (Btm)	% Mkt.Cap / SET
						13A	14F	15F	13A	14F	15F	13A	14F	15F	13A	14F	15F	13A	14F	15F			
Agribusiness																							
GFPT	Neutral	20.50	20.00	(2.4)	22.6	0.35	0.48	0.50	1.71	2.33	2.46	12.63	10.39	9.49	104.85	21.46	4.96	4,386	4,380	3,141	1,254	25,703	0.18
Automotive																							
AH	Sell	14.80	16.00	8.1	16.0	0.49	0.36	0.51	3.31	2.41	3.42	3.98	6.58	5.35	38.86	-43.49	12.98	4,430	3,818	3,126	323	4,774	0.03
SAT	Neutral	17.90	19.00	6.1	19.7	0.75	0.63	0.70	4.19	3.52	3.89	5.47	5.78	4.92	4.17	-12.25	7.85	2,200	1,492	737	425	7,611	0.05
STANLY	Neutral	212.00	235.00	10.8	223.1	6.19	4.95	6.78	2.92	2.33	3.20	5.40	6.01	4.60	2.70	-15.47	28.69	(2,574)	(3,393)	(3,591)	77	16,245	0.11
Banking																							
Large Banks																							
BBL	Buy	202.00	255.00	26.2	233.7	6.60	7.15	7.94	3.27	3.54	3.93							-	-	-	1,909	385,586	2.63
KBANK	Buy	249.00	275.00	10.4	261.9	3.50	4.00	5.00	1.41	1.61	2.01							-	-	-	2,393	595,922	4.06
KTB	Buy	24.10	27.00	12.0	25.9	0.88	0.84	0.96	3.65	3.47	3.96							-	-	-	13,976	336,823	2.30
SCB	No rec	197.50			207.5	5.91	6.61	7.46	2.99	3.35	3.78							-	-	-	3,394	670,377	4.57
Mid/small banks																							
BAY	Sell	47.50	33.00	(30.5)	36.3	0.80	0.67	0.81	1.68	1.42	1.71							-	-	-	6,074	288,522	1.97
KKP	Buy	40.50	46.00	13.6	44.6	2.70	1.72	2.21	6.67	4.24	5.45							-	-	-	843	34,135	0.23
LHBANK	Sell	1.97	1.30	(34.0)	1.5	0.06	0.04	0.04	2.95	1.93	2.10										13,191	25,986	0.18
TCAP	Buy	33.75	44.00	30.4	37.3	1.60	1.21	1.12	4.74	3.57	3.32							-	-	-	1,278	43,126	0.29
TISCO	Buy	46.00	55.00	19.6	46.4	2.00	2.00	2.10	4.35	4.35	4.57							-	-	-	801	36,829	0.25
TMB	Sell	3.20	3.00	(6.3)	2.9	0.04	0.06	0.07	1.25	1.82	2.12							-	-	-	43,679	139,772	0.95
Commerce																							
BIGC	Neutral	257.00	250.00	(2.7)	231.8	2.64	2.72	3.04	1.03	1.06	1.18	17.27	16.18	14.70	6.89	4.73	7.07	19,622	15,230	9,111	825	212,025	1.44
CPALL	Buy	44.00	57.00	29.5	50.1	0.90	0.72	0.77	2.05	1.64	1.75	27.39	21.06	17.08	16.98	30.47	21.13	159,627	161,297	151,591	8,983	395,256	2.69
GLOBAL	Sell	12.30	12.50	1.6	12.5	0.02	0.02	0.03	0.14	0.18	0.22	24.87	25.16	21.80	29.72	0.37	17.71	3,304	3,923	4,741	3,049	37,500	0.26
HMPRO	Neutral	9.10	10.00	9.9	9.9	0.02	0.03	0.03	0.27	0.29	0.34	20.95	18.18	15.78	18.56	17.51	16.10	8,972	11,331	12,326	12,329	112,197	0.76
MAKRO	Buy	37.50	47.00	25.3	38.7	0.80	0.75	0.84	2.13	2.01	2.25	26.07	24.19	18.65	14.60	12.08	31.15	-1,679	5,475	7,496	4,800	180,000	1.23
ROBINS	Buy	49.25	65.00	32.0	60.1	0.88	0.82	1.05	1.80	1.67	2.13	14.19	14.66	11.70	11.91	0.44	27.57	-2,100	-101	862	1,111	54,700	0.37
Construction Materials																							
Cement																							
SCC	Buy	468.00	520.00	11.1	513.9	15.50	13.73	15.94	3.31	2.93	3.41	11.27	10.80	9.57	46.87	3.83	12.24	162,424	158,533	154,509	1,200	561,600	3.83
SCCC	Buy	430.00	480.00	11.6	438.3	15.00	16.11	18.51	3.49	3.75	4.30	14.25	13.26	11.62	26.55	8.09	12.54	4,506	5,102	3,706	230	98,900	0.67
TIPL	Sell	1.93	1.50	(22.3)	1.5	0.02	0.01	0.01	0.78	0.66	0.48	14.70	14.15	12.71	33.74	25.37	14.01	9,580	19,624	21,015	20,190	38,967	0.27
Ceramics																							
DCC	Neutral	56.00	60.00	7.1	59.8	3.18	3.21	3.61	5.68	5.73	6.45	12.61	12.43	11.11	2.49	0.46	10.89	1,018	780	587	408	22,848	0.16
DRT	Sell	5.20	5.20	0.0	5.8	0.33	0.25	0.28	6.26	4.80	5.32	7.66	8.57	7.97	3.54	-11.76	6.53	1,443	1,369	1,299	1,048	5,449	0.04
Construction Services																							
BJCHI	Buy	33.25	60.00	80.5	47.0	2.40	2.00	2.40	7.22	6.02	7.22	6.34	8.20	6.24	59.46	-18.88	26.99	-2,323	-1,910	-2,195	320	10,640	0.07
CK	Buy	27.75	34.00	22.5	30.1	0.43	0.43	0.44	1.54	1.54	1.60	18.72	19.33	17.50	46.66	0.36	11.52	33,471	35,162	35,985	1,694	47,006	0.32
ITD	Buy	7.90	10.40	31.6	6.8	0.00	0.00	0.09	0.00	0.00	1.19	13.29	15.40	14.78	6.00	-9.23	0.41	36,824	33,950	31,184	5,280	41,711	0.28
NWR	Neutral	2.04	2.20	7.8	2.3	0.00	0.00	0.04	0.00	0.00	2.12	8.31	7.29	6.10	-13.26	16.35	25.62	2,242	2,375	2,380	2,103	4,290	0.03
STEC	Buy	27.50	30.00	9.1	29.4	0.50	0.50	0.50	1.82	1.82	1.82	17.49	15.96	14.10	26.21	7.19	9.34	-1,979	-2,860	-4,184	1,525	41,940	0.29
Electronic Components																							
CCET	Neutral	2.80	3.90	39.3		0.08	0.17	0.22	2.86	6.20	7.80	9.07	6.45	5.39	-2.85	45.62	13.42	15,428	16,371	14,920	4,273	11,965	0.08
DELTA	Buy	78.00	60.00	(23.1)	66.4	2.70	2.80	3.00	3.46	3.59	3.85	14.24	12.22	10.93	14.33	15.69	9.57	-14,286	-14,897	-16,589	1,247	97,296	0.66
HANA	Buy	42.00	30.00	(28.6)	44.5	1.50	1.50	1.50	3.57	3.57	3.57	10.00	7.02	6.13	13.24	33.86	8.58	-6,694	-8,322	-9,634	805	33,805	0.23
KCE	Buy	39.00	34.00	(12.8)	47.0	0.75	0.70	0.75	1.92	1.79	1.92	13.15	11.83	10.32	141.40	13.24	14.36	4,439	4,868	4,817	565	22,020	0.15
SMT	Sell	6.85	7.00	2.2	9.0	0.00	0.30	0.42	0.00	4.38	6.06	53.33	6.54	5.74	n.m.	726.20	10.92	1,017	1,067	960	418	2,865	0.02
SVI	Buy	3.86	4.40	14.0	4.5	0.15	0.20	0.20	3.89	5.18	5.18	7.24	6.72	5.27	58.96	14.80	16.80	-1,949	-1,544	-2,154	2,266	8,746	0.06
Energy & Utilities																							
Oil & Gas and Coal																							
BANPU	Neutral	27.00	34.00	25.9	31.3	1.20	1.00	1.00	4.44	3.70	3.70	10.20	10.81	10.05	-32.74	-7.14	8.70	91,324	92,356	94,035	2,582	69,711	0.47
PTT	Buy	364.00	406.00	11.5	388.3	13.00	13.00	13.10	3.57	3.57	3.60	5.88	5.13	5.00	-0.29	13.64	3.64	325,361	313,117	326,988	2,856	1,039,693	7.08
PTTEP	Buy	130.00	200.00	53.8	171.5	6.00	6.00	6.40	4.62	4.62	4.92	3.52	3.46	3.38	4.50	5.81	6.67	54,666	78,637	102,134	3,970	516,098	3.52
Refineries																							
BCP	Buy	34.50	44.00	27.5	37.8	1.35	1.30	1.60	3.91	3.77	4.64	6.16	6.97	5.05	52.72	-13.73	30.32	10,575	9,180	6,041	1,377	47,504	0.32
ESSO	Sell	5.05	5.00	(1.0)	5.8	0.00	0.00	0.10	0.00	0.00	1.98	13.86	-12.16	6.84	7.61	n.m.	n.m.	21,982	15,869	10,368	3,461	17,477	0.12
IRPC	Sell	3.30	3.40	3.0	3.6	0.02	0.02	0.04	0.61	0.61	1.21	21.05	14.35	11.51	69.60	69.91	21.82	37,906	54,599	51,751	20,434	67,434	0.46
TOP	Buy	42.25	53.00	25.4	52.7	2.30	2.00	2.10	5.44	4.73	4.97	4.58	11.48	4.91	11.91	-58.23	125.92	18,718	23,717	19,930	2,040	86,191	0.59
Utilities																							
EGCO	Neutral	170.50	172.00	0.9	178.1	6.00	6.00	6.30	3.52	3.52	3.70	16.12	16.56	15.47	54.96	-5.52	2.17	41,308	37,451	31,669	526	89,762	0.61
GLOW	Neutral	99.75	95.00	(4.8)	95.6	2.76	3.10	3.30	2.77	3.11	3.31	11.14	10.17	9.81	39.35	3.65	-1.12	56,545	45,742	36,781	1,463	145,921	0.99
GUNKUL	Neutral	28.75	18.00	(37.4)	26.9	0.03	0.16	0.19	0.10	0.56	0.66	137.41	71.21	53.09	-75.73	89.89	33.57	330	-77	-182	880	25,300	0.17
RATCH	Neutral	62.25	60.00	(3.6)	65.1	2.30	2.30	2.30	3.69	3.69	3.69	10.71	10.12	10.10	-19.45	7.29	3.49	10,319	11,710	14,924	1,450	90,263	0.62
TTW	Neutral	11.90	13.00	9.2	12.6	0.60	0.69	0.72	5.04	5.80	6.08	12.07	11.10	11.03	1.73	8.87	3.41	1,813	1,903	3,271	3,990	47,481	0.32

คำแนะนำการลงทุน

ราคา ณ วันที่ : 2 ธ.ค. 57

Company	Rec.	Price (Bt)	12-mth Target Price	% Up/(Down)	12-mth BB-CON	DPS (Bt)			Dividend Yield (%)			EV/EBITDA (x)			EBITDA Growth (%)			Net Debt (Btm)			Shares (m Shrs.)	Mkt. Cap. (Btm)	% Mkt.Cap / SET																								
					13A	14F	15F	13A	14F	15F	13A	14F	15F	13A	14F	15F	13A	14F	15F																												
Finance & Securities					17.3			6.64			6.37			6.95						66,259			0.45																								
Credit card																																															
AEONTS	Buy	106.50	130.00	22.1	131.8	4.00	4.18	4.93	3.76	3.93	4.63									250	26,625	0.18																									
KTC	Neutral	66.25	75.00	13.2	78.9	2.00	2.79	3.07	3.02	4.21	4.63									258	17,081	0.12																									
Securities																																															
ASP	Buy	4.34	5.50	26.7	4.9	0.40	0.40	0.44	9.22	9.19	10.08									2,106	9,139	0.06																									
MBKET	Neutral	23.50	25.00	6.4	25.1	2.48	1.91	1.98	10.55	8.13	8.44									571	13,414	0.09																									
Food & Beverage					24.1			2.28			3.02			3.98			20.38			12.59			10.64			-7.57			55.62			20.86			246,632			223,154			222,311			492,227			3.35
CPF	Buy	28.50	42.00	47.4	36.1	0.50	1.10	1.60	1.75	3.86	5.61	34.13	12.67	10.08	-38.33	159.84	25.04	177,805	164,087	162,148	7,743	220,674	1.50																								
MINT	Neutral	36.50	38.00	4.1	38.6	0.35	0.38	0.47	0.96	1.03	1.29	21.68	20.46	16.61	16.74	8.93	21.59	19,791	21,568	19,413	4,002	146,057	1.00																								
OISHI	Sell	79.75	88.00	10.3	72.8	1.30	1.42	3.01	1.63	1.78	3.78	11.57	7.01	5.93	18.93	21.67	35.21	1,934	(2,500)	(707)	188	14,953	0.10																								
PM	Buy	9.30	12.00	29.0	12.0	0.50	0.52	0.55	5.38	5.59	5.91	10.73	9.33	8.52	-6.19	14.64	9.77	(28)	(48)	(34)	598	5,564	0.04																								
TUF	Buy	88.00	92.00	4.5	87.5	1.49	2.52	2.90	1.69	2.86	3.30	23.79	13.46	12.07	-29.02	73.01	12.69	47,130	40,048	41,492	1,193	104,980	0.72																								
Health Care Services					5.8			1.31			1.36			1.58			23.12			20.61			17.07			3.51			19.19			13.33			21,247			20,328			14,490			2.86			
BGH	Buy	18.70	22.00	17.6	20.8	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	1.97																								
BH	Sell	148.00	110.00	(25.7)	131.2	1.90	1.88	2.06	1.28	1.27	1.39	26.15	23.09	20.85	22.70	12.71	9.75	(165)	(703)	(1,629)	729	107,833	0.73																								
BCH	Buy	9.05	9.50	5.0	8.6	0.16	0.16	0.19	1.77	1.77	2.09	15.56	14.96	10.58	-15.07	28.75	11.41	2,952	3,444	2,440	2,494	22,568	0.15																								
Information & Communication Technology					14.6			3.73			4.16			4.66			11.50			10.26			8.97			23.88			18.42			13.91			122,858			102,756			118,826			1,609,385			10.97
Mobile																																															
ADVANC	Buy	240.00	300.00	25.0	245.9	12.15	12.43	14.80	5.06	5.18	6.17	11.45	10.12	8.75	3.31	12.65	16.79	9,404	6,303	13,327	2,973	713,543	4.86																								
DTAC	Neutral	98.50	110.00	11.7	113.0	3.72	4.93	5.88	3.78	5.00	5.97	8.69	8.32	7.32	11.18	8.45	14.66	23,988	33,815	36,213	2,368	233,229	1.59																								
TRUE	Buy	12.50	11.50	(8.0)	10.1	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	15.53	16.36	13.49	-2.10	32.52	23.85	72,825	47,995	56,207	24,608	307,599	2.10																								
Internet																																															
CSL	Buy	7.95	13.00	63.5	10.1	0.70	0.72	0.76	8.81	9.06	9.56	6.65	5.82	5.34	4.55	11.06	5.42	-51	-180	-330	595	4,726	0.03																								
THCOM	Buy	37.00	46.00	24.3	51.2	0.45	0.78	0.95	1.22	2.12	2.56	12.12	7.94	6.71	-3.64	39.88	14.25	4,915	1,081	-312	1,096	40,550	0.28																								
Other																																															
INTUCH	Buy	75.00	90.00	20.0	91.7	4.23	4.56	5.37	5.64	6.09	7.15	17.54	16.27	13.85	12.97	7.78	17.53	-2,096	-2,132	-2,123	3,206	240,482	1.64																								
JMART	Neutral	11.50	15.00	30.4	12.5	0.46	0.46	0.51	4.00	3.99	4.43	10.19	9.71	8.91	35.38	13.38	16.79	1,986	1,653	1,803	524	6,031	0.04																								
SAMART	Buy	34.25	24.00	(29.9)	34.6	0.75	0.80	0.80	2.19	2.34	2.34	9.62	8.77	8.35	35.35	11.44	4.29	6,399	6,858	6,586	1,007	34,473	0.23																								
SAMTEL	Buy	22.60	18.00	(20.4)	23.3	0.75	0.75	0.75	3.32	3.32	3.32	7.81	7.56	7.33	22.89	12.58	4.06	3,509	5,003	5,170	618	13,967	0.10																								
SIM	Buy	3.36	4.50	33.9	4.5	0.11	0.15	0.17	3.27	4.46	5.09	15.41	11.78	9.65	118.88	34.50	21.50	1,979	2,360	2,284	4,400	14,785	0.10																								
Insurance					11.2			1.57			1.02			1.41																																	
BLA	Sell	56.50	45.00	(20.4)	53.1	0.91	0.16	0.53	1.61	0.28	0.93										1,213	68,520	0.47																								
THRE	Buy	3.34	4.00	19.8	3.7	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00										4,215	14,078	0.10																								
THREL	Neutral	14.50	16.00	10.3	14.3	0.45	0.40	0.48	3.10	2.77	3.29										600	8,700	0.06																								
Media & Publishing					9.3			6.60			4.41			4.01			9.53			12.13			12.41			0.34			-14.07			-0.59			-3,925			10,533			12,160			149,845			1.02
TV broadcasting																																															
BEC	Neutral	57.00	52.00	(8.8)	46.9	2.60	2.07	1.89	4.56	3.63	3.31	11.76	14.35	15.24	9.00	-11.38	-4.94	-5,575	3,319	4,420	2,000	114,000	0.78																								
MCOT	Sell	18.50	18.00	(2.7)	18.3	2.11	1.10	0.85	11.41	5.96	4.59	4.16	9.60	10.83	-14.37	-33.68	-8.00	-2,649	2,700	3,281	687	12,711	0.09																								
Cinema																																															
MAJOR	Neutral	26.00	22.00	(15.4)	26.7	1.00	0.95	1.08	3.85	3.66	4.14	12.69	12.43	11.16	6.40	2.86	11.16	4,299	4,515	4,460	890	23,133	0.16																								
Petrochemicals & Chemicals					24.7			2.96			3.35			3.51			10.92			8.65			7.22			-0.48			13.71			15.86			154,541			140,107			114,924			389,795			2.66
IVL	Neutral	22.90	27.00	17.9	27.6	0.10	0.28	0.35	0.44	1.22	1.53	15.77	10.32	9.01	-3.80	39.89	9.94	80,884	64,758	57,780	4,814	110,246	0.75																								
PTTGC	Buy	62.00	79.00	27.4	74.4	3.40	3.40	3.40	5.48	5.48	5.48	6.08	6.97	5.43	2.84	-12.48	21.77	73,656	75,349	57,144	4,509	279,549	1.90																								
Property Development					18.0			3.62			4.03			4.14			14.23			12.34			12.13			31.94			16.07			9.02			178,016			175,871			187,356			471,562			3.21
Industrial Estate																																															
AMATA	Buy	15.10	20.00	32.5	18.6	0.56	0.43	0.52	3.68	2.83	3.46	7.76	10.35	9.51	7.93	-25.41	15.24	5,730	5,625	6,886	1,067	16,112	0.11																								
HEMRAJ	Neutral	4.32	4.60	6.5	4.5	0.17	0.14	0.11	3.91	3.20	2.55	11.79	10.82	13.01	34.90	16.68	-14.41	9,148	12,776	14,369	9,705	41,926	0.29																								
ROJNA	Neutral	7.35	7.30	(0.7)	8.1	0.22	0.44	0.16	3.04	6.03	2.12	23.68	8.95	19.32	-29.48	80.96	-51.33	17,026	8,314	9,278	1,444	10,610	0.07																								
TICON	Neutral	19.70	20.00	1.5	19.6	1.00	0.88	0.97	5.08	4.49	4.91	13.36	15.39	15.67	9.57	0.38	7.52	14,203	17,440	18,919	1,099	21,653	0.15																								
WHA	Buy	36.25	40.00	10.3	40.3	0.76	0.80	0.96	2.10	2.20	2.64	19.36	17.93	15.51	305.45	9.65	23.38	4,341	4,938	7,629	964	34,941	0.24																								
Residential																																															
AP	Neutral	6.60	7.50	13.6	7.4	0.25	0.11	0.23	3.79	1.64	3.55	12.20	10.66	10.00	-4.28	12.40	7.36	14,541	13,886	14,144	3,146	20,763	0.14																								
LH	Buy	10.00	12.00	20.0	11.7	0.40	0.55	0.58	4.00	5.45	5.79	15.04	13.74	13.10	11.62	14.42	6.13	31,041	29,271	30,902	10,986	109,856	0.75																								
LPN	Buy	24.20	26.50	9.5	25.2	0.84	0.83	0.94	3.47	3.44	3.89	13.26	15.36	11.57	3.03	-12.42	34.84	4,082	4,678	5,290	1,476	35,712	0.24																								
PS	Buy	31.25	40.00	28.0	38.4	0.85	0.92	1.21	2.72	2.93	3.87	11.09	10.44	7.95	40.32	7.89	29.99	19,132	20,558	19,642	2,227	69,581	0.47																								
QH	Buy	4.08	5.80	42.2	4.8	0.16	0.17	0.21	3.92	4.08	5.03	13.46	13.48	11.01	31.36	5.16	22.19	18,690	21,686	21,556	9,184	37,470	0.26																								
SIRI	Buy	1.92	2.20	14.6	2.0	0.10	0.15	0.14	5.21	7.83	7.28	15.71	12.48	11.47	-26.99	18.03	18.14	32,513	29,344	33,422	13,626	26,162	0.18																								
SPALI	Buy	27.25	30.50	11.9	28.8	0.70	1.17	1.27	2.57	4.28	4.66	14.09	8.50	7.50	-0.11	65.05	9.12	7,568	7,354	5,319	1,717	46,776	0.32																								
Property Fund								7.39			6.16			6.22																																	
Commercial																																															
CPNRF	Buy	16.40	21.00	28.0		1.34	1.39	1.38	8.14	8.45	8.42	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	2,212	36,285	0.25																								

คำแนะนำการลงทุน

ราคา ณ วันที่ : 2 ธ.ค. 57

Company	Rec.	Price (Bt)	12-mth Target Price	% Up/(Down)	12-mth BB-CON	DPS (Bt)			Dividend Yield (%)			EV/EBITDA (x)			EBITDA Growth (%)			Net Debt (Btm)			Shares (m Shrs.)	Mkt. Cap. (Btm)	% Mkt.Cap / SET
						13A	14F	15F	13A	14F	15F	13A	14F	15F	13A	14F	15F	13A	14F	15F			
Industrial																							
TFUND	Sell	10.80	11.00	1.9	11.0	0.56	0.76	0.70	5.16	7.04	6.48	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	1,150	12,415	0.08
TLOGIS	Buy	12.00	13.00	8.3	13.0	0.83	0.77	0.79	6.93	6.42	6.56	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	414	4,966	0.03
WHAPF	Buy	10.10	14.00	38.6		0.72	0.66	0.73	7.13	6.57	7.23	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	939	9,485	0.06
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	11.90	12.00	0.8		0.99	1.01	1.03	8.31	8.51	8.66	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	482	5,731	0.04
Tourism & Leisure				19.4					2.06	0.48	1.28	14.62	18.29	12.10	22.62	-14.39	54.10	16,823	17,287	17,037		61,998	0.42
CENTEL	Buy	36.75	42.00	14.3	41.1	0.40	0.36	0.55	1.09	0.97	1.48	15.43	15.70	12.51	42.40	-2.46	23.64	10,620	10,194	9,307	1,350	49,613	0.34
ERW	Buy	5.00	7.00	40.0	5.6	0.15	0.00	0.05	3.03	0.00	1.08	13.82	20.89	11.69	2.84	-26.31	84.57	6,203	7,094	7,730	2,477	12,385	0.08
Transportation & Logistics				11.8					2.09	1.47	2.72	16.18	19.72	28.30	29.35	9.95	63.64	189,297	195,876	244,324		715,029	4.87
Aviation																							
AAV	Buy	4.68	7.00	49.6	4.8	0.00	0.00	0.07	0.00	0.00	1.55	8.48	24.65	5.96	66.07	-60.96	308.71	1,708	5,001	4,680	4,850	22,698	0.15
AOT	Buy	284.00	330.00	16.2	260.0	4.31	3.63	4.43	1.52	1.28	1.56	18.59	17.23	15.91	19.41	7.94	15.92	-253	24	28,570	1,429	405,714	2.76
NOK	Buy	13.40	20.00	49.3	15.7	1.03	0.00	0.44	7.69	0.00	3.28	1.95	-11.87	10.17	40.65	n.m.	n.m.	-5,365	-2,822	-2,019	625	8,375	0.06
THAI	Neutral	16.10	17.00	5.6	14.6	0.00	0.00	0.20	0.00	0.00	1.26	9.68	15.30	6.74	-27.71	-35.86	124.42	164,492	167,121	164,959	2,183	35,143	0.24
Mass Transit																							
BMCL	Neutral	1.80	1.00	(44.4)	1.6	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	36.70	84.05	183.53	51.24	-35.08	-53.73	8,578	8,789	9,258	20,500	36,900	0.25
BTS	Buy	10.30	12.50	21.4	11.1	0.55	0.59	0.66	5.31	5.77	6.37	25.60	26.35	27.80	10.22	-7.49	-2.50	-16,473	-24,318	-21,808	11,919	122,768	0.84
Shipping																							
PSL	Neutral	18.20	15.50	(14.8)	24.3	0.40	0.29	0.76	2.20	1.57	4.19	21.96	12.54	8.45	-2.76	87.79	95.40	6,331	8,150	16,725	1,040	18,919	0.13
RCL	Neutral	8.95	7.60	(15.1)	11.4	0.00	0.03	0.23	0.00	0.35	2.53	18.11	10.68	7.04	117.67	69.54	45.75	6,909	6,915	6,344	829	7,417	0.05
TTA	Neutral	20.80	16.00	(23.1)	25.9	0.02	0.29	0.44	0.10	1.39	2.11	11.82	9.95	8.56	18.80	48.56	35.42	5,750	5,991	11,421	1,301	27,064	0.18
Tollroads																							
BECL	Neutral	39.00	41.00	5.1	43.8	1.60	1.70	1.70	4.10	4.35	4.35	8.88	8.26	8.80	-0.10	15.15	3.35	17,621	21,024	26,194	770	30,030	0.20
Infrastructure Fund																							
TRUEIF	Buy	10.80	14.00	29.6	13.0	0.05	0.88	0.90	0.42	8.14	8.31										5,808	62,726	0.43
mai									1.09	1.41	2.34	99.84	29.57	17.34	130.67	204.07	77.82	6,864	13,704	28,236		105,682	0.72
AGE	Buy	2.18	2.70	23.9	2.6	0.03	0.05	0.06	1.18	2.10	2.67	24.34	19.15	15.55	285.66	43.64	19.03	2,094	2,303	2,114	1,530	3,336	0.02
EA	Neutral	26.25	24.00	(8.6)	25.3	0.02	0.14	0.29	0.08	0.53	1.10	216.60	44.31	22.90	138.27	418.75	119.23	4,487	10,753	25,224	3,730	97,913	0.67
UAC	Buy	8.00	11.50	43.8	10.6	0.16	0.13	0.26	2.00	1.61	3.24	58.58	25.26	13.57	-31.92	149.83	95.21	284	648	898	554	4,434	0.03
SCBS Coverage		1593.82		15.4					3.0%	3.1%	3.4%	12.70	11.91	10.43	5.53	8.02	14.47	1,969,448	1,956,519	1,992,113		11,217,863	76.44

Disclaimer:

ข้อมูลในรายงานนี้เป็นข้อมูลที่มีการเปิดเผยต่อสาธารณะ ซึ่งนักลงทุนสามารถเข้าถึงได้โดยทั่วไป และเป็นข้อมูลที่เชื่อว่าน่าเชื่อถือได้ แต่ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ไทยพาณิชย์ จำกัด (“บริษัท”) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความถูกต้อง หรือสมบูรณ์ของข้อมูลดังกล่าวแต่อย่างใด ความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานนี้เป็นเพียงการนำเสนอในมุมมองของบริษัท และเป็นความคิดเห็น ณ วันที่ที่ปรากฏในรายงานเท่านั้น ซึ่งอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว โดยบริษัทไม่จำเป็นต้องแจ้งให้สาธารณชน หรือนักลงทุนทราบ รายงานนี้จัดทำขึ้นเพื่อเผยแพร่ข้อมูลให้แก่นักลงทุนเท่านั้น บริษัทไม่รับผิดชอบต่อการนำข้อมูลหรือความคิดเห็นใดๆไปใช้ในทุกรกรณี ดังนั้นนักลงทุนจึงควรใช้ดุลพินิจในการพิจารณาตัดสินใจก่อนการลงทุน นอกจากนี้ บริษัท และ/หรือ บริษัทในเครือของบริษัทอาจมีส่วนเกี่ยวข้องหรือผลประโยชน์ใดๆกับบริษัทใดๆที่ถูกกล่าวถึงในรายงานนี้ก็ได้

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

เอกสารฉบับนี้จัดทำโดย บริษัทหลักทรัพย์ ไทยพาณิชย์ จำกัด (“SCBS”) ซึ่งมีธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) (“ธนาคาร”) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่แต่เพียงผู้เดียว โดยธนาคารฯ ได้ทำหน้าที่เป็นที่ปรึกษาทางการเงินร่วมของ บริษัท อนาคต: วิชั่น จำกัด (มหาชน) SCBS ได้รับการแต่งตั้งเป็นผู้จัดการร่วมการจัดจำหน่ายและรับบริการการจัดจำหน่ายหุ้นของ บริษัท อนาคต: วิชั่น จำกัด (มหาชน) ความเห็น ชั่ว บทวิจย บทวิเคราะห์ ราคา ข้อความ การคาดการณ์ การประเมิน และ/หรือ ข้อมูลอื่นที่ระบุในเอกสารฉบับนี้ (“ข้อมูล”) มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้เป็นข้อมูลทั่วไปเท่านั้น และไม่อาจตีความได้ว่าเป็นการให้คำแนะนำแก่บุคคลใดๆ หรือเป็นการเสนอซื้อ หรือเสนอขาย หรือชักชวนให้เสนอซื้อหรือเสนอขายหลักทรัพย์ โดย SCBS และ/หรือกรรมการ พนักงาน และลูกจ้างของ SCBS ย่อมไม่จำเป็นต้องรับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ทั้งความเสียหายทางตรง ความเสียหายทางอ้อม ความเสียหายจากการพิสัยสนา หรือความเสียหายอันสืบเนื่อง อันเป็นผลมาจากการใช้หรือการเชื่อถือต่อการใช้ข้อมูล ทั้งนี้ รวมถึงแต่ไม่จำกัดเพียงการสูญเสียผลกำไร นักลงทุนพึงใช้ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ประกอบข้อมูลและความเห็นอื่นๆ รวมถึงพิจารณานานของตนในการตัดสินใจลงทุน ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นจากแหล่งข้อมูลที่ SCBS เห็นว่าน่าเชื่อถือ โดย SCBS ไม่รับรองถึงความถูกต้อง สมบูรณ์ และ/หรือ ครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว

SCBS สงวนสิทธิในการใช้ดุลพินิจของตนแต่เพียงผู้เดียวในการแก้ไขเพิ่มเติมข้อมูลเป็นครั้งคราวโดยไม่ต้องบอกกล่าว เอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นเพื่อเฉพาะบุคคลที่กำหนดเท่านั้น และห้ามมิให้มีการทำซ้ำ ดัดแปลง เผยแพร่ ขาย จำหน่าย พิมพ์ซ้ำ ส่งต่อ หรือแสวงหาประโยชน์ในเชิงพาณิชย์ไม่ว่าในลักษณะใดๆ เว้นแต่จะได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจาก SCBS ก่อน

เอกสารฉบับนี้จัดทำโดย บริษัทหลักทรัพย์ ไทยพาณิชย์ จำกัด (“SCBS”) ซึ่งมีธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) (“ธนาคาร”) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่แต่เพียงผู้เดียว โดยธนาคารฯ ได้ทำหน้าที่เป็นที่ปรึกษาทางการเงินของ บริษัท ดับบลิวเอชเอ คอร์ปอเรชั่น 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 ย่อมไม่จำเป็นต้องรับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ทั้งความเสียหายทางตรง ความเสียหายทางอ้อม ความเสียหายจากการพิสัยสนา หรือความเสียหายอันสืบเนื่อง อันเป็นผลมาจากการใช้หรือการเชื่อถือต่อการใช้ข้อมูล ทั้งนี้ รวมถึงแต่ไม่จำกัดเพียงการสูญเสียผลกำไร นักลงทุนพึงใช้ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ประกอบข้อมูลและความเห็นอื่นๆ รวมถึงพิจารณานานของตนในการตัดสินใจลงทุน ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นจากแหล่งข้อมูลที่ SCBS เห็นว่าน่าเชื่อถือ โดย SCBS ไม่รับรองถึงความถูกต้อง สมบูรณ์ และ/หรือ ครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว

SCBS สงวนสิทธิในการใช้ดุลพินิจของตนแต่เพียงผู้เดียวในการแก้ไขเพิ่มเติมข้อมูลเป็นครั้งคราวโดยไม่ต้องบอกกล่าว เอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นเพื่อเฉพาะบุคคลที่กำหนดเท่านั้น และห้ามมิให้มีการทำซ้ำ ดัดแปลง เผยแพร่ ขาย จำหน่าย พิมพ์ซ้ำ ส่งต่อ หรือแสวงหาประโยชน์ในเชิงพาณิชย์ไม่ว่าในลักษณะใดๆ เว้นแต่จะได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจาก SCBS ก่อน

บริษัทหลักทรัพย์ไทยพาณิชย์ จำกัด (“SCBS”) ทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) ในหุ้นสามัญของ ADVANC, AOT, BANPU, BBL, BCH, BCP, BIA, BLAND, BMCL, BTS, CK, DTAC, EGCO, INTUCH, ITD, IVL, JAS, KBANK, KKP, KTB, PS, PTT, PTTEP, PTTGC, QH, SMART, SRICHA, STEC, STPI, TCAP, TICON, TISCO, TOP, TPIPL, TRUE, TTA, UV

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

SCBS สงวนสิทธิในการใช้ดุลพินิจแต่เพียงผู้เดียวในการแก้ไขเพิ่มเติมข้อมูลเป็นครั้งคราวโดยไม่ต้องบอกกล่าว ทั้งนี้ เอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นเพื่อเฉพาะบุคคลตามที่กำหนดไว้เท่านั้น และห้ามมิให้มีการทำซ้ำ ดัดแปลง เผยแพร่ ขาย จำหน่าย พิมพ์ซ้ำ ส่งต่อ หรือแสวงหาประโยชน์ในเชิงพาณิชย์ไม่ว่าในลักษณะใด ๆ เว้นแต่จะได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจาก SCBS ก่อน

CG Rating 2013	Companies with CG Rating
	ADVANC, AOT, ASIMAR, BAFS, BANPU, BAY, BBL, BCP, BECL, BKI, BROOK, BTS, CIMBT, CK, CPF, CPN, CSL, DRT, DTAC, EASTW, EGCO, ERW, GRAMMY, HANA, HEMRAJ, ICC, INTUCH, IRPC, IVL, KBANK, KKP, KTB, LPN, MCOY, MINT, NKI, NOBLE, PAP, PG, PHOL, PR, PRANDA, PS, PSL, PTT, PTTEP, PTTGC, QH, RATCH, ROBINS, RS, S&J, SMART, SAMTEL, SAT, SC, SCB, SCC, SCSMG, SE-ED, SIM, SIS, SITHAI, SNC, SPALL, SPI, SSI, SSSC, SVI, SYMC, TCAP, THAI, THCOM, THRE, TIP, TISCO, TKT, TMB, TNITY, TOP, TRC, TRUE, TTW, TWO, UV, VGI, WACOAL
	ZS, ACAP, AF, AHC, AIT, AKP, AMANAH, AMARIN, AMATA, AP, APCO, APSC, ASIA, ASK, ASP, AYUD, BEC, BHT, 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, HTE, IFC, INET, ITD, JAS, JUBILE, KBS, KCE, KGI, KKC, KSL, KWC, L&E, LANNA, LH, LIBANK, LHK, LVE, LOREX, LPH, LST, MACO, MAJOR, MAKRO, MBK, MBET, MFC, MFC, MODERN, MTI, NBC, NCH, NINE, NMG, NSI, NARA, OCE, OFM, OGC, OISH, PB, PDI, PE, PF, PAN, PM, PPM, PPP, PREB, PRG, PT, PYLON, QTC, RASA, SABINA, SAMCO, SECC, SCG, SEAFOD, SEP, SIAM, SINGER, SIRI, SKR, SMT, SNP, SPGC, SPPT, SSF, STANLY, STEC, SVC, SUSCO, SYNTEC, TASC, TCF, TF, TED, TH, THANA, THANI, THP, TICON, TPCO, TK, TLUXE, TMLL, TMT, TNL, TNG, TPC, TPCORP, TPIPL, TRT, TRU, TSC, TSTE, TSTH, TTA, TTCL, TW, TWF, TYM, UAC, UMI, UMS, UP, UPOIC, UT, VIBHA, VIH, VNG, VNT, YUASA, ZMICO
	A, AAV, AEC, AEONTS, AFC, AGE, AH, AI, AJ, AKR, ALUCON, ANAN, ANIP, AS, BAT-3K, BCH, BEAUTY, BGT, BLAND, BOL, BROCK, BSBM, CHARAN, CHUO, CI, CIG, CITY, CMR, CNS, CPL, CRANE, CSP, CSR, CTW, DEMCO, DNA, DRACO, EA, EARTH, EASON, EMC, EPCC, F&D, FNS, FOCUS, FPL, FSS, GENCO, GFM, GJS, GLOBAL, HFT, HTECH, HYDRO, IFS, IHL, ILLINK, INOX, IRC, IRCP, IT, JIMART, JMT, JTS, JUTHA, KASEI, KC, KCAR, KDH, KTC, 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, RCI, RCL, ROMIA, RRC, SCBLIF, SCP, SENA, SF, SGP, SIMAT, SLC, SMT, SMK, SOLAR, SPC, SPG, SRICHA, SSC, STA, SUPER, SVDA, SWC, SYNEX, TBSP, TCCC, TEAM, TGC, TGI, TIES, TWS, TKX, TMC, TMD, TMI, TNDT, TNPC, TOPP, TPA, TPP, TR, TTI, TVD, TVI, TW2, UBIS, UEC, UOBKH, UPF, UWC, YARO, VTE, WAVE, WIG, WIN, WORG
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

สาขารัษฎาธิปไตย

9 ชั้น 1B ถนนรัชดาภิเษก แขวงจตุจักร เขตจตุจักร กรุงเทพฯ 10900
โทรศัพท์: 0 2949 1351
โทรสาร: 0 2949 1344

สาขาสินธร

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

สาขาเฉลิมนคร

269 มุมถนนเจริญกรุง-วรจักร แขวงบ่อน้อมปราบ เขตบ่อน้อมปราบศัตรู
พ่าย กรุงเทพฯ 10100
โทรศัพท์: 0 2688 9200
โทรสาร: 0 2688 9020

สาขาชิดลม

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

สาขาสี่แยกสนามบินเชียงใหม่

166 หมู่ 1 ชั้น 2 ถนนเชียงใหม่-ฮอด ตำบลแดด อำเภอเมืองเชียงใหม่ จ.
เชียงใหม่ 50000
โทรศัพท์: 0 5320 3505
โทรสาร: 0 5320 3750

สาขากำแพง

17 ชั้น 2 ถนนกำแพง ตำบลนคร อำเภอเมืองเชียงใหม่ จ.เชียงใหม่ 50000
โทรศัพท์: 0 5381 8422
โทรสาร : 0 5381 8433

สาขาคณะแพทยศาสตร์เชียงใหม่

110 ชั้น 2 อาคารจอดรถยนต์คณะแพทยศาสตร์เชียงใหม่ ถนนอินทวิโรด
ต.ศรีภูมิ อำเภอเมืองเชียงใหม่ จ.เชียงใหม่ 50000
โทรศัพท์: 0 5389 4094
โทรสาร : 0 5389 4090

สาขาก่อนราชบุรียันดี (หาดใหญ่)

16/4 ชั้น 2 ถนนราชบุรียันดี ตำบลหาดใหญ่ อำเภอหาดใหญ่ จ.สงขลา 90110
โทรศัพท์: 0 7420 9788
โทรสาร: 0 7420 9737

