Market Strategy
มีนาคม 2558

SCB
หลักทรัพย์ไทยพาณิชย์

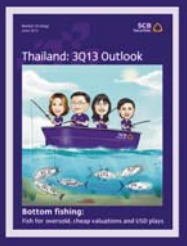
แนวโน้มตลาดหุ้นไทยไตรมาส 2/58

ปรับทัพ รับทุนนอก

SCBS Market Strategy Reports

2014

2013



2012

See the end of this report for important disclaimer

Research Group

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

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

วิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐาน

การแพทย์ ท่องเที่ยว ขนส่ง ยานยนต์
ระวีนุช ปิยะเกรียงไกร
raweenuch.piyakriengkai@scb.co.th, (662) 949-1002

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

วัสดุก่อสร้าง พาณิชย์ ขนส่ง อาหาร
ศิริมา ดิสสรา, CFA
sirima.dissara@scb.co.th, (662) 949-1004

พลังงาน ปิโตรเคมี
ชัยพิชร ธนวัฒโน
chaipat.thanawattano@scb.co.th, (662) 949-1005

อสังหาริมทรัพย์ นิคมอุตสาหกรรม
สิริการย์ กฤษฎ์นิพัทธ์ (ยุพเรศ ลิขิตแสนสุข)
sirikarn.krisnipat@scb.co.th, (662) 949-1020

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

ผู้ช่วยนักวิเคราะห์
วิภาวรรณ มีศิริ
wipawan.meesiri@scb.co.th, (662) 949-1019

กลยุทธ์การลงทุน

ผู้อำนวยการอาวุโส ฝ่ายกลยุทธ์การลงทุน
อิสระ อรดีดลเชษฐ์
isara.ordeedolchest@scb.co.th, (662) 949-1009

กลยุทธ์การลงทุน
พรเทพ ชูพันธุ์
pornthep.jubandhu@scb.co.th, (662) 949-1015

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

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

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

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

Research Support

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

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

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

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

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

สารบัญ

ปรับทัพ รับทุนนอก 1

Stock Picks

บมจ. เอเชีย เอวิเอชั่น (AAV) 21
บมจ. เอพี (ไทยแลนด์) (AP) 25
บมจ. ไดนาสตี้เซรามิค (DCC) 29
บมจ. ธนาคารกสิกรไทย (KBANK) 33
บมจ. ธนาคารกรุงไทย (KTB) 37
บมจ. ปูนซิเมนต์ไทย (SCC) 41
บมจ. ทรู คอร์ปอเรชั่น (TRUE) 45

กลุ่มอุตสาหกรรม

ธนาคาร 51
พาณิชย์ 53
วัสดุก่อสร้าง 55
พลังงาน 57
เงินทุน 59
การแพทย์ 61
นิคมอุตสาหกรรม 63
ประกัน 65
สื่อ 67
ปิโตรเคมี 69
พัฒนาโครงการที่อยู่อาศัย 71
หลักทรัพย์ 73
สื่อสาร 75
ท่องเที่ยว 77
สาธารณูปโภค 79

SCBS Stock Universe 81

This page is left blank intentionally

ปรับทัพ รับทุนนอก

อิสระ อรดีดลเชษฐ์
นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน
ด้านหลักทรัพย์
0-2949-1009
isara.ordeedolchest@scb.co.th

พรเทพ ชูพันธุ์
นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน
ด้านหลักทรัพย์
0-2949-1015
pornthep.jubandhu@scb.co.th

เรามองว่าการปรับตัวลง 6.4% ของ SET index จากจุดสูงสุดตอนกลางเดือน ก.พ. โดยมีสาเหตุมาจากผลประกอบการไตรมาส 4/57 ที่อ่อนแอ เป็นการมองย้อนหลังไปในอดีตและลงมาลึกเกินไป อย่างไรก็ดี เราคาดว่า SET index น่าจะพลิกกลับมาปรับตัวเพิ่มขึ้นสู่ระดับเป้าหมายปลายปีของเราที่ 1,800 จุดได้ โดยได้รับปัจจัยสนับสนุนจาก: 1) ภาวะเศรษฐกิจที่ดีขึ้นอันเป็นผลมาจากการกลับมาจัดเก็บสต็อกสินค้าคงคลังเพิ่ม (จากระดับต่ำผิดปกติ), การเร่งเบิกจ่ายงบประมาณการคลัง (ที่ผ่านมาพิสูจน์ให้เห็นแล้วว่าสามารถทำได้) และการอุปโภคบริโภคฟื้นตัว (ได้ประโยชน์จากราคาน้ำมันต่ำ) และ 2) เงินทุนไหลเข้าที่เกิดจากการดำเนินมาตรการ QE ในเวลาเดียวกันในยุโรปและญี่ปุ่น

รอการเปลี่ยนแปลงแนวโน้ม ความกังวลที่นักลงทุนมีต่อแนวโน้มตลาดหุ้นไทยจะยังคงมีอยู่ต่อไปจนกว่าเศรษฐกิจจะฟื้นตัวชัดเจนมากขึ้น ซึ่งน่าจะเกิดขึ้นตอนปลายไตรมาส 2/58 หรือในช่วงครึ่งหลังปี 58 ปัจจัยสนับสนุนหลักๆ จะมาจากกิจกรรมทางเศรษฐกิจภายในประเทศ ผู้บริโภคน่าจะได้รับประโยชน์จากราคาน้ำมันที่ลดลง ราคาพลังงานที่ถูกลงจะส่งผลทำให้ราคาสินค้าลดลง (ผลกระทบรอบที่ 1) ในขณะเดียวกันก็จะเพิ่มกำลังซื้อผ่านค่าจ้างที่แท้จริงที่สูงขึ้น (ผลกระทบรอบที่ 2) นอกจากนี้เราก็คาดการณ์ถึงอุปสงค์เพิ่มเติมจากการใช้จ่ายของรัฐบาลที่มีประสิทธิภาพมากขึ้นตั้งแต่ช่วงครึ่งหลังของปีงบประมาณ 58 เป็นต้นไป ปัจจัยที่กล่าวถึงข้างต้นน่าจะเพียงพอในการกระตุ้นให้ภาคธุรกิจกลับมาเริ่มเก็บสินค้าคงคลัง ซึ่งเป็นปัจจัยสำคัญที่จะช่วยกระตุ้นเศรษฐกิจด้านอุปทาน (ดูรายละเอียดด้านใน)

เงินทุนต่างชาติจะช่วยหนุนให้ตลาดปรับตัวเพิ่มขึ้น สมมติฐานสำคัญของเรา คือ สภาพคล่องทั่วโลกจะปรับตัวเพิ่มขึ้นในระยะ 2-3 ปีข้างหน้า แม้มีการคาดการณ์กันว่าเฟดจะขึ้นอัตราดอกเบี้ยในช่วงครึ่งหลังของปีนี้ แต่สินทรัพย์ของเฟดจะยังอยู่ในระดับที่สูงกว่า 4 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐ ในขณะเดียวกันธนาคารกลางญี่ปุ่น (BoJ) และธนาคารกลางยุโรป (ECB) ก็น่าจะพิมพ์เงินใหม่เพื่อใช้ซื้อสินทรัพย์ สภาพคล่องทั่วโลกที่คาดว่าจะปรับตัวเพิ่มขึ้นน่าจะช่วยสนับสนุนให้ตลาดหุ้นไทยปรับขึ้นสู่ 1,800 จุดได้ภายในสิ้นปีนี้ ซึ่งสะท้อนถึง forward PE ที่ 16 เท่า, risk free rate 3% (ปัจจุบันอยู่ที่ 2.7%), และ earnings-yield gap ที่ 3.2% (ประมาณ -1SD)

Top picks ไตรมาส 2/58 หุ้นแนะนำของเราอิงกับประเด็นการลงทุน 3 ประเด็น คือ 1) เงินทุนไหลเข้าจากสภาพคล่องทั่วโลกที่ปรับตัวเพิ่มขึ้น 2) บริษัทที่ได้รับประโยชน์จากราคาพลังงานที่ลดลง และ 3) อัตราดอกเบี้ยต่ำและการเติบโตอย่างแข็งแกร่งมากขึ้นของกลุ่มผู้มีรายได้ปานกลาง

- **AAV** ได้ประโยชน์จากการท่องเที่ยวฟื้นตัวและราคาน้ำมันเครื่องบินที่ลดลงมาก
- **AP** ยอดขายแข็งแกร่ง; อัตราดอกเบี้ยที่ลดลงและความเชื่อมั่นในประเทศที่ฟื้นตัวดีขึ้นเป็นปัจจัยบวก
- **DCC** ต้นทุนการผลิตจะลดลงตามราคาพลังงาน ซึ่งจะช่วยหนุนให้อัตรากำไรเพิ่มขึ้น Upside คือ อุปสงค์ในต่างจังหวัดฟื้นตัวเร็วกว่าคาด
- **KBANK** สินเชื่อและรายได้ที่มิใช่ดอกเบี้ยที่เติบโตอย่างโดดเด่นต่อเนื่อง บวกกับอัตราส่วนต้นทุนต่อรายได้ที่ลดลงหลังอัพเกรดระบบไอทีเสร็จในปี 2558 จะช่วยเพิ่มมูลค่าในระยะยาว
- **KTB** ได้ประโยชน์จากการเปลี่ยนแปลงทางโครงสร้างเมื่อไม่นานนี้ สินเชื่อน่าจะเติบโตสูงกว่ากลุ่มธนาคารอย่างต่อเนื่องในปี 2558-59 จากการลงทุนภาครัฐที่ปรับตัวเร่งขึ้น
- **SCC** ธุรกิจปิโตรเคมีอยู่ในวัฏจักรขาขึ้นและปริมาณขายกับอัตรากำไรของธุรกิจที่ไม่ใช่ปิโตรเคมีจะปรับตัวดีขึ้น นอกจากนี้ยังได้ประโยชน์จากราคาน้ำมันที่ลดลงด้วย
- **TRUE** ส่วนแบ่งตลาดรายได้จะเพิ่มขึ้นอย่างน้อยในระยะ 3 ปีข้างหน้า ในขณะเดียวกันก็กำลังท้าชิงตำแหน่งผู้นำตลาดจาก ADVANC

Top picks ไตรมาส 2/58 – Valuation Summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					14A	15F	16F	14A	15F	16F	14A	15F	16F	14A	15F	16F	14A	15F	16F	14A	15F	16F
AAV	Buy	5.75	7.5	32.0	244.9	15.8	14.9	(87)	n.m.	6	1.4	1.3	1.2	1	9	9	0.0	1.6	1.7	25.2	6.4	5.9
AP	Buy	7.25	9.0	27.9	8.7	7.9	7.0	43	10	14	1.4	1.3	1.1	18	17	17	3.9	3.8	4.7	10.2	9.8	9.3
DCC	Buy	6.15	6.8	16.4	20.5	17.1	15.3	(6)	19	12	9.3	8.2	7.8	45	51	52	4.9	5.8	6.5	14.1	11.8	10.5
KBANK	Buy	228.00	270.0	20.4	11.8	10.7	9.2	12	11	16	2.1	1.8	1.6	19	18	18	1.8	2.0	2.2	-	-	-
KTB	Buy	22.90	27.0	22.2	9.6	8.7	7.8	(2)	11	11	1.4	1.2	1.1	15	15	15	3.9	4.3	4.7	-	-	-
SCC	Buy	526.00	570.0	11.2	18.8	16.3	13.9	(2)	16	17	3.0	2.7	2.4	17	18	18	2.4	2.9	3.2	11.9	10.1	9.0
TRUE	Buy	12.90	17.0	31.8	n.m.	74.1	30.0	84	n.m.	147	4.5	4.0	3.7	(10)	6	13	0.0	0.0	0.0	16.8	13.9	10.6
Average					**52.4**	**21.5**	**14.0**	**6**	**13**	**32**	**3.3**	**2.9**	**2.7**	**15**	**19**	**20**	**2.4**	**2.9**	**3.3**	**11.2**	**7.4**	**6.5**

Source: SCBS Investment Research

ภาพรวมเศรษฐกิจโลก

เศรษฐกิจโลกจะยังคงขยายตัวปานกลาง

รายงานของกองทุนการเงินระหว่างประเทศ (IMF) ระบุว่าอัตราการขยายตัวของเศรษฐกิจโลกจะยังอยู่ในระดับที่ค่อนข้างทรงตัวที่ 3.5% YoY ในปี 2558 แต่เศรษฐกิจของประเทศต่างๆ จะมีอัตราการขยายตัวแบบไม่สมดุล แนวโน้มเศรษฐกิจของประเทศที่พัฒนาแล้วค่อนข้างเป็นไปในทางที่ดีกว่า หลักๆ คือ สหรัฐฯ ที่คาดว่าเศรษฐกิจจะเติบโต 3.6% ในปี 2558 พัฒนาการทางเศรษฐกิจในฝั่งยุโรปดูน่าสนใจจากการประกาศใช้มาตรการผ่อนคลายเชิงปริมาณ (Quantitative Easing) แบบเต็มรูปแบบ ในขณะที่กรีซประสบปัญหาการบริหารจัดการหนี้และการคลัง สถานการณ์ในญี่ปุ่นค่อนข้างเงียบ เนื่องจากธนาคารกลางญี่ปุ่น (BoJ) เลือกที่จะรอดูสถานการณ์ต่อไปก่อนนโยบายการเงินปัจจุบันที่ใช้กระตุ้นเศรษฐกิจส่งผลทำให้เงินเยน (trade weighted) อ่อนค่าลงอย่างต่อเนื่อง ซึ่งช่วยลดความเสี่ยงที่จะเกิดภาวะเงินฝืด เงินเยนอ่อนค่ายังช่วยสนับสนุนตลาดหลักทัพย์ญี่ปุ่นผ่านผลประกอบการบริษัทญี่ปุ่นที่แข็งแกร่งมากขึ้นด้วย สำหรับเศรษฐกิจตลาดเกิดใหม่ เศรษฐกิจเอเชียดูเหมือนจะดูน่าสนใจมากกว่าเศรษฐกิจลาตินอเมริกา เนื่องจากคาดว่าเศรษฐกิจเอเชียจะเติบโต 6.4% YoY สูงกว่าลาตินอเมริกาที่ 1.3% อย่างมาก นอกจากนี้เงินสำรองระหว่างประเทศจำนวนมากและหนี้ต่างประเทศที่ลดลงยังช่วยป้องกันความเสี่ยงที่เกิดจากภายนอกได้เป็นอย่างดีด้วย

Figure 1: ประมาณการ GDP โลก

	Year over Year						4Q over 4Q		
					Difference from October 2014 Projections				
			Projections				Estimates	Projections	
	2013	2014	2015	2016	2015	2016	2014	2015	2016
World Output 1/	3.3	3.3	3.5	3.7	–0.3	–0.3	3.1	3.4	3.9
Advanced Economies	1.3	1.8	2.4	2.4	0.1	0.0	1.7	2.7	2.3
United States	2.2	2.4	3.6	3.3	0.5	0.3	2.6	3.4	3.2
Euro Area	–0.5	0.8	1.2	1.4	–0.2	–0.3	0.7	1.4	1.4
Germany	0.2	1.5	1.3	1.5	–0.2	–0.3	1.0	1.7	1.3
France	0.3	0.4	0.9	1.3	–0.1	–0.2	0.3	1.2	1.3
Italy	–1.9	–0.4	0.4	0.8	–0.5	–0.5	–0.5	0.9	0.8
Spain	–1.2	1.4	2.0	1.8	0.3	0.0	1.9	1.8	1.7
Japan	1.6	0.1	0.6	0.8	–0.2	–0.1	–0.3	1.6	0.2
United Kingdom	1.7	2.6	2.7	2.4	0.0	–0.1	2.7	2.7	2.2
Canada	2.0	2.4	2.3	2.1	–0.1	–0.3	2.4	2.1	2.1
Other Advanced Economies 2/	2.2	2.8	3.0	3.2	–0.2	–0.1	2.3	...	...
Emerging Market and Developing Economies 3/	4.7	4.4	4.3	4.7	–0.6	–0.5	4.5	4.1	5.4
Commonwealth of Independent States	2.2	0.9	–1.4	0.8	–2.9	–1.7	–1.5	–3.5	1.8
Russia	1.3	0.6	–3.0	–1.0	–3.5	–2.5	0.0	–5.4	1.9
Excluding Russia	4.3	1.5	2.4	4.4	–1.6	–0.2	...	...	...
Emerging and Developing Asia	6.6	6.5	6.4	6.2	–0.2	–0.3	6.4	6.3	6.2
China	7.8	7.4	6.8	6.3	–0.3	–0.5	7.4	6.7	6.3
India 4/	5.0	5.8	6.3	6.5	–0.1	0.0	5.6	6.5	6.6
ASEAN-5 5/	5.2	4.5	5.2	5.3	–0.2	–0.1	4.6	5.1	5.5
Emerging and Developing Europe	2.8	2.7	2.9	3.1	0.1	–0.2	2.9	...	...
Latin America and the Caribbean	2.8	1.2	1.3	2.3	–0.9	–0.5	1.1	...	...
Brazil	2.5	0.1	0.3	1.5	–1.1	–0.7	–0.3	0.1	2.2
Mexico	1.4	2.1	3.2	3.5	–0.3	–0.3	2.6	3.4	3.5
Middle East, North Africa, Afghanistan, and Pakistan	2.2	2.8	3.3	3.9	–0.6	–0.5	...	...	...
Saudi Arabia 6/	2.7	3.6	2.8	2.7	–1.6	–1.7	...	...	...
Sub-Saharan Africa	5.2	4.8	4.9	5.2	–0.9	–0.8	...	...	...
Nigeria	5.4	6.1	4.8	5.2	–2.5	–2.0	...	...	...
South Africa	2.2	1.4	2.1	2.5	–0.2	–0.3	1.0	1.9	2.8
Memorandum									
Low-Income Developing Countries	6.1	5.9	5.9	6.1	–0.6	–0.5	...	...	...
World Growth Based on Market Exchange Rates	2.5	2.6	3.0	3.2	–0.2	–0.2	2.4	2.9	3.2
World Trade Volume (goods and services)	3.4	3.1	3.8	5.3	–1.1	–0.2	...	...	...
Imports									
Advanced Economies	2.0	3.0	3.7	4.8	–0.6	–0.2	...	...	...
Emerging Market and Developing Economies	5.5	3.6	3.2	6.1	–2.9	–0.2	...	...	...
Commodity Prices (U.S. dollars)									
Oil 7/	–0.9	–7.5	–41.1	12.6	–37.8	14.6	–28.6	–19.5	9.6
Nonfuel (average based on world commodity export weights)	–1.2	–4.0	–9.3	–0.7	–5.2	0.1	–7.4	–4.5	–0.4
Consumer Prices									
Advanced Economies	1.4	1.4	1.0	1.5	–0.8	–0.4	1.4	1.0	1.8
Emerging Market and Developing Economies 3/	5.9	5.4	5.7	5.4	0.1	0.2	5.8	6.3	5.6
London Interbank Offered Rate (percent)									
On U.S. Dollar Deposits (six month)	0.4	0.3	0.7	1.9	0.0	0.3	0.3	1.1	2.6
On Euro Deposits (three month)	0.2	0.2	0.0	0.1	–0.1	–0.1	0.1	0.0	0.1
On Japanese Yen Deposits (six month)	0.2	0.2	0.1	0.1	0.0	0.0	0.2	0.1	0.1

Source: International Monetary Fund

*Note: Real effective exchange rates are assumed to remain constant at the levels prevailing during December 8, 2014–January 5, 2015. 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 w eights.

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 4.7, 5.6, 6.3, and 6.5 percent for 2013/14, 2014/15, 2015/16, and 2016/17, respectively.

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

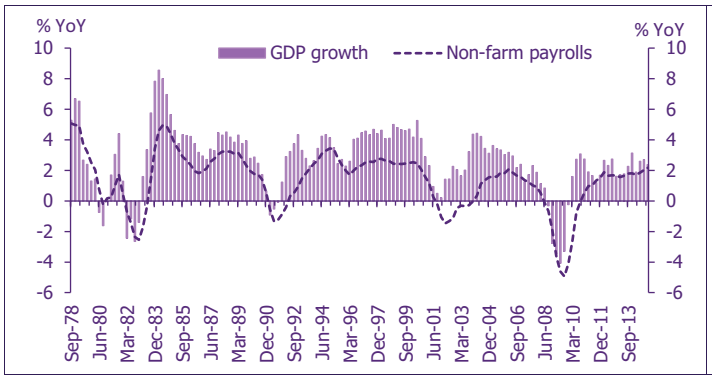
6/ For Saudi Arabia, the revisions to the growth forecasts for 2015-16 partly reflect a rebasing of the national accounts to 2010, which resulted in a higher share of the oil sector in the economy and a downward revision of estimated actual growth in 2013 and 2014.

สหรัฐฯ

ประมาณการอัตราการขยายตัวของเศรษฐกิจสหรัฐฯ ดูเหมือนจะเป็นการคาดการณ์เชิงบวกอย่างมากที่ 3.6% ในปีนี้...

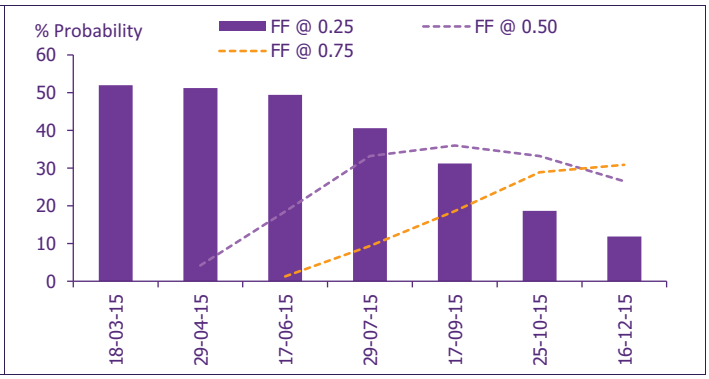
การฟื้นตัวของเศรษฐกิจสหรัฐฯ เป็นไปอย่างต่อเนื่อง โดยมีอัตราการขยายตัวที่ 2.4% ในปี 2557 ประมาณการอัตราการขยายตัวของเศรษฐกิจสหรัฐฯ ดูเหมือนจะเป็นการคาดการณ์เชิงบวกอย่างมากที่ 3.6% (IMF) สะท้อนอัตราการว่างงานและอัตราเงินเฟ้อที่ 5.9% และ 2.1% ตามลำดับ อย่างไรก็ตาม ประมาณการอัตราการขยายตัวของเศรษฐกิจของธนาคารกลางสหรัฐฯ เป็นการคาดการณ์เชิงบวกน้อยกว่าที่ 2.3-2.7% โดยคาดว่าอัตราเงินเฟ้อจะอยู่ที่ 1.3-1.4% เฟดคาดว่าตลาดแรงงานจะตึงตัวมากขึ้น โดยอัตราการว่างงานจะอยู่ที่ 5-5.2% การคาดการณ์เหล่านี้ทำให้ดูเหมือนว่าเฟดน่าจะปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยเป็นครั้งแรกในช่วงครึ่งหลังของปี 2558 ทั้งนี้เมื่ออ้างอิงข้อมูลจาก CME group เฟดมีแนวโน้มที่จะประกาศขึ้นดอกเบี้ยในการประชุม FOMC เดือน ก.ย. (ความน่าจะเป็น 43% ณ วันที่ 24 มี.ค.) มุมมองนี้สอดคล้องกับ SCB Economic Intelligence Center (EIC)

Figure 2: อัตราเติบโตของ real GDP สหรัฐฯ กับการจ้างงานนอกภาคเกษตร



Source: US Bureau of Economic Analysis, Bloomberg

Figure 3: ความน่าจะเป็นที่เฟดจะขึ้นดอกเบี้ย

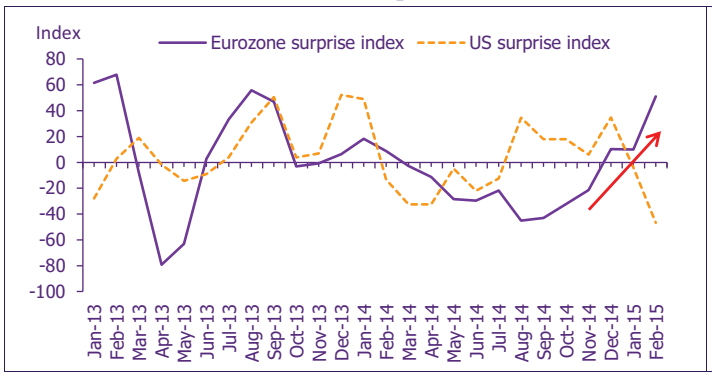


Source: CME Group

...แต่การเปลี่ยนแปลงอาจรออยู่ข้างหน้า...

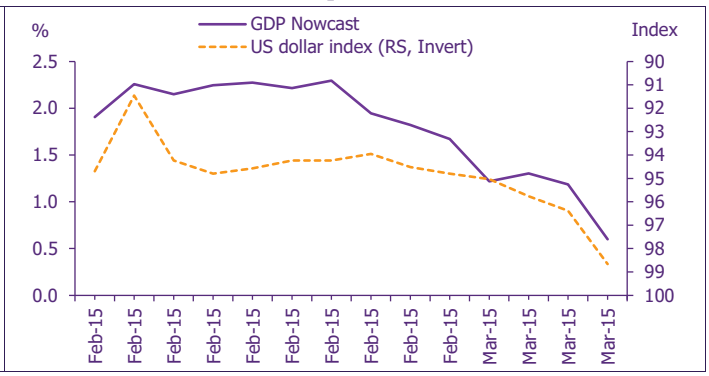
จากการติดตามตัวเลขเศรษฐกิจของสหรัฐฯ ที่มีการประกาศออกมาอย่างต่อเนื่องจะสังเกตได้ว่าแรงส่งทางเศรษฐกิจดูเหมือนจะชะลอตัวลงในระยะหลังนี้ดังแสดงใน Figure 4 เราเชื่อว่าการแข็งค่าขึ้นอย่างมากของดอลลาร์สหรัฐน่าจะเป็นสาเหตุส่วนหนึ่งที่ส่งผลกระทบทำให้กิจกรรมทางเศรษฐกิจในสหรัฐฯ ชะลอตัวลง ทั้งนี้นอกเหนือจากภาระค่าจ้างที่ปรับตัวสูงขึ้นอันเป็นผลมาจากการจ้างงานใหม่จำนวนมากแล้ว เงินดอลลาร์สหรัฐที่แข็งค่าขึ้นจะสะท้อนให้เห็นในแนวโน้มกำไรของบริษัทสหรัฐฯ ในไตรมาสที่กำลังจะมาถึง การประมาณการอัตราขยายตัวทางเศรษฐกิจแบบ real time จากทางธนาคารกลางที่แอตแลนต้าบ่งชี้ว่าเศรษฐกิจของสหรัฐอาจขยายตัวเพียง 0.3% ในไตรมาสที่หนึ่งนี้

Figure 4: โมเมนตัมของการเซอร์ไพรส์ดูเหมือนจะเปลี่ยนไป



Source: Bloomberg

Figure 5: Real-time GDP ลดลงสู่ 0.3% ในไตรมาส 1/58

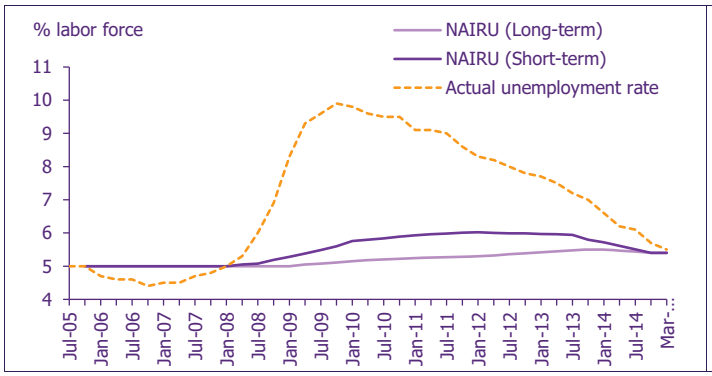


Source: Federal Reserve Bank of Atlanta, Bloomberg

...เฟดอาจจะทบทวนกรอบเวลาในการขึ้นดอกเบี้ยครั้งแรกอีกครั้ง...

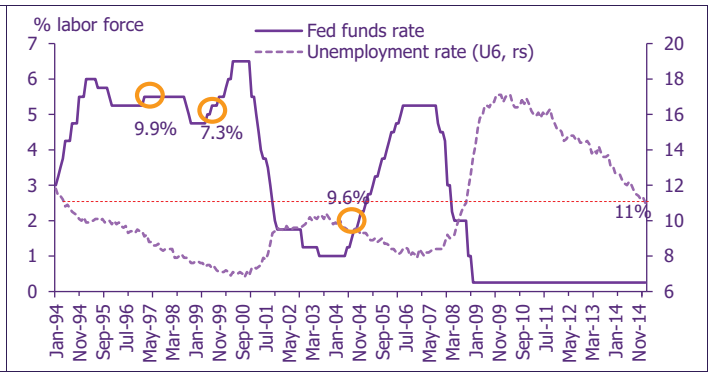
ทั้งนี้ต้องยอมรับว่าโมเมนตัมเศรษฐกิจชะลอตัวและอัตราดอกเบี้ยที่สูงขึ้นเป็นการผสมผสานที่ไม่ดีนักโดยเฉพาะกับสินทรัพย์ที่มีความเสี่ยงสูง แม้ตลาดคาดการณ์ถึงการขึ้นดอกเบี้ยในเดือน ก.ย. แต่ก็มีเครื่องชี้นำบางอย่างที่บ่งชี้ว่าอาจไม่ใช่ช่วงเวลาที่เหมาะสมนักซึ่งอาจทำให้เฟดเลื่อนการขึ้นดอกเบี้ยออกไป ทั้งนี้มีปัจจัยสำคัญ 2 อย่างที่จะต้องนำมาพิจารณาในการกำหนดนโยบายการเงินของเฟด คือ 1) การจ้างงานสูงสุด และ 2) ความมีเสถียรภาพด้านราคา โดยปกติแล้วนักลงทุนมักจะมองว่าตลาดแรงงานสหรัฐฯ กำลังมุ่งไปสู่ระดับที่มีการจ้างงานเต็มที่ หลังจากอัตราการว่างงานโดยรวมลดลงสู่ระดับ 5.5% อย่างไรก็ตาม เราแนะนำให้ดูที่ตัวเลขอัตราการว่างงาน “U6 unemployment rate” ซึ่งประกอบด้วยคนที่หมดหวังในการหางานและคนที่มีงานชั่วคราวทำแต่ต้องการหาตำแหน่งงานถาวร เมื่อมองย้อนกลับไปเมื่อครั้งที่เฟดขึ้นอัตราดอกเบี้ยรอบก่อนๆ เราพบว่าโดยปกติแล้วเฟดจะเริ่มขึ้นดอกเบี้ยเมื่ออัตราการว่างงาน U6 unemployment rate อยู่ที่ 8.5-9% ซึ่งหมายความว่าอัตราการว่างงาน U6 unemployment rate ปัจจุบันที่ 11% ยังสูงเกินไปที่เฟดจะพิจารณาขึ้นอัตราดอกเบี้ย

Figure 6: ตลาดแรงงานดูเหมือนจะฟื้นตัวเต็มที่...



Source: CEIC, SCBS Investment Research

Figure 7: ...แต่ในความหมายกว้าง U6 ยังคงมีจุดเปราะบาง

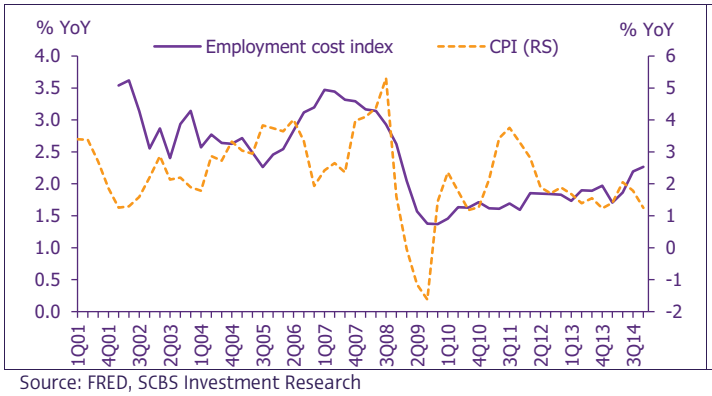


Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

...จนกว่าค่าจ้างจะเริ่มปรับขึ้น...

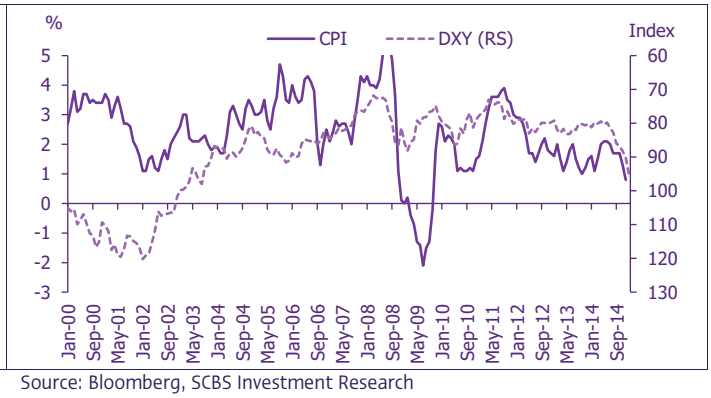
การติดตามการประกาศผลการตัดสินใจของธนาคารกลางสหรัฐฯ และการแถลงข่าวครั้งล่าสุดทำให้เราเชื่อว่าธนาคารกลางสหรัฐฯ จะให้ความสำคัญกับเป้าอัตราเงินเฟ้อที่ 2% แม้ความจริงแล้วเฟดได้ตัดคำว่า “อดทน” ออกไปจากแถลงผลการประชุม แต่เราเชื่อว่าเฟดจะรอคอยอย่างอดทนให้ค่าจ้างปรับตัวเพิ่มขึ้น การตัดสินใจขึ้นดอกเบี้ยของเฟดนับจากนี้ไปจะขึ้นอยู่กับตัวเลขเศรษฐกิจทั้งหมด หนึ่งในเครื่องชี้นำที่น่าเชื่อถือมากที่สุด คือ ดัชนีต้นทุนการจ้างงาน หรือ employment cost index (Figure 7) ซึ่งปรับตัวขึ้นมายังไม่ถึงครึ่งทางของรอบการปรับตัวขึ้นสูงสุดครั้งก่อน ดังนั้นเฟดจึงมีแนวโน้มที่จะต้องการซื้อเวลาต่อไปก่อนที่จะปรับอัตราดอกเบี้ยเพิ่มขึ้น ในขณะที่กรอบเวลาในการขึ้นดอกเบี้ยครั้งแรกยังคงเป็นที่ถกเถียงกันอยู่มาก แต่ตลาดยังคงมองว่าไม่มีเงินเฟ้อที่แท้จริงในขณะนี้ ดังเห็นได้จาก CPI swap rate ที่ปรับตัวลดลง และอัตราผลตอบแทนพันธบัตรที่แบนราบมากขึ้น (Figure 10 และ 11)

Figure 8: ค่าจ้างยังปรับขึ้นไม่มาก



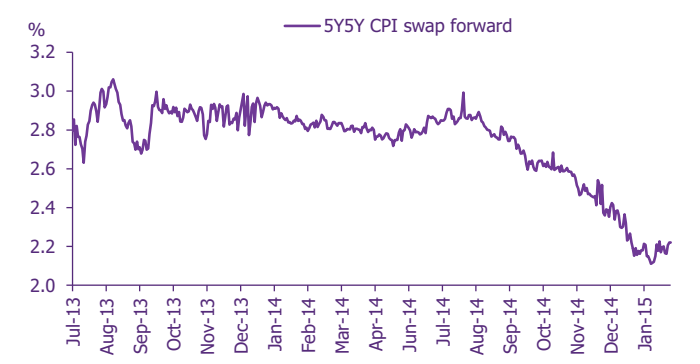
Source: FRED, SCBS Investment Research

Figure 9: ดอลลาร์สหรัฐแข็งค่าทำให้ CPI ปรับขึ้นได้ยากขึ้น



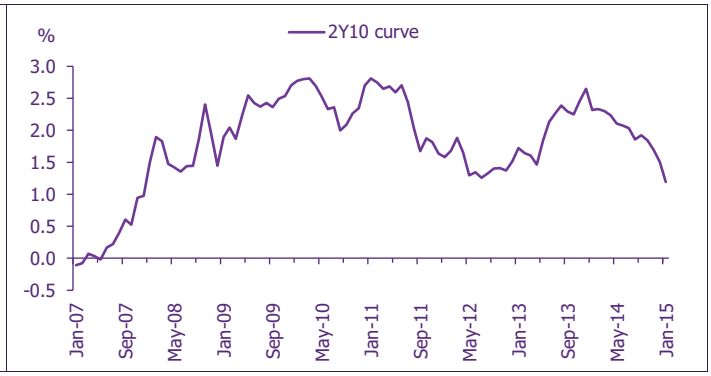
Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

Figure 10: CPI swap forward rate ลดลงอย่างต่อเนื่อง



Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

Figure 11: อัตราผลตอบแทนพันธบัตรสหรัฐฯ ยังอยู่ในระดับทรงตัว



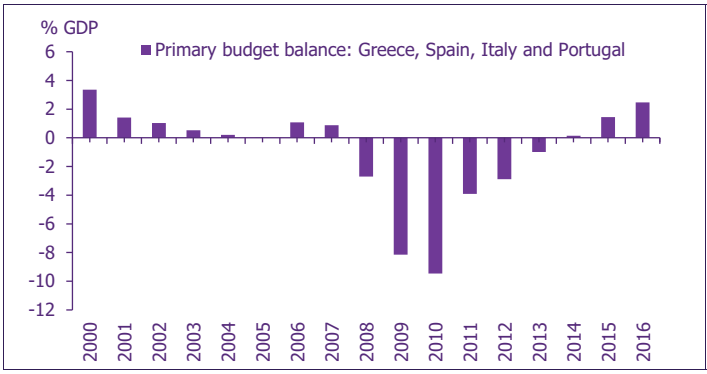
Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

ยูโรโซน

แรงส่งทางเศรษฐกิจจะมีโมเมนตัมมากขึ้น

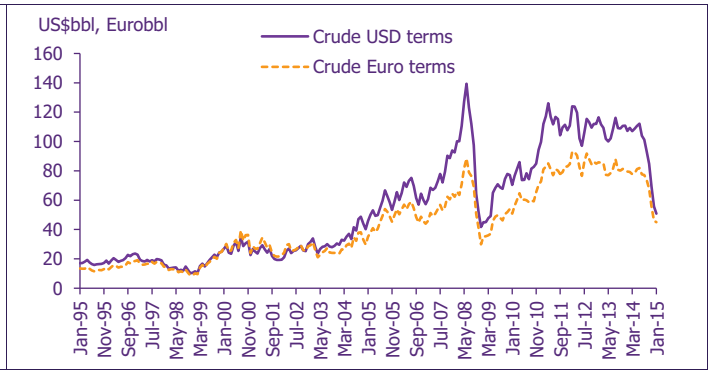
ท่ามกลางปัญหาที่เกิดขึ้นในกรีซ เรายังคงมองว่าแนวโน้มเศรษฐกิจของยูโรโซนดูน่าสนใจและค่อนข้างเป็นบวก ทั้งนี้หลังจากต่อสู้ดิ้นรนมานานเป็นปีๆ เราเชื่อว่าเศรษฐกิจยูโรโซนมีแนวโน้มที่จะฟื้นตัวอย่างมีนัยสำคัญ โดยได้รับปัจจัยสนับสนุนจากแรงส่งทางเศรษฐกิจหลายอย่างด้วยกัน หนึ่งในปัจจัยที่เป็นบวกมากที่สุด คือ ความจำเป็นในการใช้มาตรการรัดเข็มขัดทางการคลังที่ลดน้อยลง เนื่องจากงบประมาณที่ไม่รวมดอกเบี้ยจ่าย ของกรีซ สเปน อีตาลี และโปรตุเกส กำลังจะกลับมาเกินดุล รัฐบาลยูโรโซนมีวินัยทางการคลังอย่างมาก โดยสามารถตั้งรายจ่ายรัฐบาลต่ำกว่าเป้าที่ IMF วางไว้เมื่อปี 2553 ถึง 25% แนวคิดพื้นฐานเกี่ยวกับการปรับตัวลดลงของแรงฉุดจากการปรับลดการใช้จ่ายภาครัฐ (ดุลงบประมาณปรับตัวดีขึ้น) คือ รัฐบาลยูโรโซนจะสามารถตั้งงบประมาณรายจ่ายที่สูงขึ้นเพื่อสนับสนุนการเติบโตทางเศรษฐกิจ ด้าน nominal GDP ที่เติบโตเพิ่มขึ้น อัตราส่วนหนี้สินโดยรวมต่อ GDP จะลดลงในอัตราที่ค่อนค้างรวดเร็ว ปัจจัยอื่นๆ คือ ต้นทุนพลังงานที่ลดลง และเงินยูโรอ่อนค่า สำหรับมาตรการ QE ยังไม่มีหลักฐานชี้ชัดว่ามาตรการ QE จะมีผลโดยตรงมากน้อยเพียงใดในการช่วยให้เศรษฐกิจเติบโต แต่เป็นที่ค่อนข้างแน่นอนว่ามาตรการนี้จะช่วยลดต้นทุนการกู้ยืมลง ซึ่งจะกระตุ้นให้ธนาคารพาณิชย์ปล่อยกู้มากขึ้น

Figure 12: แรงฉุดจากการปรับลดการใช้จ่ายภาครัฐลดลงมาก



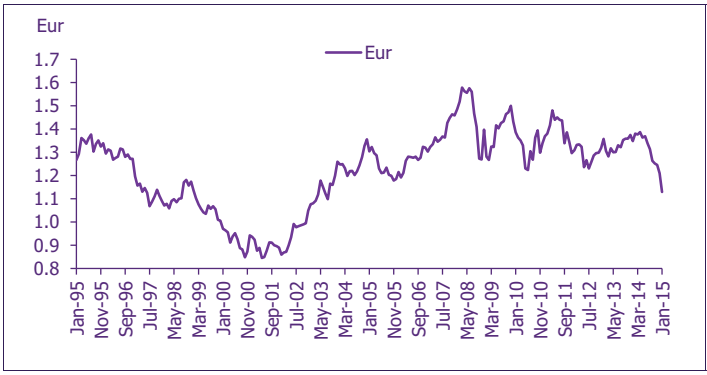
Source: IMF, SCBS Investment Research

Figure 13: ต้นทุนพลังงานลดลง



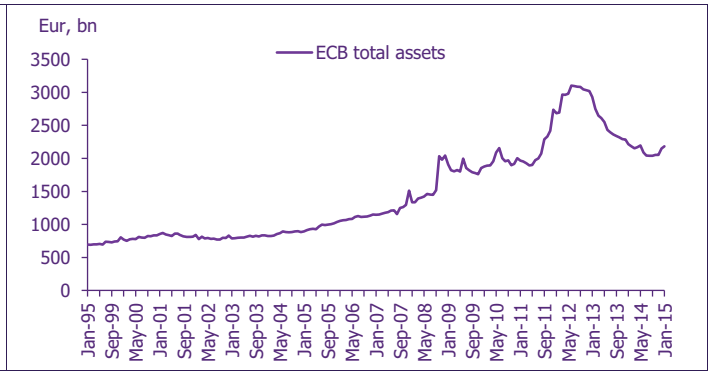
Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

Figure 14: เงินยูโรจะยังอยู่ในแนวโน้มขาลง



Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

Figure 15: ...ในขณะที่สินทรัพย์ของ ECB ปรับตัวเพิ่มขึ้น

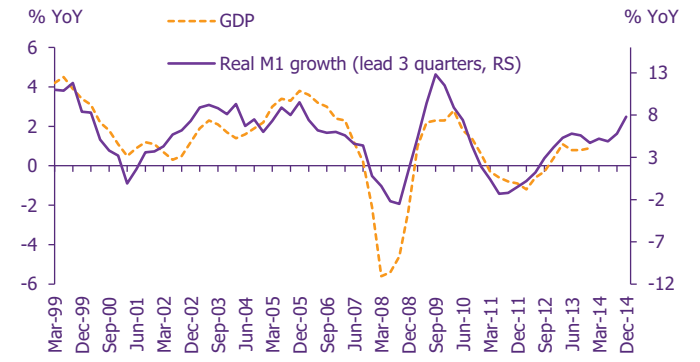


Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

เริ่มเห็นสัญญาณเศรษฐกิจเติบโตเพิ่มมากขึ้นในอนาคต

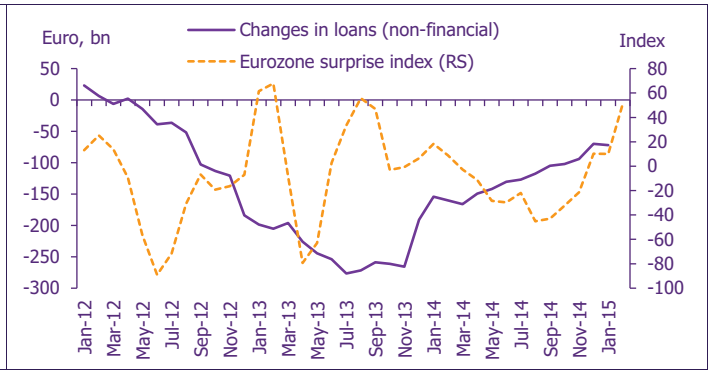
ทั้งนี้ไม่ว่าผลกระทบเชิงบวกที่อาจเกิดขึ้นจากมาตรการ QE ที่ออกมาใหม่ของ ECB จะเป็นอย่างไรก็ตาม เราเริ่มที่จะเห็นสัญญาณบวกจากตัวเลขเศรษฐกิจของยูโรโซนบ้างแล้ว ประการแรก อัตราเติบโตของปริมาณเงิน M1 ที่ปรับปรุงค่าเงินเฟ้อแล้ว (Figure 16) ส่งสัญญาณว่ากิจกรรมทางเศรษฐกิจจะปรับตัวเพิ่มขึ้นมากในระยะ 2-3 ไตรมาสข้างหน้า เราคำนวณได้ว่าถ้าอัตราเติบโตของปริมาณเงินที่แท้จริงสามารถรักษาโมเมนตัมในปัจจุบันเอาไว้ได้ในไตรมาสถัดๆไปที่กำลังจะมาถึง เราอาจจะเห็น GDP ของยูโรโซนเติบโตราว 2-2.5% ในปีนี้ สัญญาณบวกอีกอย่างหนึ่ง คือ การปรับตัวดีขึ้นมากของดัชนี Eurozone surprise index และโมเมนตัมการปล่อยกู้ให้แก่กลุ่มที่ไม่ใช่สถาบันการเงินปรับตัวเร่งขึ้น (Figure 17)

Figure 16: อัตราเติบโตของปริมาณเงิน M1 ส่งสัญญาณโมเมนตัมดีขึ้น



Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

Figure 17: EU ปล่อยกู้ให้แก่ภาคครัวเรือนและบริษัทต่าง ๆ เพิ่มขึ้น



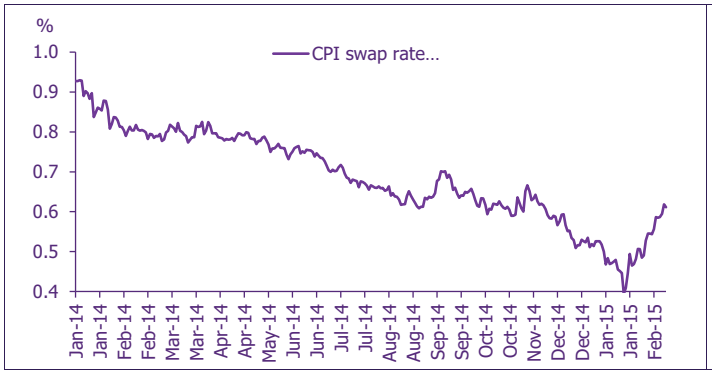
Source: European Central Bank (ECB), Bloomberg, SCBS Investment Research

ญี่ปุ่น

เงินเยนอ่อนค่าเป็นตัวเลือกเพียงอย่างเดียวในตอนนี้

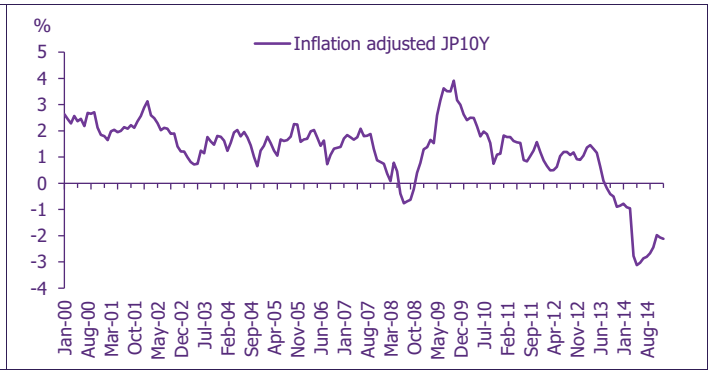
สถานการณ์เศรษฐกิจและการเงินในญี่ปุ่นค่อนข้างจะเงียบ ๆในช่วงที่ผ่านมา ธนาคารกลางญี่ปุ่น (BoJ) ยังยึดอยู่กับแผน QQE ในปัจจุบันที่ตั้งเป้าป้องกันไม่ให้ความเสี่ยงด้านเงินฝืดเกิดขึ้นอีก ซึ่งก็ดูเหมือนว่าจะใช้ได้ผล เนื่องจาก CPI swap rate (เครื่องชี้นำที่เราใช้ดูแนวโน้มเงินเฟ้อ) ส่งสัญญาณถึงอัตราเงินเฟ้อที่สูงขึ้น แผน QQE เป็นกลไกสำคัญในการกดดันให้ต้นทุนการกู้ยืมของญี่ปุ่นปรับตัวลดลง (Figure 19) บทสรุปคือหน่วยงานภาคเศรษฐกิจของญี่ปุ่นกำลังใช้เครื่องมือทางการเงินกดดันให้เงินเยนอ่อนค่าลง ซึ่งจะช่วยหนุนให้อัตราเงินเฟ้อโดยรวมและตลาดหุ้นญี่ปุ่นปรับตัวเพิ่มขึ้น นอกจากนี้รัฐบาลญี่ปุ่นยังมีแผนปฏิรูปเพื่อกระตุ้นเงินเฟ้อด้วยการเพิ่มค่าจ้างโดยรวม แต่ดูเหมือนว่าจะมีความคืบหน้าช้ามาก ซึ่งเป็นเหตุผลที่ชี้ให้เห็นว่าทำไมการกดดันให้เงินเยนอ่อนค่าลงจึงยังคงเป็นตัวเลือกที่ใช้การได้เพียงอย่างเดียวในตอนนี้

Figure 18: CPI Swap rate ส่งสัญญาณถึงเงินเฟ้อที่สูงขึ้น...



Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

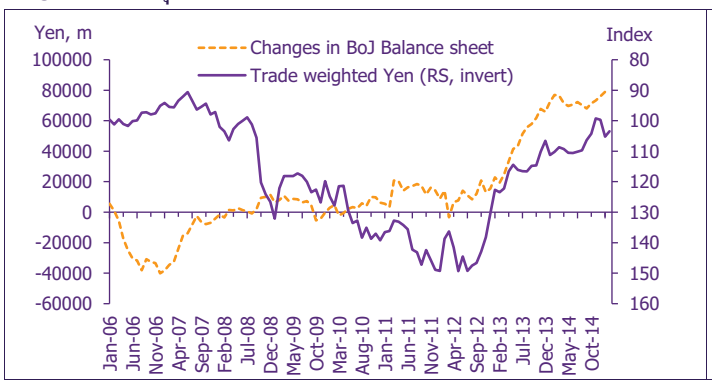
Figure 19: ...กดดันให้ผลตอบแทนที่แท้จริงลดลง



Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

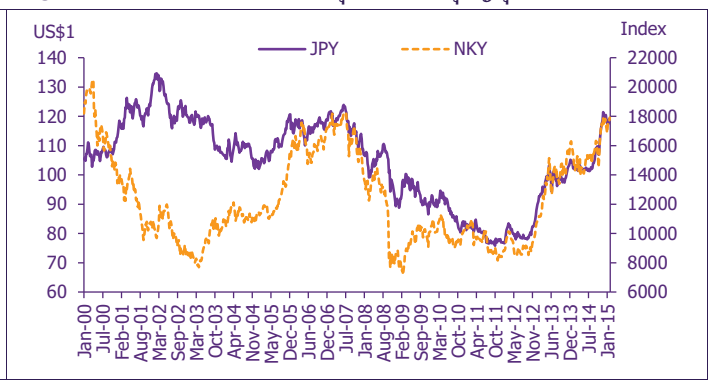
ปัจจัยใหม่ที่อาจจะส่งผลทำให้การอ่อนค่าของเงินเยนเสียสมดุล คือ การประกาศใช้มาตรการ QE ของ ECB เมื่อไม่นานนี้ ทั้งนี้เป็นเพราะผลที่เกิดขึ้นตามมาของมาตรการ QE เวอร์ชั่นยุโรป คือ เงินยูโรอ่อนค่า ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อค่าเงินเยนเมื่อเทียบกับตะกร้าเงินสกุลสำคัญอื่น ๆ (trade weighted exchange rate) ถ้าเยนไม่อ่อนค่าตามที่วางแผนไว้ ก็อาจจะส่งผลทำให้ BoJ เพิ่มการอัดฉีดเงินเข้าระบบ แต่จะทำด้วยวิธีใดยังไม่มีความชัดเจน เนื่องจาก BoJ อาจจะตัดสินใจทำ QQE ปริมาณมากในครึ่งปีแรก หรือเพิ่มขนาดทั้งหมดของแผนซื้อสินทรัพย์

Figure 20: งบดุลของ BoJ และเงินเยน



Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

Figure 21: เงินเยนอ่อนค่าช่วยหนุนให้ตลาดหุ้นญี่ปุ่นปรับตัวเพิ่มขึ้น



Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

จีน

ภายใต้นโยบาย new normal เศรษฐกิจจีนจะเติบโต 7%...

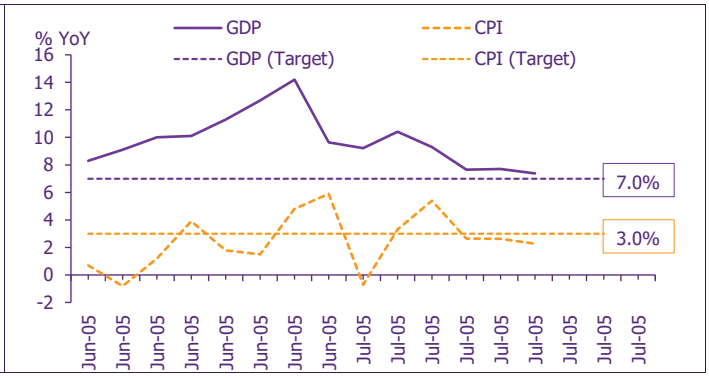
จีนยังคงดำเนินการตามแผนปฏิรูปประเทศ ดังเห็นได้จากเป้าเศรษฐกิจที่สภาประชาชนแห่งชาติจีนเปิดเผยในการประชุมประจำปีครั้งล่าสุด (Figure 22) ที่มีการปรับเป้าอัตราการขยายตัวทางเศรษฐกิจลดลงจากเดิม 7.5% สู่ 7% ประเด็นที่น่าสนใจอย่างหนึ่ง คือ เป้าหมายส่วนใหญ่ใกล้เคียงกับระดับจริงในปัจจุบัน ยกตัวอย่างเช่น เป้าอัตราการขยายตัวของยอดค้าปลีกถูกกำหนดไว้ที่ 13% เทียบกับรายงานจริงที่ 11.9% และรัฐบาลจีนคาดว่าการลงทุนจะเติบโต 15% เทียบกับข้อมูลล่าสุดที่ 14.8% ทั้งนี้เมื่อมองในแง่อัตราการขยายตัว เราอาจจะสามารถสรุปได้ว่ามีความเป็นไปได้น้อยลงที่จะเห็นมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจขนาดใหญ่ (ด้านการคลัง) จากรัฐบาล ถ้าเศรษฐกิจโดยรวมสามารถรักษาโมเมนตัมปัจจุบันไว้ได้ ในทางกลับกัน เนื่องจากตัวเลขเศรษฐกิจสำคัญๆ หลายอย่างแกว่งตัวใกล้เคียงกับเป้าที่รัฐบาลวางไว้อย่างมาก ดังนั้นเราเชื่อว่ารัฐบาลจะมีความอดทนจำกัดหากเศรษฐกิจชะลอตัวลงอีกจากจุดนี้

Figure 22: นโยบาย new normal ของจีน

	2015 Target	2014 Average	Latest
GDP (%)	7.0	7.4	7.3
Retail Sales (%)	13.0	12.0	11.9
Investment (%)	15.0	15.7	14.8
M2 (%)	12.0	12.2	10.8
New Jobs (mn)	10.0	13.2	13.2
Unemployment	4.5	4.1	4.1
CPI (%)	3.0	2.0	1.4

Source: The National People's Congress (NPC)

Figure 23: เป้าหมายเทียบกับความเป็นจริง



Source: NPC, IMF

...ไม่ได้หมายความว่าไม่มีโอกาสที่ PBoC จะออกมาตรการเพิ่ม

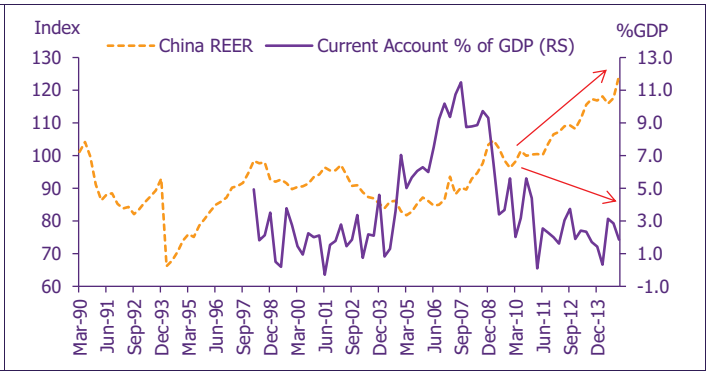
แม้เราอาจจะไม่เห็นนโยบายการคลังกระตุ้นเศรษฐกิจขนาดใหญ่จากหน่วยงานภาคเศรษฐกิจของจีนอีกระยะหนึ่ง แต่อาจจะมีการผ่อนคลายนโยบายการเงินเพิ่มเติมอีก ประการแรก อัตราเงินเฟ้อล่าสุดของจีน (1.4%) ยังต่ำกว่าเป้าที่ 3% ค่อนข้างมาก ซึ่งหมายความว่ายังมีความเสี่ยงอย่างมากที่จะเกิดภาวะที่อัตราเงินเฟ้อปรับตัวลดลงต่อเนื่อง ดังนั้นเราจึงมองว่า PBoC จะยังคงใช้นโยบายเพิ่มปริมาณเงินและสินเชื่อในระบบ (reflation) ตั้งแต่ต้นปีนี้ถึงปัจจุบัน PBoC ได้ปรับลดสัดส่วนการกันสำรองของธนาคารพาณิชย์ (RRR) และอัตราดอกเบี้ยนโยบายลงแล้ว 1 ครั้ง และมีแนวโน้มสูงมากที่ PBoC จะผ่อนคลายนโยบายทางการเงินเพิ่มอีก

นับจากนี้เป็นต้นไป ปัจจัยสำคัญ 2 อย่างที่ต้องจับตาดูในด้านนโยบายการเงิน คือ อัตราแลกเปลี่ยน (REER) และความตึงตัวของอัตราดอกเบี้ยระยะสั้น เงินทุนไหลเข้าที่ลดน้อยลง (ดังเห็นได้จากเกินดุลบัญชีเดินสะพัดที่ลดลง) จะส่งผลกระทบเพิ่มมากขึ้นต่อสภาพคล่องอย่างต่อเนื่อง (ดูได้จาก ON Repo) เราสามารถเห็นได้อย่างชัดเจนจากปัจจัยเหล่านี้ว่าเงินหยวน (RMB) แข็งค่ามากเกินไป (Figure 25) ซึ่งหมายความว่า PBoC จำเป็นต้องค่อยๆ ผ่อนคลายนโยบายการเงินในขณะที่ลดกรอบการเคลื่อนไหวของเงินหยวน

Figure 24: คาดมีการปรับลด RRR ลงอีก

Source: CEIC, SCBS Investment Research

Figure 25: RMB จำเป็นต้องอ่อนค่าลง



Source: CEIC, SCBS Investment Research

นักลงทุนต้องจับตาดูมาตรการแลกเปลี่ยนหนี้ของจีน

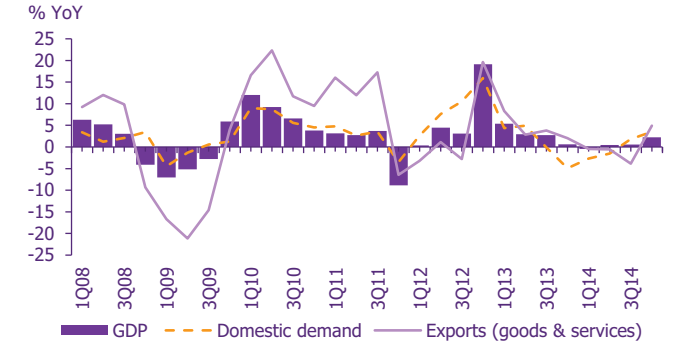
ในขณะที่รายละเอียดเกี่ยวกับโครงการแลกเปลี่ยนหนี้ของจีน (ประมาณ 3 ล้านล้านหยวน) เพื่อแก้ปัญหาภาระหนี้สินของรัฐบาลท้องถิ่นยังไม่มีความชัดเจนหรือยังไม่มีการเปิดเผยในตอนนี้ แต่ความพยายามดังกล่าวอาจจะเปลี่ยนมุมมองที่นักลงทุนมีต่อหนึ่งในความเสี่ยงด้านเศรษฐกิจมหภาคหลักๆ ของจีน ทั้งนี้หนังสือพิมพ์จีนรายงานว่า รัฐบาลจีนวางแผนอนุญาตให้รัฐบาลท้องถิ่นสามารถออกพันธบัตรได้โดยตรงเพื่อแลกกับหนี้สะสมจากเครื่องมือทางการเงินของรัฐบาลท้องถิ่นในปีที่ผ่านๆ มา ความเสี่ยงด้านเครดิตและความเสี่ยงภาคธนาคารของจีนจะปรับลดลงอย่างมากถ้ารัฐบาลจีนดำเนินมาตรการนี้สำเร็จ

เศรษฐกิจไทย

ถูกฉุดรั้งอย่างหนักจากการส่วนเปลี่ยนแปลงสินค้าคงเหลือ

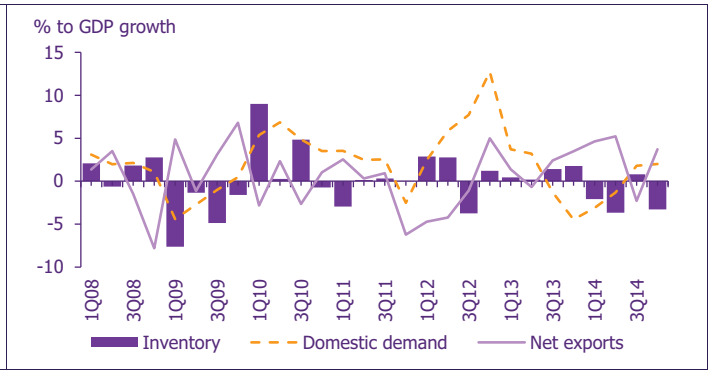
เศรษฐกิจไทยขยายตัวต่ำในปี 2557 โดย GDP เติบโตเพียง 0.7% YoY ซึ่งชี้ให้เห็นว่าการฟื้นตัวของเศรษฐกิจรอบนี้ (โดยเฉพาะอย่างยิ่งในช่วงครึ่งหลังของปี 2557) อ่อนแอกว่าที่คาดการณ์ไว้อย่างมาก การชะลอตัวยังเกิดขึ้นในวงกว้างด้วย โดยอุปสงค์ในประเทศเติบโตในอัตราที่ชะลอตัวลงสู่ +0.3% YoY ในขณะที่การส่งออกปรับตัวเพิ่มขึ้นเล็กน้อย (+29% YoY) เมื่อมองที่องค์ประกอบแต่ละอย่างของ GDP จะช่วยให้เห็นภาพที่ชัดเจนมากขึ้น ข้อมูลชี้ให้เห็นว่าอุปสงค์ในประเทศ (C I และ G) เริ่มที่จะปรับตัวเพิ่มขึ้นเล็กน้อย ในขณะที่การส่งออกสุทธิมีส่วนช่วยให้ GDP ขยายตัวเป็นบวก แต่เกิดจากการนำเข้าที่ลดลงอย่างมาก ปัจจัยที่ฉุดรั้งการเติบโตของ GDP ปีที่ผ่านมามากที่สุด คือ ส่วนเปลี่ยนแปลงสินค้าคงเหลือ ซึ่งส่งผลกระทบทำให้อัตราการขยายตัวของ GDP หดหายไปมากถึง -2.1% จาก +0.7% (Figure 27)

Figure 26: อัตราการขยายตัวของ GDP และองค์ประกอบที่สำคัญ



Source: National Economic and Social Development Board (NESDB), SCBS Investment Research

Figure 27: สัดส่วนต่ออัตราการขยายตัวของ GDP



Source: NESDB, SCBS Investment Research

คาดเศรษฐกิจโต 3-3.5% ในปีนี้

ก่อนที่จะเจาะลึกลงไปในรายละเอียด เราต้องการที่จะชี้ให้เห็นว่าศูนย์วิจัยเศรษฐกิจของเรา (Economic Intelligence Center: EIC) คาดการณ์ว่าเศรษฐกิจไทยจะเติบโต 3-3.5% YoY ในปีนี้ ต่ำกว่าตัวเลขที่ตลาดคาดการณ์ไว้ว่าจะเติบโต 3.8% อยู่เล็กน้อย โมเมนตัมการเติบโตส่วนใหญ่คาดว่าจะมาจากทางด้านอุปสงค์ เนื่องจาก EIC คาดว่าการอุปโภคบริโภคภาคเอกชนจะเติบโต 2.3% นอกจากนี้ตัวเลขที่คาดการณ์ยังแสดงถึงการคาดการณ์เชิงบวกเล็กน้อยสำหรับการใช้จ่ายที่เกี่ยวข้องกับรัฐบาล โดยคาดว่ารายจ่ายรัฐบาลโดยรวมจะเติบโต 3% และการลงทุนภาครัฐจะเติบโต 8.6% อัตราเงินเฟ้อโดยรวมจะยังอยู่ในระดับต่ำในปีนี้ โดยคาดว่าอัตราเงินเฟ้อทั่วไปและอัตราเงินเฟ้อพื้นฐานจะอยู่ที่ระดับเพียง 0.7% และ 1.6% ตามลำดับ ซึ่งอิงกับสมมติฐานราคาน้ำมันที่ 58-60 ดอลลาร์สหรัฐในปี 2558

Figure 28: ประมาณการเศรษฐกิจไทย

Key Indicators	2013 Share	Unit	2014 Q1	2014 Q2	2014 Q3	2014 Q4	2014 Full Year	2015 Q1	2015 Q2	2015 Q3	2015 Q4F	2015 Full Year
Real GDP growth		% YOY	-0.5	0.4	0.6	2.3	**0.7%**	4.0%	3.5%	3.7%	2.7%	**3.0-3.5%**
Demand-side												
Private consumption	51%	% YOY	-3.0	0.2	2.2	1.9	**0.3%**	4.6%	2.2%	1.3%	1.3%	**2.3%**
Public consumption	10%	% YOY	4.2	2.1	0.4	5.5	**3.0%**	6.5%	1.5%	2.3%	2.3%	**3.0%**
Investment (GFCF)	22%	% YOY	-9.3	-6.9	2.9	3.2	**-2.5%**	10.9%	1.3%	1.9%	8.2%	**5.4%**
Private investment	17%	% YOY	-7.4	-7.0	3.9	4.0	**-1.6%**	-7.7%	2.6%	1.2%	7.0%	**4.5%**
Public investment	5%	% YOY	-16.6	-6.7	-0.8	-0.3	**-6.1%**	24.4%	-3.6%	4.4%	12.4%	**8.6%**
Supply-side												
Agriculture		% YOY	1.4%	4.2%	1.6%	-1.6%	**1.4%**	4.1%	2.6%	4.2%	2.5%	**3.3%**
Manufacturing		% YOY	-2.7%	-1.6%	-0.7%	0.7%	**-1.0%**	3.2%	2.8%	3.3%	2.0%	**2.8%**
External sector												
Export of Goods (USD)		% YOY	-1.0%	0.3%	-1.8%	2.0%	**-0.3%**	0.0%	-1.6%	0.8%	3.9%	**0.8%**
Import of Goods (USD)		% YOY	-15.4%	-12.6%	-1.3%	-1.1%	**-4.5%**	-2.8%	-3.0%	2.4%	11.5%	**2.0%**
Current account			5.4	-0.5	-5.2	9.8	**14.2**	10.2	2.2	-0.3	2.8	**14.9**
Key rates												
Headline inflation		% YOY	2.0%	2.5%	2.0%	1.1%	**2.0%**	-0.1%	-0.1%	0.8%	2.0%	**0.7%**
Core inflation		% YOY	1.2%	1.7%	1.8%	1.6%	**1.5%**	1.6%	1.4%	1.6%	1.9%	**1.6%**
Policy rate (RP-1D) (end period)		% p.a.	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	**2.00%**	1.75%	1.75%	1.75%	1.75%	**1.75%**
THB/USD (end period)		THB/USD	32.6	32.4	32.1	32.8	**32.4**	33.0	33.5	33.5	33.5	33.5

Source: Forecast by SCB EIC

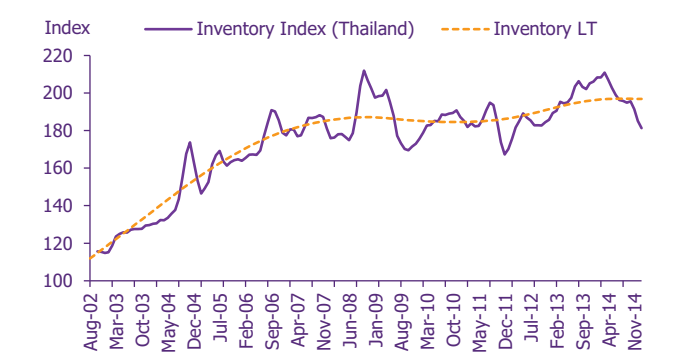
สินค้าคงเหลือจะเป็นตัวแปรสำคัญอีกครั้ง

โดยรวมแล้ว ตัวเลขประมาณการเศรษฐกิจของ EIC ในปัจจุบันค่อนข้างสอดคล้องกับการคาดการณ์ของตลาด ดังนั้นเราจึงไม่คิดว่าจะเห็น upside/downside จากประมาณการมากนักจนกว่าจะถึงช่วงครึ่งปีหลัง เราอยากจะชี้ให้เห็นว่าส่วนเปลี่ยนแปลงสินค้าคงเหลือน่าจะกลายเป็นตัวแปรสำคัญสำหรับประมาณการเศรษฐกิจในอนาคต ประเทศไทยมีการลดสินค้าคงเหลือเป็นเวลา 3 ไตรมาสในปีที่ผ่านมา ทำให้เราสงสัยว่าประเทศไทยจะสามารถลดสินค้าคงเหลือลงได้อีกนานเท่าใด ทั้งนี้เมื่ออิงกับข้อมูลในอดีต พบว่าสินค้าคงเหลือลดลงนานที่สุดเป็นเวลา 4 ไตรมาสติดต่อกัน ซึ่งเกิดขึ้นในปี 2541 ในช่วงที่เกิดวิกฤตการเงินในประเทศไทย และปี 2552 หลังจากเกิดวิกฤตซับไพร์มในสหรัฐฯ ถ้ารูปแบบเช่นนี้เกิดขึ้นอีก สินค้าคงเหลือก็น่าจะลดลงถึงจุดต่ำสุดแล้ว

สินค้าคงเหลือปรับตัวเพิ่มขึ้นในเดือน ม.ค.

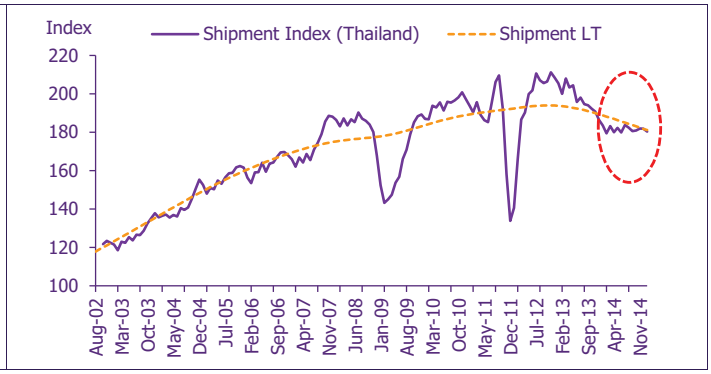
ข้อมูลที่รวบรวมโดยสำนักงานเศรษฐกิจอุตสาหกรรม (สศอ.) แสดงให้เห็นว่าสินค้าคงเหลือโดยรวมปรับตัวเพิ่มขึ้น 6% ในเดือน ม.ค. ซึ่งเป็นการปรับตัวเพิ่มขึ้น MoM ครั้งแรกนับตั้งแต่เดือน ส.ค.ปีที่ผ่านมา ในขณะที่เราทราบดีว่าข้อมูลเพียง 1 เดือนไม่สามารถใช้ดูแนวโน้มได้ แต่เราจะทำการทดสอบบางอย่างเพื่อให้แน่ใจว่ามีความเป็นไปได้ที่การจัดเก็บสินค้าคงเหลือเพิ่มจะเกิดขึ้นหรือไม่ ข้อมูลเกี่ยวกับสินค้าคงเหลือและการส่งสินค้า (Figure 29 และ 30) แสดงให้เห็นว่าสินค้าคงเหลืออยู่ในระดับที่ต่ำกว่าแนวโน้มระยะยาว (คำนวณโดย Hoddrik-Prescott filter) อย่างมาก ในขณะที่การส่งสินค้าอยู่ในระดับใกล้เคียงกับแนวโน้ม

Figure 29: ดัชนีสินค้าสำเร็จรูปคงคลังของ สศอ.



Source: CEIC, SCBS Investment Research

Figure 30: ดัชนีการส่งสินค้าของ สศอ.

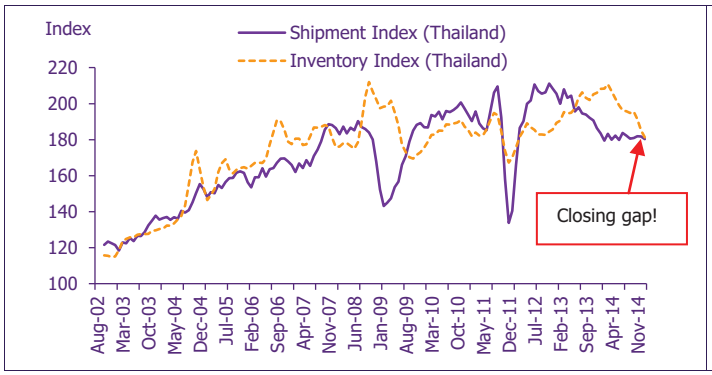


Source: CEIC, SCBS Investment Research

สินค้าคงเหลือส่วนเกินดูเหมือนจะลดลงสู่ระดับต่ำ

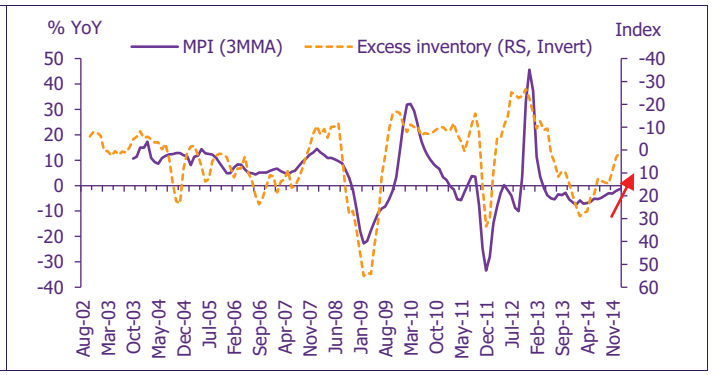
การดูสินค้าคงเหลือและการส่งสินค้าแยกออกจากกันอาจจะไม่ใช่วิธีการที่ดี ดังนั้นเราจึงแนะนำให้ตรวจสอบทั้งสองดัชนีไปพร้อมๆ กัน (Figure 31) เพื่อหาทิศทางของสินค้าคงเหลือ/การส่งสินค้า Figure 30 แสดงให้เห็นว่าสินค้าคงเหลือดูเหมือนจะลดลงอย่างมากสู่เส้นแนวโน้มการส่งสินค้าที่มีเสถียรภาพมากขึ้น เครื่องชี้นำที่เราใช้ดูสินค้าคงเหลือส่วนเกิน คือ ความแตกต่างระหว่างดัชนีสินค้าสำเร็จรูปคงคลังกับดัชนีการส่งสินค้าดังแสดงใน Figure 31 ซึ่งสามารถเห็นได้ว่าสินค้าคงเหลือส่วนเกินปรับตัวลดลงใกล้เป็น “ศูนย์” แล้ว ซึ่งหมายความว่าการผลิตโดยรวมต้องปรับตัวเพิ่มขึ้นเพื่อเพิ่มสต็อกสินค้า แนวโน้มเช่นนี้สอดคล้องกับข้อสงสัยของเราที่ว่าประเทศไทยอาจจะระบายสินค้าคงเหลือลงมาอยู่ในระดับต่ำ

Figure 31: ดัชนีการส่งสินค้าและดัชนีสินค้าคงเหลือบรรจบกัน



Source: CEIC, SCBS Investment Research

Figure 32: สินค้าคงเหลือลดลงเกือบหมดแล้ว?

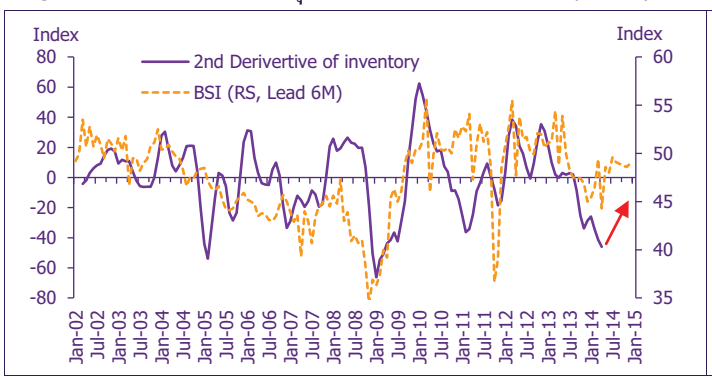


Source: CEIC, SCBS Investment Research

ข้อมูลเบื้องต้นค่อนข้างเป็นบวก

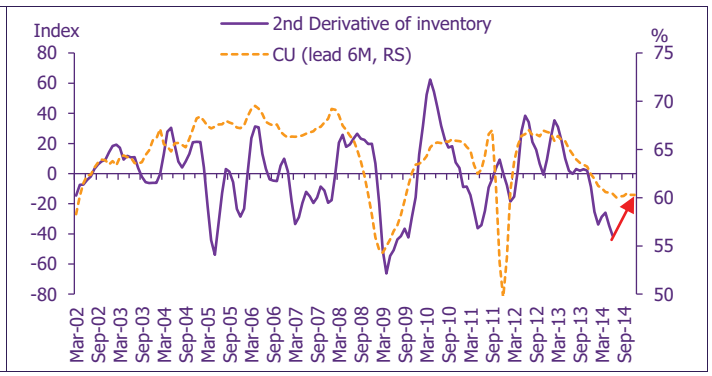
ทั้งนี้เพื่อให้การตรวจสอบแนวโน้มสินค้าคงเหลือเสร็จสมบูรณ์ เราอยากจะนำเสนออนุกรมเวลา (time series) อีก 2 ชุดที่น่าจะส่งผลทำให้กระบวนการจัดเก็บสต็อกสินค้าปรับตัวดีขึ้น ประการแรก เป็นสิ่งที่รู้กันอยู่แล้วว่าตราบใดที่ภาคธุรกิจมีความเชื่อมั่นต่ำต่อแนวโน้มโดยรวม ก็จะชะลอการผลิตสินค้าและบริการเพิ่ม (รวมถึงการลงทุน) ซึ่งเป็นเหตุผลที่แสดงให้เห็นว่าทำไมเราจึงวางดัชนีความเชื่อมั่นทางธุรกิจ (BSI) ไว้ก่อนส่วนเปลี่ยนแปลงสินค้าคงเหลืออยู่ 6 เดือน และเป็นที่น่าสนใจอย่างมากและเป็นบวกที่ BSI ส่งสัญญาณว่าการลดสินค้าคงเหลือกำลังจะปรับตัวลดลงถึงจุดต่ำสุดแล้ว สมมติฐานของเราได้รับปัจจัยหนุนจากข้อมูลที่มีเสถียรภาพมากกว่า คือ อัตราการใช้กำลังการผลิต ใน Figure 34 ซึ่งส่งสัญญาณไปในทางเดียวกับ BSI

Figure 33: ความเชื่อมั่นทางธุรกิจเทียบกับสินค้าคงเหลือ (2nd diff)



Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

Figure 34: อัตราการใช้กำลังการผลิตเทียบกับสินค้าคงเหลือ (2nd diff)

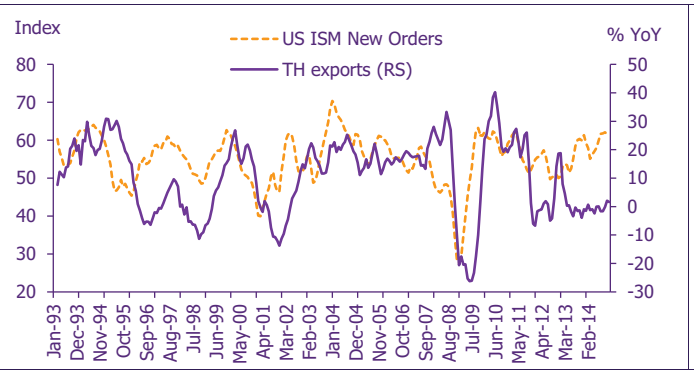


Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

ปัญหาทางโครงสร้างเป็นความเสี่ยงสำคัญ...

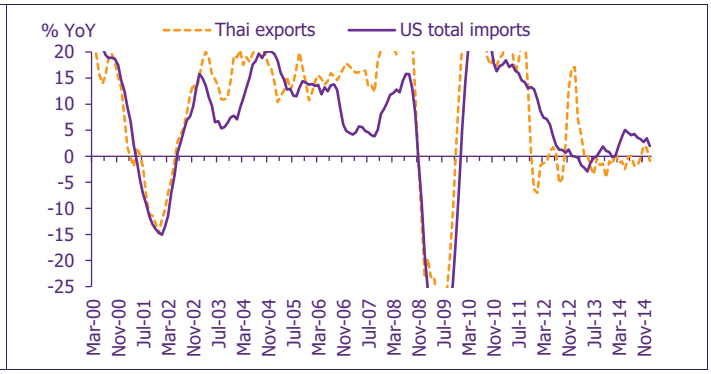
การตรวจสอบแนวโน้มสินค้าคงเหลือไม่ใช่ว่าจะไม่มีความเสี่ยง downside ความเสี่ยงสำคัญที่อาจส่งผลกระทบต่อสมมติฐานของเราที่ว่าสินค้าคงเหลือลดลงใกล้ถึงจุดต่ำสุดแล้ว คือ “อุปสงค์ในประเทศและต่างประเทศไม่ฟื้นตัว” ผู้อ่านสามารถเห็นได้ชัดเจนใน Figure 35 ว่าอุปสงค์ของสหรัฐฯไม่ใช่ปัจจัยที่ช่วยกระตุ้นให้การส่งออกของไทยเติบโตอีกต่อไปตามที่แสดงใน Figure 36 สำนักวิจัยบางแห่งรายงานว่าความสามารถในการแข่งขันของประเทศไทยปรับตัวลดลงในอุตสาหกรรมสำคัญๆ เช่น อิเลคทรอนิกส์ และ hard disk drive โดยมีสาเหตุมาจากการวิจัยและพัฒนาที่ลดน้อยลง หากไม่มีการตอบสนองอย่างรวดเร็ว ความสามารถในการแข่งขันของประเทศไทยอาจจะลดลงสู่ระดับที่ต่ำกว่าคู่แข่งขันในตลาดภูมิภาคอย่างมาก

Figure 35: US ISM new orders เทียบกับการส่งออกของไทย



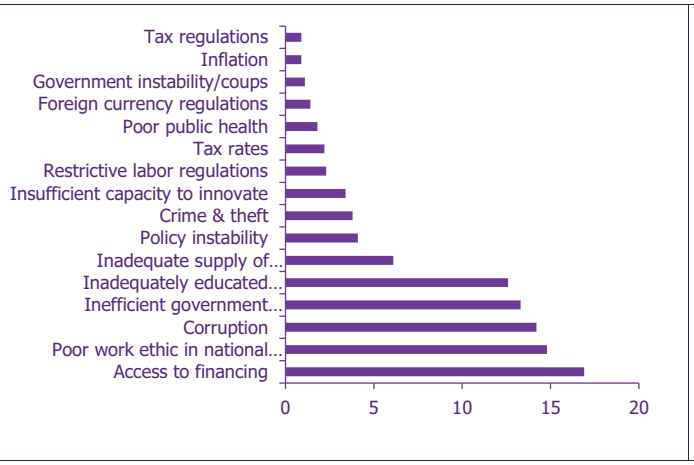
Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

Figure 36: การนำเข้าทั้งหมดของสหรัฐฯ และการส่งออกของไทย



Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

Figure 37: ปัญหาในการทำธุรกิจ



Source: The Global Competitiveness Report, SCBS Investment Research

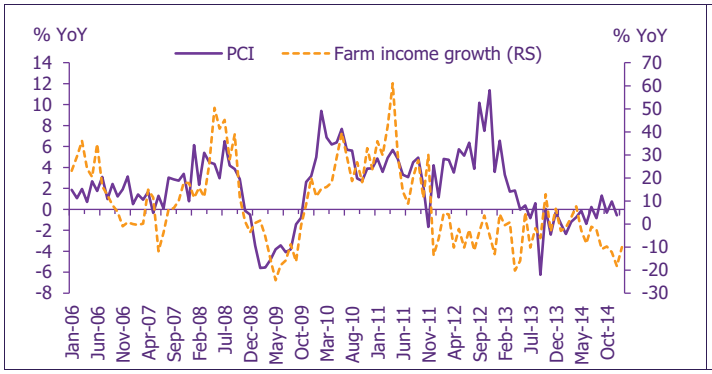
Figure 38: Thailand competitiveness matrix

Source: BoT, SCBS Investment Research

...ซึ่งทำให้เศรษฐกิจภายในประเทศมีความสำคัญมากกว่าที่เคยเป็นมา...

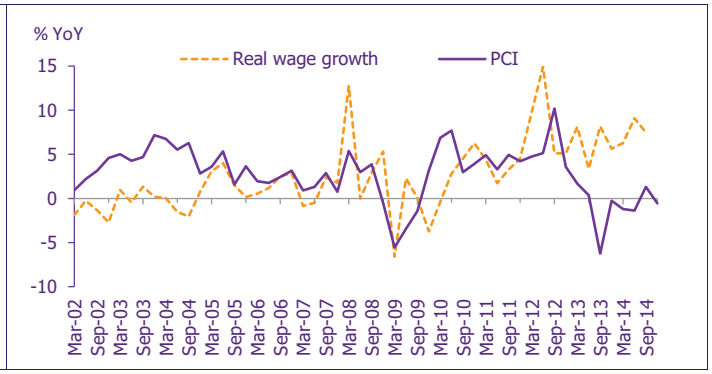
หากไม่มีการส่งออกที่เติบโตอย่างมากมากระตุ้นกิจกรรมฝั่งอุปทานในระยะสั้น องค์ประกอบที่ใช้การได้เพียงอย่างเดียว คือ อุปสงค์ในประเทศ อย่างไรก็ตาม อุปสงค์ในประเทศก็ได้รับผลกระทบอย่างหนักจากนโยบายประชานิยมและสถานการณ์ความไม่สงบทางการเมืองภายในประเทศ ในส่วนของการใช้จ่ายอุปโภคบริโภคจะต้องมี 3 สิ่งเกิดขึ้นก่อนที่ผู้บริโภคจะเริ่มใช้จ่ายอย่างต่อเนื่อง ประการแรก เราจะต้องเห็นรายได้เกษตรกรโดยรวมปรับตัวเพิ่มขึ้น (Figure 39) เนื่องจากรายได้เกษตรกรมีความสัมพันธ์สูงกับการใช้จ่ายอุปโภคบริโภค และดูเหมือนว่ากลุ่มนี้ปรับตัวแย่ลงมาตั้งแต่ต้นปี 2555 และยังไม่มีสัญญาณอย่างแท้จริงว่าจะฟื้นตัวดีขึ้น ทั้งนี้มีความเป็นไปได้ว่าเมื่อถึงจุดหนึ่ง รัฐบาลอาจจะต้องออกมาตรการบางอย่างเพื่อบรรเทาผลกระทบดังกล่าว ประการที่สอง อัตราค่าจ้าง (ปรับด้วยอัตราเงินเฟ้อ) ต้องยืนอยู่ในระดับสูงเพื่อเปิดโอกาสให้คนชั้นกลางยังคงสามารถจับจ่ายใช้สอยได้ เราค่อนข้างคลายความกังวลเกี่ยวกับเรื่องนี้ เพราะราคาน้ำมันที่ลดลงมากจะช่วยควบคุมเงินเฟ้อในไตรมาสต่อๆ ไป ซึ่งจะกระตุ้นให้อัตราค่าจ้างที่แท้จริงปรับตัวเพิ่มขึ้น นอกจากนี้ ความเชื่อมั่นผู้บริโภคก็จะต้องมีมากพอที่จะกระตุ้นให้ประชาชนใช้จ่ายด้วย ความเชื่อมั่นผู้บริโภคโดยรวมฟื้นตัวดีขึ้นมากหลังจากสถานการณ์ความไม่สงบทางการเมืองคลี่คลายลง และยังมีโอกาสที่จะปรับตัวดีขึ้นได้อีกมาก

Figure 39: การอุปโภคบริโภคภาคเอกชนเทียบกับรายได้เกษตรกร



Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

Figure 40: การอุปโภคบริโภคภาคเอกชนเทียบกับค่าจ้างที่แท้จริง

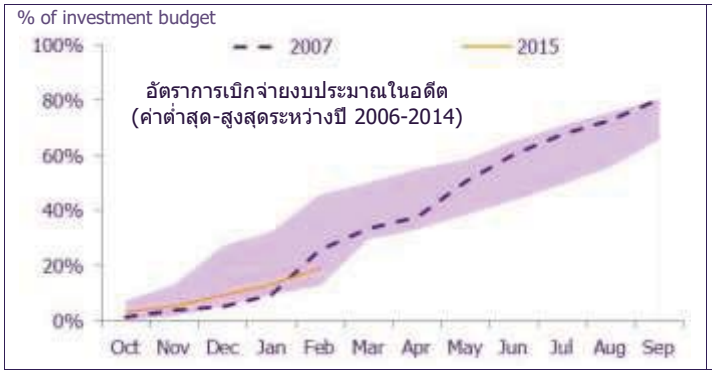


Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

...อย่าเพิ่งสิ้นหวังกับรัฐบาล...

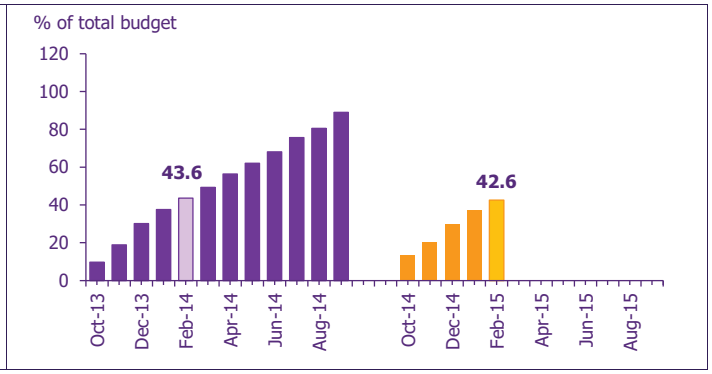
เนื่องจากภาคเอกชนฟื้นตัวในอัตราที่ช้ากว่าคาด รัฐบาลจึงจำเป็นต้องทำงานอย่างหนัก ณ จุดนี้ การเร่งกระบวนการเบิกจ่ายงบประมาณเป็นสิ่งสำคัญ อย่างไรก็ตาม ข้อมูลแสดงให้เห็นว่าการใช้จ่ายของรัฐบาลเกิดขึ้นช้ามากในช่วง 5 เดือนแรกของปีงบประมาณ 2558 แม้น่าเป็นห่วงที่อัตราการเบิกจ่ายงบประมาณลงทุนอยู่ในระดับต่ำเพียง 18.9% ณ สิ้นเดือน ก.พ. แต่รัฐบาลตระหนักดีถึงปัญหานี้ ทั้งนี้การเบิกจ่ายงบประมาณล่าช้าหลังจากเกิดสถานการณ์ความไม่สงบทางการเมืองเป็นเรื่องปกติสำหรับประเทศไทยดังแสดงใน Figure 41 ด้านล่าง อย่างไรก็ดี รัฐบาลสามารถเพิ่มการใช้จ่ายได้โดยไม่ลำบากมากจนเกินไปในช่วงครึ่งหลังของปีงบประมาณ ตัวอย่างที่เห็นได้ชัดเจน คือ การเบิกจ่ายงบประมาณหลังรัฐประหารในปี 2550 ซึ่งเป็นปีที่รัฐบาลเร่งใช้จ่ายไปจนถึงสิ้นปีงบประมาณ

Figure 41: เชื่อมั่นในรัฐบาล



Source: Fiscal Policy Office (FPO), SCBS Investment Research

Figure 42: การเบิกจ่ายงบประมาณทั้งหมด



Source: FPO, SCBS Investment Research

ผลการดำเนินงานปี 2557 ของบริษัทจดทะเบียน

ราคาน้ำมันที่ร่วงลงแรงส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานปี 2557

กำไรสุทธิปี 2557 โดยรวมมีจำนวน 7.07 แสนล้านบาท หดตัวลง 10.6% YoY จาก 7.91 แสนล้านบาทในปี 2556 เมื่อแยกรายกลุ่มอุตสาหกรรม พบว่ากลุ่มทรัพยากรรายงานกำไรลดลงมากที่สุด โดยลดลงถึง 51.7% YoY ในขณะที่กลุ่มเทคโนโลยีรายงานกำไรเพิ่มขึ้นมากที่สุดที่ 40.8% กำไรที่ลดลงของกลุ่มทรัพยากรมีสาเหตุมาจากราคาน้ำมันในตลาดโลกที่ปรับตัวลดลงอย่างมาก ซึ่งส่งผลทำให้มีการตัดจำหน่ายครั้งเดียวเกิดขึ้นที่ PTTEP และ PTT group ในขณะที่กำไรที่เพิ่มขึ้นในกลุ่มเทคโนโลยีได้รับปัจจัยหนุนจากกำไรระดับสูงที่เกิดจากรายการพิเศษภายใน TRUE และ TRUEIF ถ้าเราตัดผลกระทบของราคาน้ำมันในตลาดโลกโดยตัดกลุ่มทรัพยากรออกไป กำไรโดยรวมจะเติบโตประมาณ 3% ในปี 2557 แทนที่จะหดตัวลง 10.6% ในกรณีที่รวมกลุ่มทรัพยากรเข้ามา

Figure 43: ผลการดำเนินงานปี 2557 ของบริษัทจดทะเบียนใน SET

Sector	No. of Co.	Net Profit (Bt mn)							
		4Q14	3Q14	4Q13	% YoY	%QoQ	2014	2013	% YoY
Agro & Food Industry	47	8,082	11,457	8,851	(8.7)	(29.5)	40,170	31,538	27.4
Consumer Products	40	1,322	1,428	999	32.3	(7.4)	4,654	5,738	(18.9)
Financials	59	58,010	59,825	52,151	11.2	(3.0)	235,504	226,164	4.1
Industrials	77	(7,905)	11,147	6,213	n.m.	n.m.	21,597	37,752	(42.8)
Property & Construction	139	35,936	30,616	34,031	5.6	17.4	132,668	127,683	3.9
Resources	33	(67,020)	45,139	28,596	n.m.	n.m.	95,697	198,267	(51.7)
Services	94	19,017	19,613	15,648	21.5	(3.0)	67,758	83,876	(19.2)
Technology	38	21,416	18,554	18,732	14.3	15.4	103,392	73,448	40.8
Companies Under Rehabilitation	12	176	558	194	(9.3)	(68.5)	862	1,381	(37.6)
Medium-Sized Enterprise	108	672	1,446	1,100	(38.9)	(53.5)	5,188	5,099	1.7
TOTAL	**647**	**69,704**	**199,783**	**166,515**	(58.1)	(65.1)	**707,491**	**790,945**	(10.6)

Source: SCBS Investment Research

สำหรับบริษัทในการวิเคราะห์ของ SCBS คาดว่ากำไรปี 2558 จะเติบโต 31.1% และหลังจากนั้นจะเติบโต 16.1% ในปี 2559 การเติบโตของกำไรในปี 2558 สะท้อนถึงฐานกำไรระดับต่ำของกลุ่มพลังงานและปิโตรเคมี ถ้าตัดสองกลุ่มนี้ออกไป กำไรของบริษัทจดทะเบียนใน SET (ไม่รวมกลุ่มพลังงานและปิโตรเคมี) จะเติบโต 19.9% ในปี 2558

Figure 44: ประมาณการอัตราเติบโตของกำไรสุทธิแยกตามกลุ่มอุตสาหกรรมที่จัดทำโดย SCBS

	Net Profit (Btm)			NP Growth (%)		
	14A	15F	16F	14A	15F	16F
Agribusiness	1,780	2,108	2,258	18	18.47	7
Automotive	2,235	3,002	3,533	(28)	34	18
Banking	205,927	228,724	259,316	4	11	13
Commerce	28,216	33,504	40,684	2	19	21
Construction Materials	42,176	50,417	56,925	(5)	20	13
Construction Services	5,352	6,003	7,428	(54)	12	24
Electronic Components	12,210	13,362	14,916	9	9	12
Energy & Utilities	87,674	147,698	170,566	(54)	68	15
Finance & Securities	6,264	6,959	7,842	(1)	11	13
Food & Beverage	21,008	31,970	36,021	41	52	13
Health Care Services	10,646	12,623	14,909	14	19	18
Information & Comm. Tech.	67,649	80,930	100,076	20	20	24
Insurance	1,080	5,051	5,842	(45)	368	16
Media & Publishing	6,005	5,959	7,143	(26)	(1)	20
Petrochemicals & Chemicals	16,521	40,206	42,715	(52)	143	6
Property Development	38,579	41,269	45,787	13	7	11
Tourism & Leisure	1,077	1,935	2,492	(53)	80	29
Transportation & Logistics	8,071	25,780	37,668	(46)	219	46
mai	1,626	4,144	5,602	229	155	35
SCBS Universe	**562,469**	**737,501**	**856,119**	**(16.1)**	**31.1**	**16.1**
Excl. Energy & Petro	**458,274**	**549,597**	**642,838**	**2.8**	**19.9**	**17.0**

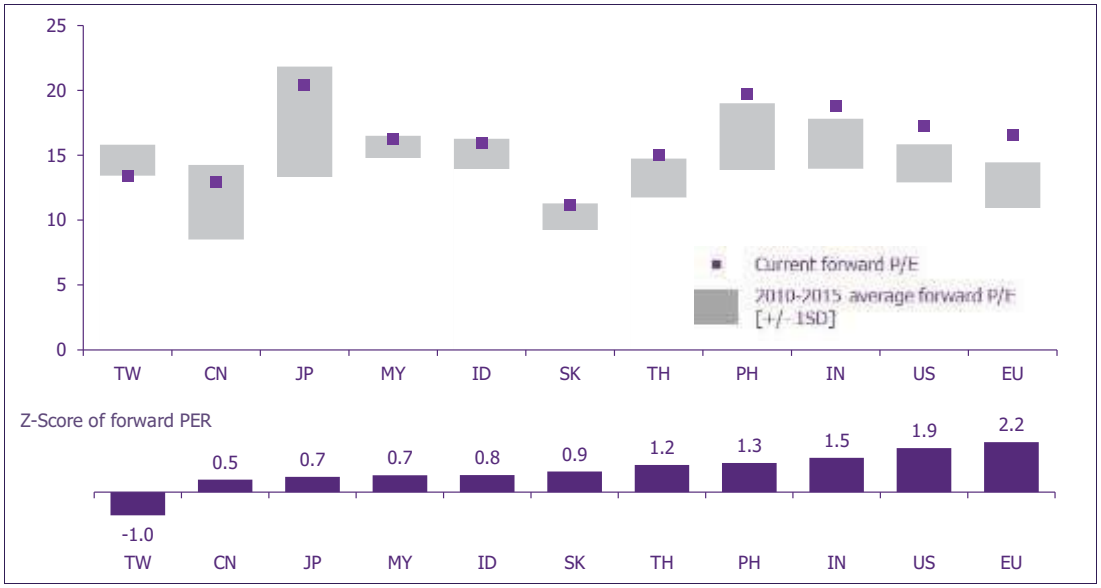
Source: SCBS Investment Research

แนวโน้มตลาดและกลยุทธ์การลงทุน: เตรียมรับเงินทุนไหลเข้า

ความไม่แน่ใจในแนวโน้มตลาดหุ้นไทยส่งสัญญาณถึงการอ่อนตัวลงในระยะสั้น

เรามองว่าการปรับตัวลง 6.4% ของ SET index จากจุดสูงสุดตอนกลางเดือน ก.พ. เพื่อสะท้อนผลประกอบการไตรมาส 4/57 ที่อ่อนแอ เป็นการมองย้อนหลังไปในอดีตและลงมาลึกเกินไป ประเด็นสำคัญที่นำมาใช้เป็นเหตุผลในการลดการลงทุนในตลาดหุ้นไทย คือ: 1) เศรษฐกิจฟื้นตัวช้ากว่าคาด 2) รัฐบาลไม่สามารถเร่งแผนใช้จ่ายให้เร็วขึ้น และ 3) valuation ตลาดค่อนข้างตึง เหตุผลทั้งสามข้อนี้ส่งผลทำให้นักลงทุนมีมุมมองที่เป็นลบต่อตลาดหุ้นไทย อย่างไรก็ดี สิ่งที่เราเห็นต่างในด้านเศรษฐกิจ คือ อัตราการขยายตัวทางเศรษฐกิจปรับตัวลงถึงจุดต่ำสุดแล้ว และส่งสัญญาณฟื้นตัวปานกลาง สำหรับการใช้จ่ายภาครัฐ เรายังคงมุมมองที่ว่ารัฐบาลจะสามารถเร่งการใช้จ่ายในระยะ 2-3 เดือนข้างหน้า (ดู Figure 41) ในขณะที่เราเห็นด้วยว่า valuation ของตลาดหุ้นไทยอยู่ในระดับที่ค่อนข้างสูงที่ระดับ 1.2x standard deviation ถัดจากฟิลิปปินส์ (1.3x) และอินโดนีเซีย (1.5x) สรุปคือตลาดหุ้นไทยดูเหมือนจะขาดปัจจัยกระตุ้นที่สามารถจับต้องได้ในระยะสั้นเพื่อหนุนให้ตลาดปรับตัวเพิ่มขึ้นสวนทางกับ valuation ในปัจจุบัน

Figure 45: เปรียบเทียบ valuation ของแต่ละตลาด



Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

ปัจจัยพื้นฐานที่สำคัญยังคงเป็นบวก

แม้ความเชื่อมั่นที่นักลงทุนมีต่อตลาดหุ้นไทยปรับตัวลดลงในระยะหลังนี้ แต่เรายังคงมุมมองระยะยาวสำหรับเป้า SET index ปลายปีนี้ที่ 1,800 จุด ประเด็นการลงทุนหลักยังคงเป็นการคาดการณ์ถึงเงินทุนไหลเข้าซึ่งจะช่วยกระตุ้นให้ตลาดหุ้นปรับตัวเพิ่มขึ้น ทั้งนี้ต้องยอมรับว่าเป็นเรื่องที่ไม่ง่ายนักที่จะโน้มน้าวนักลงทุนให้ชอบตลาดหุ้นไทยภายใต้สถานการณ์เช่นนี้ อย่างไรก็ดี ประเด็นดังต่อไปนี้น่าจะเป็นเหตุผลทางปัจจัยพื้นฐานที่ช่วยสนับสนุนว่าทำไมตลาดหุ้นไทยจึงยังคงมีแนวโน้มที่ดีสำหรับเรา

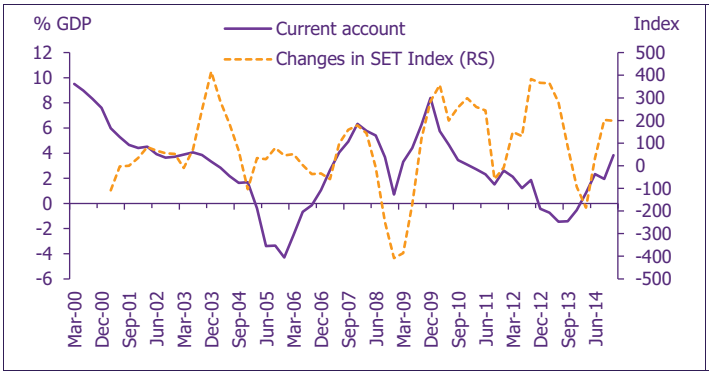
- วัฏจักรขาลงของเศรษฐกิจ (มีสาเหตุมาจากสถานการณ์ความไม่สงบทางการเมือง) สิ้นสุดลงแล้ว แม้การฟื้นตัวอาจจะต้องใช้เวลาเพื่อเพิ่มโมเมนตัม รายละเอียดเกี่ยวกับเรื่องนี้อยู่ในส่วนของเศรษฐกิจ
- เนื่องจากกำลังจะมีการเปลี่ยนแปลงครั้งสำคัญในนโยบายการเงินทั่วโลก ประเทศที่มีเสถียรภาพภายนอก/ภายในประเทศจะดูน่าสนใจอย่างมาก ซึ่งเรามองว่าประเทศไทยจัดอยู่ในกลุ่มนี้ด้วยเช่นกัน (ดู Figure 46)
- ภาวะการเงินโดยรวม (ปัจจัยสำคัญในการกระตุ้นตลาดหุ้นให้ปรับตัวเพิ่มขึ้น) ยังคงเป็นบวกอย่างมากในปีนี้ โดยคาดว่าประเทศไทยจะมีเกินดุลบัญชีเดินสะพัดจำนวนมาก ราคาน้ำมันที่ลดลงก็ช่วยสนับสนุนในด้านนี้ได้อย่างมาก (ดู Figure 47-48)
- มีแนวโน้มที่รัฐบาลจะประกาศกรอบเวลาจัดเลือกตั้งทั่วไปในช่วงครึ่งหลังปี 58 โดยคาดว่าการเลือกตั้งจะเกิดขึ้นได้จริงในช่วงครึ่งแรกปี 59 ความชัดเจนทางการเมืองน่าจะกระตุ้นให้ตลาดปรับตัวขึ้นต่อมาภายหลังในปีนี้

Figure 46: เปรียบเทียบความเปราะบางทางเศรษฐกิจ

Countries	Inflation (%, Latest month)	Foreign reserves				Current account	
		Billion USD	% of GDP	Reserves/ Imports (month)	Reserves/S-T External debt	% of GDP 2014Q3	% of GDP (2013Q4-2014Q3)
Brazil	6.4	355	16	19	6.5	-1.3	-3.8
Russia	11.4	328	16	13	4.4	0.8	2.6
India	5.0	296	15	8	3.4	-0.5	-1.2
China	1.5	3,843	37	23	5.4	0.7	1.9
South Africa	5.3	42	12	5	1.3	-1.5	-5.7
Turkey	8.2	112	14	5	0.8	-0.8	-5.9
Indonesia	8.4	106	13	7	2.4	-0.8	-2.9
Malaysia	2.7	112	34	6	1.0	0.7	5.5
Philippines	2.7	70	25	13	7.3	1.1	3.6
Thailand	0.6	149	40	8	2.5	-0.1	2.7

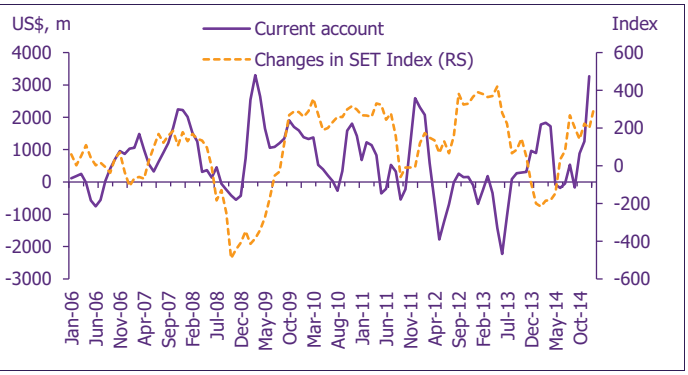
Source: Economic Intelligence Center (EIC)

Figure 47: ดุลบัญชีเดินสะพัด (%GDP) และ SET Index



Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

Figure 48: ดุลบัญชีเดินสะพัด (มูลค่า) และ SET Index

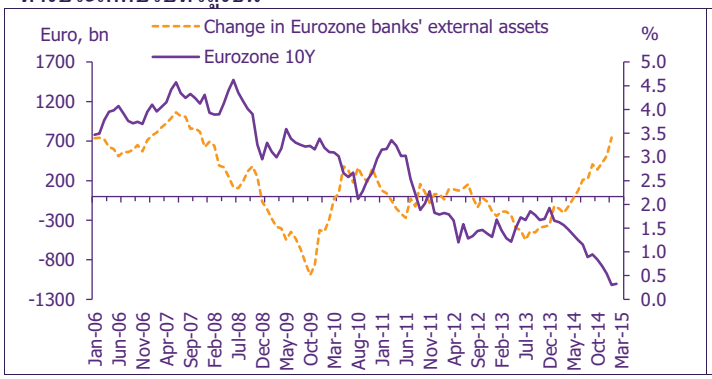


Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

มีสัญญาณบ่งชี้ถึงเงินทุนไหลเข้า

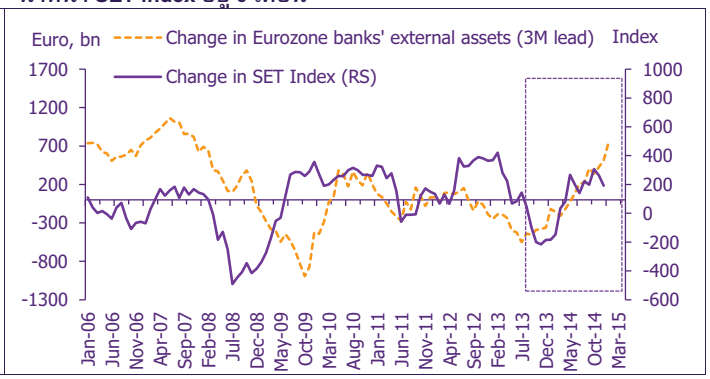
สมมติฐานพื้นฐานของเรา คือ สภาพคล่องทั่วโลกจะเพิ่มขึ้นในระยะ 2-3 ปีข้างหน้า แม้เฟดจะปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ย ส่วนที่สำคัญ คือ ขนาดสินทรัพย์ทั้งหมดของธนาคารกลางประเทศหลักๆ (สหรัฐฯ สหราชอาณาจักร ECB และ BoJ) จะขยายตัวเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง ดังนั้นเราจึงไม่เชื่อว่าเฟดจะปล่อยให้งบดุลหดตัวลงในช่วงที่อัตราดอกเบี้ยกำลังกลับสู่ระดับปกติ ซึ่งหมายความว่าเฟดจะดำเนินกิจกรรมซื้อคืนพันธบัตรต่อในระยะถัดไป ปัจจัยที่เราจับตาอย่างใกล้ชิด คือ ผลกระทบจากการประกาศใช้มาตรการ QE ของ ECB สิ่งที่แสดงให้เห็นใน Figure 49-50 สอดคล้องกับการคาดการณ์ของเราที่ว่าจะเห็นนักลงทุนในยูโรโซน (ธนาคารพาณิชย์ใน EU) ลงทุนในต่างประเทศ (การเปลี่ยนแปลงในสินทรัพย์ต่างประเทศของธนาคารพาณิชย์ใน Figure 49) เมื่อผลตอบแทนภายในประเทศปรับลดลง นอกจากนี้เราก็เชื่อว่าการลงทุนในต่างประเทศเพิ่มมากขึ้นของธนาคารพาณิชย์ EU จะค่อยๆ (เกิดขึ้นก่อนหน้า 3 เดือน) ส่งผลกระทบต่อสินทรัพย์เสี่ยงของไทย (Figure 50) สิ่งที่สำคัญอย่างมาก คือ การติดตามดู carry-trade position (euro/baht carry) อย่างต่อเนื่อง เนื่องจาก carry-trade position เป็นเครื่องชี้นำที่ดีสำหรับตลาดหุ้นไทย สำหรับเป้า SET index วิธีหนึ่งที่เราใช้คำนวณ SET index คือ การใช้สมมติฐานว่าตลาดหุ้นไทยได้รับปัจจัยกระตุ้นจากสภาพคล่องให้ปรับตัวเพิ่มขึ้น โมเดลนี้อิงกับการคาดการณ์งบดุลของธนาคารกลางหลักๆ ทั่วโลกตอนปลายปี ซึ่งสามารถคาดการณ์ได้ว่าตลาดหุ้นไทยจะปรับตัวขึ้นสู่ 1,800 จุดภายในสิ้นปีนี้

Figure 49: ผลตอบแทนที่ลดลงกระตุ้นให้ระดับการถือครองสินทรัพย์ต่างประเทศปรับตัวสูงขึ้น



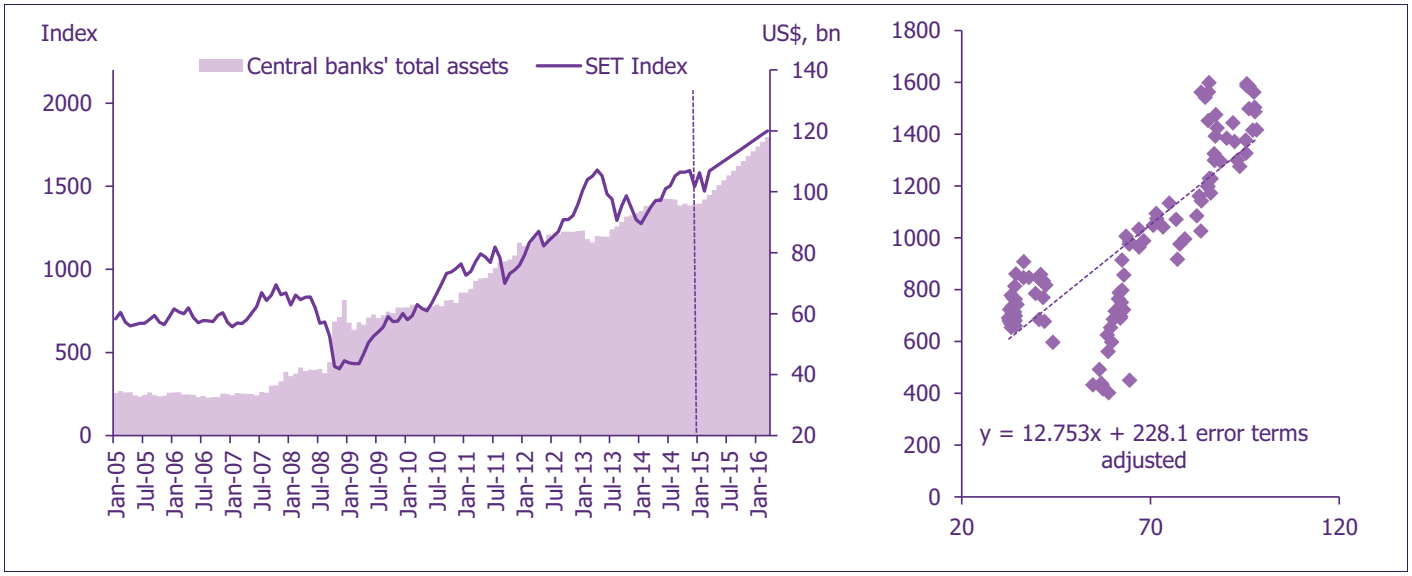
Source: ECB, SCBS Investment Research

Figure 50: การถือครองสินทรัพย์ต่างประเทศของธนาคารพาณิชย์ EU นำหน้า SET index อยู่ 3 เดือน



Source: ECB, SCBS Investment Research

Figure 51: สินทรัพย์ที่เพิ่มขึ้นของธนาคารกลางสำคัญ ๆ จะช่วยผลักดันให้ตลาดหุ้นไทยปรับตัวเพิ่มขึ้น



Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

เราตรวจสอบเป้า SET index ปลายปี 2558 ของเราอีกครั้งด้วยวิธี earnings-yield gap ซึ่งปัจจุบันอยู่ที่ 4% โดยอิงกับ forward earnings yield ที่ 6.7% (คิดจาก forward PER ในปัจจุบันที่ 15 เท่า) ลบด้วย risk-free rate ในปัจจุบันที่ 2.7% (ผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปี) ในช่วง 5 ปีที่ผ่านมา earnings-yield gap เคลื่อนไหวอยู่ระหว่าง 2.4% กับ 5.8% (+/- 2SD) ด้วยค่าเฉลี่ย 4.1%

โมเดล earnings-yield gap ของเราชี้เป้า SET index ที่ 1,750-1,800 จุดภายในสิ้นปีนี้ โดยอิงกับสมมติฐาน forward earnings yield ประมาณ 6.2% ซึ่งคิดเป็น forward PER ได้ที่ 16 เท่า และ EPS ในระยะ 12 เดือนข้างหน้าได้ที่ประมาณ 110 ภายในสิ้นปี 2558 สมมติฐาน forward earnings-yield gap ของเราที่ 6.2% อิงกับผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปีที่ 3% บวกกับ earnings-yield gap ที่ 3.2% (-1 SD) เราเชื่อว่ากระแสข่าวที่ว่าเฟดจะใช้นโยบายการเงินแบบตึงตัวจะผลักดันให้ risk free rate ของเราปรับเพิ่มขึ้นจาก 2.7% สู่ 3% ในช่วงครึ่งหลังปี 58 ซึ่งต่ำกว่าค่าเฉลี่ยหลังวิกฤตที่ 3.5% อย่างมาก โดยได้รับปัจจัยหนุนจากนโยบายการเงินแบบผ่อนคลายของ ธปท. การขึ้นอัตราดอกเบี้ยของเฟดอย่างช้าๆ และแนวโน้มเงินเฟ้อระดับต่ำมากเป็นพิเศษ เราคาดว่า earnings-yield gap จะลดลงสู่ระดับต่ำกว่าค่าเฉลี่ย 5 ปี โดยได้รับปัจจัยหนุนจากเงินทุนต่างชาติไหลเข้า และพฤติกรรมการแสวงหาผลตอบแทนของนักลงทุนท่ามกลางสถานการณ์อัตราดอกเบี้ยต่ำ เมื่อรวมกับการกลับมาจัดเก็บสะสมสินค้าคงคลังเพิ่ม การเร่งเบิกจ่ายงบประมาณของรัฐบาล และผลกระทบรอบที่สองของราคาน้ำมันที่ลดลงต่อค่าครองชีพโดยรวม ทำให้เรามั่นใจว่าตลาดหุ้นไทยจะปรับตัวเพิ่มขึ้นสู่เป้าหมายที่เราวางไว้ในช่วงที่เหลือของปีนี้

Figure 52: เป้า SET index ปลายปี 2558 และความอ่อนไหว

TH GB 10Y	Yield Gap (%)	Yield Gap (SD)	Forward PE	12-month forward EPS at the end of 2015 (i.e. EPS 2016) 102	104	106	108	110	112	114	116	118
3.0%	**2.4%**	**-2 SD**	**18.5**	1889	1926	1963	2000	2037	2074	2111	2148	2185
3.0%	**3.2%**	**-1 SD**	**16.1**	1645	1677	1710	1742	**1774**	1806	1839	1871	1903
3.0%	**4.1%**	**Avg**	**14.1**	1437	1465	1493	1521	1549	1577	1606	1634	1662
3.0%	**5.0%**	**+1 SD**	**12.5**	1275	1300	1325	1350	1375	1400	1425	1450	1475
3.0%	**5.8%**	**+2 SD**	**11.4**	1159	1182	1205	1227	1250	1273	1295	1318	1341

Source: SCBS Investment Research

ประเด็นการลงทุนและหุ้นแนะนำ

ประเด็นการลงทุนที่ชัดเจนมากที่สุดในมุมมองของเราสำหรับไตรมาสที่กำลังจะมาถึง คือ เงินทุนไหลเข้า ซึ่งหมายความว่าหนึ่งในผู้ที่จะได้รับประโยชน์รายสำคัญในแง่มุมนี้ คือ ธนาคารพาณิชย์ โดยเฉพาะ KBANK และ KTB กลุ่มถัดมาที่จะได้รับประโยชน์จากเงินทุนไหลเข้า คือ ผู้ประกอบการโทรคมนาคมอย่าง TRUE ในขณะที่เมื่ออิงกับราคาน้ำมันที่ถูกลง เราชอบ SCC และ DCC ซึ่งจะได้รับประโยชน์จากราคาพลังงานที่ลดลง นอกจากนี้อุตสาหกรรมท่องเที่ยวของไทยก็จะเป็นกลุ่มที่มีแนวโน้มที่ดีอย่างต่อเนื่อง โดยได้รับปัจจัยสนับสนุนจากจำนวนนักท่องเที่ยวจีนที่ปรับตัวเพิ่มขึ้น ดังนั้นเราจึงเก็บ AAV เอาไว้เป็นหุ้นแนะนำประจำไตรมาส เนื่องจาก AAV ไม่เพียงแต่จะได้รับประโยชน์จากการฟื้นตัวของอุตสาหกรรมท่องเที่ยว แต่ยังจะได้รับประโยชน์จากราคาน้ำมันเครื่องบินที่ลดลงด้วย นอกจากนี้เราก็เพิ่ม AP เข้ามาเป็นหุ้นแนะนำ เนื่องจากเราเล็งเห็นแนวโน้ม upside จากยอดขายจำนวนมาก ซึ่งน่าจะส่งผลทำให้ตลาดปรับประมาณการของ AP เพิ่มขึ้น

Figure 53: valuation และประมาณการของแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรม

	PE (x) 14A	15F	16F	NP Growth (%) 14A	15F	16F	PBV (x) 14A	15F	16F	ROE (%) 14A	15F	16F
Agribusiness	8.4	7.1	6.6	18	18	7	1.68	1.44	1.25	24	22	20
Automotive	12.7	9.5	8.1	(28)	34	18	1.28	1.17	1.07	10	13	14
Banking	11.7	10.6	9.3	4	11	13	1.69	1.47	1.33	15	15	15
Commerce	31.4	26.5	21.8	2	19	21	6.68	5.88	5.00	22	24	25
Construction Materials	19.7	16.5	14.6	(5)	20	13	2.81	2.53	2.31	15	15	17
Construction Services	24.3	21.7	17.5	(54)	12	24	2.51	2.43	2.24	8	11	13
Electronic Components	16.0	14.6	13.1	9	9	12	2.56	2.35	2.14	15	17	17
Energy & Utilities	23.4	13.9	12.0	(54)	68	15	1.18	1.12	1.05	8	8	9
Finance & Securities	11.8	10.6	9.4	(1)	11	13	2.70	2.37	2.09	24	24	24
Food & Beverage	20.4	13.4	11.9	41	52	13	1.71	1.64	1.52	7	12	13
Health Care Services	42.5	35.9	30.4	14	19	18	6.98	6.42	5.71	18	19	20
Information & Comm. Tech.	24.1	20.1	16.3	20	20	24	6.74	6.33	5.96	28	40	44
Insurance	99.7	21.3	18.4	(45)	368	16	3.53	3.12	2.74	4	16	16
Media & Publishing	19.2	19.3	16.1	(26)	(1)	20	5.03	4.98	4.64	26	26	30
Petrochemicals & Chemicals	22.2	9.1	8.6	(52)	143	6	1.16	1.07	0.99	5	12	12
Property Development	11.9	11.2	10.1	13	7	11	2.12	1.92	1.73	18	18	18
Tourism & Leisure	49.9	27.8	21.6	(53)	80	29	3.26	2.98	2.75	6	11	13
Transportation & Logistics	88.0	27.6	18.9	(46)	219	46	2.22	2.16	2.08	(1)	9	11
mai	69.8	27.4	20.3	229	155	35	13.38	9.53	7.03	22	41	40
SCBS Universe	**19.5**	**14.9**	**12.8**	**(16)**	**31**	**16**	**2.13**	**1.95**	**1.79**	**12**	**14**	**14**

Source: SCBS Investment Research

Figure 54: Top picks ไตรมาส 2/58 – Valuation Summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x) 14A	15F	16F	EPS growth (%) 14A	15F	16F	P/BV (x) 14A	15F	16F	ROE (%) 14A	15F	16F	Div. Yield (%) 14A	15F	16F	EV/EBITDA (x) 14A	15F	16F
AAV	Buy	5.75	7.5	32.0	244.9	15.8	14.9	(87)	n.m.	6	1.4	1.3	1.2	1	9	9	0.0	1.6	1.7	25.2	6.4	5.9
AP	Buy	7.25	9.0	27.9	8.7	7.9	7.0	43	10	14	1.4	1.3	1.1	18	17	17	3.9	3.8	4.7	10.2	9.8	9.3
DCC	Buy	6.15	6.8	16.4	20.5	17.1	15.3	(6)	19	12	9.3	8.2	7.8	45	51	52	4.9	5.8	6.5	14.1	11.8	10.5
KBANK	Buy	228.00	270.0	20.4	11.8	10.7	9.2	12	11	16	2.1	1.8	1.6	19	18	18	1.8	2.0	2.2	-	-	-
KTB	Buy	22.90	27.0	22.2	9.6	8.7	7.8	(2)	11	11	1.4	1.2	1.1	15	15	15	3.9	4.3	4.7	-	-	-
SCC	Buy	526.00	570.0	11.2	18.8	16.3	13.9	(2)	16	17	3.0	2.7	2.4	17	18	18	2.4	2.9	3.2	11.9	10.1	9.0
TRUE	Buy	12.90	17.0	31.8	n.m.	74.1	30.0	84	n.m.	147	4.5	4.0	3.7	(10)	6	13	0.0	0.0	0.0	16.8	13.9	10.6
Average					**52.4**	**21.5**	**14.0**	**6**	**13**	**32**	**3.3**	**2.9**	**2.7**	**15**	**19**	**20**	**2.4**	**2.9**	**3.3**	**11.2**	**7.4**	**6.5**

Source: SCBS Investment Research

Top Picks

This page is left blank intentionally

ซื้อ

เติบโตสูงและแข็งแกร่ง

ราคาหุ้น AAV ปรับตัวขึ้นแรงและทำจุดสูงสุดในรอบ 12 เดือน สะท้อนให้เห็นว่านักลงทุนเริ่มรับรู้ปัจจัยบวกจากการฟื้นตัวของอุตสาหกรรมท่องเที่ยวไทยและการพลิกกลับมาทำกำไรได้ของ AAV ในไตรมาส 4/57 เรามองว่าราคาหุ้น AAV จะสามารถปรับขึ้นได้อย่างต่อเนื่อง จากประโยชน์ของการลดลงของราคาน้ำมันเครื่องบินที่จะปรากฏให้เห็นชัดมากขึ้นในกำไรไตรมาส 1/58 ซึ่งเราคาดว่าจะทำจุดสูงสุดใหม่ราว 600 ล้านบาท เรายังคงชอบหุ้นที่ได้รับประโยชน์จากราคาน้ำมันที่ลดลงอย่าง AAV คงคำแนะนำ "ซื้อ" ด้วยราคาเป้าหมาย 7.5 บาท/หุ้น (อ้างอิง PE ที่ 21 เท่า, +0.5SD จากการค่าเฉลี่ยระยะยาวของสายการบินภูมิภาค)

การท่องเที่ยวไทยฟื้นตัวด้วยอัตราเร่ง หลังจากการเมืองกลับมามีเสถียรภาพ ในไตรมาส 4/57 จำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติที่เดินทางเข้ามาในประเทศไทยได้ทำจุดสูงสุดเป็นประวัติการณ์ที่ 7.5 ล้านคน เพิ่มขึ้น 7% YoY และ 28% QoQ ซึ่งเป็นครั้งแรกที่เติบโต YoY หลังจากหดตัวลง YoY ติดต่อกัน 3 ไตรมาส โดยในเดือน ม.ค. นักท่องเที่ยวต่างชาติเดินทางเข้ามาในประเทศไทยมีจำนวน 2.7 ล้านคน เพิ่มขึ้น 16% YoY และนักท่องเที่ยวจีนซึ่งเป็นตลาดหลักคิดเป็น 21% ของจำนวนนักท่องเที่ยวทั้งหมดเดินทางเข้ามามากสุดเป็นประวัติการณ์ที่ 5.6 แสนคน เพิ่มขึ้น 57% YoY แม้ว่าตัวเลขทางการจะยังไม่ประกาศ เราเห็นว่าอุตสาหกรรมท่องเที่ยวไทยยังมีแนวโน้มเติบโตแบบเร่งตัว โดย AOT รายงานจำนวนผู้โดยสารระหว่างประเทศเติบโตสูงถึง 25% YoY ในเดือน ก.พ. (เร่งตัวขึ้นจาก 14% YoY ในเดือน ม.ค.) ซึ่งน่าจะเกิดจากนักท่องเที่ยวจีนที่เดินทางท่องเที่ยวในช่วงตรุษจีน เราคาดว่าข้อมูลสถิติที่จะทยอยรายงานออกมาจะสร้างเซอร์ไพรส์เชิงบวกต่อเนื่องจนถึงไตรมาส 3/58 จากการเติบโตแบบเร่งตัวของจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติ โดยได้รับปัจจัยหนุนจากช่วง low season ที่แข็งแกร่งและฐานต่ำ โดยจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติมีการลดลงในช่วง ม.ค. – ก.ย. 57

ประโยชน์จากราคาน้ำมันเครื่องบินที่ลดลงจะปรากฏให้เห็นมากขึ้นในไตรมาส 1/58 เราเห็นว่าประโยชน์จากราคาน้ำมันที่ลดลงแรงยังไม่ปรากฏมากนักในไตรมาส 4/57 แต่จะมีมากขึ้นในไตรมาส 1/58 ต้นทุนค่าน้ำมัน/ASK ในไตรมาส 4/57 ของ AAV อยู่ที่ 0.72 บาท ลดลง 4% YoY แต่ค่อนข้างทรงตัว QoQ ในขณะที่ราคาน้ำมันเครื่องบิน spot เฉลี่ย ปรับตัวลดลง 25% YoY และ 20% QoQ โดยต้นทุนค่าน้ำมัน/ASK ที่ลดลงในอัตราที่น้อยกว่าราคาน้ำมันเครื่องบิน spot เฉลี่ย เกิดจากสัญญาซื้อน้ำมันล่วงหน้าที่ AAV ทำไว้ในราคาที่สูงก่อนหน้านี้ อย่างไรก็ดี นับตั้งแต่เดือน ธ.ค.ปีที่แล้ว AAV ได้ลดสัดส่วนการทำสัญญาซื้อน้ำมันล่วงหน้าลงสู่ 10-15% และในเดือน ก.พ. ก็เพิ่มสัดส่วนขึ้นมาที่ 50% ของปริมาณการใช้ทั้งหมดในครึ่งแรกปี 2558 ที่ราคาเฉลี่ยราว 88 ดอลลาร์สหรัฐ/บาร์เรล ทั้งนี้ตั้งแต่ต้นไตรมาส 1/58 เป็นต้นมา ราคาน้ำมันเครื่องบิน spot เฉลี่ย (รวมค่าธรรมเนียม) ปรับตัวลดลงอย่างต่อเนื่องสู่ราว 74 ดอลลาร์สหรัฐ/บาร์เรล หรือลดลง 42% YoY และ 24% QoQ จากการทำสัญญาซื้อน้ำมันล่วงหน้าในระดับต่ำของ AAV เราคาดว่าต้นทุนค่าน้ำมัน/ASK ในไตรมาส 1/58 จะลดลงสู่ 0.62 บาท หรือลดลง 18% YoY และ 14% QoQ หากเราตั้งสมมติฐานให้ปัจจัยอื่นๆ คงที่จากไตรมาส 4/57 จากปัจจัยด้านราคาน้ำมันเครื่องบินที่ลดลงจะทำให้ AAV ลดต้นทุนน้ำมันไปได้ราว ~440 ล้านบาท หรือคิดเป็นผลบวกต่อกำไรปกติในไตรมาส 1/58 ราว ~190 ล้านบาท

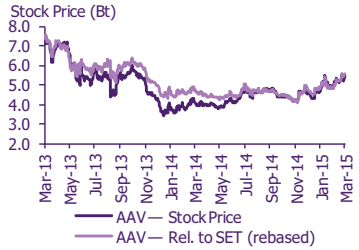
กำไรจะทำสถิติสูงสุดเป็นประวัติการณ์ในไตรมาส 1/58 AAV ได้รับประโยชน์จากแนวโน้มขาขึ้นของอุตสาหกรรมท่องเที่ยวไทย โดยมี load factor สูงที่ ~82% ในช่วงเดือน ม.ค.-ก.พ. จากปัจจัยบวกด้านรายได้ที่สูงขึ้นจากจำนวนผู้โดยสารและค่าโดยสารเฉลี่ยที่สูงขึ้น และประโยชน์จากราคาน้ำมันเครื่องบินที่ลดลง ทำให้เราคาดว่า AAV จะมีกำไรปกติสูงสุดเป็นประวัติการณ์ที่ราว ~600 ล้านบาทในไตรมาส 1/58 และเรายังคงประมาณการกำไรปกติปี 2558 ไว้ที่ 1.8 พันล้านบาท ซึ่งเป็นการฟื้นตัวแบบ V-shape จากกำไรปกติเพียง 114 ล้านบาทในปี 2557

แนะนำ "ซื้อ" AAV ราคาหุ้น AAV ปรับตัวขึ้นแรงและทำจุดสูงสุดในรอบ 12 เดือน โดยขณะนี้ซื้อขายที่ระดับ 16 เท่า PE ของปี 2558 ซึ่งสูงกว่าค่าเฉลี่ยของหุ้นสายการบินในภูมิภาค อย่างไรก็ดี เรามองว่าราคาหุ้น AAV จะสามารถปรับขึ้นได้อย่างต่อเนื่อง จากประโยชน์ของการลดลงของราคาน้ำมันเครื่องบินที่จะปรากฏให้เห็นชัดมากขึ้นในกำไรไตรมาส 1/58 จากมุมมองของ SCBS ที่ว่าราคาน้ำมันจะมีแนวโน้มอ่อนแอในช่วงครึ่งแรกของปี 2558 เราจึงยังคงชอบหุ้นที่ได้รับประโยชน์จากราคาน้ำมันที่ลดลงอย่าง AAV แนะนำ "ซื้อ" ด้วยราคาเป้าหมาย 7.5 บาท/หุ้น

Stock Data

Last close (Mar 20) (Bt)	5.75
12-m target price (Bt)	7.50
Upside (Downside) to TP (%)	30.43
Mkt cap (Btbn)	27.89
Mkt cap (US$mn)	856
Bloomberg code	AAV TB
Reuters code	AAV.BK
Risk rating	M
Mkt cap (%) SET	0.19
Sector % SET	5.81
Shares issued (mn)	4,850
Par value (Bt)	0.10
12-m high / low (Bt)	5.8 / 3.7
Avg. daily 6m (US$mn)	4.63
Foreign limit / actual (%)	0.1 / 0.1
Free float (%)	45.4
Dividend policy (%)	NA

Price Performance



Source: SET, SCBS Investment Research

Share performance

	1M	3M	12M
Absolute	16.4	26.1	40.2
Relative to SET	22.0	26.7	24.7

Source: SET, SCBS Investment Research

Forecasts and valuation

Year to 31 Dec	Unit	2013	2014	2015F	2016F	2017F
Revenue	(Btmn)	23,485	25,356	30,117	34,550	38,015
EBITDA	(Btmn)	2,878	1,335	5,489	5,954	6,536
Core profit	(Btmn)	901	114	1,764	1,877	1,951
Reported profit	(Btmn)	1,043	183	1,764	1,877	1,951
Core EPS	(Bt)	0.19	0.02	0.36	0.39	0.40
DPS	(Bt)	0.00	0.00	0.09	0.10	0.10
P/E, core	(x)	31.0	244.9	15.8	14.9	14.3
EPS growth, core	(%)	5.5	(87.4)	n.m.	6.4	3.9
P/BV, core	(x)	1.4	1.4	1.3	1.2	1.2
ROE	(%)	4.8	0.6	8.6	8.5	8.3
Dividend yield	(%)	0.0	0.0	1.6	1.7	1.7
EV/EBITDA	(x)	10.3	25.2	6.4	5.9	4.9

Source: SCBS Investment Research

ระวีนุช ปิยะเกรียงไกร
นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน
ด้านหลักทรัพย์
0-2949-1002
raweenuch.piyakriengkai@scb.co.th

Financial statement

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	2013	2014	2015F	2016F	2017F
Total revenue	23,485	25,356	30,117	34,550	38,015
Cost of goods sold	(19,928)	(23,708)	(24,051)	(27,954)	(30,824)
Gross profit	**3,557**	**1,648**	**6,066**	**6,596**	**7,191**
SG&A	(1,756)	(1,925)	(2,409)	(2,764)	(3,041)
Other income	671	794	753	864	950
Interest expense	(171)	(313)	(349)	(377)	(371)
Pre-tax profit	**2,301**	**204**	**4,061**	**4,319**	**4,729**
Corporate tax	(651)	1	(853)	(907)	(1,182)
Equity a/c profits	0	0	0	0	0
Minority interests	(865)	(148)	(1,444)	(1,535)	(1,596)
Core profit	**901**	**114**	**1,764**	**1,877**	**1,951**
Extra-ordinary items	142	69	0	0	0
Net Profit	**1,043**	**183**	**1,764**	**1,877**	**1,951**
EBITDA	2,878	1,335	5,489	5,954	6,536
Core EPS (Bt)	**0.19**	**0.02**	**0.36**	**0.39**	**0.40**
Net EPS (Bt)	0.22	0.04	0.36	0.39	0.40
DPS (Bt)	0.00	0.00	0.09	0.10	0.10

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	4Q13	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14
Total revenue	6,501	6,460	5,461	5,559	7,876
Cost of goods sold	(5,641)	(5,866)	(5,584)	(5,621)	(6,637)
Gross profit	**861**	**594**	**(123)**	**(62)**	**1,239**
SG&A	(568)	(388)	(485)	(497)	(555)
Other income	288	174	209	197	214
Interest expense	(57)	(54)	(65)	(87)	(107)
Pre-tax profit	**523**	**326**	**(463)**	**(450)**	**790**
Corporate tax	(206)	(62)	101	(17)	(20)
Equity a/c profits	0	0	0	0	0
Minority interests	(184)	(108)	145	173	(359)
Core profit	**174**	**148**	**(199)**	**(255)**	**420**
Extra-ordinary items	49	(9)	22	46	10
Net Profit	**222**	**139**	**(176)**	**(209)**	**430**
EBITDA	715	554	(214)	(147)	1,141
Core EPS (Bt)	**0.04**	**0.03**	**(0.04)**	**(0.05)**	**0.09**
Net EPS (Bt)	0.05	0.03	(0.04)	(0.04)	0.09

Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	2013	2014	2015F	2016F	2017F
Total current assets	7,817	7,493	8,487	9,515	11,506
Total fixed assets	37,118	42,009	45,082	47,966	47,642
Total assets	**44,935**	**49,502**	**53,569**	**57,482**	**59,148**
Total loans	8,161	12,077	14,062	14,930	13,697
Total current liabilities	7,272	7,865	8,441	9,405	10,156
Total long-term liabilities	10,988	14,621	15,633	16,500	15,267
Total liabilities	**18,260**	**22,486**	**24,074**	**25,905**	**25,423**
Paid-up capital	485	485	485	485	485
Total equity	**26,675**	**27,016**	**29,495**	**31,576**	**33,725**
BVPS (Bt)	**3.99**	**4.03**	**4.39**	**4.69**	**4.99**

Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	4Q13	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14
Total current assets	7,817	7,346	6,727	6,372	7,493
Total fixed assets	37,118	38,334	37,977	41,917	42,009
Total assets	**44,935**	**45,680**	**44,704**	**48,289**	**49,502**
Total loans	8,161	9,034	8,850	11,987	12,077
Total current liabilities	7,272	6,888	6,490	7,504	7,865
Total long-term liabilities	10,988	11,870	11,613	14,566	14,621
Total liabilities	**18,260**	**18,758**	**18,103**	**22,070**	**22,486**
Paid-up capital	485	485	485	485	485
Total equity	**26,675**	**26,922**	**26,601**	**26,218**	**27,016**
BVPS (Bt)	**3.99**	**4.02**	**3.98**	**3.94**	**4.03**

Cash Flow Statement (Btmn)

FY December 31	2013	2014	2015F	2016F	2017F
Core Profit	901	114	1,764	1,877	1,951
Depreciation and amortization	406	818	1,080	1,258	1,435
Operating cash flow	3,674	(439)	5,428	3,883	3,969
Investing cash flow	(12,250)	(2,720)	(4,153)	(4,142)	(1,111)
Financing cash flow	6,633	4,683	767	1,072	(1,035)
Net cash flow	**(1,942)**	**1,524**	**2,043**	**813**	**1,823**

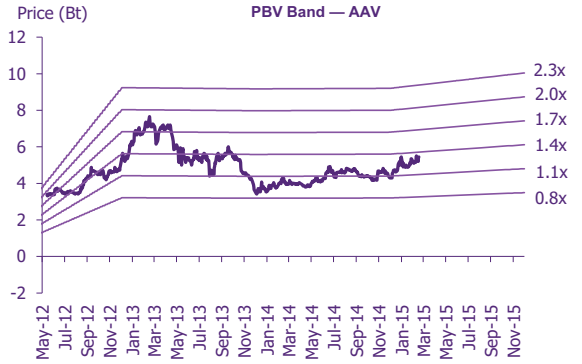
Main Assumptions

	2013	2014	2015F	2016F	2015F
load factor (%)	83.6	80.5	84.0	84.0	84.0
ASK growth (%)	23.4	19.1	16.2	14.0	3.0
RPK growth (%)	25.7	14.7	21.2	14.0	3.0
No. of aircrafts (ending)	35	40	45	50	55
Passenger yield (Bt/RPK)	1.70	1.56	1.67	1.68	1.79
Jet fuel price (US$/Barrel)	123	113	82	92	102
FX (Bt/US$)	30.7	33.0	33.0	33.0	33.0

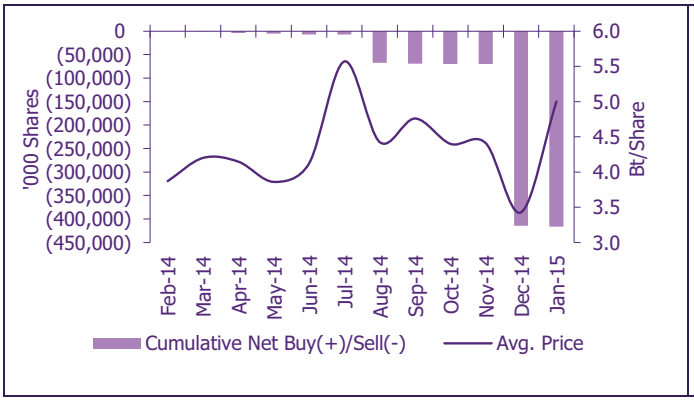
Key Financial Ratios

	2013	2014	2015F	2016F	2017F
Gross margin(%)	15.1	6.5	20.1	19.1	18.9
Operating margin(%)	7.7	(1.1)	12.1	11.1	10.9
EBITDA margin(%)	12.3	5.3	18.2	17.2	17.2
EBIT margin(%)	25.5	17.2	30.6	29.6	29.4
Net profit margin(%)	4.4	0.7	5.9	5.4	5.1
ROE (%)	5.4	0.9	8.3	8.3	8.1
ROA (%)	2.3	0.4	3.3	3.3	3.3
Net D/E (x)	0.1	0.2	0.2	0.2	0.1
Interest coverage (x)	16.8	4.3	15.7	15.8	17.6
Debt service coverage (x)	9.3	1.4	4.2	2.6	2.8
Payout Ratio (%)	0.0	0.0	25.0	25.0	25.0

PBV Band Chart

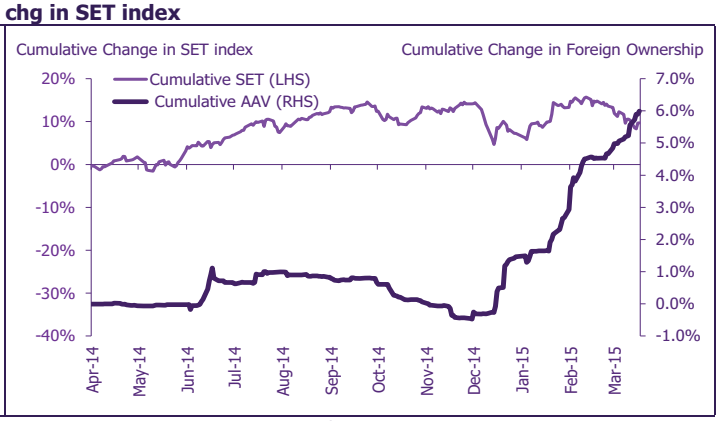


12-Month Cumulative directors trade



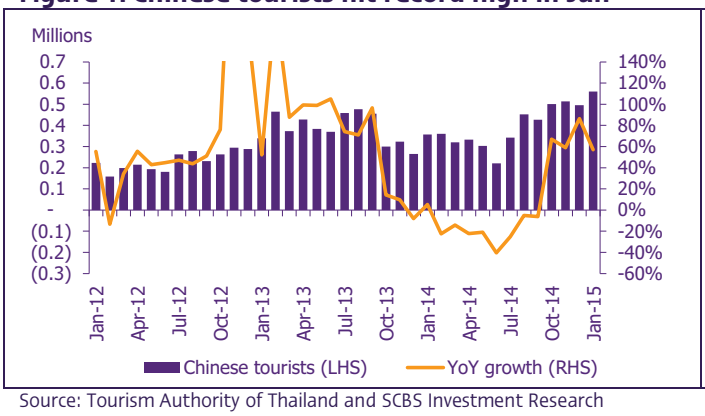
Source: SEC

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



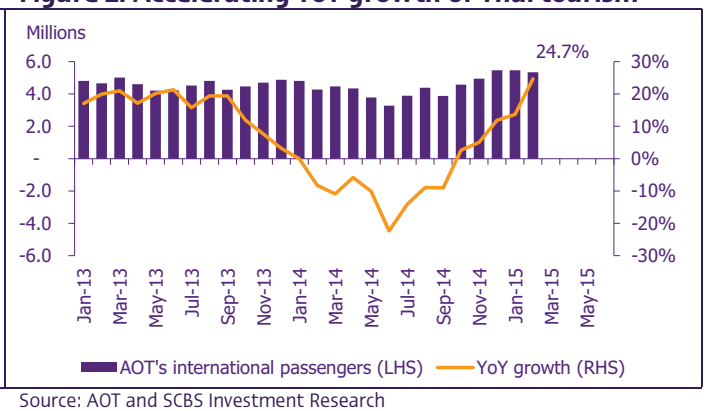
Source: SET, SCBS Investment Research

Figure 1: Chinese tourists hit record high in Jan



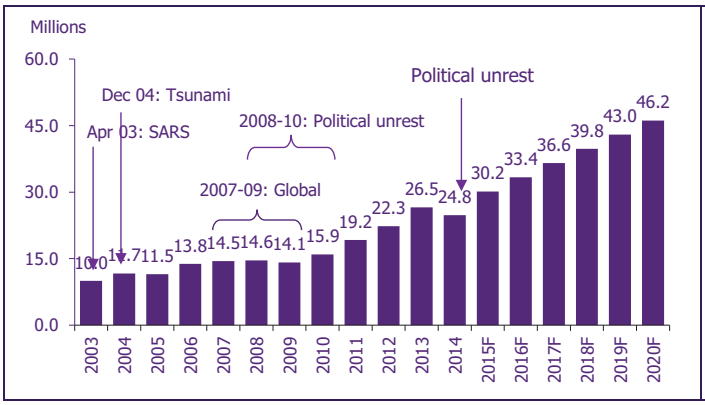
Source: Tourism Authority of Thailand and SCBS Investment Research

Figure 2: Accelerating YoY growth of Thai tourism



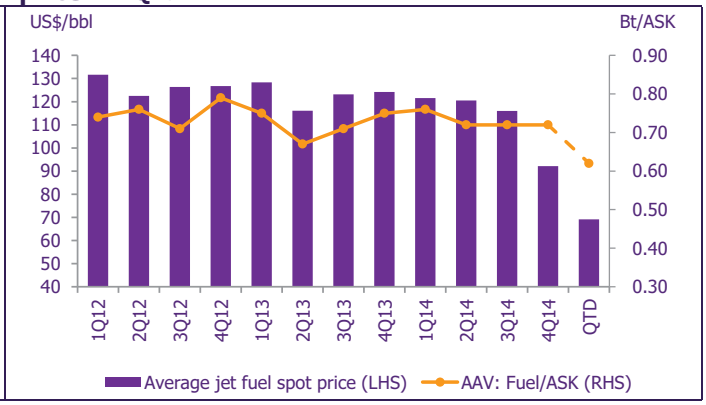
Source: AOT and SCBS Investment Research

Figure 3: Thai tourism – V-shaped recovery in 2015



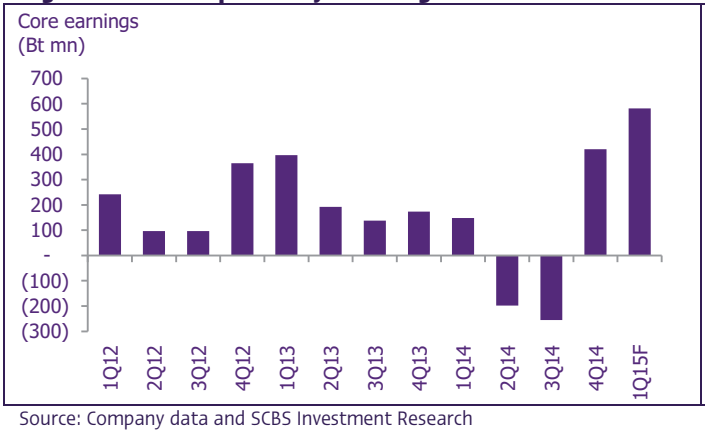
Source: Tourism Authority of Thailand and SCBS Investment Research

Figure 4: Expect more benefit from falling jet fuel price in 1Q15



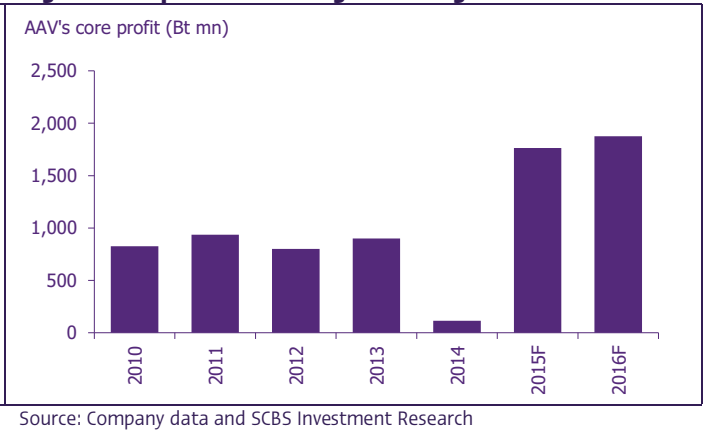
Source: Company data, Bloomberg and SCBS Investment Research

Figure 5: AAV's quarterly earnings



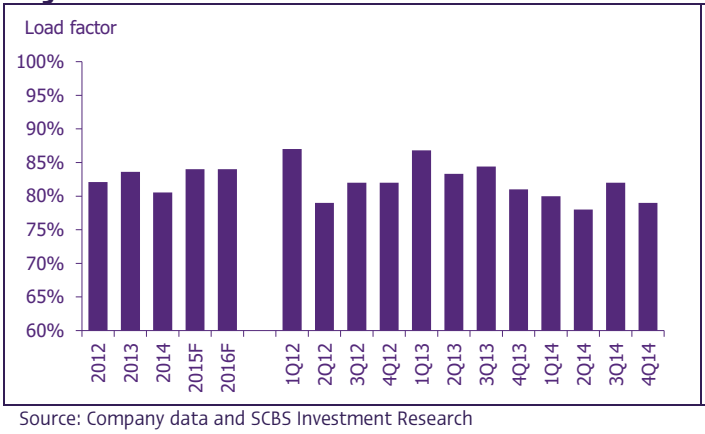
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 6: Expect record high earnings in 2015



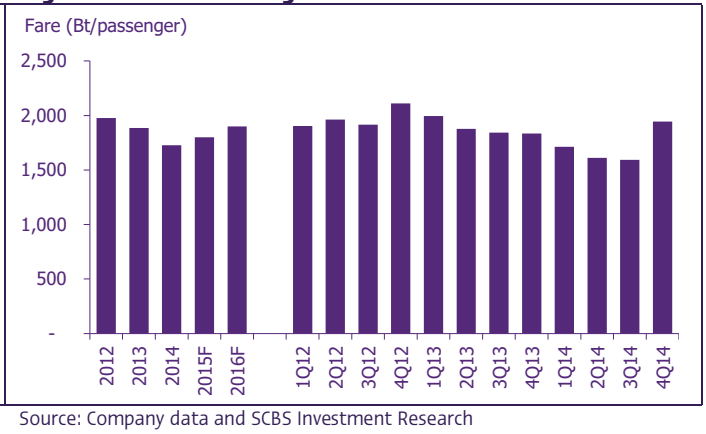
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 7: AAV's load factor



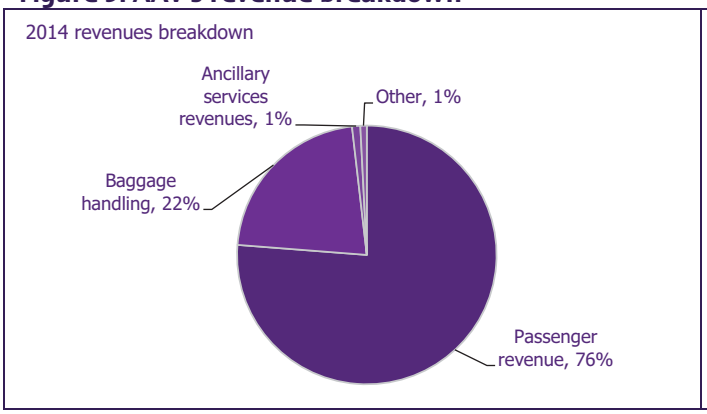
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 8: AAV's average fare



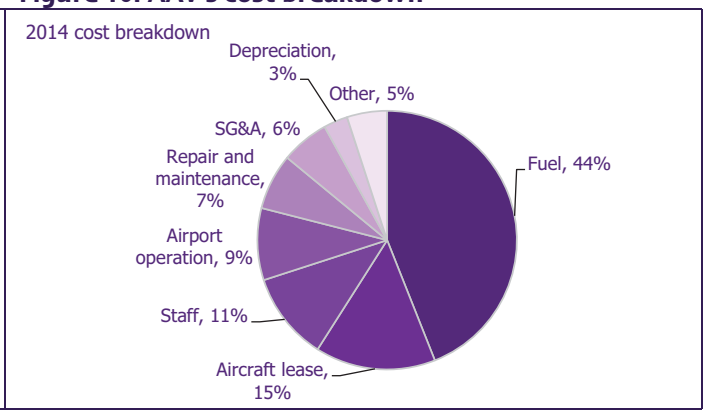
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 9: AAV's revenue breakdown



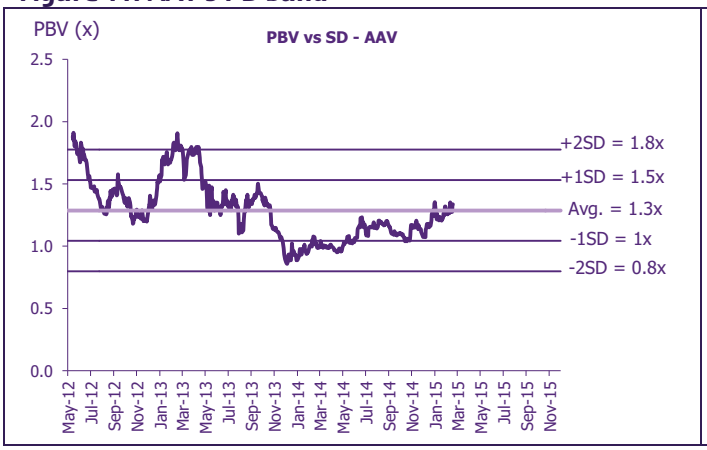
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 10: AAV's cost breakdown



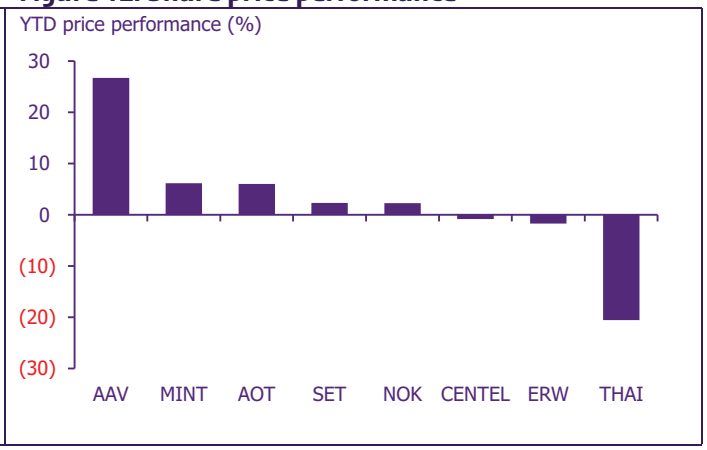
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 11: AAV's PB band



Source: SET and SCBS Investment Research

Figure 12: Share price performance



Source: SET and SCBS Investment Research

Figure 13: Regional valuation comparison

Company name	Country	MKt Cap U$ mn.	PE (x) 15F	PE (x) 16F	EPS Growth (%) 15F	EPS Growth (%) 16F	14-16F CAGR (%)	EV/EBITDA (x) 15F	EV/EBITDA (x) 16F	PBV (x) 15F	PBV (x) 16F	ROE (%) 15F	ROE (%) 16F
Full service carriers													
China Southern Airlines	China	10,658	8.9	7.3	135	22	69.6	6.3	6.1	0.9	0.8	12	11
China Eastern Airlines	China	11,934	8.6	6.3	94	36	62.2	7.2	6.7	1.2	1.0	16	16
Air China	China	16,963	10.7	9.0	90	18	49.8	7.4	6.9	1.1	1.0	12	12
Cathay Pacific Airways	Hong Kong	8,967	10.5	9.2	93	14	48.5	6.1	5.7	1.1	1.0	12	12
All Nippon Airways	Japan	10,014	22.9	19.0	44	21	31.9	6.6	6.0	1.5	1.4	7	8
Garuda Indonesia Persero	Indonesia	992	12.8	6.4	n.m.	100	n.m.	4.5	3.7	n.a	0.8	10	11
Singapore Airlines Ltd	Singapore	10,237	18.9	14.4	87	32	57.2	4.5	4.0	1.1	1.0	5	7
Asiana Airlines	South Korea	1,508	8.7	9.2	n.m.	-6	n.m.	6.9	6.9	1.6	1.3	19	15
Eva Airways	Taiwan	2,700	12.8	12.8	404	0	124.6	6.3	6.6	1.6	1.5	14	10
Thai Airways Int.	Thailand	771	n.m	11.7	80	n.m.	n.m.	7.9	6.6	0.6	0.6	-6	6
Average			**12.7**	**10.5**	**128**	**26**	**63.4**	**6.4**	**5.9**	**1.2**	**1.1**	**10**	**11**
Low cost carriers													
AirAsia BHD	Malaysia	1,677	7.0	6.6	957	5	233.7	8.6	8.1	n.a	0.9	15	15
Asia Aviation	Thailand	842	15.2	12.7	903	20	246.2	7.4	6.6	1.3	1.2	8	9
Nok Airlines	Philippines	1,171	8.8	8.4	102	5	n.m.	6.7	6.3	1.9	1.6	22	20
Cebu Air	Singapore	589	8.3	18.6	n.m.	-56	45.6	n.a.	14.3	3.4	3.0	-18	7
Tiger Airways Holdings	Thailand	253	8.7	7.4	n.m.	18	n.m.	5.7	4.2	1.7	1.5	19	21
Average			**9.6**	**10.8**	**654**	**-2**	**175.1**	**7.1**	**7.9**	**2.1**	**1.6**	**9**	**14**
	China		9.4	7.5	106	25	60.6	7.0	6.6	1.1	1.0	13	13
	Hong Kong		10.5	9.2	93	14	48.5	6.1	5.7	1.1	1.0	12	12
	Japan		22.9	19.0	44	21	31.9	6.6	6.0	1.5	1.4	7	8
	Malaysia		7.0	6.6	957	5	233.7	8.6	8.1	0.0	0.9	15	15
	Philippines		8.8	8.4	102	5	0.0	6.7	6.3	1.9	1.6	22	20
	South Korea		8.7	9.2	0	-6	0.0	6.9	6.9	1.6	1.3	19	15
	Taiwan		12.8	12.8	404	0	124.6	6.3	6.6	1.6	1.5	14	10
	Thailand		8.0	10.6	328	12	82.1	7.0	5.8	1.2	1.1	7	12
	Average		**11.6**	**10.6**	**272**	**16**	**96.9**	**6.6**	**6.6**	**1.5**	**1.3**	**10**	**12**

Source: Bloomberg and SCBS Investment Research

ซื้อ

ความเชื่อมั่นของนักลงทุนฟื้นกลับมา

ราคาหุ้น AP ปรับตัวขึ้นมากกว่า SET และบริษัทพัฒนาอสังหาริมทรัพย์รายอื่น ๆ ในหนึ่งเดือนที่ผ่านมา ชี้ให้เห็นว่านักลงทุนกลับมามีความเชื่อมั่นใน AP หลังจากบริษัทประกาศผลประกอบการด้วยกำไรที่เติบโตก้าวกระโดดถึง 43% ในปีที่ผ่านมา ฟื้นตัวจากที่หดตัวลง 5% ในปี 2556 เราคาดว่าอัตราเติบโตของกำไรจะเกิดขึ้นต่อเนื่องมาถึงปี 2558 ในสภาวะแวดล้อมที่เอื้อต่อการดำเนินงานมากขึ้น อันเป็นผลมาจากอัตราดอกเบี้ยที่ลดลง รายได้ที่ใช้จ่ายได้จริงสูงขึ้นจากการประหยัดต้นทุนเชื้อเพลิง และต้นทุนก่อสร้างที่ลดลง หุ้น AP มีราคาไม่แพง โดยซื้อขายที่ PBV 1.27 เท่าในปี 2558 ต่ำกว่าระดับ mid-cycle ที่ 1.33 เท่า และที่ PER เท่ากับค่าเฉลี่ยในอดีตที่ 7.9 เท่า กำไรที่เติบโตเพิ่มขึ้นจะส่งผลทำให้ valuation ปรับลงมาต่ำกว่าระดับ mid-cycle เรายังคงคำแนะนำ "ซื้อ" AP

ความเชื่อมั่นที่นักลงทุนมีต่อ AP ปรับตัวดีขึ้น หลังจาก AP ประกาศผลประกอบการด้วยกำไรที่เติบโตก้าวกระโดดถึง 43% สู่ 2.6 พันล้านบาทในปี 2557 ฟื้นตัวดีขึ้นจากที่หดตัวลง 5% สู่ 2.0 พันล้านบาทในปี 2556 นักลงทุนก็กลับมามีความเชื่อมั่นใน AP เพิ่มมากขึ้น ปัจจัยสนับสนุนผลการดำเนินงานฟื้นตัวคือ การควบคุมต้นทุนได้ดี ยอดขายที่เพิ่มขึ้น 39% และการรับรู้รายได้โครงการแนวราบมากขึ้น

อัตราเติบโตกำไรจะเกิดขึ้นต่อเนื่องถึงปี 2558 สภาพแวดล้อมของธุรกิจที่อยู่อาศัยปรับตัวดีขึ้นจากปัจจัยหลายอย่างด้วยกัน ในด้านผู้ซื้อ อัตราดอกเบี้ยปรับตัวลดลง และต้นทุนเชื้อเพลิงก็ลดลงถึง 28% ในช่วง 10 เดือนที่ผ่านมา ส่งผลทำให้รายได้ที่ใช้จ่ายได้จริงสูงขึ้น ส่วนด้านผู้ประกอบการ ข้อมูลจาก ธปท.ชี้ให้เห็นว่าต้นทุนวัสดุก่อสร้างลดลงมาแล้ว 4% YTD ซึ่งจะส่งผลทำให้ต้นทุนก่อสร้างปรับตัวลดลง

ยอดขายเติบโตอย่างแข็งแกร่ง AP ตั้งเป้ายอดขายเติบโต 25% YoY สู่ 2.83 หมื่นล้านบาท ซึ่งเรามองว่าน่าจะทำได้สำเร็จ เพราะบริษัทจะเปิดตัวโครงการใหม่เพิ่มมากถึง 75% YoY สู่ 4.05 หมื่นล้านบาท ยอดขายที่บริษัทตั้งเป้าไว้แบ่งเป็นยอดขายคอนโด 1.50 หมื่นล้านบาท (+37% YoY) และยอดขายบ้านแนวราบ 1.33 หมื่นล้านบาท (+13% YoY) ความมั่นใจของเราได้รับการสนับสนุนจากยอดขายที่เพิ่มขึ้นมากถึง 137% YoY สู่ 3.4 พันล้านบาท ในช่วง 2 เดือนแรกปี 58 คิดเป็น 12% ของเป้าที่บริษัทวางไว้ทั้งปี โดยได้รับแรงหนุนจากกระแสตอบรับที่ดีมากจากโครงการ *The City สุขุมวิท-บางนา* ที่เปิดตัวไปเมื่อเร็ว ๆ นี้ ด้วยอัตราการขาย 28% ในเวลาเพียง 1 สัปดาห์ สะท้อนอัตราการขายเฉลี่ยต่อเดือนสำหรับบ้านแนวราบที่ 1.2 พันล้านบาท เพิ่มขึ้น 14% จากอัตราการขายเฉลี่ยของปีก่อน และสูงกว่าประมาณการปี 2558 ของเราอยู่ 7% เราคาดว่ายอดขายจะเติบโตก้าวกระโดด QoQ ในไตรมาส 2/58 เนื่องจากบริษัทจะเปิดตัวคอนโด 5 โครงการ มูลค่า 1.25 หมื่นล้านบาทในเดือน มิ.ย.

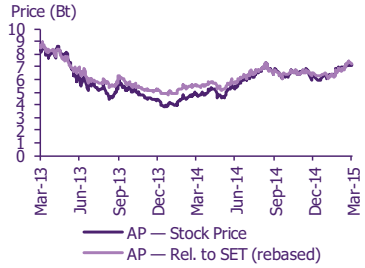
โครงการร่วมทุนหนุนกำไรเติบโต โครงการร่วมทุนของ AP จะเริ่มสร้างกำไรเพิ่มมากขึ้น โดยกำไรจากโครงการร่วมทุนจะพลิกจากขาดทุนสุทธิ 66 ล้านบาทในปี 2557 และ 15 ล้านบาทในปี 2558 มาเป็นกำไรสุทธิ 350 ล้านบาทในปี 2559 และเพิ่มขึ้นกว่าเท่าตัวสู่ 860 ล้านบาทในปี 2560 ปัจจัยสนับสนุน คือ ยอดขายรอรับรู้รายได้จำนวน 8.3 พันล้านบาทจากคอนโดที่เปิดตัวในปีก่อน มูลค่า 1.08 หมื่นล้านบาท และอัตราการขายสูงถึง 78% นอกจากนี้ AP ยังจะบันทึกรายได้ค่าธรรมเนียมบริหารโครงการร่วมทุนและค่านายหน้าจากการขายด้วย ส่วนแบ่งกำไรที่แข็งแกร่งจากโครงการร่วมทุนบวกกับกำไรของ AP เอง ทำให้เราคาดว่ากำไรของ AP จะเติบโต 10% ในปี 2558 และจะขยายตัวเพิ่มขึ้นสู่ 14% ในปี 2559 และ 25% ในปี 2560

ยืนยันคำแนะนำ "ซื้อ" เรายังคงราคาเป้าหมายของ AP ไว้ที่ 9.0 บาท/หุ้น โดยอิงกับ PBV ปี 2558 ที่ 1.5 เท่า ณ ราคาปิดล่าสุด หุ้น AP ซื้อขายที่ valuation ระดับต่ำที่ PBV 1.27 เท่า ต่ำกว่าระดับ mid-cycle ที่ 1.33 เท่า กำไรที่เติบโตอย่างต่อเนื่องจะส่งผลทำให้ PBV ปรับลดลงสู่ 1.10 เท่าในปี 2559 และ 1.00 เท่าในปี 2560 ขณะที่เมื่ออิงกับ PER หุ้น AP ซื้อขายที่ mid-cycle PER ที่ 7.9 เท่าในปีนี้ และจะลดลงสู่ 7.0 เท่าในปี 2559 และ 5.8 เท่าในปี 2560 AP ให้ผลตอบแทนรวมที่น่าดึงดูดในระดับ 28% เรายังคงคำแนะนำ "ซื้อ"

Stock Data

Last close (Mar 20) (Bt)	7.25
12-m target price (Bt)	9.00
Upside (Downside) to TP (%)	24.14
Mkt cap (Btbn)	22.81
Mkt cap (US$mn)	700
Bloomberg code	AP TB
Reuters code	AP.BK
Risk rating	M
Mkt cap (%) SET	0.16
Sector % SET	6.74
Shares issued (mn)	3,146
Par value (Bt)	1
12-m high / low (Bt)	8.2 / 5
Avg. daily 6m (US$mn)	3.20
Foreign limit / actual (%)	30 / 26
Free float (%)	67.5
Dividend policy (%)	≤ 50

Price Performance



Source: SET, SCBS Investment Research

Share performance

	1M	3M	12M
Absolute	5.1	15.1	49.1
Relative to SET	10.1	15.6	32.6

Source: SET, SCBS Investment Research

Forecasts and valuation

Year to 31 Dec	Unit	2013	2014	2015F	2016F	2017F
Revenue	(Btmn)	19,989	23,149	25,318	26,151	27,982
EBITDA	(Btmn)	2,893	3,634	4,071	4,476	5,235
Core Profit	(Btmn)	2,009	2,613	2,883	3,278	3,941
Reported Profit	(Btmn)	2,013	2,615	2,883	3,278	3,941
Core EPS	(Bt)	0.58	0.83	0.92	1.04	1.25
DPS	(Bt)	0.25	0.28	0.27	0.34	0.4
P/E, core	(x)	12.5	8.7	7.9	7.0	5.8
EPS growth, core	(%)	(4.5)	43.1	10.3	13.7	24.6
P/BV, core	(x)	1.8	1.4	1.3	1.1	1.0
ROE	(%)	15.1	17.5	17.1	17.1	18.1
Dividend yield	(%)	3.4	3.9	3.8	4.7	5.7
EV/EBITDA	(x)	12.2	10.2	9.8	9.3	8.0

Source: SCBS Investment Research

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

Financial statement

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	2013	2014	2015F	2016F	2017F
Total revenue	19,989	23,149	25,318	26,151	27,982
Cost of goods sold	13,238	15,304	16,837	17,475	18,693
Gross profit	**6,750**	**7,845**	**8,481**	**8,677**	**9,289**
SG&A	3,870	4,252	4,545	4,702	5,071
Other income	67	56	260	244	258
Interest expense	293	344	367	370	422
Pre-tax profit	**2,549**	**3,306**	**3,829**	**3,849**	**4,054**
Corporate tax	539	627	766	770	811
Equity a/c profits	(1)	(66)	(181)	199	698
Minority interests	0	0	0	0	0
Core profit	**2,009**	**2,613**	**2,883**	**3,278**	**3,941**
Extra-ordinary items	5	2	0	0	0
Net Profit	**2,013**	**2,615**	**2,883**	**3,278**	**3,941**
EBITDA	2,893	3,634	4,071	4,476	5,235
Core EPS (Bt)	**0.58**	**0.83**	**0.92**	**1.04**	**1.25**
Net EPS (Bt)	0.58	0.83	0.92	1.04	1.25
DPS (Bt)	0.25	0.28	0.27	0.34	0.41

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	4Q13	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14
Total revenue	8,410	3,523	5,918	7,641	6,068
Cost of goods sold	5,571	2,364	3,918	5,056	3,966
Gross profit	**2,839**	**1,159**	**2,000**	**2,584**	**2,102**
SG&A	1,571	753	1,009	1,269	1,220
Other income	21	15	14	14	13
Interest expense	84	84	75	89	96
Pre-tax profit	**1,206**	**336**	**930**	**1,240**	**799**
Corporate tax	276	67	199	190	170
Equity a/c profits	(1)	(9)	(19)	(16)	(21)
Minority interests	0	0	0	0	0
Core profit	**928**	**260**	**712**	**1,034**	**608**
Extra-ordinary items	5	0	0	2	0
Net Profit	**933**	**260**	**712**	**1,036**	**608**
EBITDA	1,379	455	1,014	1,336	897
Core EPS (Bt)	**0.40**	**0.11**	**0.30**	**0.44**	**0.26**
Net EPS (Bt)	0.40	0.11	0.30	0.44	0.26

Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	2013	2014	2015F	2016F	2017F
Total current assets	33,158	33,736	37,550	41,993	45,107
Total fixed assets	1,252	1,828	2,143	2,145	2,144
Total assets	**34,410**	**35,563**	**39,693**	**44,138**	**47,251**
Total loans	15,430	14,705	17,530	19,530	19,580
Total current liabilities	9,667	8,952	7,423	12,905	15,516
Total long-term liabilities	10,735	10,763	14,339	10,889	8,389
Total liabilities	**20,402**	**19,715**	**21,763**	**23,795**	**23,906**
Paid-up capital	2,860	3,146	3,146	3,146	3,146
Total equity	**14,007**	**15,848**	**17,930**	**20,343**	**23,203**
BVPS (Bt)	**4.90**	**5.04**	**5.70**	**6.47**	**7.38**

Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	4Q13	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14
Total current assets	33,158	34,521	34,398	32,990	33,736
Total fixed assets	1,252	1,328	1,320	1,874	1,828
Total assets	**34,410**	**35,848**	**35,718**	**34,864**	**35,563**
Total Loans	15,430	16,949	16,995	14,584	14,705
Total current liabilities	9,667	10,926	9,481	8,998	8,952
Total long-term liabilities	10,735	10,658	11,975	10,569	10,763
Total liabilities	**20,402**	**21,584**	**21,456**	**19,567**	**19,715**
Paid-up capital	2,860	2,860	2,860	2,860	3,146
Total equity	**14,007**	**14,264**	**14,261**	**15,297**	**15,848**
BVPS (Bt)	**4.90**	**4.99**	**4.99**	**5.35**	**5.04**

Cash Flow Statement (Btmn)

FY December 31	2013	2014	2015F	2016F	2017F
Core Profit	2,009	2,613	2,883	3,278	3,941
Depreciation and amortization	53	50	55	58	61
Operating cash flow	(2,669)	956	(1,566)	(922)	222
Investing cash flow	(89)	119	(552)	139	638
Financing cash flow	2,903	(1,501)	2,024	1,135	(1,032)
Net cash flow	**145**	**(426)**	**(94)**	**352**	**(172)**

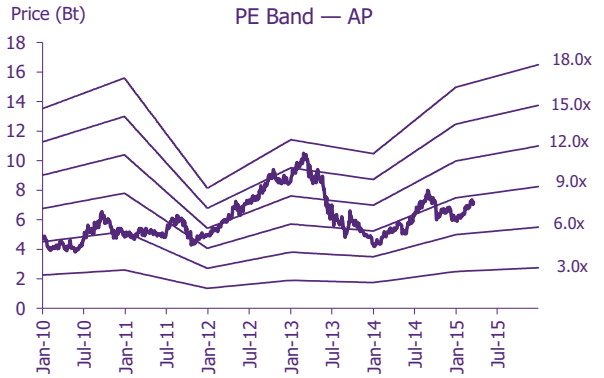
Main Assumptions

	2013	2014	2015F	2016F	2017F
SDH+TH revenue (Btmn)	10,092	11,748	13,957	16,017	17,175
Condo revenue (Btmn)	9,761	11,193	11,133	9,883	10,531
Presales (Btmn)	15,183	22,679	28,300	31,130	34,243
Land acquisition (Btmn)	6,500	5,300	8,000	8,000	8,000
S&A/Revenue (%)	19.9	18.4	18.0	18.0	18.1
Effective tax rate (%)	21.1	19.0	20.0	20.0	20.0

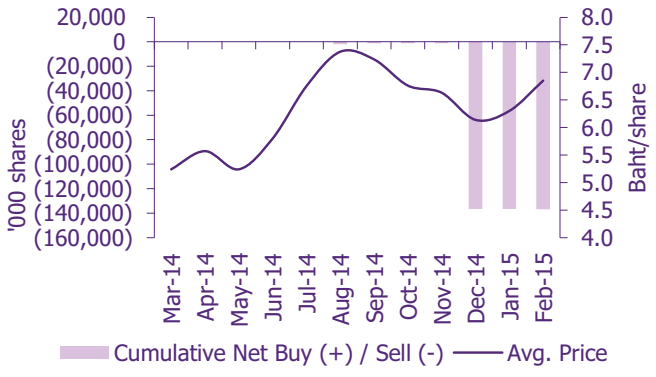
Key Financial Ratios

	2013	2014	2015F	2016F	2017F
Gross margin (%)	33.8	33.9	33.5	33.2	33.2
Operating margin (%)	14.4	15.5	15.5	15.2	15.1
EBITDA margin (%)	14.5	15.7	16.1	17.1	18.7
EBIT margin (%)	14.2	15.5	15.9	16.9	18.5
Net profit margin (%)	10.1	11.3	11.4	12.5	14.1
ROE (%)	15.1	17.5	17.1	17.1	18.1
ROA (%)	6.3	7.5	7.7	7.8	8.6
Net gearing (x)	1.0	0.9	1.0	0.9	0.8
Payout Ratio (%)	43.0	33.7	30.0	33.0	33.0

PE Band Chart

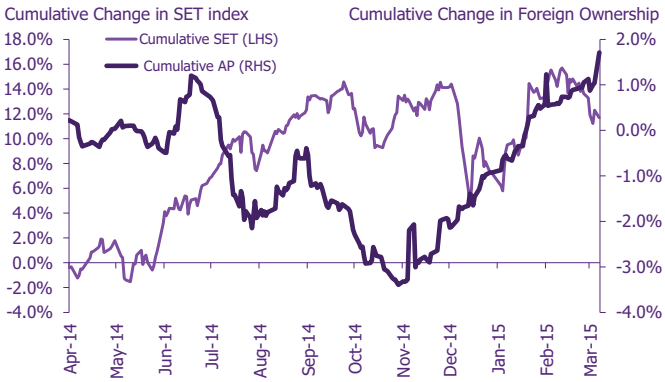


12-Month Cumulative directors trade



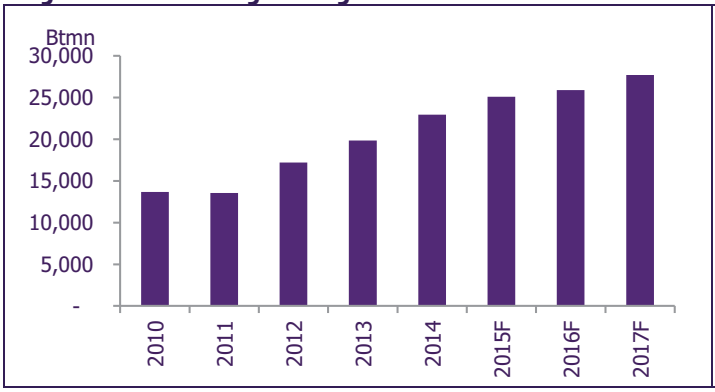
Source: SEC

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



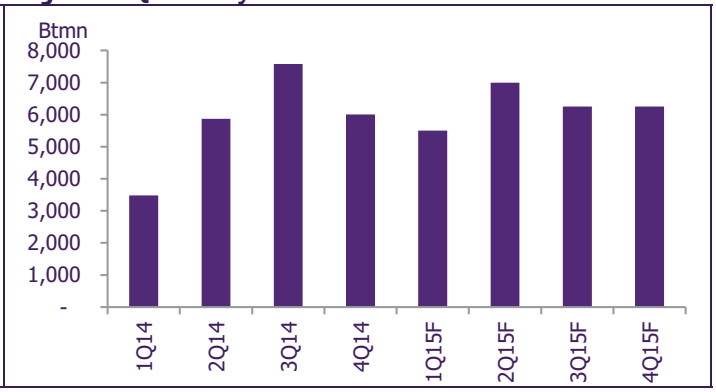
Source: SET, SCBS Investment Research

Figure 1: Revenue growing



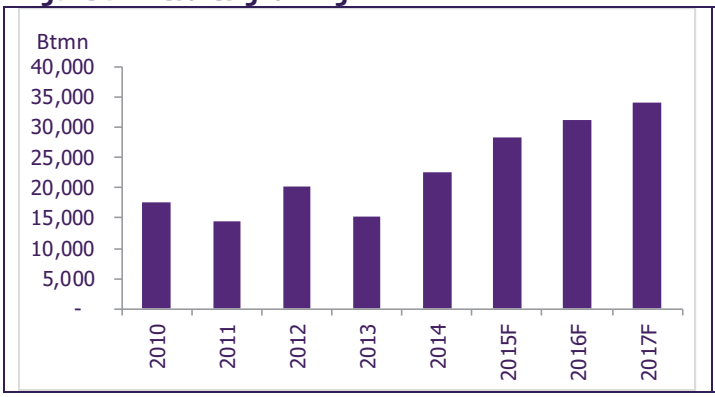
Source: AP, SCBS Investment Research

Figure 2: Quarterly revenue forecast



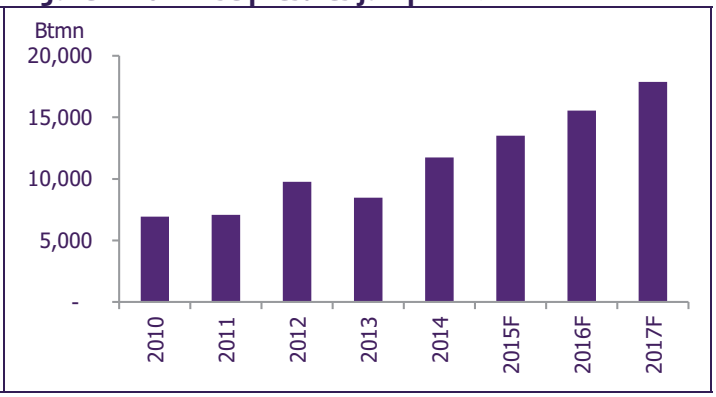
Source: AP, SCBS Investment Research

Figure 3: Presales growing



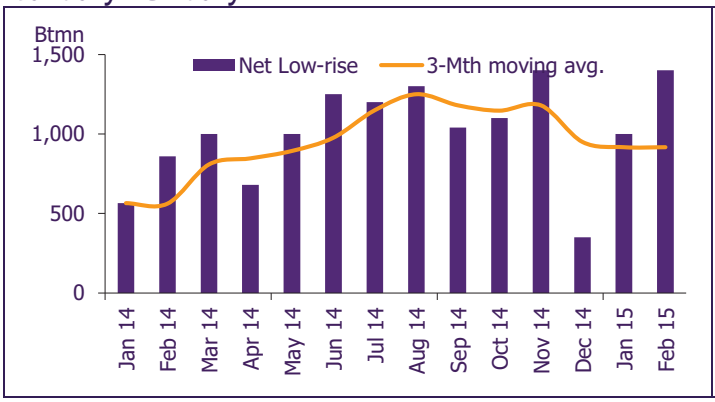
Source: AP, SCBS Investment Research

Figure 4: Low-rise presales jump in 2014



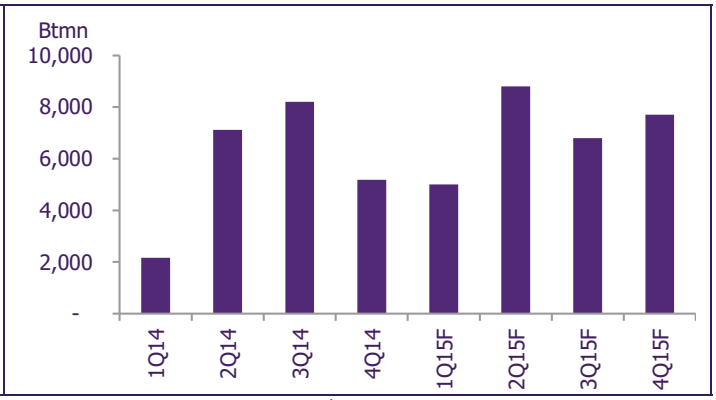
Source: AP, SCBS Investment Research

Figure 5: Low-rise presales momentum strong in January-February



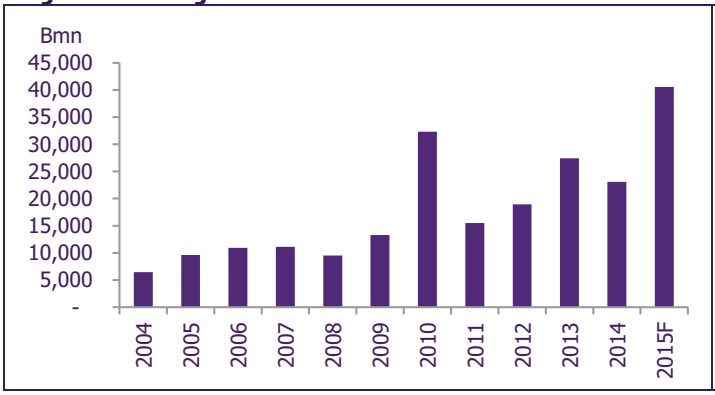
Source: AP

Figure 6: Quarterly presales forecast



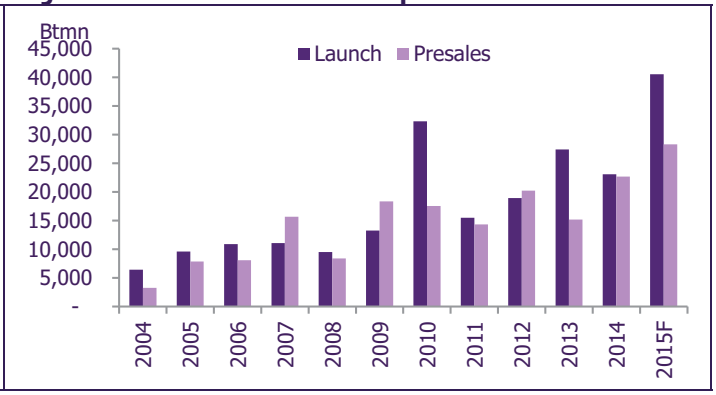
Source: AP, SCBS Investment Research

Figure 7: Rising new launches



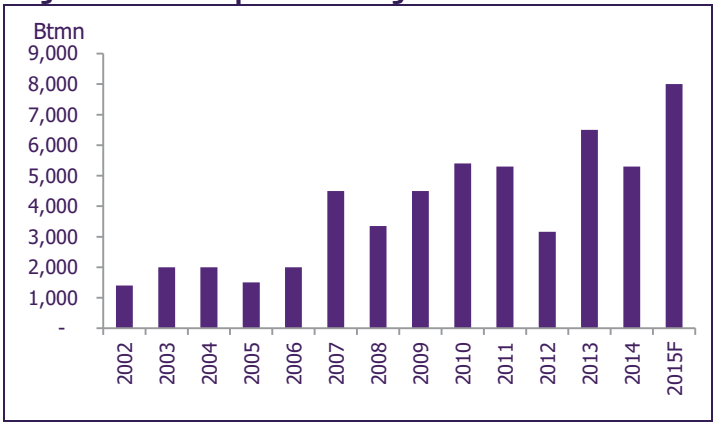
Source: AP

Figure 8: New launches versus presales



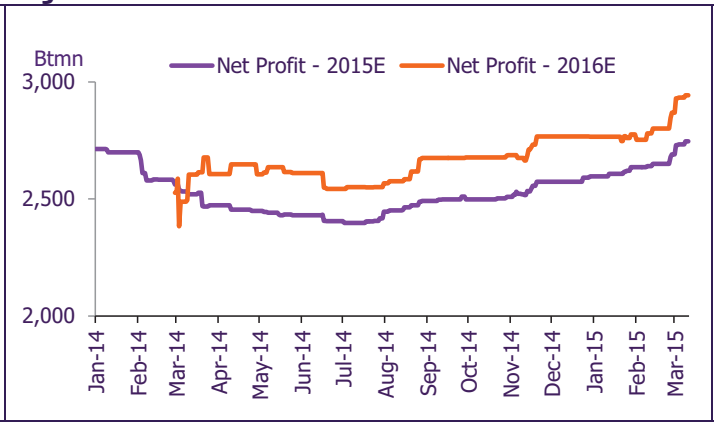
Source: AP

Figure 9: Land acquisition budget



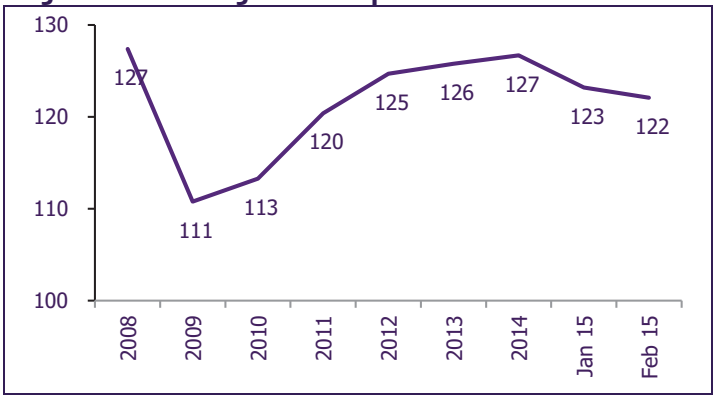
Source: AP

Figure 10: Consensus forecast



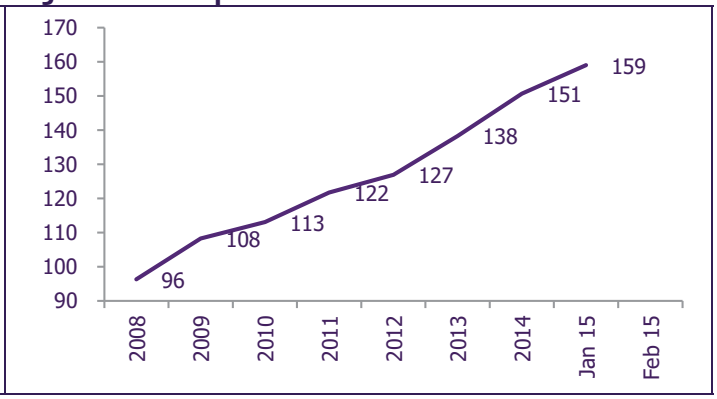
Source: Bloomberg

Figure 11: Building material price index



Source: BoT

Figure 12: Land price index



Source: BoT

Figure 13: Launch schedule

	Type	Units	Value (Btmn)	Launch
The City Sukhumvit-Bangna	SDH	94	1,030	1Q15
Mind Rama 2 Soi 28	SDH	49	360	2Q15
Mind Pattanakarn	SDH	202	1,720	3Q15
The City Navamin 53	SDH	122	1,140	3Q15
New project	SDH	n.a.	590	2015
Total SDH			**4,840**	
Baan Klang Muang Phaholyothin 50	TH	108	570	2Q15
Pleno Suksawas 66	TH	277	830	2Q15
Pleno Ratchaphreuk-Rama 5	TH	301	860	3Q15
Baan Klang Muang Rama 2 Soi 50	TH	50	390	3Q15
Baan Klang Muang Suanluang Rama 9	TH	610	2,700	3Q15
Pleno Rattanatibet	TH	276	670	3Q15
Pleno Suksawas Rama 3	TH	319	840	3Q15
District Ladprao 113	TH	17	260	3Q15
New project	TH	n.a.	750	2015
Total TH			**7,870**	
Life Asoke (JV)	Condo	1,489	6,300	2Q15
Aspire Wuttakard	Condo	158	390	2Q15
Aspire Therdtai	Condo	860	2,450	2Q15
Aspire Ladprao 113	Condo	270	500	2Q15
Aspire Erawan Phase 1	Condo	1,516	3,600	2Q15
Aspire Satorn-Taksin phase 3	Condo	614	1,390	3Q15
Life Sukhumit 48	Condo	614	1,800	4Q15
New 3 project	Condo	n.a.	11,400	2015
Total CD			**27,830**	
Grand total			**40,540**	

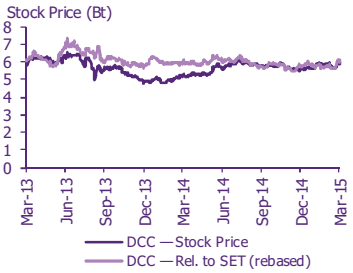
Source: AP

ซื้อ

Stock Data

Last close (Mar 20) (Bt)	6.15
12-m target price (Bt)	6.80
Upside (Downside) to TP (%)	10.57
Mkt cap (Btbn)	25.09
Mkt cap (US$mn)	770
Bloomberg code	DCC TB
Reuters code	DCC.BK
Risk rating	L
Mkt cap (%) SET	0.18
Sector % SET	6.56
Shares issued (mn)	4,080
Par value (Bt)	0.10
12-m high / low (Bt)	6.2 / 5.1
Avg. daily 6m (US$mn)	0.40
Foreign limit / actual (%)	35 / 10
Free float (%)	36.1
Dividend policy (%)	≥ 70

Price Performance



Source: SET, SCBS Investment Research

Share performance

	1M	3M	12M
Absolute	5.1	9.8	16.0
Relative to SET	10.2	10.3	3.2

Source: SET, SCBS Investment Research

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

ประโยชน์จากราคาน้ำมันที่ลดลงยังไม่ได้สะท้อนในราคาหุ้น

DCC จะได้รับประโยชน์อย่างมากจากราคาน้ำมันที่ลดลง เพราะจะส่งผลทำให้ต้นทุนเชื้อเพลิง (37% ของต้นทุนการผลิต) และต้นทุนขนส่ง (50% ของค่าใช้จ่ายในขายและบริหาร) ลดลง แม้ราคาน้ำมันลดลงประมาณ 50% ตั้งแต่กลางปี 2557 แต่ราคาหุ้น DCC ขยับขึ้นมาเพียง 5% (ใกล้เคียงกับ SET) ซึ่งเรามองว่ายังไม่ได้สะท้อนประโยชน์ที่บริษัทจะได้รับจากราคาน้ำมันที่ลดลง เราชอบ DCC เพราะคาดว่ากำไรปี 2558 จะฟื้นตัวกลับมาเติบโต 19% โดยได้รับแรงหนุนจากอัตรากำไรที่เพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องและอุปสงค์ที่ฟื้นตัวชัดเจนมากขึ้นในงวดครึ่งหลังปี 58 แนะนำ "ซื้อ" ด้วยราคาเป้าหมาย 6.8 บาท ซึ่งสะท้อนกำไรส่วนเกินทุน 11% และผลตอบแทนจากเงินปันผล 6%

ราคาน้ำมันยืนอยู่ที่ระดับต่ำสุดในรอบ 7 ปีในปี 2558... ตั้งแต่กลางปี 2557 เป็นต้นมา ราคาน้ำมันร่วงลงกว่า 50% จาก 110 ดอลลาร์สหรัฐ/บาร์เรล สู่ 54 ดอลลาร์สหรัฐ/บาร์เรล สะท้อนอุปสงค์ที่ลดลงและอุปทานที่สูงขึ้น SCBS คาดว่าในปี 2558 ราคาน้ำมันจะอยู่ที่ระดับต่ำสุดในรอบ 5 ปีที่ 60 ดอลลาร์สหรัฐ/บาร์เรล ต่ำกว่าระดับ 99 ดอลลาร์สหรัฐ/บาร์เรลในปี 2557 อย่างมาก โดยเฉพาะในงวดครึ่งแรกปี 58 สืบเนื่องมาจากสต็อกน้ำมันในสหรัฐฯ เพิ่มขึ้น การหยุดซ่อมบำรุงประจำปีของโรงกลั่นในตลาดภูมิภาค และการหยุดงานประท้วงของสหภาพแรงงานโรงกลั่นน้ำมันในสหรัฐฯ

...ส่งผลทำให้อัตรากำไรขั้นต้นเพิ่มขึ้นและอัตราส่วนค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารต่อยอดขายลดลง ราคาน้ำมันที่ลดลงเป็นปัจจัยบวกอย่างมากสำหรับ DCC เพราะจะส่งผลทำให้ต้นทุนการผลิต (ซึ่งเชื้อเพลิงคิดเป็นสัดส่วน 37%) และต้นทุนขนส่ง (ซึ่งคิดเป็น 50% ของค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร) ปรับตัวลดลง ทั้งนี้หากมองย้อนกลับไปในปี 2544-53 พบว่าอัตรากำไรขั้นต้นของ DCC ปรับขึ้นอย่างต่อเนื่องจาก 24% สู่ 44% เพราะราคาขายเฉลี่ยดีขึ้นเนื่องจากสัดส่วนผลิตภัณฑ์ใหม่ราคาสูงเพิ่มขึ้นและบริษัทสามารถควบคุมต้นทุนการผลิตต่อหน่วยได้ดีขึ้น อย่างไรก็ตาม ในระหว่างปี 2554-57 ซึ่งเป็นช่วงที่ราคาน้ำมันปรับขึ้นแรงสู่ระดับสูงกว่า 100 ดอลลาร์สหรัฐ/บาร์เรล อัตรากำไรขั้นต้นลดลงสู่ระดับ 39-43% เนื่องจากต้นทุนต่อหน่วยเพิ่มขึ้นเร็วกว่าราคาขายเฉลี่ย ผลที่เกิดขึ้นตามมาหลังจากราคาน้ำมันลดลงในงวดครึ่งหลังปี 57 หมายความว่าต้นทุนเชื้อเพลิงและต้นทุนขนส่งที่ลดลงจะปรากฏให้เห็นชัดเจนมากขึ้นตั้งแต่ไตรมาส 1/58 เป็นต้นไป เราคาดว่าอัตรากำไรขั้นต้นจะเพิ่มขึ้นสู่ 43% (+2.50% YoY) ในปี 2558 โดยได้รับแรงหนุนจากต้นทุนเชื้อเพลิงที่ลดลง และต้นทุนขนส่งที่ลดลงจะช่วยให้อัตราส่วนค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารต่อยอดขายปรับลดลงสู่ 18.5% (-0.30% YoY)

อุปสงค์จะค่อย ๆ ปรับเพิ่มขึ้น อุปสงค์มีแนวโน้มฟื้นตัวดีขึ้น แม้ปริมาณขายอยู่ในระดับทรงตัว YoY ในเดือน ม.ค. แต่ยังดีกว่าติดลบในช่วง 2 ปีที่ผ่านมา เราคาดว่าจะเห็นอุปสงค์ปรับตัวเพิ่มมากขึ้นในงวดครึ่งหลังปี 58 เนื่องจากรัฐบาลจะเร่งเบิกจ่ายงบประมาณให้ได้ตามเป้าที่วางไว้ที่ 84% ในปีงบประมาณ 2558 (จาก 19% ในช่วง 5 เดือนแรกของปีงบประมาณ 2558) ซึ่งจะส่งผลทำให้ sentiment ตลาดปรับตัวดีขึ้น ราคาผลิตภัณฑ์การเกษตรที่มีเสถียรภาพมากขึ้น (โดยเฉพาะราคายางในช่วงปลายปีนี้) ก็จะช่วยสนับสนุนให้อุปสงค์เพิ่มขึ้นด้วย เราคาดว่าในปี 2558 อุปสงค์จะเพิ่มขึ้นเล็กน้อย (+3% YoY) จากฐานต่ำเพราะตลาดชะลอตัว (-5% ในปี 2556-57)

กำไรไตรมาส 1/58 และปี 2558 มีแนวโน้มปรับตัวดีขึ้น เราเชื่อว่ากำไรปรับตัวลงทำจุดต่ำสุดแล้วในปี 2557 และคาดว่ากำไรจะเติบโต 19% YoY ในปี 2558 โดยได้รับแรงหนุนจากอัตรากำไรขั้นต้นที่ดีขึ้น อัตราส่วนค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารที่ลดลง และอุปสงค์ที่เพิ่มขึ้นเล็กน้อย เราคาดว่ากำไรไตรมาส 1/58 จะเติบโต YoY โดยได้รับปัจจัยหนุนจากอัตรากำไรขั้นต้นที่ดีขึ้นเพราะต้นทุนเชื้อเพลิงลดลง และเติบโต QoQ จากยอดขายที่เพิ่มขึ้นตามฤดูกาล

คงคำแนะนำ "ซื้อ" ราคาเป้าหมายปลายปี 2558 ของเราอยู่ที่ 6.8 บาท อิงกับ PE ปี 2558 ระดับ 19 เท่า (+1SD ของ PE เฉลี่ย 5 ปี) เท่ากับอัตราเติบโตของ EPS ปี 2558 เราชอบ DCC เพราะคาดว่าผลการดำเนินงานจะฟื้นตัวดีขึ้นในปี 2558 และผลตอบแทนจากเงินปันผลน่าดึงดูดเฉลี่ย 6-7% ต่อปี ปัจจัยเสี่ยงสำคัญ คือ การเปลี่ยนแปลงในปริมาณขาย การแข่งขันทางราคา และต้นทุนก๊าซ

Forecasts and valuation

Year to 31 Dec	Unit	2013	2014	2015F	2016F	2017F
Revenue	(Btmn)	7,546	7,177	7,468	7,880	8,316
EBITDA	(Btmn)	1,893	1,863	2,181	2,437	2,707
Core profit	(Btmn)	1,298	1,227	1,464	1,639	1,824
Reported profit	(Btmn)	1,298	1,227	1,464	1,639	1,824
Core EPS	(Bt)	0.32	0.30	0.36	0.40	0.45
DPS	(Bt)	0.32	0.30	0.36	0.40	0.45
P/E, core	(x)	19.3	20.5	17.1	15.3	13.8
EPS growth, core	(%)	2.6	(5.5)	19.4	11.9	11.3
P/BV, core	(x)	9.09	9.29	8.24	7.80	7.37
ROE	(%)	46.7	44.9	51.0	52.4	55.1
Dividend yield	(%)	5.2	4.9	5.8	6.5	7.3
EV/EBITDA	(x)	13.8	14.1	11.8	10.5	9.4

Source: SCBS Investment Research

Financial statement

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	2013	2014	2015F	2016F	2017F
Total revenue	7,546	7,177	7,468	7,880	8,316
Cost of goods sold	4,447	4,271	4,253	4,413	4,584
Gross profit	**3,099**	**2,907**	**3,215**	**3,467**	**3,732**
SG&A	1,456	1,350	1,382	1,418	1,455
Other income	18	21	22	24	25
Interest expense	24	33	19	17	14
Pre-tax profit	**1,637**	**1,545**	**1,837**	**2,056**	**2,287**
Corporate tax	335	316	367	411	458
Equity a/c profits	0	0	0	0	0
Minority interests	(4)	(2)	(5)	(5)	(6)
Core profit	**1,298**	**1,227**	**1,464**	**1,639**	**1,824**
Extra-ordinary items	0	0	0	0	0
Net Profit	**1,298**	**1,227**	**1,464**	**1,639**	**1,824**
EBITDA	1,893	1,863	2,181	2,437	2,708
Core EPS (Bt)	**0.32**	**0.30**	**0.36**	**0.40**	**0.45**
Net EPS (Bt)	0.32	0.30	0.36	0.40	0.45
DPS (Bt)	0.32	0.30	0.36	0.40	0.45

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	4Q13	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14
Total revenue	1,704	2,039	1,868	1,656	1,614
Cost of goods sold	1,015	1,223	1,102	985	961
Gross profit	**690**	**817**	**766**	**671**	**653**
SG&A	360	367	359	325	298
Other income	4	6	3	4	7
Interest expense	8	8	6	9	10
Pre-tax profit	**326**	**447**	**404**	**342**	**352**
Corporate tax	68	92	83	69	72
Equity a/c profits	0	0	0	0	0
Minority interests	0	0	(1)	(0)	(1)
Core profit	**259**	**355**	**320**	**272**	**279**
Extra-ordinary items	0	0	0	0	0
Net Profit	**259**	**355**	**320**	**272**	**279**
EBITDA	404	526	486	419	432
Core EPS (Bt)	**0.06**	**0.09**	**0.08**	**0.07**	**0.07**
Net EPS (Bt)	0.06	0.09	0.08	0.07	0.07

Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	2013	2014	2015F	2016F	2017F
Total current assets	1,915	2,000	1,907	2,001	2,149
Total fixed assets	3,215	3,108	3,188	3,229	3,230
Total assets	**5,130**	**5,108**	**5,095**	**5,230**	**5,379**
Total loans	1,188	1,394	800	700	600
Total current liabilities	2,157	2,209	1,847	1,796	1,747
Total long-term liabilities	211	197	205	216	228
Total liabilities	**2,368**	**2,406**	**2,052**	**2,012**	**1,975**
Paid-up capital	408	408	408	408	408
Total equity	**2,761**	**2,702**	**3,043**	**3,218**	**3,404**
BVPS (Bt)	**0.68**	**0.66**	**0.75**	**0.79**	**0.83**

Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	4Q13	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14
Total current assets	1,914	1,847	1,892	1,960	2,000
Total fixed assets	3,226	3,236	3,154	3,137	3,108
Total assets	**5,140**	**5,083**	**5,045**	**5,097**	**5,108**
Total loans	1,187	670	1,065	1,350	1,394
Total current liabilities	2,157	1,763	2,118	2,210	2,209
Total long-term liabilities	222	184	187	192	197
Total liabilities	**2,379**	**1,947**	**2,305**	**2,403**	**2,406**
Paid-up capital	408	408	408	408	408
Total equity	**2,761**	**3,137**	**2,741**	**2,695**	**2,702**
BVPS (Bt)	**0.68**	**0.77**	**0.67**	**0.66**	**0.66**

Cash Flow Statement (Btmn)

FY December 31	2013	2014	2015F	2016F	2017F
Core Profit	1,298	1,227	1,464	1,639	1,824
Depreciation and amortization	232	285	325	365	405
Operating cash flow	1,450	1,340	2,019	1,996	2,221
Investing cash flow	(480)	(179)	(404)	(406)	(407)
Financing cash flow	(990)	(1,081)	(1,713)	(1,564)	(1,739)
Net cash flow	**(19)**	**80**	**(98)**	**25**	**75**

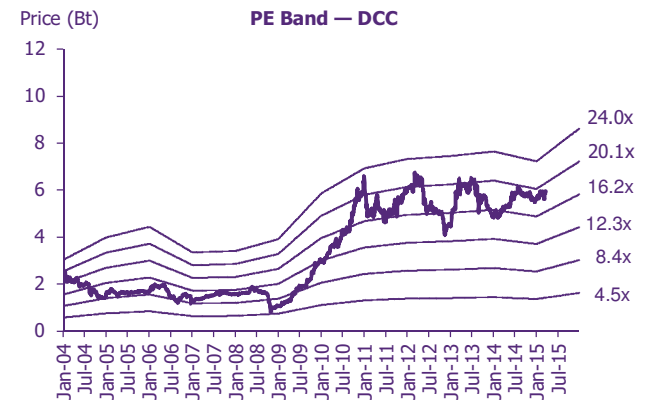
Main Assumptions

	2013	2014	2015F	2016F	2017F
Avg selling price (Bt/sqm)	136	137	137	138	139
Sales volume (mn sqm)	55.5	52.8	54.4	57.1	60.0
Capacities-year end (mn sqm)	68.4	72.0	75.6	79.2	79.2

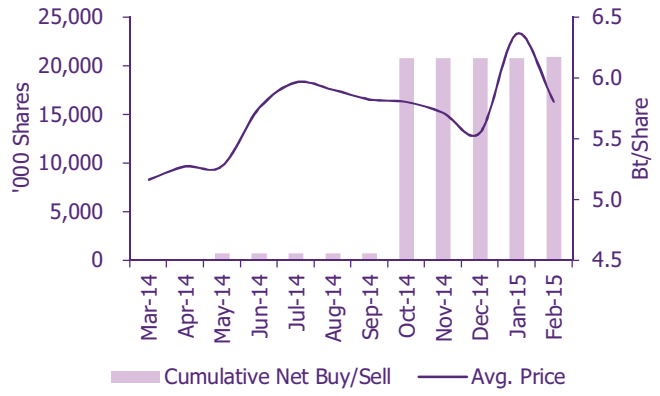
Key Financial Ratios

	2013	2014	2015F	2016F	2017F
Gross margin(%)	41.1	40.5	43.0	44.0	44.9
Operating margin(%)	21.8	21.7	24.5	26.0	27.4
EBITDA margin(%)	25.1	26.0	29.2	30.9	32.6
EBIT margin(%)	22.0	22.0	24.8	26.3	27.7
Net profit margin(%)	17.2	17.1	19.6	20.8	21.9
ROE (%)	47.9	46.1	48.8	51.6	0.0
ROA (%)	25.5	24.3	28.8	31.3	0.0
Net D/E (%)	36.9	42.4	21.3	16.3	10.2
Interest coverage (x)	79.3	56.7	115.3	147.3	190.9
Debt service coverage (x)	2.2	1.5	1.5	3.0	3.8
Payout Ratio (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

PE Band Chart

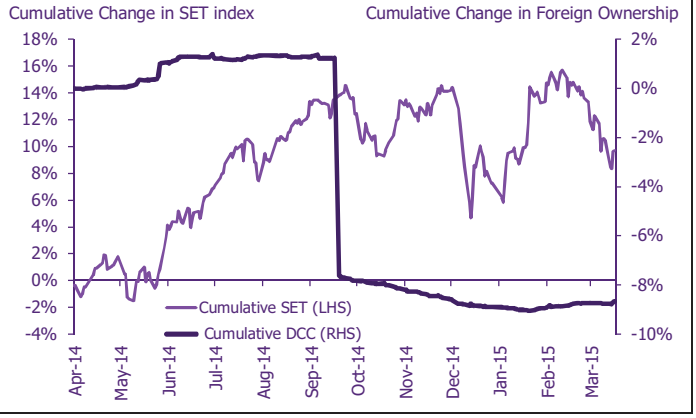


12-Month Cumulative directors trade



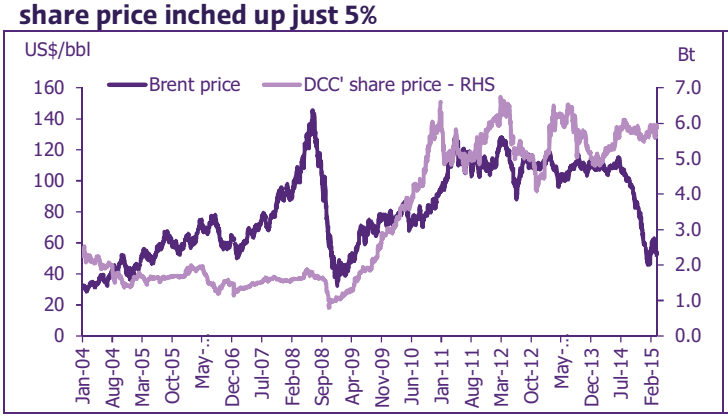
Source: SEC

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



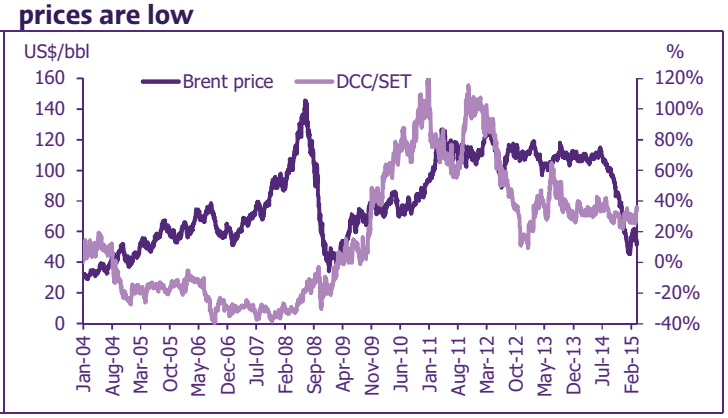
Source: SET, SCBS Investment Research

Figure 1: Oil price sank 50% since mid-2014, but DCC share price inched up just 5%



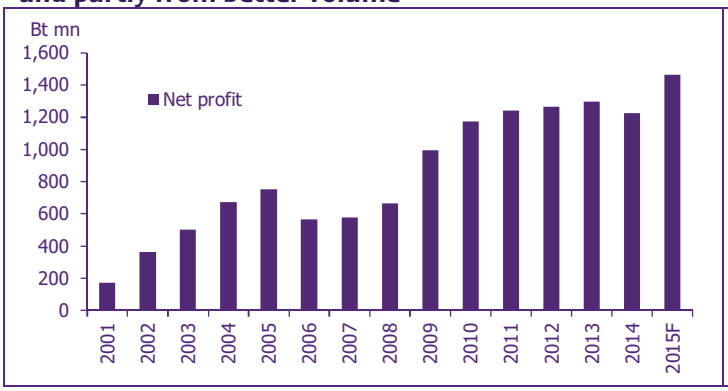
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 2: DCC tends to outperform the SET when oil prices are low



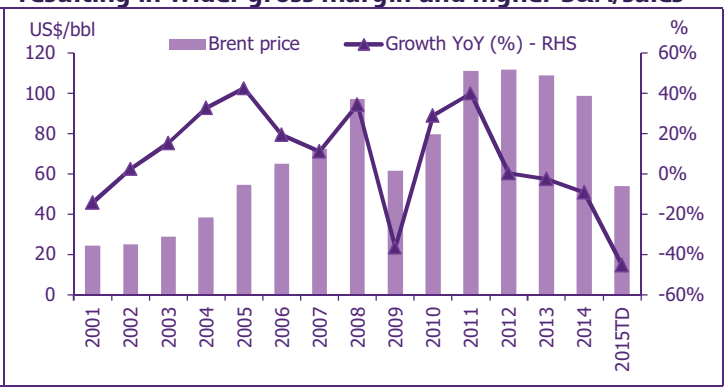
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 3: Earnings to trend up, mainly on better margin and partly from better volume



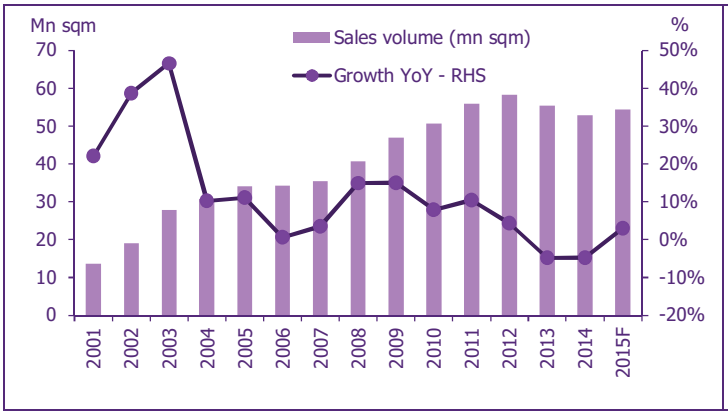
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 4: Oil price to stay at 7-year low in 2015F, resulting in wider gross margin and higher S&A/sales



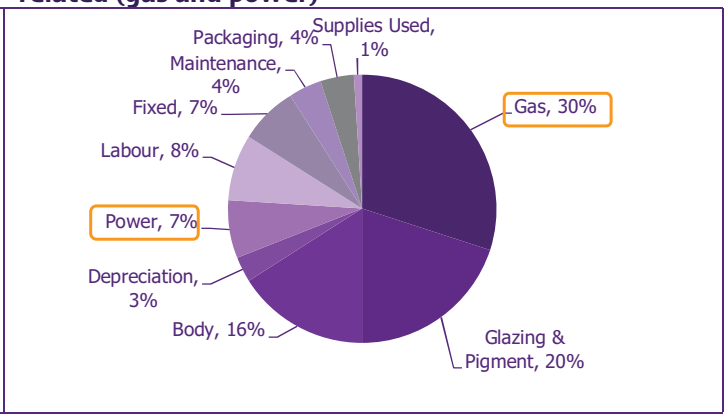
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 5: Sales volume set grow 3%, mostly in 2H15, from low base in 2013-14



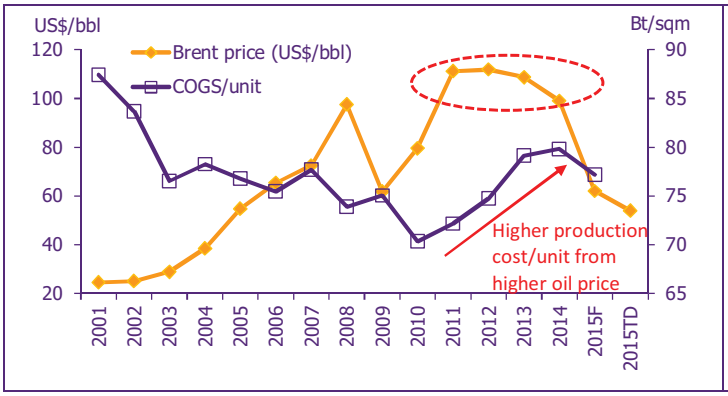
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 6: Almost 40% of production costs are energy-related (gas and power)



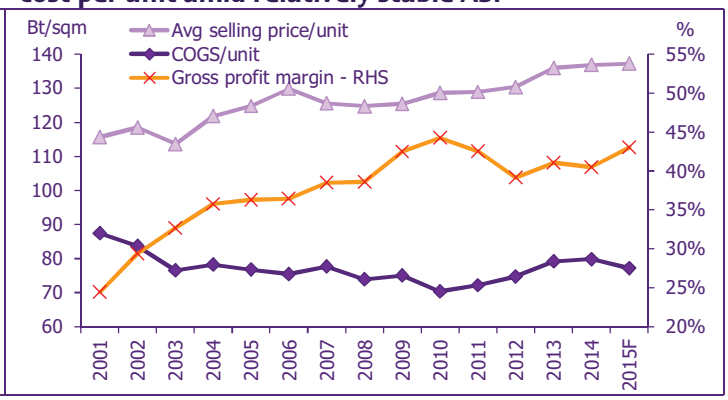
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 7: Cost per unit set to drop in 2015, in tandem with the lower fuel cost



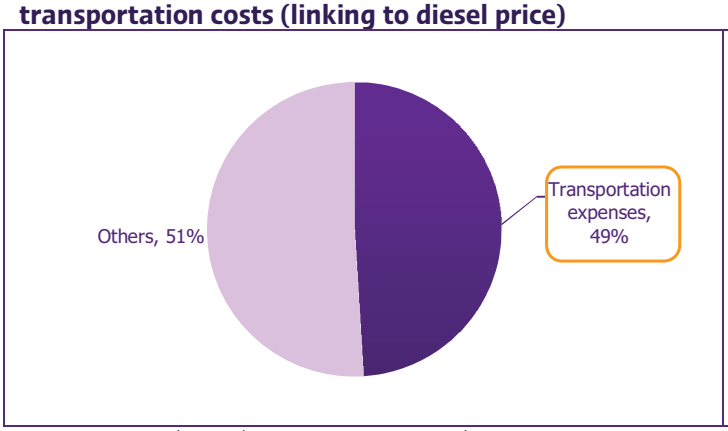
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 8: Gross margin will expand in 2015 from lower cost per unit amid relatively stable ASP



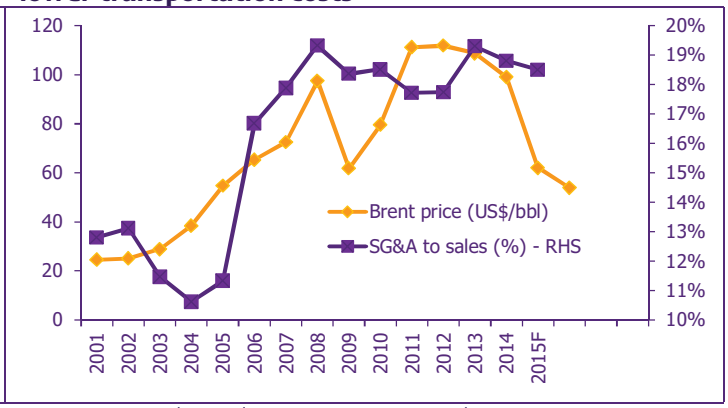
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 9: About half of SG&A expense comes from transportation costs (linking to diesel price)



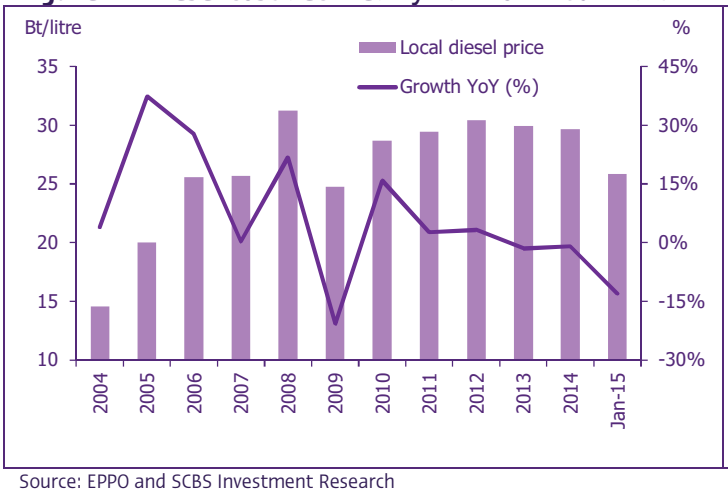
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 10: SG&A to sales tend to decline, reflecting lower transportation costs



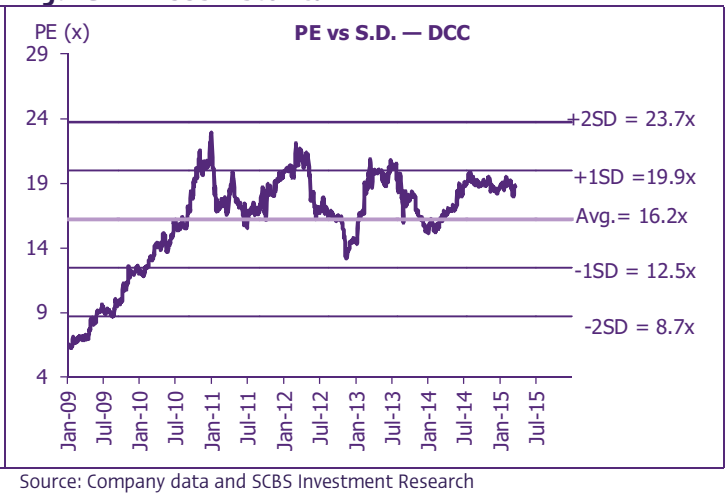
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 11: Diesel cost declined by 15% YoY in Jan 2015



Source: EPPO and SCBS Investment Research

Figure 12: DCC's historical PE



Source: Company data and SCBS Investment Research

ซื้อ

หุ้นเป้าหมายของเงินทุนต่างชาติ

ราคาหุ้นกลุ่มธนาคารปรับตัวลดลงมาตั้งแต่เดือน ธ.ค.ปีที่ผ่านมา นำโดย KBANK หลังจาก valuation อยู่ในระดับที่ตึงตัวที่ +2SD และมีความกังวลเกี่ยวกับเศรษฐกิจที่ฟื้นตัวช้ากว่าคาด การกลับมามี valuation ระดับต่ำอีกครั้งจะทำให้กลุ่มธนาคารตกเป็นเป้าหมายของเงินทุนต่างชาติไหลเข้าจากมาตรการ QE ของ EU ทั้งนี้ในกลุ่มธนาคาร KBANK น่าจะเป็นผู้นำในฐานะหนึ่งในธนาคารที่มั่นคงมากที่สุด KBANK สามารถต้านทานภาวะเศรษฐกิจผันผวนในปีที่ผ่านมาได้ โดยรายได้ที่มิใช่ดอกเบี้ยเติบโตสูงอย่างแข็งแกร่ง NIM ขยายตัวเพิ่มขึ้นมากที่สุด และสินเชื่อเติบโตอย่างโดดเด่น ซึ่งช่วยพิสูจน์ว่าธนาคารมีผลการดำเนินงานที่แข็งแกร่ง นอกจากนี้เรายังเล็งเห็นแนวโน้ม upside จากโครงการ K-transformation ที่ใช้งบประมาณจำนวนมากที่จะแล้วเสร็จในปีนี้ด้วย

รายได้ที่มิใช่ดอกเบี้ยเติบโตสูงต่อเนื่อง KBANK เป็นธนาคารที่ปล่อยสินเชื่อให้ธุรกิจ SME ซึ่งเป็นธุรกิจที่มีจำนวนมากในประเทศไทยในสัดส่วนสูงที่สุด ทำให้ KBANK มีโอกาสสูงมากที่จะทำ cross-sell สำหรับรายได้ที่มิใช่ดอกเบี้ย ซึ่งจะช่วยให้รายได้ที่มิใช่ดอกเบี้ยของธนาคารมีอัตราเติบโตราว 18-19% เป็นเวลาหลายปีด้วยส่วนแบ่งรายได้ที่มิใช่ดอกเบี้ยสูงที่สุดในกลุ่มธนาคารที่ 40% แม้เศรษฐกิจชะลอตัวในปีที่ผ่านมา แต่ KBANK ยังสามารถบริหารให้รายได้ที่มิใช่ดอกเบี้ยเติบโตได้สูงถึง 16% KBANK คาดการณ์ตามหลักอนุรักษ์นิยมว่ารายได้ที่มิใช่ดอกเบี้ยของธนาคารจะเติบโต 14% ในปี 2558 เทียบกับ 16% ในปี 2557

สินเชื่อเติบโตโดดเด่นเพราะได้ส่วนแบ่งตลาดสินเชื่อ SME เพิ่ม KBANK มีส่วนแบ่งตลาดสินเชื่อ SME เพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง การขยายสินเชื่อ SME ได้สูงถึง 10% (เทียบกับค่าเฉลี่ยของกลุ่มธนาคารที่ 4-5%) ช่วยหนุนให้สินเชื่อของ KBANK เติบโตสูงกว่ากลุ่มธนาคารในปี 2557 (6% เทียบกับค่าเฉลี่ยของกลุ่มธนาคารที่ 4%) แนวโน้มเช่นนี้ดูเหมือนจะเกิดขึ้นต่อเนื่องในช่วง 2 เดือนแรกปี 58 โดยสินเชื่อเติบโต +2% YTD เราคาดว่าสินเชื่อของ KBANK จะเติบโต 8% ในปี 2558 เทียบกับค่าเฉลี่ยของกลุ่มธนาคารที่ 7% KBANK ตั้งเป้าสินเชื่อธุรกิจขนาดใหญ่โต 4-6%, สินเชื่อ SME โต 7-8%, และสินเชื่อรายย่อยโต 6-7% ธนาคารวางแผนเจาะกลุ่มลูกค้า SME ขนาดเล็กเพิ่มมากขึ้น

NIM จะเพิ่มขึ้นอีกจากการรักษาผลตอบแทนจากการให้สินเชื่อ ความสามารถในการเพิ่มผลตอบแทนจากการให้สินเชื่อในปี 2557 ทั้งๆที่อัตราดอกเบี้ยปรับลดลง ชี้ให้เห็นว่า NIM ของ KBANK แข็งแกร่งมากกว่าที่คิด KBANK เป็นธนาคารที่มี NIM เพิ่มขึ้นมากที่สุดที่ 0.25% (เทียบกับค่าเฉลี่ยของกลุ่มธนาคารที่ 0.04%) โดยได้รับปัจจัยหนุนจากต้นทุนทางการเงินที่ลดลง โดยมีเซอร์ไพรส์ด้านบวกจากผลตอบแทนจากการให้สินเชื่อในระดับทรงตัวแม้อัตราดอกเบี้ยลดลง เราคาดว่า NIM จะเพิ่มขึ้นอีก 0.05% สู่ 3.85% ในปี 2558 โดยได้รับปัจจัยหนุนจากสัดส่วนที่สูงขึ้นของสินเชื่อ SME ขนาดเล็กที่ให้ผลตอบแทนสูง และต้นทุนทางการเงินที่ลดลงอีกหลังลดอัตราดอกเบี้ยในเดือน มี.ค.

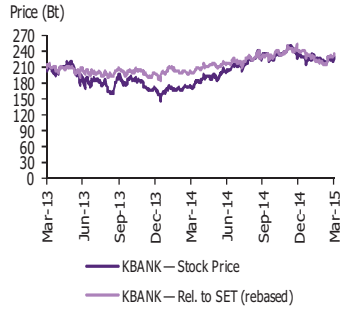
แนวโน้ม upside จากการทำโครงการ K-transformation เสร็จ หลังจากล่าช้ามานาน 3 ปี ในที่สุดโครงการ K-transformation (อัพเกรดระบบไอที) ก็จะแล้วเสร็จในปีนี้ โดยธนาคารจะเปิดใช้ระบบคอมพิวเตอร์หลักสำหรับงานเงินฝาก หลังจากเปิดใช้ระบบคอมพิวเตอร์หลักสำหรับงานสินเชื่อในปีที่ผ่านมา เราเล็งเห็นแนวโน้ม upside ของรายได้และอัตราส่วนต้นทุนต่อรายได้จากการทำโครงการ K-transformation เสร็จ

กลับมามี valuation ที่น่าสนใจอีกครั้ง ราคาหุ้นที่ปรับตัวลดลง 9% ตั้งแต่ทำจุดสูงสุดเมื่อเดือน พ.ย.ปีที่ผ่านมา ทำให้ valuation ของ KBANK ปรับลงมาอยู่ที่ค่าเฉลี่ยในอดีตที่ PER 10.8 เท่า (เทียบอัตราเติบโตของ EPS ที่ 10%) และ PBV 1.8 เท่า (เทียบกับ ROE 18%)

Stock Data

Last close (Mar 20) (Bt)	228.00
12-m target price (Bt)	270.00
Upside (Downside) to TP (%)	18.42
Mkt cap (Btbn)	545.66
Mkt cap (US$mn)	16,743
Bloomberg code	KBANK TB
Reuters code	KBANK.BK
Risk rating	L
Mkt cap (%) SET	3.81
Sector % SET	17.17
Shares issued (mn)	2,393
Par value (Bt)	10
12-m high / low (Bt)	252 / 169.5
Avg. daily 6m (US$mn)	38.90
Foreign limit / actual (%)	49 / 49
Free float (%)	79.7
Dividend policy (%)	NA

Price Performance



Source: SET, SCBS Investment Research

Share performance

	1M	3M	12M
Absolute	3.6	(2.1)	32.9
Relative to SET	8.6	(1.7)	18.2

Source: SET, SCBS Investment Research

Forecasts and valuation

FY Dec	Unit	2013	2014	2015F	2016F	2017F
Pre-provision profit	(Btmn)	53,068	60,396	66,273	74,063	83,877
Net profit	(Btmn)	41,325	46,153	50,605	56,985	65,262
PPP/Sh	(Bt)	22.17	25.24	27.69	30.95	35.05
EPS	(Bt)	17.27	19.28	21.14	23.81	27.27
BVPS	(Bt)	91.60	107.41	124.55	143.87	166.13
DPS	(Bt)	3.50	4.00	4.50	5.00	5.75
PER	(x)	13.20	11.82	10.78	9.58	8.36
P/PPP	(x)	10.28	9.03	8.23	7.37	6.51
EPS growth	(%)	17.20	11.68	9.65	12.61	14.53
PBV	(x)	2.49	2.12	1.83	1.58	1.37
ROE	(%)	20.45	19.38	18.23	17.74	17.59
Dividend yields	(%)	1.54	1.75	1.97	2.19	2.52

Source: SCBS Investment Research

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

Financial statement

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	2013	2014F	2015F	2016F	2017F
Interest & dividend income	106,226	113,578	120,439	131,083	143,528
Interest expense	33,429	30,446	31,302	34,349	37,917
Net interest income	**72,797**	**83,132**	**89,137**	**96,734**	**105,611**
Non-interest income	47,959	55,435	63,297	72,160	82,307
Non-interest expenses	52,903	61,419	67,719	73,980	80,190
Earnings before tax & provision	67,853	77,148	84,714	94,914	107,728
Tax	11,457	12,692	13,809	15,567	17,823
Equities & minority interest	3,328	4,060	4,632	5,284	6,028
Core pre-provision profit	53,068	60,396	66,273	74,063	83,877
Provision	11,743	14,243	15,668	17,078	18,615
Core net profit	**41,325**	**46,153**	**50,605**	**56,985**	**65,262**
Extra item	0	0	0	0	0
Net profit	**41,325**	**46,153**	**50,605**	**56,985**	**65,262**
EPS (Bt)	**17.27**	**19.28**	**21.14**	**23.81**	**27.27**
DPS (Bt)	3.50	4.00	4.50	5.00	5.75

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	4Q13	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14
Interest & dividend income	27,926	27,778	27,880	28,471	29,450
Interest expense	8,783	8,283	7,300	7,177	7,686
Net interest income	**19,144**	**19,494**	**20,580**	**21,294**	**21,764**
Non-interest income	11,614	13,645	13,556	14,305	13,928
Non-interest expenses	14,896	13,247	15,137	14,954	18,080
Earnings before tax & provision	15,862	19,892	18,999	20,645	17,612
Tax	2,601	3,237	3,265	3,368	2,822
Equities & minority interest	699	1,057	966	1,099	938
Core pre-provision profit	12,562	15,599	14,767	16,178	13,852
Provision	3,035	3,660	3,036	3,661	3,886
Core net profit	**9,527**	**11,939**	**11,732**	**12,516**	**9,966**
Extra item	0	0	0	0	0
Net profit	**9,527**	**11,939**	**11,732**	**12,516**	**9,966**
EPS (Bt)	**3.98**	**4.99**	**4.90**	**5.23**	**4.16**

Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	2013	2014F	2015F	2016F	2017F
Cash	40,610	58,006	58,830	58,954	57,912
Interbank assets	203,282	135,518	143,650	153,705	166,001
Investments	496,932	567,706	601,768	649,910	701,903
Gross loans	**1,438,978**	**1,527,080**	**1,649,246**	**1,797,678**	**1,959,469**
Accrued interest receivable	2,928	3,025	3,025	3,025	3,025
Loan loss reserve	45,099	50,992	66,660	83,738	102,353
Net loans	**1,396,807**	**1,479,113**	**1,585,612**	**1,716,966**	**1,860,142**
Total assets	**2,290,045**	**2,389,137**	**2,548,829**	**2,749,614**	**2,968,172**
Deposits	1,529,835	1,629,831	1,749,542	1,900,878	2,062,452
Interbank liabilities	167,403	75,694	71,909	71,909	71,909
Borrowings	71,518	87,314	87,314	87,314	87,314
Total liabilities	**2,053,038**	**2,108,451**	**2,224,273**	**2,375,609**	**2,537,183**
Minority interest	17,775	23,627	26,464	29,699	33,386
Paid-up capital	23,933	23,933	23,933	23,933	23,933
Total Equities	**219,232**	**257,059**	**298,092**	**344,307**	**397,602**
BVPS (Bt)	**91.60**	**107.41**	**124.55**	**143.87**	**166.13**

Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	4Q13	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14
Cash	40,610	40,236	38,387	35,639	58,006
Interbank assets	203,282	209,367	206,121	252,646	135,518
Investments	496,932	512,300	531,704	529,414	567,706
Gross loans	**1,438,978**	**1,450,381**	**1,471,922**	**1,501,203**	**1,527,080**
Accrued interest receivable	2,928	2,397	2,604	2,701	3,025
Loan loss reserve	45,099	46,635	48,149	49,857	50,992
Net loans	**1,396,807**	**1,406,143**	**1,426,377**	**1,454,048**	**1,479,113**
Total assets	**2,290,045**	**2,308,996**	**2,339,798**	**2,415,588**	**2,389,137**
Deposits	1,529,835	1,553,899	1,567,499	1,621,056	1,629,831
Interbank liabilities	167,403	158,112	149,201	149,034	75,694
Borrowings	71,518	62,910	73,986	72,929	87,314
Total liabilities	**2,053,038**	**2,057,979**	**2,080,975**	**2,143,653**	**2,108,451**
Minority interest	17,775	19,330	21,440	23,122	23,627
Paid-up capital	23,933	23,933	23,933	23,933	23,933
Total Equities	**219,232**	**231,688**	**237,383**	**248,814**	**257,059**
BVPS (Bt)	**91.60**	**96.81**	**99.19**	**103.96**	**107.41**

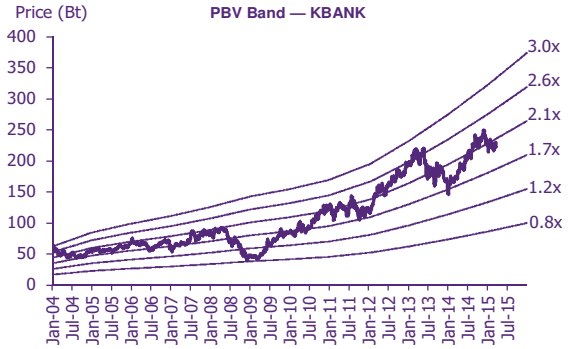
Key Assumptions and Financial Ratios

	2013	2014F	2015F	2016F	2017F
Growth					
YoY loan growth	8.46	6.12	8.00	9.00	9.00
YoY fee & insurance income growth	23.21	16.70	16.00	15.00	15.00
Profitability					
Yield on earn'g assets (%)	5.18	5.20	5.21	5.25	5.29
Cost on int-bear'g liab (%)	1.95	1.71	1.69	1.73	1.77
Spread (%)	3.23	3.49	3.52	3.52	3.52
Net interest margin(%)	3.55	3.81	3.85	3.87	3.89
ROE (%)	20.45	19.38	18.23	17.74	17.59
Asset Quality					
NPLs/Total Loans(%)	2.33	2.36	2.43	2.46	2.48
LLR/NPLs(%)	134.52	141.38	166.55	189.68	210.42
Provision expense/Total loans (%)	0.82	0.93	0.95	0.95	0.95
Liquidity					
Loans/Deposits & borrowings (%)	89.86	88.93	89.79	90.42	91.15
Efficiency					
Cost to income ratio (%)	44.15	44.71	44.77	44.11	42.94
Capital Fund					
Capital adequacy ratio(%)	15.91	17.30	18.15	19.07	20.03
Tier-1(%)	12.68	13.49	14.66	15.84	17.04
Tier-2(%)	3.23	3.81	3.49	3.23	2.98

Financial Ratios

	4Q13	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14
YoY loan growth	8.46	6.98	5.88	6.24	6.12
YoY fee & insurance income growth	14.14	16.35	10.90	19.75	20.03
Yield on earn'g assets (%)	5.25	5.15	5.09	5.07	5.22
Cost on int-bear'g liab (%)	1.99	1.87	1.64	1.58	1.69
Net interest margin(%)	3.60	3.62	3.76	3.79	3.86
Cost to income ratio (%)	48.63	40.37	44.59	42.41	51.12
NPLs/Total Loans(%)	2.33	2.33	2.32	2.33	2.36
LLR/NPLs(%)	134.52	137.76	140.83	142.39	141.38
Provision expense/Total loans (%)	0.84	1.01	0.82	0.98	1.02

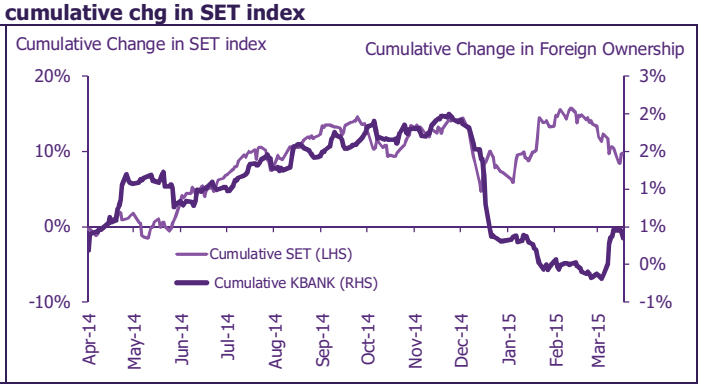
PBV Band Chart



12-Month Cumulative directors trade

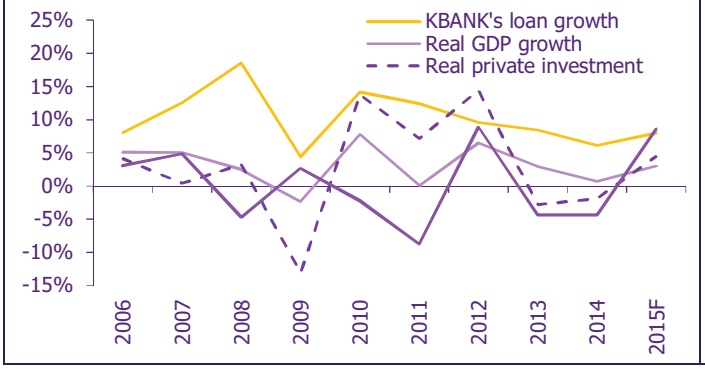
NA

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



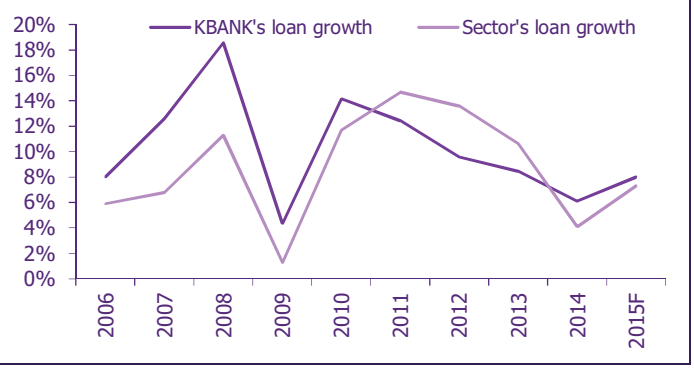
Source: SET, SCBS Investment Research

Figure 1: KBANK's loan, GDP and investment growth



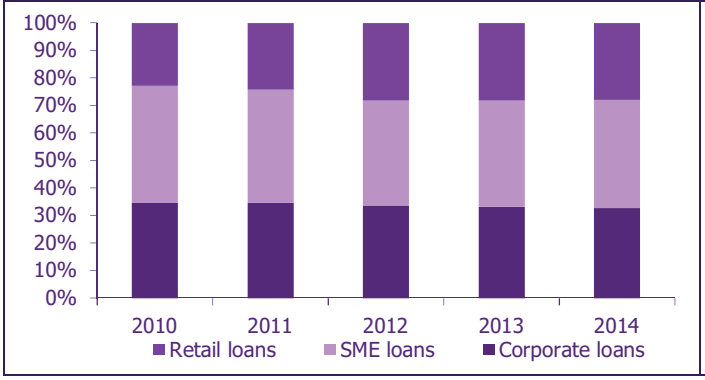
Source: KBANK, NESDB and SCBS Investment Research

Figure 2: Loan growth



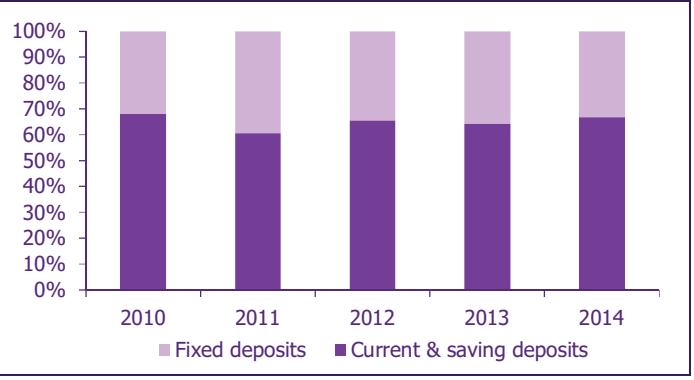
Source: KBANK and SCBS Investment Research

Figure 3: KBANK's loan breakdown by segment



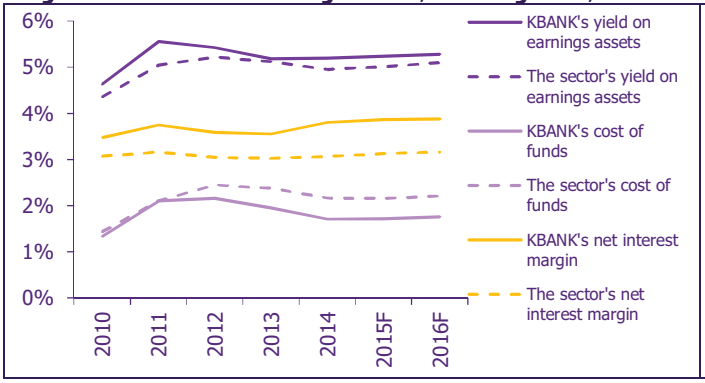
Source: KBANK and SCBS Investment Research

Figure 4: KBANK's deposit mix



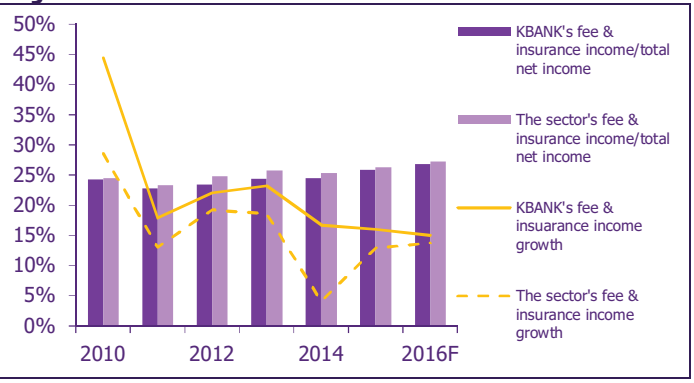
Source: KBANK and SCBS Investment Research

Figure 5: Yield on earning assets, funding cost, NIM



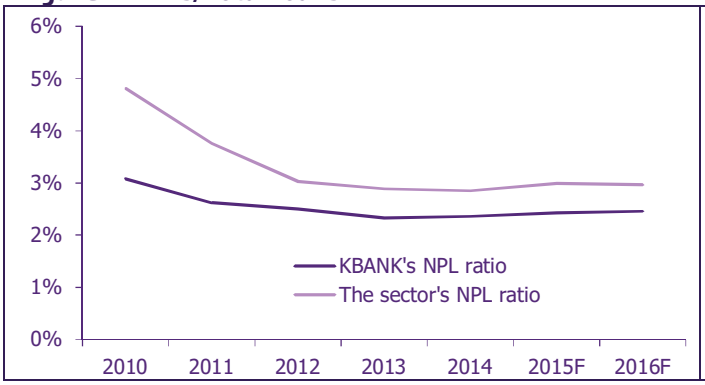
Source: KBANK and SCBS Investment Research

Figure 6: Fee & insurance income



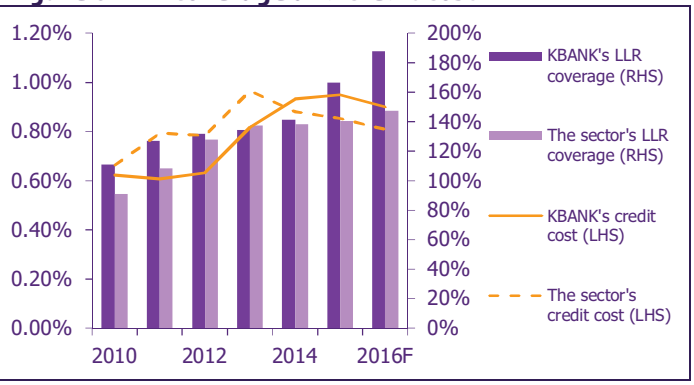
Source: KBANK and SCBS Investment Research

Figure 7: NPLs/Total loans



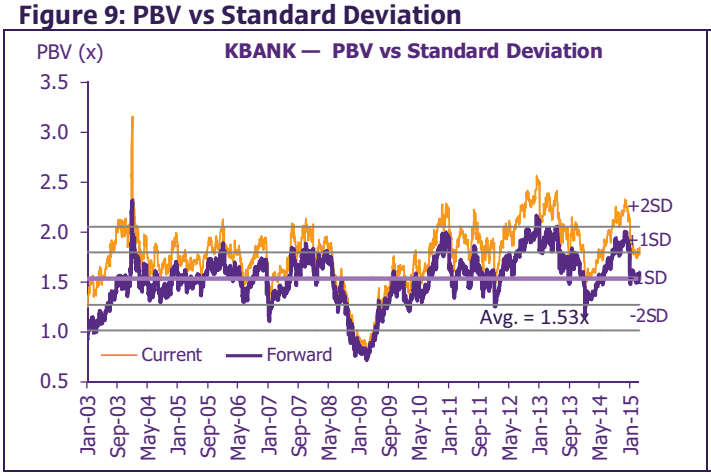
Source: KBANK and SCBS Investment Research

Figure 8: LLR coverage and credit cost



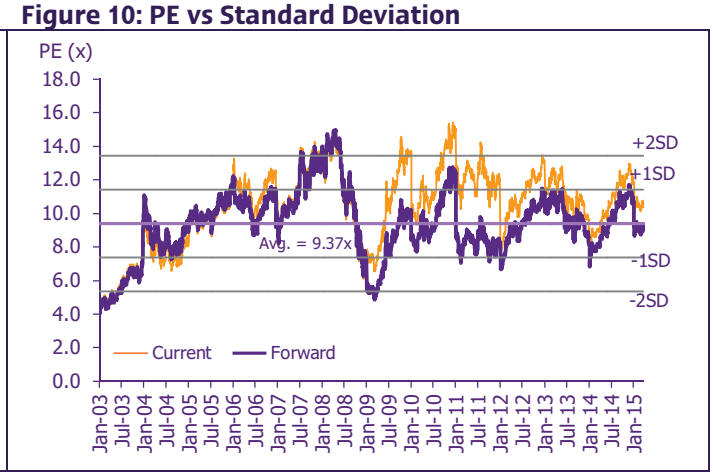
Source: KBANK and SCBS Investment Research

Figure 9: PBV vs Standard Deviation



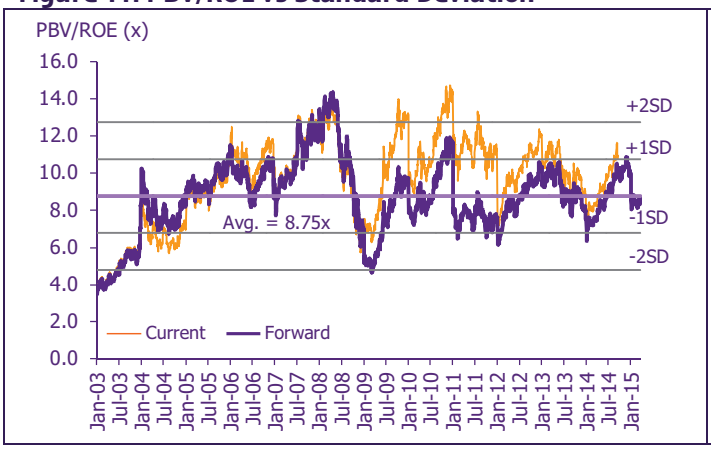
Source: SCBS Investment Research

Figure 10: PE vs Standard Deviation



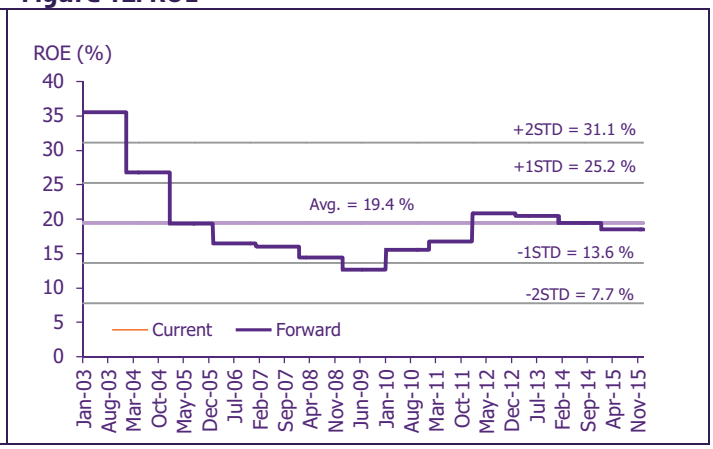
Source: SCBS Investment Research

Figure 11: PBV/ROE vs Standard Deviation



Source: SCBS Investment Research

Figure 12: ROE



Source: SCBS Investment Research

ซื้อ

Re-rating จากการเปลี่ยนแปลงทางโครงสร้าง

เรามองว่า KTB มี re-rating story โดยได้รับปัจจัยหนุนจาก 1) สินเชื่อทีมีแนวโน้มเติบโตสูงเป็นอันดับหนึ่งอย่างต่อเนื่องในระยะ 3 ปีข้างหน้า เนื่องจาก KTB เป็นธนาคารที่จะได้รับประโยชน์มากที่สุดจากการลงทุนภาครัฐที่ปรับตัวเร่งขึ้น; 2) แรงกดดันในการตั้งสำรองผ่อนคลายลงหลังจาก LLR coverage ปรับเพิ่มขึ้นมากสู่ 127% ณ ไตรมาส 4/57 ซึ่งจะช่วยหนุนให้ valuation ปรับขึ้นมาจากระดับ discount เมื่อเทียบกับ ROE ในอดีต; และ 3) แนวโน้ม upside จากการเปลี่ยนแปลงทางโครงสร้างหลังโครงการ transformation ในธุรกิจรายย่อยและ SME แล้วเสร็จ

ได้ประโยชน์มากที่สุดจากการลงทุนภาครัฐที่ปรับตัวเร่งขึ้น KTB อยู่ในตำแหน่งดีที่สุดที่จะได้รับประโยชน์จากการลงทุนภาครัฐที่ปรับตัวเร่งขึ้นด้วย ดังนั้นเราคาดว่า KTB จะขยายสินเชื่อได้สูงกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่มธนาคารอย่างต่อเนื่อง โดยสินเชื่อจะเติบโต 12% ในปีนี้ (ค่าเฉลี่ยของกลุ่มธนาคารอยู่ที่ 7%) เทียบกับปี 2557 ที่ 11% (ค่าเฉลี่ยของกลุ่มธนาคารอยู่ที่ 4%) ในฐานะธนาคารของรัฐ KTB จึงมีสัดส่วนการปล่อยสินเชื่อภาครัฐสูงที่สุด และยังเป็นหนึ่งในเจ้าหนี้รายใหญ่ของบริษัทรับเหมาก่อสร้างด้วย KTB คาดว่าสินเชื่อจะเติบโตเร่งตัวขึ้นอย่างมากตั้งแต่ไตรมาส 2/58 เนื่องจากกระทรวงการคลังวางแผนเริ่มกู้เงิน 8 หมื่นล้านบาทมาใช้ในโครงการก่อสร้างถนนและบริหารจัดการน้ำในเดือน เม.ย. สินเชื่อรัฐบาลที่ปรับตัวเพิ่มขึ้น 24% เป็นเหตุผลอย่างหนึ่งที่ช่วยให้ KTB ขยายสินเชื่อได้สูงถึง 11% ในปี 2557

NIM จะเพิ่มขึ้นแพราะอัตราส่วนเงินให้สินเชื่อต่อเงินฝากสูงขึ้น การเร่งระดมเงินฝากในไตรมาส 4/57 (+13% หรือ +2.49 แสนล้านบาท QoQ) จะเปิดโอกาสให้ KTB เพิ่ม NIM ในปี 2558 ได้ 2 วิธีด้วยกัน วิธีแรก ธนาคารจะขยายเงินฝากในอัตราที่ช้ากว่าสินเชื่อ เพื่อนำสภาพคล่องส่วนเกินไปใช้ โดยตั้งเป้าเพิ่มอัตราส่วนเงินให้สินเชื่อต่อเงินฝากขึ้นมาอยู่ที่ 90-92% ภายในสิ้นปี 2558 จาก 88% ณ สิ้นปี 2557 วิธีที่สอง ธนาคารจะนำเงินฝากที่ระดมได้ในไตรมาส 4/57 มาใช้แทนเงินทุนต้นทุนสูง เพื่อลดต้นทุนทางการเงินของธนาคารลง เราคาดว่า NIM จะเพิ่มขึ้น 0.05% สู่ 2.92% ในปี 2558

แรงกดดันในการตั้งสำรองผ่อนคลายลง การเร่งลด NPL (-17% หรือ 1.1 หมื่นล้านบาท QoQ) และการตั้งสำรองทั่วไปพิเศษจำนวนมากในไตรมาส 4/57 ทำให้ LLR coverage ของ KTB ปรับตัวเพิ่มขึ้นมากถึง 19% QoQ สู่ 127% ในไตรมาส 4/57 เข้าใกล้ค่าเฉลี่ยของกลุ่มธนาคารที่ 138% แนวโน้มเช่นนี้ช่วยลดแรงกดดันในการตั้งสำรองและลดความเสี่ยงด้านต้นทุนสินเชื่อ เรายังคงประมาณการตามหลักอนุรักษ์นิยมของเราไว้ว่าค่าเผื่อหนี้สงสัยจะสูญต่อสินเชื่อรวมของ KTB จะอยู่ในระดับทรงตัวที่ 0.72% ในปี 2558 ซึ่งจะช่วยให้ LLR coverage ปรับตัวเพิ่มขึ้นอีก และมี upside จากการตั้งสำรองพิเศษลดลง

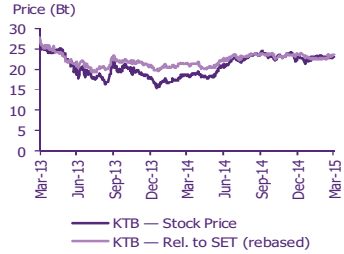
Upside จากการโครงการ transformation การทำโครงการ transformation สำหรับธุรกิจรายย่อยและ SME เสร็จในปีที่ผ่านมาน่าจะช่วยเพิ่ม upside ให้กับอัตราการขยายตัวของสินเชื่อปี 2558 ที่เราคาดการณ์ไว้ที่ 12% และรายได้ค่าธรรมเนียมที่เราคาดว่าจะเติบโต 10% โครงการ transformation ในธุรกิจรายย่อยและ SME เป็นการปรับกระบวนการทำงานโดยรวมศูนย์การพิจารณาอนุมัติสินเชื่อไว้ที่ส่วนกลางที่เรียกว่า “loan factory” ซึ่งจะเปิดโอกาสให้เจ้าหน้าที่ปล่อยสินเชื่อหันมามุ่งเน้นทำการตลาด โครงการนี้ยังจะช่วยให้ธนาคารมีรายได้ค่าธรรมเนียมเพิ่มด้วย หลักฐานที่ช่วยยืนยันถึงประสิทธิภาพของโครงการนี้ คือ การปรับโครงสร้างองค์กรของธุรกิจขนาดใหญ่เมื่อสองปีก่อนที่ช่วยสนับสนุนให้สินเชื่อธุรกิจเติบโตสูงถึง 16% ในปี 2556

Valuation น่าสนใจ หุ้น KTB ซื้อขายที่ valuation ระดับต่ำที่ PER 9 เท่า เทียบกับอัตราเติบโตของ EPS ที่ 10% และ PBV 1.3 เท่า เทียบกับ ROE 15% ในปี 2558 บวกกับมีแนวโน้ม upside จากความจำเป็นในการตั้งสำรองพิเศษลดน้อยลง และประโยชน์จากการปรับโครงสร้างองค์กร

Stock Data

Last close (Mar 20) (Bt)	22.90
12-m target price (Bt)	27.00
Upside (Downside) to TP (%)	17.90
Mkt cap (Btbn)	320.05
Mkt cap (US$mn)	9,821
Bloomberg code	KTB TB
Reuters code	KTB.BK
Risk rating	M
Mkt cap (%) SET	2.23
Sector % SET	17.17
Shares issued (mn)	13,976
Par value (Bt)	5
12-m high / low (Bt)	24.5 / 17.6
Avg. daily 6m (US$mn)	27.07
Foreign limit / actual (%)	25 / 17
Free float (%)	44.9
Dividend policy (%)	≤ 40

Price Performance



Source: SET, SCBS Investment Research

Share performance

	1M	3M	12M
Absolute	(0.9)	(1.3)	23.1
Relative to SET	3.9	(0.8)	9.5

Source: SET, SCBS Investment Research

Forecasts and valuation

FY Dec	Unit	2013	2014	2015F	2016F	2017F
Pre-provision profit	(Bt mn)	46,240	46,845	52,134	57,317	63,289
Net profit	(Bt mn)	33,929	33,191	36,828	40,652	44,789
PPP/Sh	(Bt)	3.31	3.35	3.73	4.10	4.53
EPS	(Bt)	2.43	2.37	2.63	2.91	3.20
BVPS	(Bt)	14.74	16.60	18.34	20.27	22.40
DPS	(Bt)	0.88	0.90	0.97	1.08	1.19
PER	(x)	9.44	9.65	8.69	7.88	7.15
P/PPP	(x)	6.92	6.83	6.14	5.59	5.06
EPS growth	(%)	45.21	(2.18)	10.96	10.38	10.18
PBV	(x)	1.55	1.38	1.25	1.13	1.02
ROE	(%)	17.45	15.15	15.08	15.06	15.02
Dividend yields	(%)	3.84	3.93	4.26	4.70	5.18

Source: SCBS Investment Research

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

Financial statement

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	2013	2014	2015F	2016F	2017F
Interest & dividend income	111,403	118,625	127,600	139,376	153,428
Interest expense	46,921	49,323	51,277	56,687	63,471
Net interest income	**64,481**	**69,302**	**76,323**	**82,690**	**89,956**
Non-interest income	26,611	24,113	26,344	29,150	32,475
Non-interest expenses	40,313	43,638	46,550	49,845	53,706
Earnings before tax & provision	50,779	49,778	56,116	61,994	68,726
Tax	7,778	6,732	8,162	9,066	10,045
Equities & minority interest	(3,238)	(3,800)	(4,180)	(4,389)	(4,608)
Core pre-provision profit	46,240	46,845	52,134	57,317	63,289
Provision	12,311	13,654	15,305	16,666	18,499
Core net profit	**33,929**	**33,191**	**36,828**	**40,652**	**44,789**
Extra item	0	0	0	0	0
Net profit	**33,929**	**33,191**	**36,828**	**40,652**	**44,789**
EPS (Bt)	2.43	2.37	2.63	2.91	3.20
DPS (Bt)	0.88	0.90	0.97	1.08	1.19

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	4Q13	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14
Interest & dividend income	29,859	28,926	29,388	29,621	30,690
Interest expense	12,473	12,107	11,863	12,132	13,222
Net interest income	**17,386**	**16,820**	**17,525**	**17,489**	**17,468**
Non-interest income	8,606	5,806	6,318	5,887	6,102
Non-interest expenses	11,353	11,487	10,296	10,314	11,540
Earnings before tax & provision	14,638	11,139	13,547	13,062	12,030
Tax	2,309	1,791	1,543	1,980	1,418
Equities & minority interest	(844)	(726)	(980)	(997)	(1,097)
Core pre-provision profit	13,174	10,073	12,985	12,079	11,708
Provision	3,136	1,776	5,365	2,824	3,689
Core net profit	10,038	8,297	7,620	9,255	8,019
Extra item	0	0	0	0	0
Net profit	10,038	8,297	7,620	9,255	8,019
EPS (Bt)	0.72	0.59	0.54	0.66	0.57
	-	-	-	-	-

Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	2013	2014	2015F	2016F	2017F
Cash	50,690	74,588	75,518	76,247	77,663
Interbank assets	448,572	456,541	431,432	412,880	402,558
Investments	241,783	262,118	262,118	262,118	262,118
Gross loans	**1,711,090**	**1,897,989**	**2,125,748**	**2,380,838**	**2,642,730**
Accrued interest receivable	4,647	5,191	5,191	5,191	5,191
Loan loss reserve	61,807	71,137	80,816	91,855	104,727
Net loans	**1,653,931**	**1,832,043**	**2,050,123**	**2,294,174**	**2,543,194**
Total assets	**2,514,771**	**2,739,366**	**2,921,757**	**3,149,733**	**3,391,639**
Deposits	1,883,781	2,151,641	2,309,787	2,510,738	2,722,896
Interbank liabilities	200,989	162,015	162,015	162,015	162,015
Borrowings	133,001	104,582	104,582	104,582	104,582
Total liabilities	**2,308,680**	**2,507,224**	**2,665,370**	**2,866,321**	**3,078,478**
Minority interest	0	0	0	0	0
Paid-up capital	72,005	72,005	72,005	72,005	72,005
Total Equities	**206,090**	**232,142**	**256,387**	**283,412**	**313,161**
BVPS (Bt)	**14.74**	**16.60**	**18.34**	**20.27**	**22.40**

Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	4Q13	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14
Cash	50,690	43,263	44,419	34,999	74,588
Interbank assets	448,572	398,550	346,150	422,869	456,541
Investments	241,783	283,555	253,232	262,799	262,118
Gross loans	**1,711,090**	**1,766,704**	**1,810,053**	**1,800,967**	**1,897,989**
Accrued interest receivable	4,647	3,740	3,194	3,382	5,191
Loan loss reserve	61,807	63,596	70,146	72,811	71,137
Net loans	**1,653,931**	**1,706,847**	**1,743,102**	**1,731,539**	**1,832,043**
Total assets	**2,514,771**	**2,536,018**	**2,488,451**	**2,557,329**	**2,739,366**
Deposits	1,883,781	1,962,582	1,867,456	1,903,139	2,151,641
Interbank liabilities	200,989	162,637	210,271	212,792	162,015
Borrowings	133,001	107,496	124,574	132,529	104,582
Total liabilities	**2,308,680**	**2,320,211**	**2,276,167**	**2,333,738**	**2,507,224**
Minority interest	0	0	0	0	0
Paid-up capital	72,005	72,005	72,005	72,005	72,005
Total Equities	**206,090**	**215,808**	**212,284**	**223,590**	**232,142**
BVPS (Bt)	**14.74**	**15.44**	**15.18**	**15.99**	**16.60**

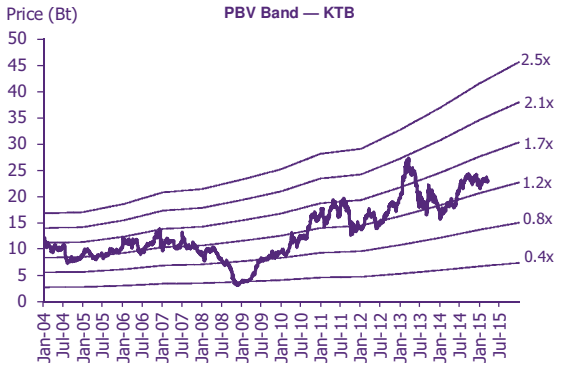
Key Assumptions and Financial Ratios

	2013	2014	2015F	2016F	2017F
Growth					
YoY loan growth	11.83	10.92	12.00	12.00	11.00
YoY fee & insurance income growth	14.99	3.89	10.00	12.00	13.00
Profitability					
Yield on earn'g assets (%)	4.88	4.72	4.68	4.74	4.82
Cost on int-bear'g liab (%)	2.22	2.13	2.05	2.12	2.20
Spread (%)	2.66	2.59	2.63	2.63	2.62
Net interest margin(%)	2.83	2.75	2.80	2.81	2.83
ROE (%)	17.45	15.15	15.08	15.06	15.02
Asset Quality					
NPLs/Total Loans(%)	3.29	2.95	2.88	2.79	2.74
LLR/NPLs(%)	109.47	126.70	132.13	138.17	144.59
Provision expense/Total loans (%)	0.72	0.72	0.72	0.70	0.70
Liquidity					
Loans/Deposits & borrowings (%)	84.84	84.12	88.05	91.03	93.47
Efficiency					
Cost to income ratio (%)	44.26	46.71	45.34	44.57	43.87
Capital Fund					
Capital adequacy ratio(%)	14.78	14.84	15.10	14.75	14.53
Tier-1(%)	10.17	10.91	11.54	11.53	11.60
Tier-2(%)	4.61	3.93	3.56	3.22	2.93

Financial Ratios

	4Q13	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14
YoY loan growth	11.83	10.66	9.98	7.16	10.92
YoY fee & insurance income growth	1.65	6.48	(1.07)	2.83	7.77
Yield on earn'g assets (%)	5.04	4.77	4.84	4.83	4.79
Cost on int-bear'g liab (%)	2.29	2.18	2.14	2.18	2.27
Net interest margin(%)	2.93	2.77	2.89	2.85	2.73
Cost to income ratio (%)	43.68	50.77	43.18	44.12	48.96
NPLs/Total Loans(%)	3.30	3.52	3.43	3.75	2.95
LLR/NPLs(%)	109.47	102.13	113.06	107.92	126.70
Provision expense/Total loans (%)	0.73	0.40	1.19	0.63	0.78

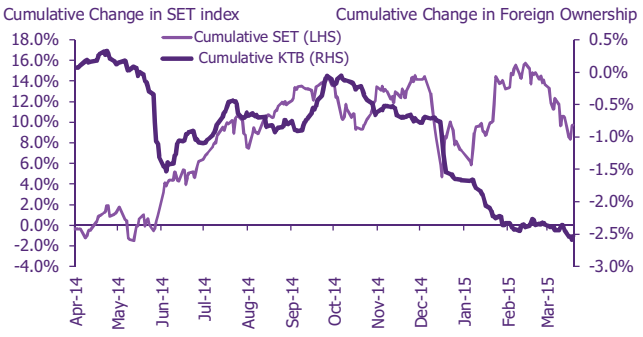
PBV Band Chart



12-Month Cumulative directors trade

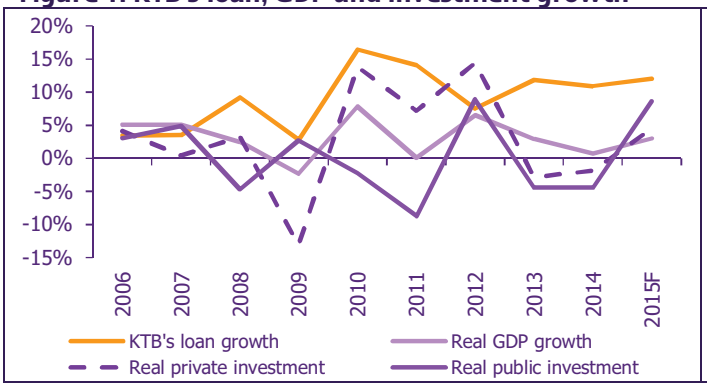
NA

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



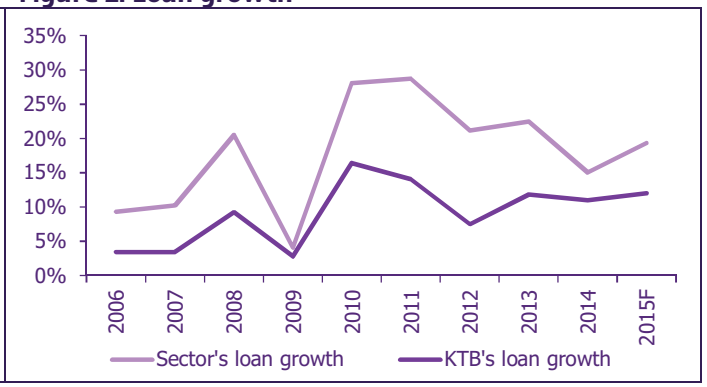
Source: SET, SCBS Investment Research

Figure 1: KTB's loan, GDP and investment growth



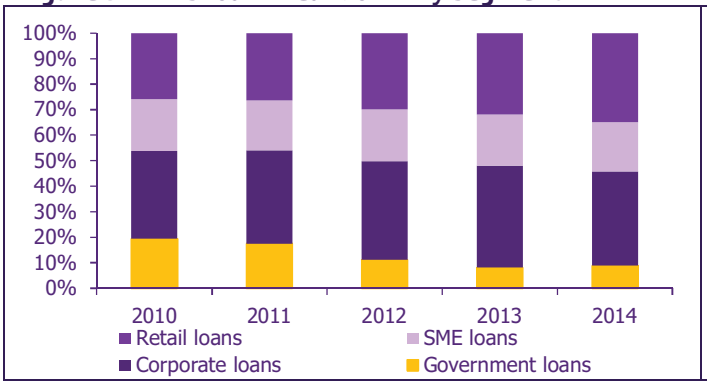
Source: KTB, NESDB and SCBS Investment Research

Figure 2: Loan growth



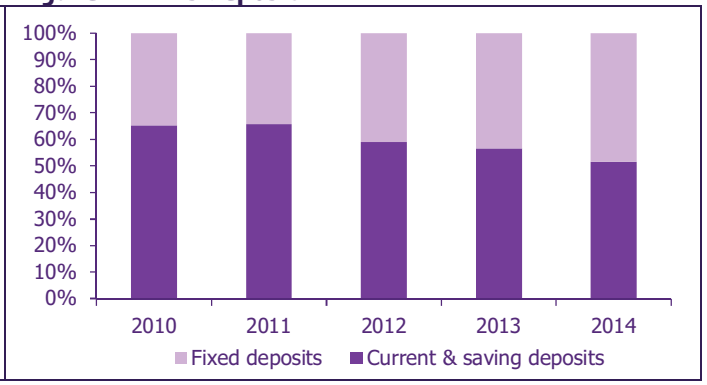
Source: KTB and SCBS Investment Research

Figure 3: KTB's loan breakdown by segment



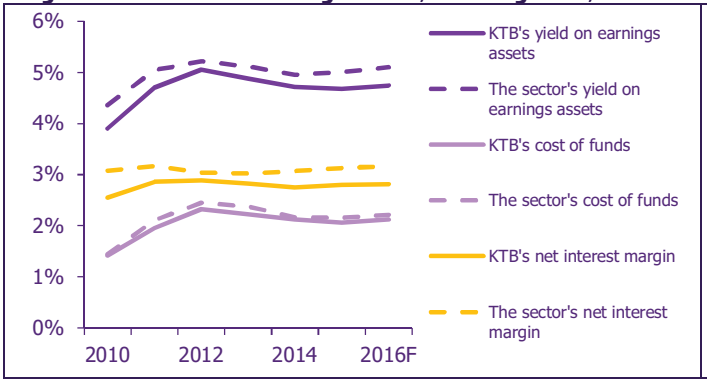
Source: KTB and SCBS Investment Research

Figure 4: KTB's deposit mix



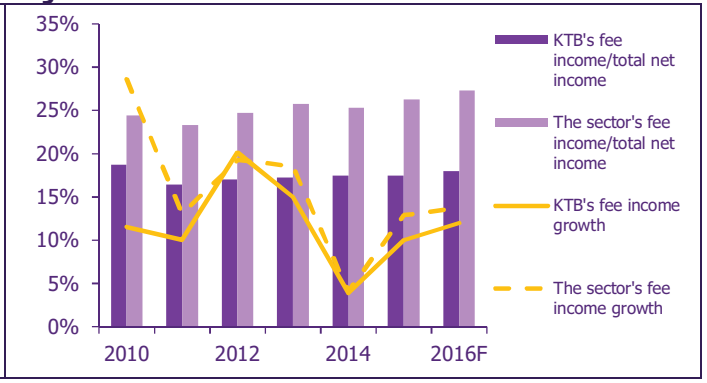
Source: KTB and SCBS Investment Research

Figure 5: Yield on earning assets, funding cost, NIM



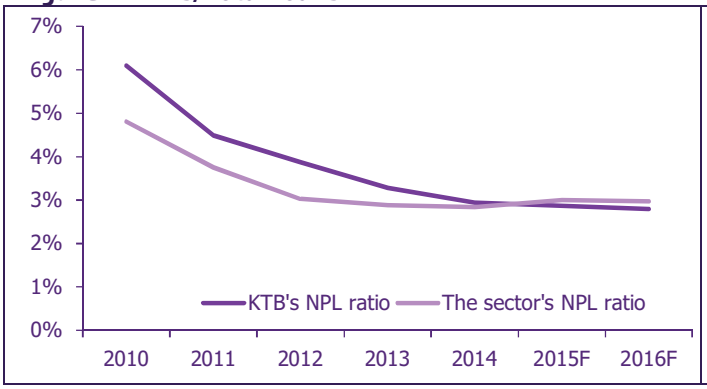
Source: KTB and SCBS Investment Research

Figure 6: Fee income



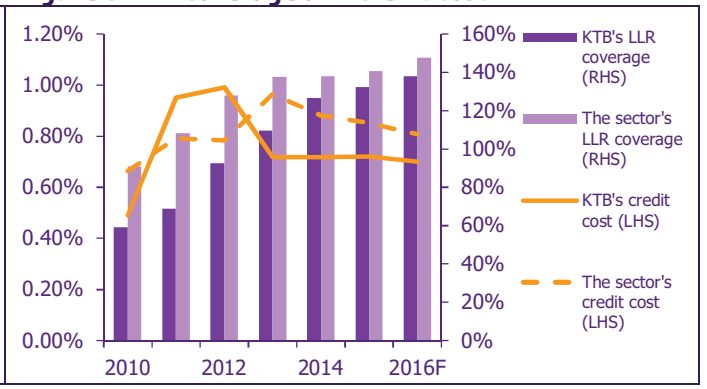
Source: KTB and SCBS Investment Research

Figure 7: NPLs/Total loans



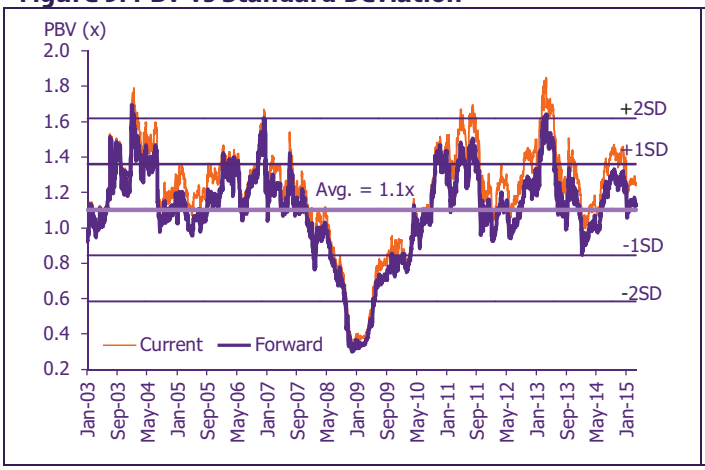
Source: KTB and SCBS Investment Research

Figure 8: LLR coverage and credit cost



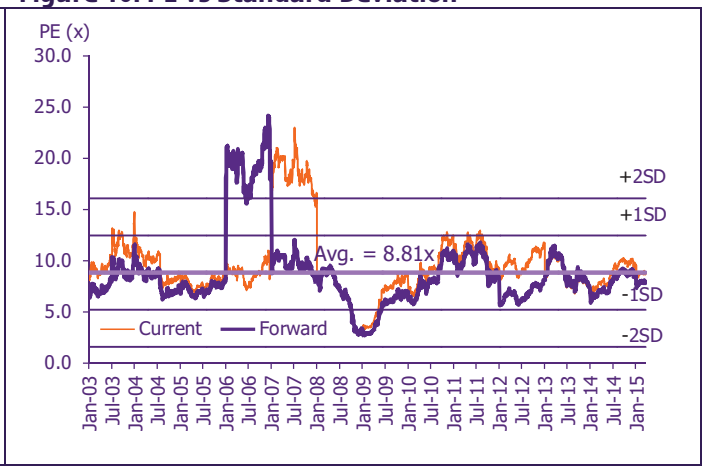
Source: KTB and SCBS Investment Research

Figure 9: PBV vs Standard Deviation



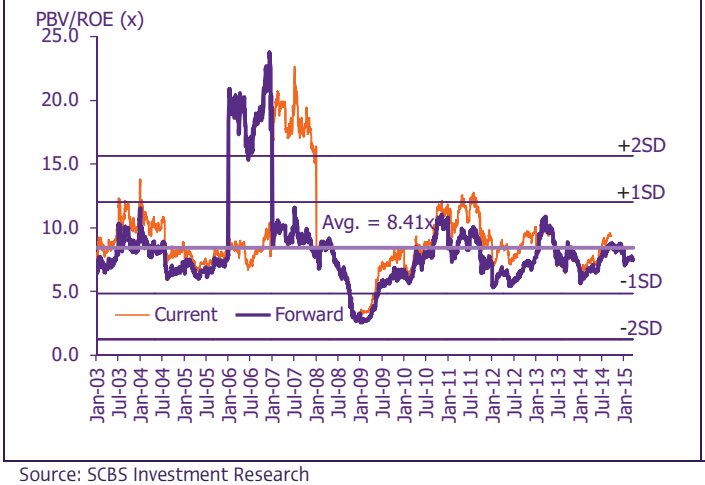
Source: SCBS Investment Research

Figure 10: PE vs Standard Deviation



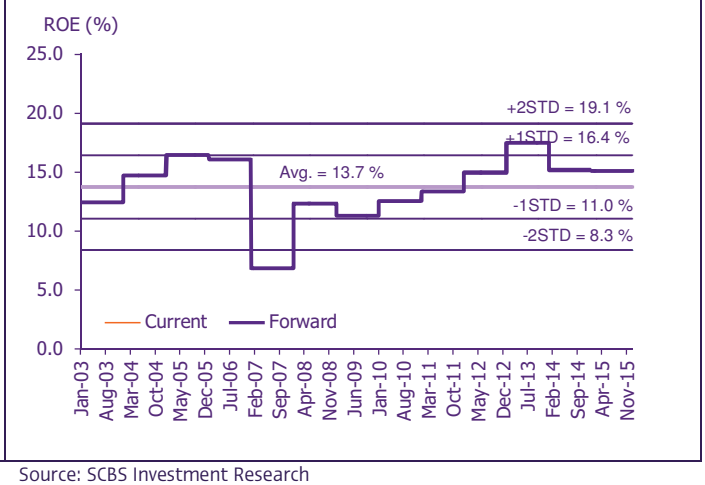
Source: SCBS Investment Research

Figure 11: PBV/ROE vs Standard Deviation



Source: SCBS Investment Research

Figure 12: ROE



Source: SCBS Investment Research

ซื้อ

หุ้น big cap ที่ต้องมี

SCC ได้ประโยชน์จากราคาน้ำมันระดับต่ำผ่านส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ปิโตรเคมีที่กว้างขึ้นและต้นทุนเชื้อเพลิงที่ถูกลง อีกทั้งยังได้ประโยชน์จากเงินบาทอ่อนเมื่อเทียบกับดอลลาร์สหรัฐในฐานะผู้ส่งออกสุทธิด้วย SCC เป็นหนึ่งในหุ้น big cap ที่ดีที่สุดของไทยทั้งในระยะสั้น (คาดกำไรไตรมาส 1/58 แข็งแกร่ง) และระยะยาว (คาดกำไร 3 ปีข้างหน้าโตเฉลี่ย 16% ต่อปี) โดยได้รับปัจจัยหนุนจากธุรกิจปิโตรเคมีขาขึ้นและปริมาณขายกับอัตรากำไรที่ดีขึ้นของธุรกิจที่ไม่ใช่ปิโตรเคมี หุ้น SCC ซื้อขายที่ PE ปี 2558 ระดับ 16 เท่า (+0.5SD ของ PE เฉลี่ย 7 ปี) ด้วย market cap 2 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐ และมูลค่าการซื้อขายเฉลี่ยต่อวันที่ 19 ล้านดอลลาร์สหรัฐ แนวโน้มที่ดีและเงินทุนไหลเข้ามากขึ้นจากการอัดฉีดสภาพคล่องของ ECB อาจจะช่วยหนุนให้ราคาหุ้น SCC ขึ้นมาซื้อขายที่ PE ใกล้เคียงกับต้นปี 2556 (QE จากสหรัฐฯ) แนะนำ "ซื้อ" ราคาเป้าหมาย 570 บาท

ได้รับประโยชน์จากราคาน้ำมันต่ำและเงินบาทอ่อนเมื่อเทียบกับดอลลาร์สหรัฐ สถานการณ์ราคาน้ำมันต่ำเป็นบวกต่อส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ปิโตรเคมีและประสิทธิภาพโรงแครกเกอร์ (ประหยัดต้นทุนพลังงาน) ของ SCC ในฐานะผู้ผลิตที่ใช้แนฟทาเป็นวัตถุดิบ และต้นทุนของธุรกิจที่ไม่ใช่ปิโตรเคมีก็ปรับตัวลดลง (ต้นทุนถ่านหินและไฟฟ้าสำหรับธุรกิจปูนซีเมนต์ และต้นทุนก๊าซธรรมชาติสำหรับธุรกิจวัสดุก่อสร้าง) ทั้งนี้ในฐานะผู้ส่งออกสุทธิ กำไรของ SCC จะเพิ่มขึ้นอีก 500 ล้านบาทถึง 1.0 พันล้านบาท (หลังสัญญาป้องกันความเสี่ยง) จากเงินบาทที่อ่อนค่าลงทุกๆ 1 บาทต่อดอลลาร์สหรัฐ

คาดกำไรเติบโตโดดเด่นในไตรมาส 1/58 กำไรไตรมาส 1/58 ของ SCC จะเติบโตทั้ง YoY และ QoQ โดยเกิดจาก: 1) ธุรกิจปิโตรเคมีที่แข็งแกร่ง เพราะส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ปิโตรเคมีและปริมาณขายสูง บวกกับไม่มีขาดทุนสินค้าคงคลังจำนวน 3 พันล้านบาทเหมือนในไตรมาส 4/57; 2) ปริมาณขายผลิตภัณฑ์ที่ไม่ใช่ปิโตรเคมีเพิ่มขึ้นตามฤดูกาล; และ 3) กำไรพิเศษ 1.6 พันล้านบาทจากการขายหุ้นที่เหลืออีก 10% ใน Michelin (Thailand)

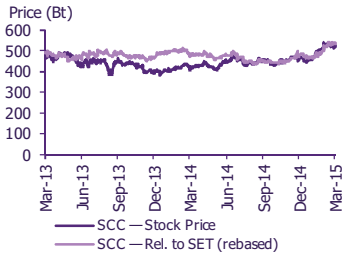
กำไรในระยะ 3 ปีข้างหน้าจะเติบโตเฉลี่ย 16% ต่อปี กำไรจะเพิ่มขึ้นทำจุดสูงสุดใหม่อย่างต่อเนื่องไปจนถึงปี 2560 จากส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ปิโตรเคมีที่กว้างขึ้นและปริมาณขายกับอัตรากำไรที่เพิ่มขึ้นของธุรกิจที่ไม่ใช่ปิโตรเคมี SCC คาดว่าวัฏจักรธุรกิจปิโตรเคมีขาขึ้นจะเกิดขึ้นต่อเนื่องอย่างน้อยไปจนถึงปี 2560 โดยได้รับปัจจัยหนุนจากอุปสงค์ทั่วโลกที่เติบโตดีเฉลี่ย 4% ต่อปี สูงกว่าอุปทานที่เติบโตเฉลี่ย 2-3% ต่อปี กำลังการผลิตใหม่ที่มีกำหนดเริ่มเดินเครื่องหลังปี 2560 อาจจะเลื่อนออกไปอีก 1 ปี โดยมีสาเหตุมาจากราคาน้ำมันระดับต่ำในปัจจุบัน การได้รับใบอนุญาตล่าช้า และความเสี่ยงในการดำเนินงาน ธุรกิจที่ไม่ใช่ปิโตรเคมีของ SCC จะได้รับประโยชน์จากปริมาณขายที่เพิ่มขึ้นเพราะอุปสงค์ในประเทศฟื้นกลับคืนมาตามการลงทุนที่ฟื้นตัวดีขึ้นและส่วนแบ่งรายได้จากการเริ่มเดินเครื่องโรงงานปูนซีเมนต์แห่งใหม่ของบริษัทในต่างประเทศ (+6.3 ล้านตัน ซึ่งจะช่วยให้กำลังการผลิตปรับเพิ่มขึ้นอีก 26%) ซึ่งอุปสงค์เติบโตเป็นตัวเลขสองหลัก โรงงานปูนซีเมนต์ใหม่ ได้แก่ โรงงานปูนซีเมนต์กำลังการผลิต 0.9 ล้านตันในกัมพูชา (ไตรมาส 2/58), 1.8 ล้านตันในอินโดนีเซีย (ไตรมาส 3/58), 1.8 ล้านตันในเมียนมาร์ (ไตรมาส 2/59) และ 1.8 ล้านตันในลาว (ไตรมาส 2/60) อัตรากำไรจะเพิ่มขึ้น เนื่องจากยอดขายส่งออกที่ให้อัตรากำไรต่ำ (4 ล้านตันในปัจจุบัน) ส่วนหนึ่งจะเปลี่ยนมาขายในตลาดภายในประเทศซึ่งให้อัตรากำไรสูงกว่าแทน สำหรับธุรกิจกระดาษ การปฏิรูปธุรกิจผ่านการขยายกำลังการผลิตในสายการผลิตบรรจุภัณฑ์และผลิตภัณฑ์ที่ให้อัตรากำไรสูงกว่าในสายการผลิตเยื่อใยกระดาษจะช่วยสนับสนุนให้ปริมาณขายและอัตรากำไรเพิ่มขึ้น

แนะนำ "ซื้อ"; Valuation มีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้น เราคงคำแนะนำ "ซื้อ" SCC ด้วยราคาเป้าหมายปลายปี 2558 ที่คำนวณโดยวิธี SOTP ที่ 570 บาท ซึ่งประกอบด้วยธุรกิจปิโตรเคมีที่ EV/EBITDA 8.5 เท่า ธุรกิจกระดาษที่ EV/EBITDA 10.0 เท่า ธุรกิจปูนซีเมนต์และวัสดุก่อสร้างที่ EV/EBITDA 12.0 เท่า และเงินลงทุนในบริษัทร่วมและบริษัทที่เกี่ยวข้องที่ 2.8 เท่าของ BV ปัจจุบันหุ้น SCC ซื้อขายที่ PE ปี 2558 ระดับ 16 เท่า (+0.5SD ของ PE เฉลี่ย 7 ปี) ผลการดำเนินงานที่สดใสและแนวโน้มการตกเป็นเป้าหมายที่เม็ดเงินจากการเริ่มอัดฉีดสภาพคล่องในไตรมาส 2/58 ของ ECB จะไหลเข้ามา อาจจะช่วยหนุนให้ SCC ซื้อขายที่ PE สูงขึ้น ทั้งนี้ตอนต้นปี 2556 valuation ของ SCC ปรับขึ้นมาซื้อขายที่ PE ประมาณ 20 เท่า โดยได้รับแรงหนุนจากแนวโน้มที่แข็งแกร่ง (วัฏจักรธุรกิจปิโตรเคมีขาขึ้นและการคาดการณ์ว่าจะเป็นผู้ได้รับประโยชน์จากโครงการลงทุนโครงสร้างพื้นฐานของรัฐบาล) และเงินทุนไหลเข้าจากมาตรการ QE ของสหรัฐฯ

Stock Data

Last close (Mar 20) (Bt)	526.00
12-m target price (Bt)	570.00
Upside (Downside) to TP (%)	8.37
Mkt cap (Btbn)	631.20
Mkt cap (US$mn)	19,368
Bloomberg code	SCC TB
Reuters code	SCC.BK
Risk rating	L
Mkt cap (%) SET	4.41
Sector % SET	6.56
Shares issued (mn)	1,200
Par value (Bt)	1
12-m high / low (Bt)	544 / 402
Avg. daily 6m (US$mn)	18.80
Foreign limit / actual (%)	25 / 25
Free float (%)	67.7
Dividend policy (%)	40-50

Share performance



Source: SET, SCBS Investment Research

Price performance

	1M	3M	12M
Absolute	(2.2)	11.9	25.8
Relative to SET	2.5	12.4	11.9

Source: SET, SCBS Investment Research

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

Forecasts and Valuation

Year to 31 Dec	Unit	2013	2014	2015F	2016F	2017F
Revenue	(Btmn)	434,251	487,545	467,715	486,189	504,719
EBITDA	(Btmn)	66,571	67,256	78,479	87,950	99,537
Core profit	(Btmn)	34,221	33,615	38,837	45,251	53,087
Reported profit	(Btmn)	36,522	33,615	40,437	45,251	53,087
Core EPS	(Bt)	28.52	28.01	32.36	37.71	44.24
DPS	(Bt)	15.50	12.50	15.16	16.97	19.91
P/E, core	(x)	18.44	18.78	16.25	13.95	11.89
EPS growth, core	(%)	45.13	(1.77)	15.53	16.52	17.32
P/BV, core	(x)	3.38	3.02	2.71	2.44	2.18
ROE	(%)	19.67	16.97	17.55	18.38	19.33
Dividend yield	(%)	2.95	2.38	2.88	3.23	3.78
EV/EBITDA	(x)	11.93	11.90	10.14	9.01	7.84

Source: SCBS Investment Research

Financial statement

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	2013	2014	2015F	2016F	2017F
Total revenue	434,251	487,545	467,715	486,189	504,719
Cost of goods sold	363,096	409,431	379,981	390,059	398,175
Gross profit	**71,155**	**78,114**	**87,734**	**96,130**	**106,543**
SG&A	40,033	44,952	48,195	50,558	52,883
Other income	10,840	9,924	10,279	11,050	11,880
Interest expense	8,193	7,266	7,861	7,943	8,383
Pre-tax profit	**33,769**	**35,819**	**41,957**	**48,680**	**57,157**
Corporate tax	5,003	4,968	5,599	6,365	7,538
Equity a/c profits	6,546	6,108	6,761	7,786	8,922
Minority interests	(1,091)	(3,345)	(4,282)	(4,850)	(5,453)
Core profit	**34,221**	**33,615**	**38,837**	**45,251**	**53,087**
Extra-ordinary items	2,301	0	1,600	0	0
Net Profit	**36,522**	**33,615**	**40,437**	**45,251**	**53,087**
EBITDA	66,571	67,256	78,479	87,950	99,537
Core EPS (Bt)	**28.52**	**28.01**	**32.36**	**37.71**	**44.24**
Net EPS (Bt)	30.44	28.01	33.70	37.71	44.24
DPS (Bt)	15.50	12.50	15.16	16.97	19.91

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	4Q13	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14
Total revenue	104,412	121,765	124,795	124,275	116,710
Cost of goods sold	87,241	101,699	105,789	104,601	97,343
Gross profit	**17,171**	**20,066**	**19,006**	**19,674**	**19,368**
SG&A	10,184	10,871	11,112	11,434	11,534
Other income	3,710	1,633	3,492	1,385	3,413
Interest expense	3,314	2,057	1,984	1,313	1,913
Pre-tax profit	**7,384**	**8,772**	**9,402**	**8,312**	**9,333**
Corporate tax	922	1,462	1,394	1,127	984
Equity a/c profits	1,541	1,725	1,117	1,639	1,627
Minority interests	-592	-654	-593	-977	-1,120
Core profit	**7,410**	**8,381**	**8,532**	**7,847**	**8,856**
Extra-ordinary items	600	0	0	0	0
Net Profit	**8,010**	**8,381**	**8,532**	**7,847**	**8,856**
EBITDA	16,392	16,797	16,942	15,842	17,675
Core EPS (Bt)	**6.18**	**6.98**	**7.11**	**6.54**	**7.38**
Net EPS (Bt)	6.68	6.98	7.11	6.54	7.38

Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	2013	2014	2015F	2016F	2017F
Total current assets	135,130	137,998	145,650	152,500	169,777
Total fixed assets	305,559	327,825	343,869	365,163	382,982
Total assets	**440,688**	**465,823**	**489,519**	**517,663**	**552,760**
Total loans	187,343	195,959	198,565	198,565	200,565
Total current liabilities	85,007	90,613	98,247	79,955	76,668
Total long-term liabilities	168,919	165,892	158,117	178,582	186,004
Total liabilities	**253,927**	**256,505**	**256,363**	**258,537**	**262,672**
Paid-up capital	1,200	1,200	1,200	1,200	1,200
Total equity	**186,762**	**209,317**	**233,155**	**259,127**	**290,088**
BVPS (Bt)	**155.63**	**174.43**	**194.30**	**215.94**	**241.74**

Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	4Q13	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14
Total current assets	135,130	147,611	148,569	154,902	137,998
Total fixed assets	305,503	311,619	313,817	318,503	327,825
Total assets	**440,633**	**459,231**	**462,386**	**473,405**	**465,823**
Total loans	186,842	195,688	196,411	200,196	195,959
Total current liabilities	89,735	111,035	104,162	116,378	95,518
Total long-term liabilities	163,678	161,708	160,839	158,354	160,988
Total liabilities	**253,414**	**272,743**	**265,001**	**274,732**	**256,505**
Paid-up capital	1,200	1,200	1,200	1,200	1,200
Total equity	**187,219**	**186,488**	**197,385**	**198,673**	**209,317**
BVPS (Bt)	**156.02**	**155.41**	**164.49**	**165.56**	**174.43**

Cash Flow Statement (Btmn)

FY December 31	2013	2014	2015F	2016F	2017F
Core Profit	34,221	33,615	38,837	45,251	53,087
Depreciation and amortization	18,062	18,062	21,900	23,541	25,075
Operating cash flow	47,462	45,198	59,505	67,105	76,740
Investing cash flow	(57,314)	(40,328)	(37,944)	(44,835)	(42,894)
Financing cash flow	1,529	(2,235)	(14,451)	(19,120)	(19,997)
Net cash flow	**(8,323)**	**2,635**	**7,109**	**3,149**	**13,849**

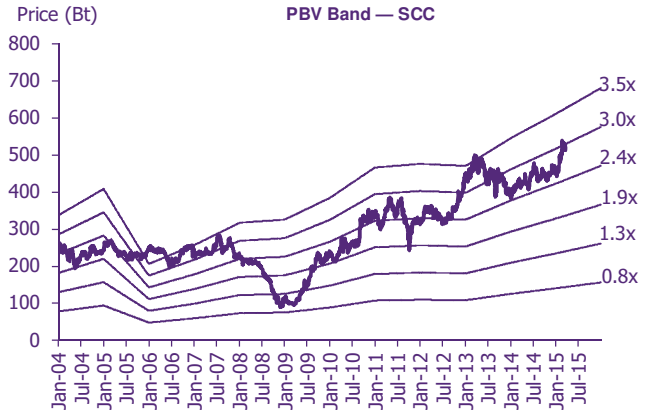
Main Assumptions

	2013	2014	2015F	2016F	2017F
Local cement sales (Mn tons)	13.1	13.0	13.6	14.3	15.0
Cement exports (Mn tons)	4.0	4.4	4.2	4.0	3.8
Domestic cement price (Bt/ton)	1,895	1,963	1,983	2,002	2,022
Petrochemical volume (Mn tons)	1.7	1.8	1.9	1.9	1.9
PE-naphtha spread (US$/ton)	566	683	705	730	760
PP-naphtha spread (US$/ton)	598	698	720	750	780
FX (Bt/US$1)	30.7	32.5	33.0	33.0	33.0

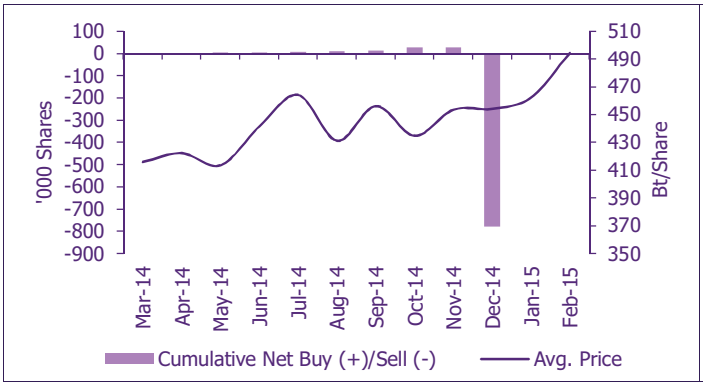
Key Financial Ratios

	2013	2014	2015F	2016F	2017F
Gross margin(%)	16.4	16.0	18.8	19.8	21.1
Operating margin(%)	7.2	6.8	8.5	9.4	10.6
EBITDA margin(%)	15.3	13.8	16.8	18.1	19.7
EBIT margin(%)	9.7	8.8	10.7	11.6	13.0
Net profit margin(%)	8.4	6.9	8.6	9.3	10.5
ROE (%)	19.7	17.0	17.6	18.4	19.3
ROA (%)	8.2	7.4	8.1	9.0	9.9
Net D/E (x)	1.4	1.2	1.1	0.0	0.0
Interest coverage (x)	8.1	9.3	10.0	11.1	11.9
Debt service coverage (x)	2.6	1.8	1.7	3.3	4.6
Payout Ratio (%)	50.9	44.6	45.0	45.0	45.0

PE Band Chart

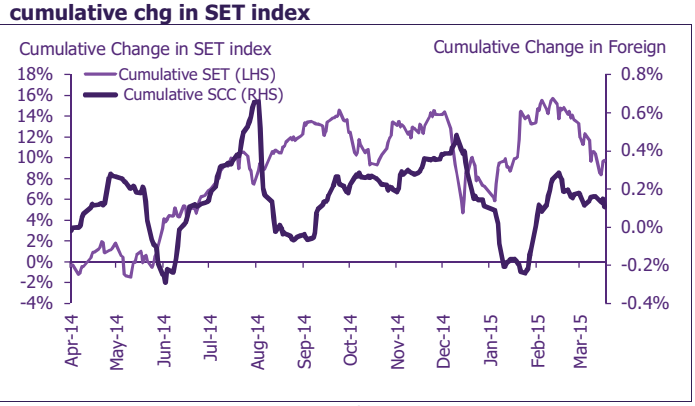


12-month cumulative directors trade



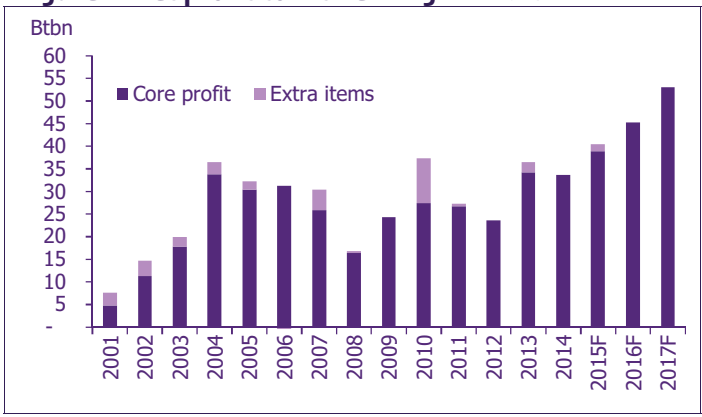
Source: SEC

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



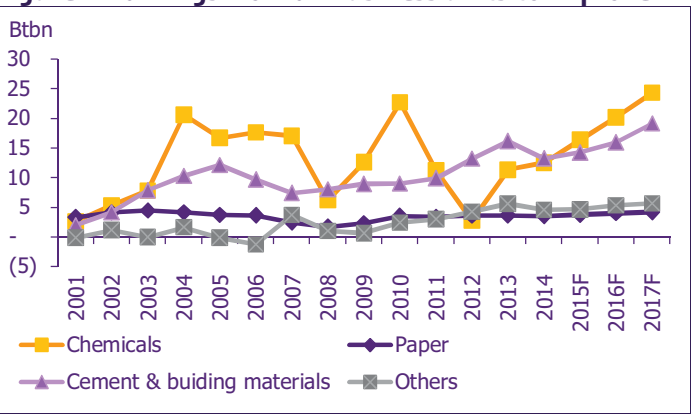
Source: SET, SCBS Investment Research

Figure 1: Net profit to hit new high in 2015-17F



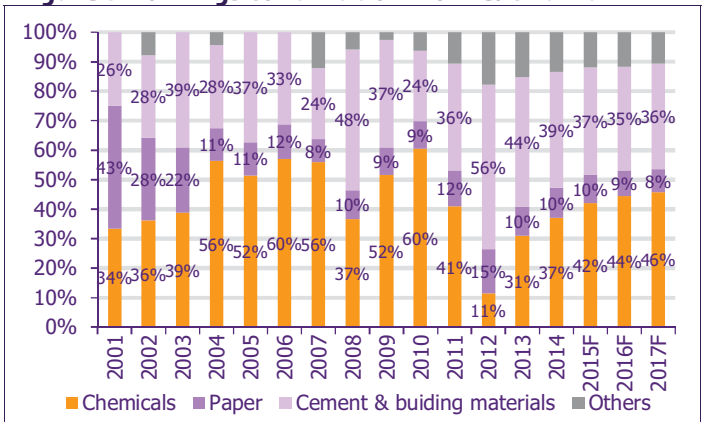
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 2: Earnings from all business units to improve



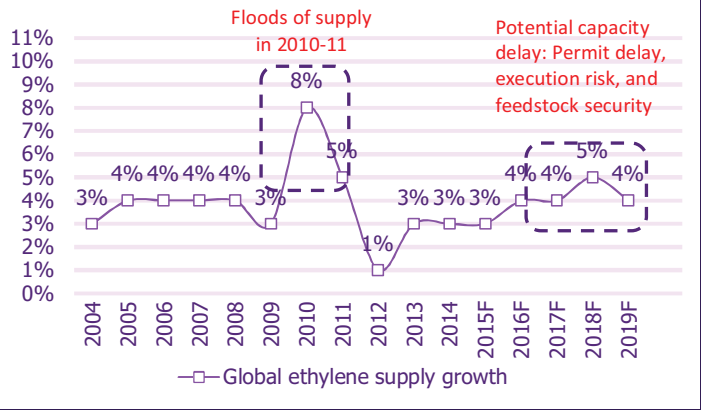
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 3: Earnings contribution from each unit



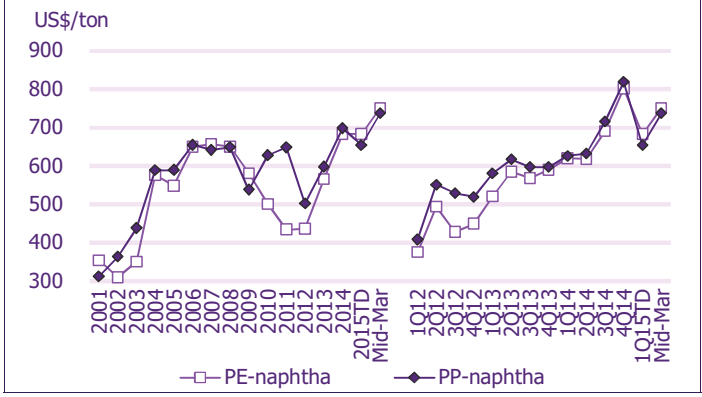
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 4: Global ethylene supply growth to rise in 2018



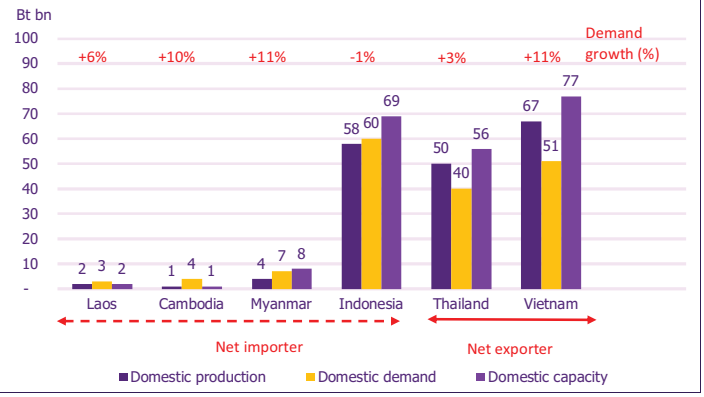
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 5: Wider chemical spreads YoY in 2015TD



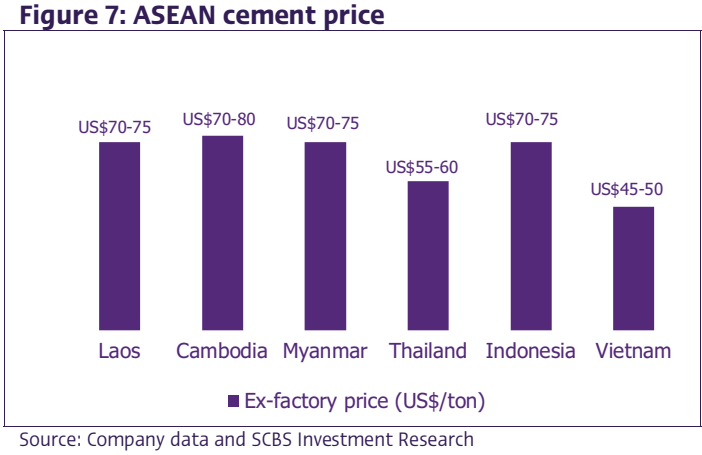
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 6: ASEAN cement market in 2014



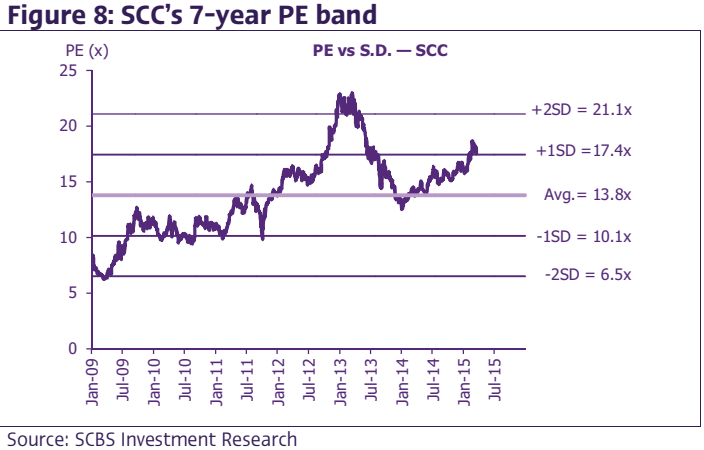
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 7: ASEAN cement price



Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 8: SCC's 7-year PE band



Source: SCBS Investment Research

Figure 8: SCC's capacity expansion in 2015-17F

'000 tons (at year end)	2013	2014	2015	2016	2017	Note
Chemical upstream						
ROC/MOC						
Ethylene (subsidiary)	1,700	1,700	1,700	1,700	1,700	
Propylene (subsidiary)	1,200	1,200	1,200	1,200	1,200	
Chandra Asri Petrochemical JV (Indo)						
Ethylene	600	600	860	860	860	Debottlenecking to be completed at end 4Q15
Propylene	320	320	470	470	470	Debottlenecking to be completed at end 4Q15
Chemical downstream						
PE, LDPE, LLDPE (subsidiary)	1,140	1,140	1,140	1,200	1,200	New LDPE coating grade (HVA) in mid-16 (Thailand)
PP (subsidiary)	720	720	720	720	720	
PVC (90% stake in TPC)	886	886	886	886	886	
Dow Chemical JV:						
LLDPE (Dow JV)	650	650	650	650	650	
Specialty Elastomers (Dow JV)	220	220	220	220	220	
Propylene Oxide (Dow JV)	390	390	390	390	390	
PS (Dow JV)	140	140	140	140	140	
SM (Dow JV)	300	300	300	300	300	
Synthetic Latex (Dow JV)	18	18	18	18	18	
Mitsui Chemicals JV:						
PTA	1,440	1,440	1,440	1,440	1,440	
PET	100	133	133	133	133	
PP Compound	86	168	168	168	168	
LLPDE Cast film	15	15	15	15	15	
Bangkok Synthetic JV:						
SSBR (BST JV)	50	50	100	100	100	
Mitsui Tohcello JV:						
LLDPE cast sheet film (Mitsui Tohcello JV)		15	15	15	15	
Mitsubishi Rayon JV:						
MMA (Mitsubishi Rayon JV)	175	175	175	175	175	
Cast Sheets (Mitsubishi Rayon JV)	20	20	20	20	20	
Chandra Asri Petrochemical JV (Indo):						
PE/LLDPE (Chandra Asri Petrochemical)	336	336	336	336	336	
PP (Chandra Asri Petrochemical)	480	480	480	480	480	
SM (Chandra Asri Petrochemical)	340	340	340	340	340	
Paper						
Printing and writing paper	570	570	570	630	630	New glassine paper (HVA) capacities in fibrous chain - 2Q16 start (Thailand)
Packaging paper	1,956	2,306	2,306	2,306	2,306	
Box	1,013	1,013	1,013	1,013	1,013	
Machine Glazed Paper (Nippon Paper JV)		43	43	43	43	
Flexible Packaging		17	17	17	17	
Cement (Mn tons)						
Grey cement (mn tons)	24	24	27	28.5	30.3	Expansion at Cambodia (phase 2) at 0.9mn tons in 2Q15, the startup of greenfield in Indonesia at 1.8mn tons in 3Q15, Myanmar at 1.8mn tons in 2Q16, and Laos at 1.8mn tons in 2Q17
White cement (mn tons)	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	
Mortar (mn tons)	2.1	3.1	3.1	5.1	5.1	Mortar expansion in Thailand at 2mn tons, 1H16 start
Building Products (mn sqm)						
Ceramic Tiles	225	225	225	225	225	
Ceramic Italian JV			5	5	5	
Ceiling and wall product	92	92	92	92	92	
Lightweight concrete	15	27	31	31	31	
Modular Home (Sekisui Heim JV) (houses)	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	

Source: Company data and SCBS Investment Research

ซื้อ

เดินหน้าชิงตำแหน่งผู้นำตลาด

การก้าวขึ้นสู่ตำแหน่งอันดับ 2 ในตลาดแบบเหมาจ่ายรายเดือนหนุนให้ราคาหุ้น TRUE ปรับขึ้น และเราคาดว่าราคาหุ้นจะปรับขึ้นได้อีกเนื่องจากบริษัทกำลังเดินหน้าท้าชิงตำแหน่งอันดับ 1 จาก ADVANC โดยได้รับแรงหนุนจากความได้เปรียบจากการให้บริการระบบ 4G เป็นรายแรก อีกทั้งยังได้เปรียบเพิ่มมากยิ่งขึ้นอีกจากการเลื่อนประมูลคลื่นความถี่ 1,800MHz บวกกับความพยายามต่อสู้ดิ้นรนของ DTAC เพื่อรักษาส่วนแบ่งตลาดเอาไว้ แนวโน้มเช่นนี้ส่งสัญญาณว่า TRUE จะมีส่วนแบ่งตลาดรายได้เพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องในระยะ 3 ปีข้างหน้าเป็นอย่างน้อย เรายังคงคำแนะนำ "ซื้อ" TRUE ด้วยราคาเป้าหมาย 17 บาท

ส่วนแบ่งตลาดรายได้จะเพิ่มขึ้นอีก ความได้เปรียบจากการเป็นผู้ให้บริการระบบ 3G รายแรกหนุนให้ TRUE ก้าวขึ้นเป็นผู้ให้บริการโทรศัพท์เคลื่อนที่แบบเหมาจ่ายรายเดือนอันดับ 2 แทนที่ DTAC ในไตรมาส 4/57 และส่วนแบ่งตลาดรายได้ปรับขึ้นจาก 15.4% ในไตรมาส 1/56 สู่ 17.8% ในไตรมาส 4/57 เราไม่คิดว่า TRUE จะยุติการเพิ่มส่วนแบ่งรายได้แค่นี้ ปัจจุบันเราคาดว่า TRUE จะเพิ่มส่วนแบ่งตลาดรายได้อย่างต่อเนื่องต่อไปอีกอย่างน้อย 3 ปีที่อัตรา 1.3% ต่อปี (ส่วนแบ่งตลาดที่เพิ่มขึ้นในปี 2556-57) เราใช้สมมติฐานว่าส่วนแบ่งตลาดรายได้ของ TRUE จะยุติการปรับตัวเพิ่มขึ้นที่ 22% ในปี 2560 ปัจจัยสองอย่างที่จะช่วยให้ส่วนแบ่งตลาดรายได้ของ TRUE เพิ่มขึ้น คือ การเปลี่ยนแปลงพฤติกรรมของผู้บริโภคที่หันมาใช้งานข้อมูลมากขึ้น และการเจาะตลาดแบบเติมเงินเพิ่มในภาคเหนือและภาคตะวันออกเฉียงเหนือ โดยสำหรับ TRUE แล้ว ปัจจัยแรกจะช่วยให้บริษัทมีผู้ใช้บริการแบบเหมาจ่ายเพิ่มมากขึ้นและ blended ARPU สูงขึ้น ขณะที่ปัจจัยที่สองจะช่วยหนุนให้ผู้ใช้บริการแบบเติมเงินปรับตัวเพิ่มขึ้น การวิเคราะห์ความอ่อนไหวพบว่าจำนวนผู้ใช้บริการแบบเหมาจ่ายที่เปลี่ยนแปลงไปทุกๆ 1% จะช่วยหนุนให้กำไรปี 2558 ของ TRUE ปรับตัวเพิ่มขึ้น 5%

EBITDA margin มีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้นในปี 2558 เราคาดว่าธุรกิจโทรศัพท์เคลื่อนที่ของ TRUE จะช่วยสนับสนุนให้ EBITDA margin ของกลุ่มโดยรวมปรับตัวเพิ่มขึ้น โดยในปี 2557 EBITDA margin ของธุรกิจโทรศัพท์เคลื่อนที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างมากสู่ 10.5% จาก 6.1% ในปี 2556 ทั้งๆที่ ค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานโครงข่ายปรับตัวเพิ่มขึ้น โดยส่วนใหญ่เป็นค่าใช้จ่ายในการขยายโครงข่าย 4G เราคาดว่า EBITDA margin ของธุรกิจโทรศัพท์เคลื่อนที่จะเพิ่มขึ้นอีกสู่ 14.8% ในปี 2558, 20.6% ในปี 2559, และ 25% ในปี 2560 สะท้อนถึง EBITDA ที่เติบโตเฉลี่ย 48% ต่อปีในปี 2558-60 โดยสัดส่วน EBITDA จากธุรกิจโทรศัพท์เคลื่อนที่จะเพิ่มขึ้นสู่ 46% ในปี 2558 และสู่ 66% ในปี 2560 ในขณะที่สัดส่วน EBITDA จากธุรกิจออนไลน์และธุรกิจโทรทัศน์จะหดตัวลง ปัจจัยสำคัญที่จะช่วยกระตุ้นให้ EBITDA margin เติบโต คือ 1) ประโยชน์จากการมีต้นทุนคงที่สูง และ 2) การประหยัดต้นทุนได้มากขึ้น โดยเฉพาะค่าใช้จ่ายการตลาดและค่าใช้จ่ายในการขาย

คาดกำไรครั้งแรกในปี 2558 และเพิ่มขึ้นกว่าเท่าตัวในปี 2559 แม้เรายังคงคาดว่า TRUE จะทำกำไรได้เป็นครั้งแรกในปีนี้ แต่เราปรับประมาณการกำไรปี 2558 ลดลง 20% เพื่อสะท้อนการขยายโครงข่ายเพิ่มมากขึ้นซึ่งส่งผลทำให้ค่าใช้จ่ายดำเนินงานโครงข่ายปรับเพิ่มขึ้นมาตั้งแต่ไตรมาส 3/57 อย่างไรก็ดี เราปรับประมาณการกำไรของ TRUE เพิ่มขึ้น 23% ในปี 2559 และ 30% ในปี 2560 เพื่อสะท้อนสมมติฐานเชิงบวกของเราว่าบริษัทจะมีส่วนแบ่งตลาดรายได้เพิ่มมากขึ้น ทั้งนี้หลังการปรับประมาณการเราคาดว่า TRUE จะมีกำไร 4 พันล้านบาทในปี 2558 และจะเพิ่มขึ้นกว่าเท่าตัวสู่ 1 หมื่นล้านบาทในปี 2559 โดยได้รับแรงหนุนจากรายได้ที่เพิ่มขึ้นและ EBITDA margin ที่สูงขึ้น

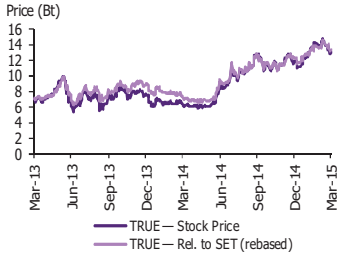
มุมมองของเรา: ประมูลตอนต้นปี 2559 เราคาดว่าในที่สุดแล้วการประมูลคลื่นความถี่สำหรับบริการ 4G จะเกิดขึ้น แต่จะเกิดขึ้นตอนต้นปี 2559 แทนที่จะเป็นเดือน ส.ค. 2558 เลื่อนออกไปเพราะมีประเด็นใหม่เกี่ยวกับการรวมคลื่นความถี่ 2.6GHz เข้ามาในการประมูล และต้องได้ข้อสรุปเกี่ยวกับคดีฟ้องร้องเรื่องเสาโทรคมนาคมก่อน ความล่าช้าดังกล่าวเป็นบวกต่อ TRUE ที่จะคงความได้เปรียบในการเป็นผู้ให้บริการ 4G รายแรก

แนะนำ "ซื้อ" ด้วยราคาเป้าหมายปลายปี 2558 ที่คำนวณได้จากวิธี DCF ที่ 17 บาท การคำนวณด้วยวิธี DCF อิงกับ cost of debt 5% และ cost of equity 10.5% ซึ่งเราใช้สมมติฐาน market risk-free rate ที่ 4.5% และ risk premium 7.5%, WACC 9.9%, และ terminal growth rate 3%

Stock Data

Last close (Mar 20) (Bt)	12.90
12-m target price (Bt)	17.00
Upside (Downside) to TP (%)	31.78
Mkt cap (Btbn)	317.44
Mkt cap (US$mn)	9,740
Bloomberg code	TRUE TB
Reuters code	TRUE.BK
Risk rating	H
Mkt cap (%) SET	2.22
Sector % SET	12.83
Shares issued (mn)	24,608
Par value (Bt)	10
12-m high / low (Bt)	15 / 5.8
Avg. daily 6m (US$mn)	74.09
Foreign limit / actual (%)	49 / 32
Free float (%)	30.4
Dividend policy (%)	40

Price Performance



Source: SET, SCBS Investment Research

Price performance

	1M	3M	12M
Absolute	(7.2)	8.4	111.5
Relative to SET	(2.7)	8.9	88.1

Source: SET, SCBS Investment Research

Forecasts and valuation

Year to 31 Dec	Unit	2013	2014	2015F	2016F	2017F
Revenue	(Btmn)	96,214	109,216	117,203	125,852	130,836
EBITDA	(Btmn)	16,386	17,219	25,198	35,428	42,315
Core profit	(Btmn)	-13,069	-3,626	4,285	10,563	14,871
Reported profit	(Btmn)	-9,063	1,425	4,285	10,563	14,871
Core EPS	(Bt)	-0.90	-0.15	0.17	0.43	0.60
DPS	(Bt)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
P/E, core	(x)	nm	n.m.	74.00	30.02	21.32
EPS growth, core	(%)	97.03	84	n.m.	147	41
P/BV, core	(x)	45.84	4.47	4.26	3.73	3.17
ROE	(%)	(149.98)	(9.67)	5.89	13.24	16.07
Dividend yield	(%)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA	(x)	15.86	21.08	14.85	10.62	8.35

Source: SCBS Investment Research

ปฏิภาค นวาวัตน์
นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน
ด้านหลักทรัพย์
0-2949-1007
phatipak.navawatana@scb.co.th

Financial statement

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	2013	2014	2015F	2016F	2017F
Total revenue	96,214	109,216	117,203	125,852	130,836
Cost of goods sold	76,918	84,520	87,663	89,341	90,460
Gross profit	**19,296**	**24,696**	**29,541**	**36,511**	**40,376**
SG&A	22,638	21,812	21,529	20,420	19,514
Other income	148	184	91	100	100
Interest expense	7,766	4,830	3,486	3,704	3,062
Pre-tax profit	**(11,805)**	**(3,612)**	**3,987**	**11,826**	**17,206**
Corporate tax	0	2,063	797	2,365	3,441
Equity a/c profits	62	6,220	1,000	1,000	1,000
Minority interests	78	(51)	95	102	106
Core profit	**(13,069)**	**(3,626)**	**4,285**	**10,563**	**14,871**
Extra-ordinary items	4,006	5,051	0	0	0
Net Profit	**(9,063)**	**1,425**	**4,285**	**10,563**	**14,871**
EBITDA	16,386	17,219	25,198	35,428	42,315
Core EPS (Bt)	**(0.90)**	**(0.15)**	**0.17**	**0.43**	**0.60**
Net EPS (Bt)	(0.62)	0.06	0.17	0.43	0.61
DPS (Bt)	0.00	0.00	0.00	0.00	1.00

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	4Q13	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14
Total revenue	26,766	25,083	24,308	26,448	33,376
Cost of goods sold	16,087	15,675	19,184	20,519	25,226
Gross profit	**10,679**	**9,408**	**5,124**	**5,929**	**8,150**
SG&A	6,542	4,896	4,927	5,371	6,618
Other income					
Interest expense	1,975	1,493	1,522	1,347	559
Pre-tax profit	**(3,361)**	**(858)**	**(1,325)**	**(737)**	**1,532**
Corporate tax	(441)	(235)	417	149	1,429
Equity a/c profits	80	80	(5)	173	203
Minority interests	51	20	(11)	1	(1)
Core profit	**(3,252)**	**(750)**	**(1,039)**	**(796)**	**(1,041)**
Extra-ordinary items	2,673	4,605	(1,230)	(2,174)	2,960
Net Profit	**(579)**	**3,855**	**(1,708)**	**(2,641)**	**1,920**
EBITDA	3,343	4,742	4,719	5,123	5,467
Core EPS (Bt)	**(0.13)**	**(0.03)**	**(0.07)**	**(0.04)**	**(0.04)**
Net EPS (Bt)	(0.02)	0.16	(0.12)	(0.11)	0.08

Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	2013	2014	2015F	2016F	2017F
Total current assets	70,059	88,066	75,283	83,815	86,892
Total fixed assets	135,794	146,504	178,720	187,437	179,344
Total assets	**205,852**	**234,570**	**254,003**	**271,252**	**266,236**
Total loans	3,743	36,114	36,114	36,114	36,114
Total current liabilities	107,348	45,980	125,371	132,615	128,302
Total long-term liabilities	76,261	117,650	42,932	42,475	26,584
Total liabilities	**201,120**	**163,630**	**179,014**	**185,802**	**166,021**
Paid-up capital	145,302	246,079	245,809	245,809	245,809
Total equity	**4,081**	**70,941**	**74,522**	**85,085**	**99,955**
BVPS (Bt)	**0.28**	**2.88**	**3.03**	**3.46**	**4.07**

Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	4Q13	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14
Total current assets	70,059	71,269	75,788	87,189	88,066
Total fixed assets	135,793	145,434	148,163	145,079	146,504
Total assets	**205,852**	**216,703**	**223,951**	**232,268**	**234,570**
Total loans	80,004	84,066	84,191	44,783	36,114
Total current liabilities	107,348	108,072	115,239	105,888	45,980
Total long-term liabilities	93,772	100,063	101,884	101,884	117,650
Total liabilities	**201,120**	**208,135**	**217,123**	**163,256**	**163,630**
Paid-up capital	145,302	145,302	145,302	246,079	246,079
Total equity	**4,081**	**7,936**	**6,228**	**69,011**	**70,941**
BVPS (Bt)	**0.28**	**0.55**	**0.43**	**2.80**	**2.88**

Cash Flow Statement (Btmn)

FY December 31	2013	2014	2015F	2016F	2017F
Core Profit	(13,069)	(3,626)	4,285	10,563	14,871
Depreciation and amortization	19,728	17,281	17,186	19,337	21,453
Operating cash flow	34,348	11,106	18,548	25,786	36,054
Investing cash flow	(10,858)	(50,985)	(29,062)	(28,053)	(12,935)
Financing cash flow	(12,080)	33,643	218	2,267	(23,119)
Net cash flow	11,410	(6,236)	(10,296)	(0)	0

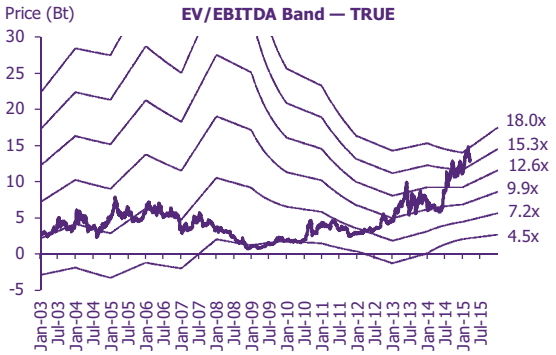
Main Assumptions

	2013	2014	2015F	2016F	2017F
Prepaid subscribers ('000)	19,715	21,000	22,000	23,000	24,000
Postpaid subscribers ('000)	3,162	4,000	4,500	5,000	5,500
Total subscribers ('000)	22,877	25,000	26,500	28,000	29,500
Net additions ('000)	1,951	2,123	1,500	1,500	1,500
Blended ARPU (Bt/sub/month)	124	126	133	139	146

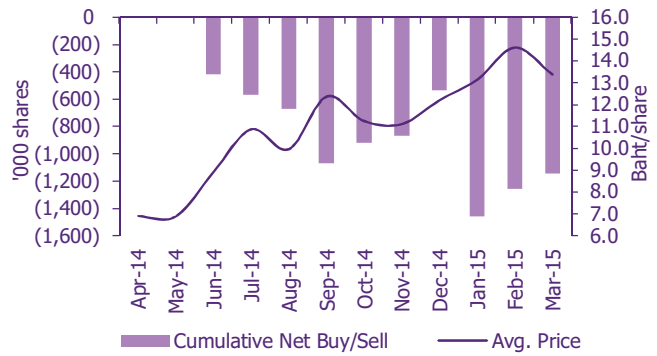
Key Financial Ratios

	2013	2014	2015F	2016F	2017F
Gross margin(%)	20.1	21.1	25.2	29.0	30.9
Operating margin(%)	(3.5)	(0.1)	6.8	12.8	15.9
EBITDA margin(%)	17.0	15.8	21.5	28.2	32.3
EBIT margin(%)	(3.5)	(0.1)	6.8	12.8	15.9
Net profit margin(%)	(12.3)	(4.7)	2.7	7.5	10.5
ROE (%)	na	(9.67)	5.9	13.2	16.1
ROA (%)	na	(1.6)	1.7	4.0	5.5
Net D/E (x)	15.4	0.6	0.8	0.7	0.4
Interest coverage (x)	(0.4)	(0.0)	2.3	4.3	6.8
Debt service coverage (x)	(0.4)	(0.0)	2.3	4.3	6.8
Payout Ratio (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	1.0

EV/EBITDA Band chart

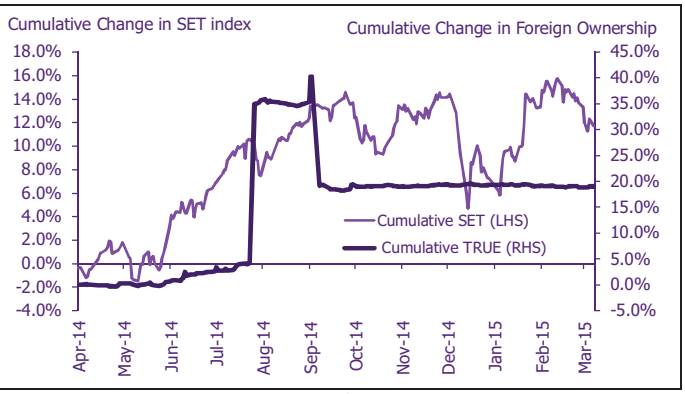


12-Month Cumulative directors trade



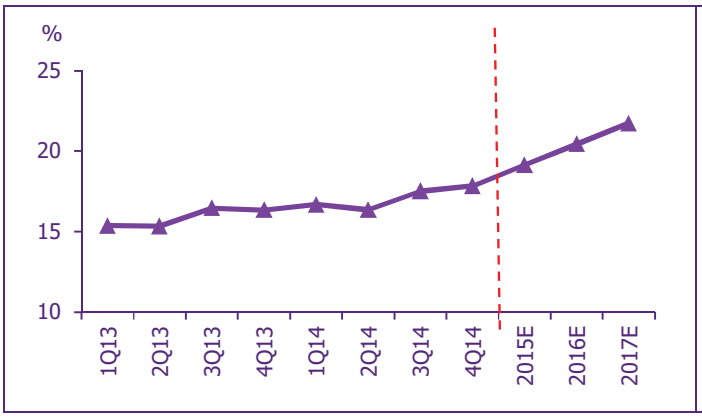
Source: SEC

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



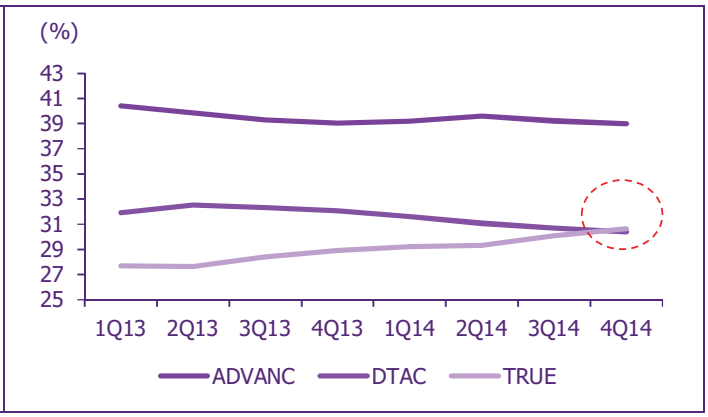
Source: SET, SCBS Investment Research

Figure 1: To gain revenue market share to 22% in 2017



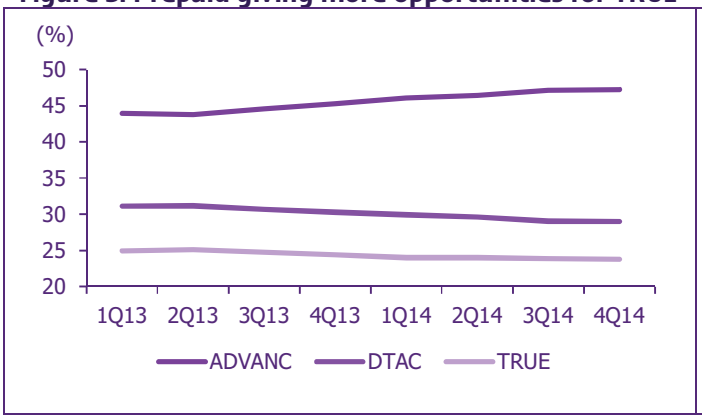
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 2: TRUE takes #2 spot in postpaid subs in 4Q14



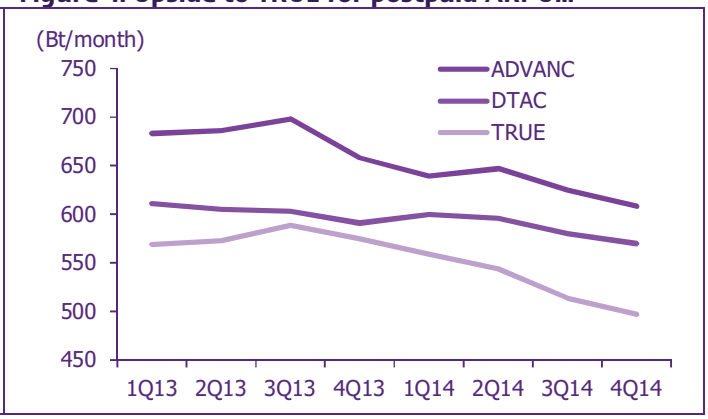
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 3: Prepaid giving more opportunities for TRUE



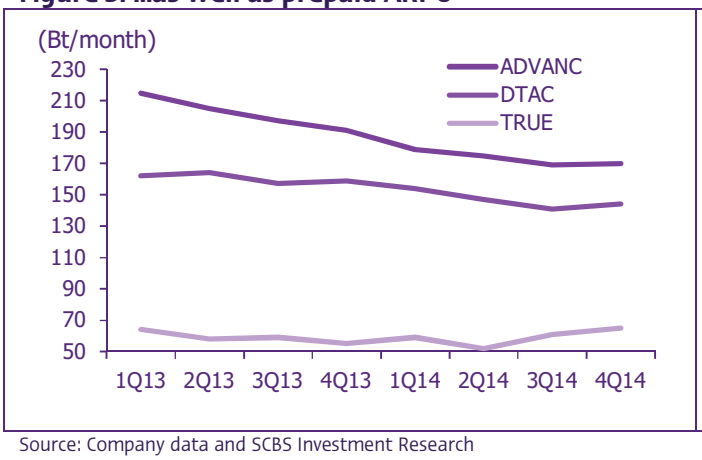
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 4: Upside to TRUE for postpaid ARPU...



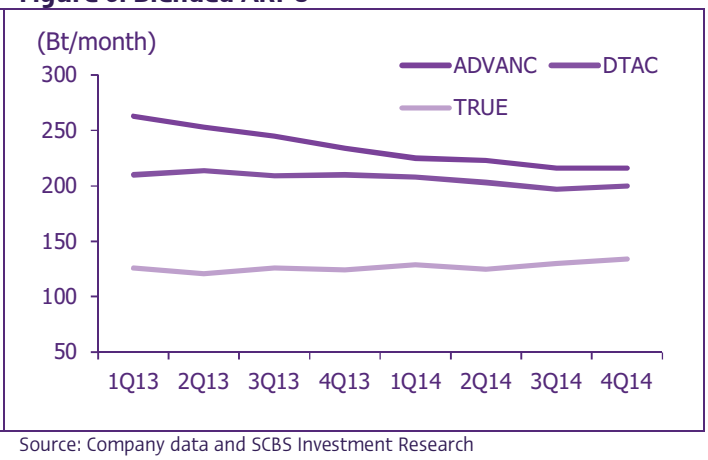
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 5: ...as well as prepaid ARPU



Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 6: Blended ARPU

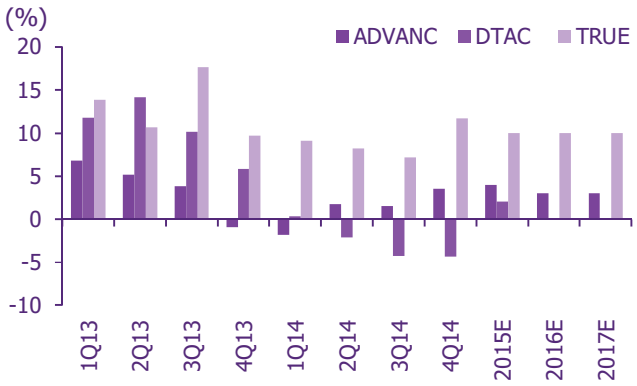


Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 7: Its own 4G handset model with starting price of Bt8,900

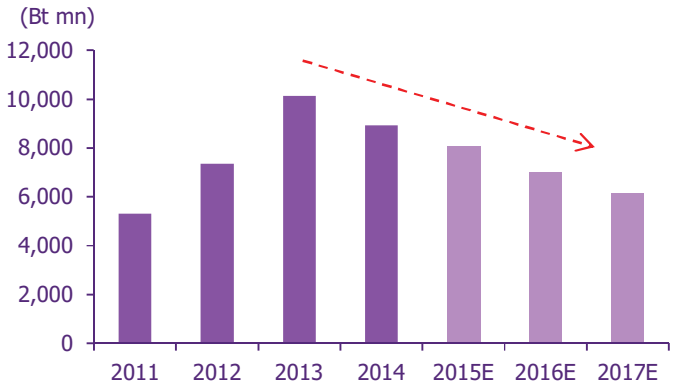
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 8: Market share gain for TRUE means greater growth of revenue ex-IC



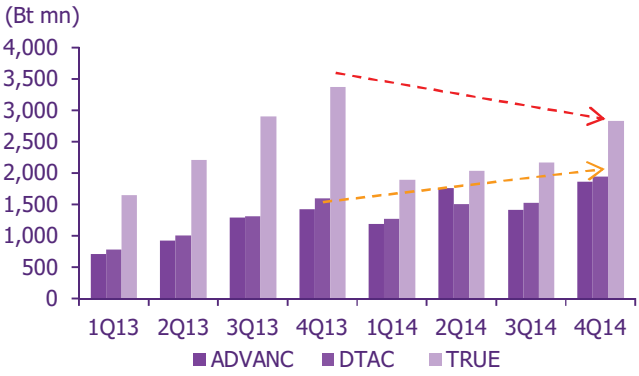
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 8: Selling& marketing expense down for TRUE



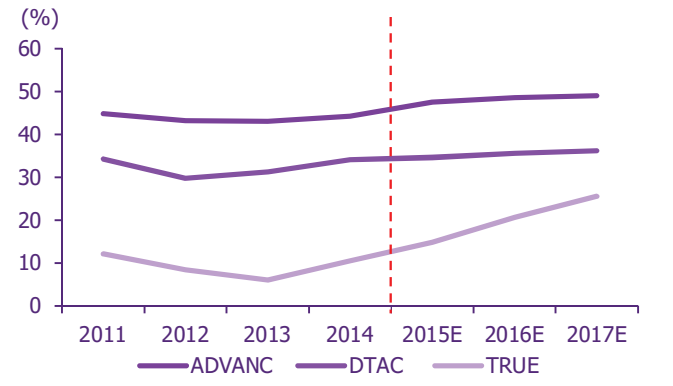
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 10: But still room to fall vs. peers



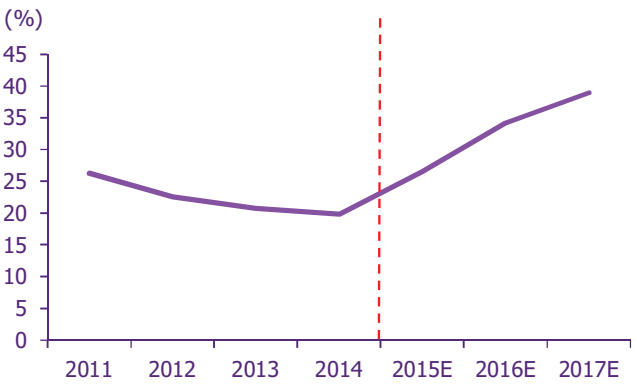
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 11: EBITDA margin is trending up



Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 12: Group EBITDA margin for the widening



Source: Company data and SCBS Investment Research

กลุ่มอุตสาหกรรม

This page is left blank intentionally

เริ่มฟื้นตัวอย่างช้าๆ

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

- **กลุ่มธนาคารน่าจะเริ่มฟื้นตัวอย่างช้า ๆ โดยสินเชื่อจะเติบโตเล็กน้อยในไตรมาส 1/58 และจะค่อย ๆ ปรับตัวเพิ่มขึ้นในไตรมาส 2/58 หลังจากนั้นก็จะเติบโตอย่างเต็มที่ในงวดครึ่งหลังปี 58 สอดคล้องกับอัตราการฟื้นตัวของเศรษฐกิจที่ได้รับปัจจัยหนุนจากการลงทุนภาครัฐ**
- **การลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายสร้างความเสี่ยง downside ต่อ NIM ของธนาคารขนาดใหญ่และกลาง แต่จะส่งผลดีต่อธนาคารที่เน้นปล่อยสินเชื่อเช่าซื้อ**
- **ยืนยันเลือก KTB กับ TISCO เป็น top picks**

สินเชื่อค่อย ๆ ฟื้นตัวเพิ่มขึ้น การสำรวจของ ธปท.พบว่า ในไตรมาส 1/58 ธนาคารต่างๆ คาดว่าความต้องการสินเชื่อภาคธุรกิจจะปรับตัวเพิ่มขึ้นเล็กน้อยทั้งจากธุรกิจขนาดใหญ่และ SME โดยส่วนใหญ่จะเกิดจากธุรกิจที่เน้นตลาดในประเทศ อาทิ การผลิตอาหารและเครื่องดื่ม ธุรกิจค้าส่งค้าปลีก ภาคอสังหาริมทรัพย์ และธุรกิจวัสดุก่อสร้าง สำหรับสินเชื่อภาคครัวเรือน ธนาคารต่างๆ คาดว่าความต้องการสินเชื่อโดยรวมจะปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องในไตรมาส 1/58 ยกเว้น สินเชื่อรถยนต์ ธนาคารต่างๆ ยังคงระมัดระวังการปล่อยสินเชื่อให้กับธุรกิจ SME และภาคครัวเรือน เราคาดว่าสินเชื่อจะเติบโตเล็กน้อยในไตรมาส 1/58 หลังจากนั้นก็จะค่อยๆ ปรับตัวเพิ่มขึ้นในไตรมาส 2/58 ก่อนที่จะเติบโตอย่างเต็มที่ในงวดครึ่งหลังปี 58 สอดคล้องกับอัตราการฟื้นตัวของเศรษฐกิจที่ได้รับปัจจัยหนุนจากการลงทุนภาครัฐ เราคาดว่าสินเชื่อของกลุ่มธนาคารจะเติบโต 7% ในปี 2558 เพิ่มขึ้นเท่าตัวจาก 4% ในปี 2557 หลักๆ เกิดจากสินเชื่อธุรกิจขนาดใหญ่และสินเชื่อ SME โดยได้รับแรงหนุนจากการลงทุนที่ฟื้นตัวดีขึ้นจากการเดินหน้าลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานและการฟื้นตัวของการอุปโภคบริโภคในประเทศ

ลดอัตราดอกเบี้ยนโยบาย – ส่งผลกระทบน้อยมากต่อ NIM กนง.สร้างเซอร์ไพรส์ตลาดด้วยการปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลง 0.25% สู่ 1.75% มีผลทันทีเมื่อวันที่ 11 มี.ค. ในขณะที่ SCB นำร่องด้วยการประกาศปรับลดอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ MLR และอัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำลงในอัตราเท่ากันที่ 0.20% ถ้าธนาคารอื่นๆ ลดอัตราดอกเบี้ยลงเช่นเดียวกับ SCB ส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยสุทธิ (NIM) ของธนาคารส่วนใหญ่ (ไม่รวมธนาคารที่เน้นปล่อยสินเชื่อเช่าซื้อ) จะได้รับผลกระทบเล็กน้อยโดยจะปรับลดลงประมาณ 0.04-0.07% อย่างไรก็ดี ในอดีตที่ผ่านมาธนาคารขนาดใหญ่และกลางสามารถบริหาร NIM ได้ดีในระดับหนึ่ง BBL น่าจะได้รับผลกระทบมากที่สุด เนื่องจากธนาคารมีสินทรัพย์ (ระหว่างธนาคารและเงินให้สินเชื่อ) ที่เชื่อมโยงกับอัตราดอกเบี้ยในตลาดเงินซึ่งโดยทั่วไปแล้วมักจะเคลื่อนไหวไปในทางเดียวกับอัตราดอกเบี้ยนโยบายในสัดส่วนสูงที่สุด ในขณะที่เราคาดว่าธนาคารที่เน้นปล่อยสินเชื่อเช่าซื้อจะได้รับประโยชน์จากการลดอัตราดอกเบี้ยโดยจะช่วยหนุนให้ NIM ปรับเพิ่มขึ้นประมาณ 0.03-0.05% เนื่องจาก duration ของหนี้สินสั้นกว่า duration ของสินทรัพย์ (เงินให้สินเชื่อประมาณ 70% ของธนาคารเหล่านี้เป็นสินเชื่อรถยนต์ที่คิดอัตราดอกเบี้ยคงที่)

ค่าเผื่อหนี้สงสัยจะสูญต่อสินเชื่อรวมของธนาคารที่เน้นปล่อยสินเชื่อเช่าซื้อจะปรับตัวลดลง เศรษฐกิจที่ฟื้นตัวดีขึ้นและการลดอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ MLR น่าจะช่วยชะลอ NPL เกิดใหม่ในปีนี้ ธนาคารส่วนใหญ่จะยังคงตั้งสำรองอย่างระมัดระวัง โดยจะคงสัดส่วนค่าเผื่อหนี้สงสัยจะสูญต่อสินเชื่อรวมไว้ในระดับเดียวกับปีที่ผ่านมามีเพียงธนาคารที่เน้นปล่อยสินเชื่อเช่าซื้อเท่านั้นที่น่าจะเห็นค่าเผื่อหนี้สงสัยจะสูญต่อสินเชื่อรวมลดลงในปีนี้ เนื่องจากราคารถมือสองมีเสถียรภาพตั้งแต่ต้นปีที่ผ่านมา

Top picks: KTB และ TISCO เราคาดว่า KTB จะเป็นธนาคารที่ขยายสินเชื่อได้มากที่สุดที่ 12% ในระยะ 2-3 ปีข้างหน้านี้ เนื่องจาก KTB อยู่ในสถานะดีที่สุดที่จะได้รับประโยชน์จากการลงทุนภาครัฐที่เร่งตัวขึ้น ทั้งจากสินเชื่อภาครัฐและการปล่อยสินเชื่อให้กับบริษัทรับเหมา การเสร็จสิ้นโครงการ transformation สำหรับกลุ่มลูกค้าสินเชื่อ SME และสินเชื่อรายย่อยจะเป็นปัจจัยอีกอย่างหนึ่งที่ช่วยกระตุ้นให้รายได้ของธนาคารเติบโตอย่างโดดเด่น ส่วน TISCO ซื้อขายที่ PER 8 เท่า และ PBV 1.3 เท่าในปี 2558 ในขณะที่ ROE อยู่ในระดับสูงที่ 17-18% และกำไรปี 2558 มีแนวโน้มเติบโตได้ดีที่ 15% โดยได้รับปัจจัยหนุนจากค่าเผื่อหนี้สงสัยจะสูญต่อสินเชื่อรวมที่กลับมาอยู่ในระดับปกติและ NIM ที่แข็งแกร่ง

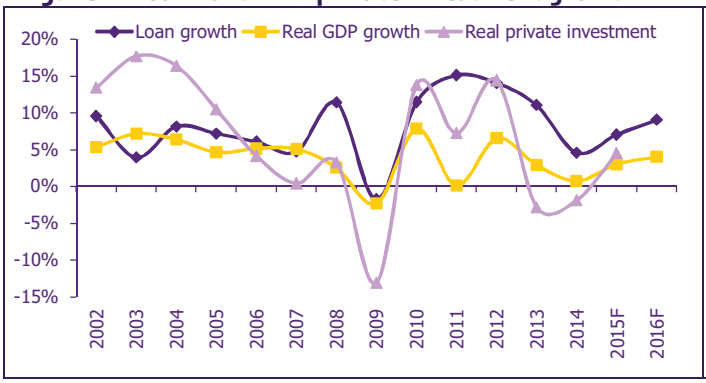
Valuation Summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)		
					14A	15F	16F	14A	15F	16F	14A	15F	16F	14A	15F	16F	14A	15F	16F
BAY	Sell	46.25	33.0	(27.0)	19.8	18.0	14.2	19	10	26	2.1	1.7	1.6	11	12	12	1.5	1.7	2.1
BBL	Buy	183.00	250.0	40.8	9.6	9.1	8.4	1	6	8	1.1	1.0	0.9	12	11	11	3.6	4.1	4.4
KBANK	Buy	228.00	270.0	20.4	11.8	10.7	9.2	12	11	16	2.1	1.8	1.6	19	18	18	1.8	2.0	2.2
KKP	Neutral	38.75	42.0	13.5	12.4	9.8	8.3	(41)	27	18	0.9	0.9	0.8	7	9	10	4.0	5.1	6.0
KTB	Buy	22.90	27.0	22.2	9.6	8.7	7.8	(2)	11	11	1.4	1.2	1.1	15	15	15	3.9	4.3	4.7
LHBANK	Sell	1.92	1.3	(30.2)	21.1	19.6	18.4	30	8	6	1.6	1.5	1.4	8	8	8	1.9	2.0	2.2
TCAP	Buy	34.25	44.0	32.1	8.5	7.6	7.3	(45)	12	5	0.9	0.8	0.7	10	11	10	3.5	3.7	3.9
TISCO	Buy	45.75	55.0	24.9	8.6	7.5	7.1	0	15	5	1.4	1.3	1.1	17	18	17	4.4	4.7	4.8
TMB	Sell	3.02	3.0	1.6	13.8	13.2	11.9	66	5	11	1.9	1.7	1.6	15	14	14	2.2	2.3	2.5
Average					**12.7**	**11.4**	**10.2**	**3**	**9**	**13**	**1.5**	**1.4**	**1.2**	**13**	**13**	**13**	**3.0**	**3.4**	**3.7**

Source: SCBS Investment Research

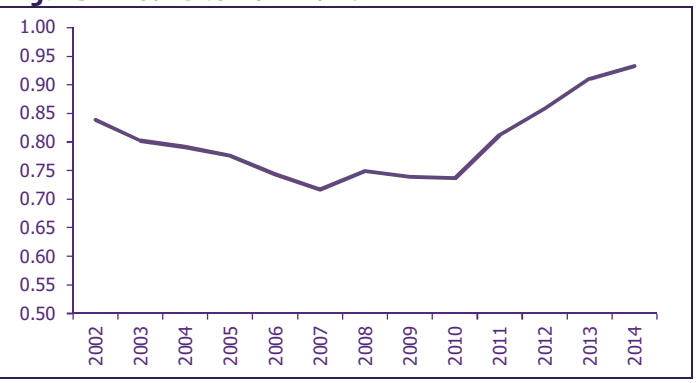
หมายเหตุสำคัญ: บริษัทหลักทรัพย์ ไทยพาณิชย์ จำกัด (SCBS) เป็นบริษัทย่อยที่ธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) (SCB) ถือหุ้นทั้งหมด ข้อมูลใด ๆที่เกี่ยวข้องกับ SCB มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ในการเปรียบเทียบเท่านั้น

Figure 1: Loan vs. GDP & private investment growth



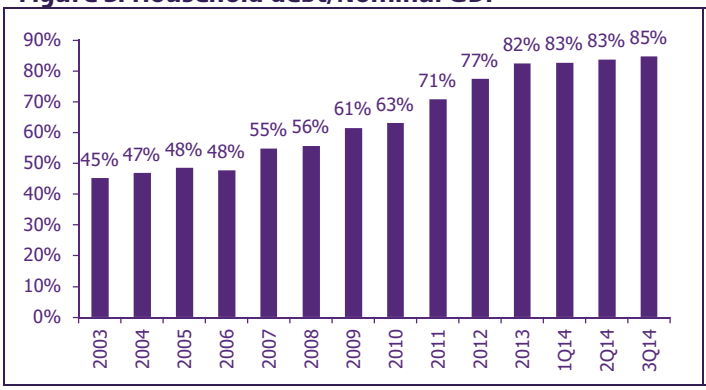
Source: NESDB, SCB EIC and SCBS Investment Research

Figure 2: Loans to nominal GDP



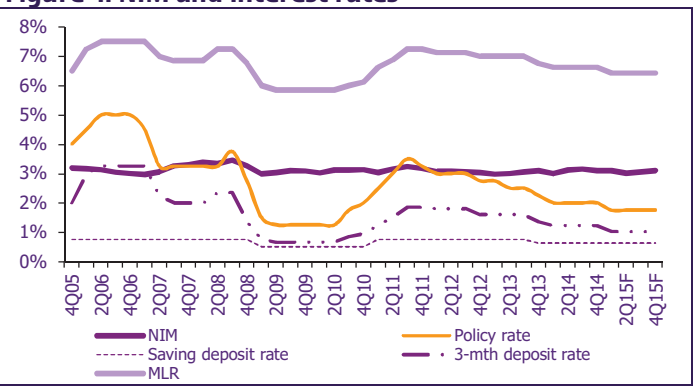
Source: NESDB and SCBS Investment Research

Figure 3: Household debt/Nominal GDP



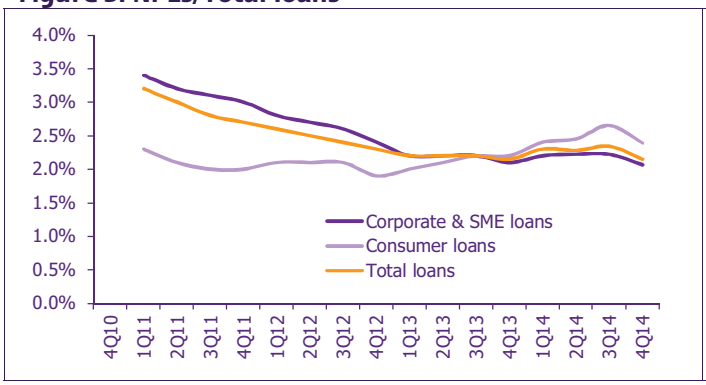
Source: BoI and SCBS Investment Research

Figure 4: NIM and interest rates



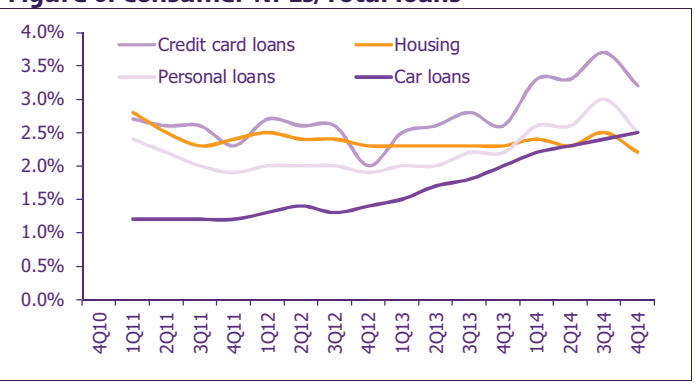
Source: NESDB and SCBS Investment Research

Figure 5: NPLs/Total loans



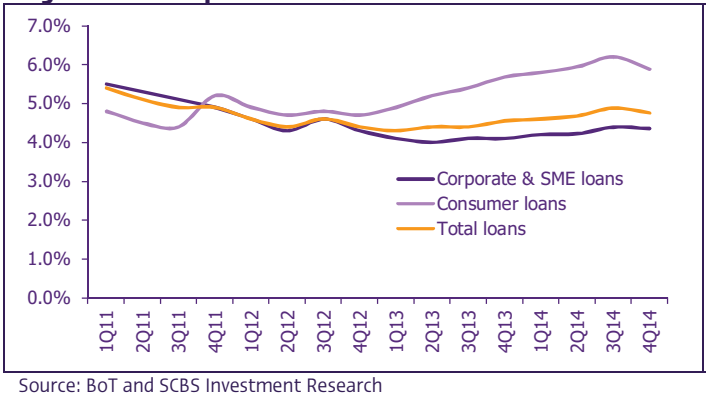
Source: BoT and SCBS Investment Research

Figure 6: Consumer NPLs/Total loans



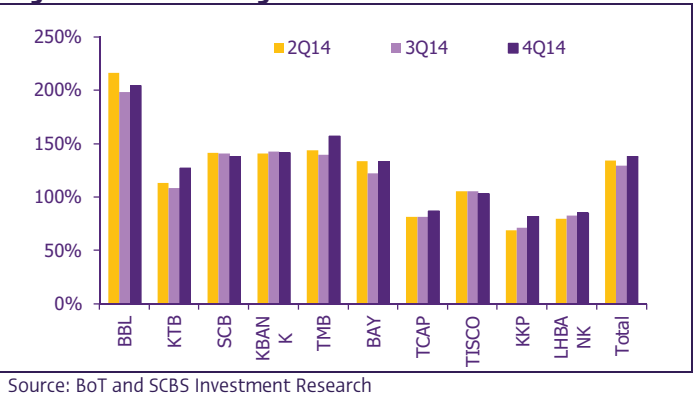
Source: BoT and SCBS Investment Research

Figure 7: Delinquent loans/Total loans



Source: BoT and SCBS Investment Research

Figure 8: LLR coverage



Source: BoT and SCBS Investment Research

ฟื้นตัว แต่เป็นไปอย่างช้าๆ ในงวดครึ่งแรกปี 58

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

- **ความกังวลเกี่ยวกับการฟื้นตัวของเศรษฐกิจส่งผลกระทบต่อความเชื่อมั่นในเดือน ม.ค.-ก.พ. 58 ดังเห็นได้จากดัชนีความเชื่อมั่นผู้บริโภคที่ปรับตัวลดลงและและอัตราเติบโตของยอดขายสาขาเดิมไม่เปลี่ยนแปลงจากไตรมาส 4/57 ที่ -0.5% YoY**
- **ความเชื่อมั่นมีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้นในงวดครึ่งหลังปี 58 จากการเร่งเบิกจ่ายงบประมาณรัฐบาลเพิ่มมากขึ้นและราคาผลิตภัณฑ์การเกษตรมีเสถียรภาพ**
- **เราชอบ CPALL และ ROBINS เพราะกำไรจะปรับตัวดีขึ้นในไตรมาส 1/58 (เพิ่มขึ้น YoY และ QoQ)**

สรุปผลประกอบการไตรมาส 4/57: ปรับตัวดีขึ้นอย่างช้า ๆ กำไรปกติของกลุ่มพาณิชย์ปรับตัวเพิ่มขึ้นเล็กน้อยที่ +7% YoY โดยเกิดจากการขยายสาขาและอัตรากำไรระดับทรงตัวซึ่งช่วยชดเชยยอดขายสาขาเดิมที่หดตัวลง และ +37% QoQ จากปัจจัยฤดูกาล ยอดขายสาขาเดิมของกลุ่มพาณิชย์หดตัวลง -0.5% ในไตรมาส 4/57 (เทียบกับ -0.1% ในไตรมาส 4/56 และ -2.1% ในไตรมาส 3/57) โดยหดตัวลงติดต่อกัน 5 ไตรมาส เพราะการใช้จ่ายอุปโภคบริโภคของผู้มีรายได้ปานกลางถึงต่ำในต่างจังหวัดฟื้นตัวช้า การขยายสาขาเกิดขึ้นต่อเนื่องโดยเพิ่มขึ้น 10% YoY EBIT margin อยู่ในระดับทรงตัว YoY ที่ 8.2% ทั้งนี้ในไตรมาส 4/57 CPALL เป็นบริษัทที่รายงานกำไรปกติเติบโตสูงที่สุด (+14% YoY) เนื่องจากค่าใช้จ่ายจากดีล MAKRO ที่ปรับตัวลดลงช่วยหนุนให้อัตรากำไรปรับตัวดีขึ้น ขณะที่ GLOBAL เป็นบริษัทที่รายงานกำไรอ่อนแอที่สุด (-12% YoY) เนื่องจากอัตรากำไรแคบลงเพราะค่าเสื่อมราคาสูงขึ้นจากการตีราคาสินทรัพย์ใหม่ในไตรมาส 1/57

เครื่องชี้การอุปโภคบริโภคยังไม่ส่งสัญญาณฟื้นตัวตั้งแต่ต้นปี 2558 ถึงปัจจุบัน ดัชนีความเชื่อมั่นผู้บริโภคปรับตัวลดลง 2 เดือนติดต่อกันจาก 80.4 ในเดือน ม.ค. 2558 สู่ 79.1 ในเดือน ก.พ. 2558 สะท้อนความกังวลของตลาดต่อการฟื้นตัวของเศรษฐกิจ ในเดือน ม.ค. 2558 ดัชนีการอุปโภคบริโภคภาคเอกชนลดลง 0.1% YoY และดัชนีรายได้เกษตรกรลดลง 10% YoY เพราะได้รับผลกระทบจากราคาผลิตภัณฑ์การเกษตรที่ลดลง (-11% YoY) โดยหลักๆ คือ ยาง (-30% YoY) ในขณะที่การผลิตผลิตภัณฑ์การเกษตรทรงตัว การเบิกจ่ายงบประมาณของรัฐบาลยังคงทำได้ช้าที่ 8 หมื่นล้านบาท หรือ 19% ของงบประมาณในช่วง 5 เดือนแรกของปีงบประมาณ 58 (ต.ค.57-ก.พ.58) เทียบกับ 1.38 แสนล้านบาท หรือ 32% ในช่วง 5 เดือนแรกของปีงบประมาณ 57

ยอดขายสาขาเดิมหดตัวลงในช่วง 2 เดือนแรกปี 58 ปัจจัยดังกล่าวข้างต้นส่งผลกระทบต่อยอดขายสาขาเดิมของกลุ่มพาณิชย์ โดยในช่วง 2 เดือนแรกปี 58 ยอดขายสาขาเดิมหดตัวลง -0.5% YoY เทียบกับ -0.4% ในไตรมาส 1/57 และ -0.5% ในไตรมาส 4/57 MAKRO รายงานยอดขายสาขาเดิมเติบโตดีที่สุดที่ 2-3% YoY โดยได้รับปัจจัยหนุนจากยอดขายผลิตภัณฑ์อาหารสดที่เติบโตดีขึ้น ยอดขายสาขาเดิมของ BIGC CPALL และ GLOBAL เติบโต 0-1% YoY ในขณะที่ยอดขายสาขาเดิมของ ROBINS หดตัวลง 5-6% YoY หลักๆ เกิดจากโปรไฟล์นักท่องเที่ยวที่เปลี่ยนแปลงไป (จำนวนนักท่องเที่ยวชาวรัสเซียซึ่งใช้จ่ายสูงลดลงถึง 46% YoY ในเดือน ม.ค.) และยอดขายสาขาเดิมของ HMPRO หดตัวลง 1-2% YoY หลักๆ เกิดจากผลกระทบของการแย่งชิงยอดขายระหว่างสาขา

แนวโน้มดีขึ้นในงวดครึ่งหลังปี 58 เราคาดว่ายอดขายสาขาเดิมของกลุ่มพาณิชย์จะปรับตัวดีขึ้นในงวดครึ่งหลังปี 58 ความเชื่อมั่นผู้บริโภคจะปรับตัวดีขึ้นเมื่อรัฐบาลเร่งเบิกจ่ายงบประมาณให้ได้ตามเป้าที่วางไว้ที่ 87% ในปีงบประมาณ 2558 บวกกับราคาผลิตภัณฑ์การเกษตรมีเสถียรภาพมากขึ้น ทั้งนี้ในปี 2558 เราคาดว่ายอดขายสาขาเดิมของกลุ่มพาณิชย์จะเติบโต 3.0% (จาก -1.0% ในปี 2557) โดยได้รับปัจจัยหนุนจากการอุปโภคบริโภคภาคเอกชนที่เติบโต 2.3% ในปี 2558 (จาก 0.3% ในปี 2557) เมื่อรวมกับการขยายสาขา (+10%) และ EBIT margin ที่ดีขึ้น (+0.40%) จะช่วยหนุนให้กำไรของกลุ่มพาณิชย์เติบโต 20% ในปี 2558 จาก -2% ในปี 2557

Top picks: CPALL และ ROBINS เพราะกำไรจะปรับตัวดีขึ้นในไตรมาส 1/58 หุ้น top picks ของเราอิงกับปัจจัยกระตุ้นผลการดำเนินงานอื่นๆ ที่ไม่ใช่ยอดขายสาขาเดิมซึ่งยังคงหดตัวลง CPALL จะรายงานกำไรดีขึ้นเพราะไม่มีค่าใช้จ่ายจากดีล MAKRO เหมือนปีก่อนซึ่งรวมถึงต้นทุนทางการเงินที่ลดลงหลังรีไฟแนนซ์หนี้ ROBINS จะรายงานกำไรเพิ่มขึ้น เพราะรายได้ค่าเช่าเพิ่มขึ้นจากสาขาแบบ lifestyle center แห่งใหม่ นอกจากนี้เราก็คาดว่าในไตรมาส 1/58 GLOBAL จะรายงานกำไรทรงตัว YoY โดยเกิดจากขาดทุนสินค้าเหลือคงคลัง แต่จะเพิ่มขึ้น QoQ จากช่วง high season ของยอดขายวัสดุก่อสร้าง ส่วน BIGC HMPRO และ MAKRO จะรายงานกำไรเพิ่มขึ้นเล็กน้อย YoY แต่ลดลง QoQ จากปัจจัยฤดูกาล

Valuation summary

	Rating	Price	Target	ETR	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
		(Bt/Sh)	(Bt/Sh)	(%)	14A	15F	16F	14A	15F	16F	14A	15F	16F	14A	15F	16F	14A	15F	16F	14A	15F	16F
BIGC	Neutral	227.00	250.0	11.4	25.9	23.0	20.6	0	12	12	4.4	3.9	3.4	18	18	18	1.2	1.3	1.5	14.6	13.2	11.8
CPALL	Buy	38.25	52.0	37.8	35.1	27.4	21.0	(11)	28	30	9.8	8.5	6.8	29	33	36	2.1	1.8	2.4	18.8	16.2	14.1
GLOBAL	Buy	9.50	13.5	42.3	47.3	39.1	30.6	(26)	21	28	2.4	2.2	2.1	6	6	7	0.2	0.2	0.2	20.1	17.3	15.7
HMPRO	Neutral	8.40	9.6	15.0	31.3	27.9	24.0	8	12	16	6.6	5.7	4.8	23	22	22	1.0	0.7	0.8	16.7	14.6	12.7
MAKRO	Buy	35.75	45.0	28.0	35.1	28.5	23.9	14	23	19	13.4	11.4	9.2	41	43	42	2.2	2.1	2.1	22.2	18.5	15.5
ROBINS	Buy	46.75	62.0	34.8	26.9	23.1	19.2	(1)	17	20	4.0	3.6	3.3	15	16	18	1.9	2.2	2.6	13.4	11.3	9.9
Average					**33.6**	**28.2**	**23.2**	**(3)**	**19**	**21**	**6.8**	**5.9**	**4.9**	**22**	**23**	**24**	**1.4**	**1.4**	**1.6**	**17.6**	**15.2**	**13.3**

Source: SCBS Investment Research

Figure 1: Sector core earnings recap and forecast

	Quarterly								Yearly		
	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	2013	2014	2015F
Core profit (Bt mn)											
BIGC	1,397	1,569	1,622	2,635	1,256	1,889	1,570	2,519	7,224	7,235	8,126
CPALL	3,183	2,612	2,977	2,230	2,528	2,250	2,451	2,548	11,001	9,777	12,548
MAKRO	1,010	959	1,024	1,305	1,271	1,052	1,082	1,480	4,299	4,885	6,019
ROBINS	552	447	425	527	539	440	353	595	1,951	1,927	2,252
HMPRO	691	730	720	927	726	795	766	1,027	3,068	3,313	3,714
GLOBAL	287	258	202	195	225	172	131	171	942	699	846
Total	**7,120**	**6,575**	**6,969**	**7,820**	**6,544**	**6,599**	**6,353**	**8,341**	**28,484**	**27,837**	**33,504**
% Growth YoY											
BIGC	-21.4%	13.1%	57.1%	40.5%	-10.1%	20.4%	-3.2%	-4.4%	18.9%	0.2%	12.3%
CPALL	15.8%	-0.7%	4.0%	-19.5%	-20.6%	-13.8%	-17.7%	14.3%	-0.1%	-11.1%	28.3%
MAKRO	15.4%	28.7%	34.8%	13.1%	25.8%	9.6%	5.7%	13.4%	21.6%	13.6%	23.2%
ROBINS	6.8%	-4.5%	13.0%	-3.3%	-2.3%	-1.5%	-17.0%	13.0%	2.3%	-1.2%	16.8%
HMPRO	12.9%	24.0%	16.9%	8.5%	5.0%	8.8%	6.5%	10.8%	14.9%	8.0%	12.1%
GLOBAL	100.7%	72.9%	29.6%	14.0%	-21.8%	-33.0%	-35.1%	-12.2%	52.1%	-25.7%	20.9%
Total	**6.7%**	**10.2%**	**20.1%**	**6.1%**	**-8.1%**	**0.4%**	**-8.8%**	**6.7%**	**10.3%**	**-2.3%**	**20.4%**

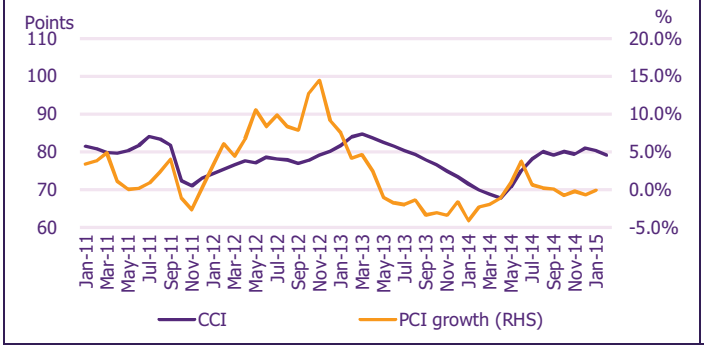
Source: SCBS Investment Research

Figure 2: Sector SSS growth

	Quarterly								Yearly		
SSS growth (%)	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	2013	2014	2015F
BIGC	2.4	3.0	0.0	-4.7	-2.4	-2.0	-2.2	0.5	0.2	-1.5	1.5
CPALL	11.80	7.6	4.6	1.5	-1.1	0.5	-4.5	-3.6	6.4	-2.2	3.0
MAKRO	7.5	8.2	7.1	8.6	7.5	6.3	3.8	0.1	7.9	4.4	4.0
ROBINS	5.1	3.7	5.0	-1.4	-3.3	-7.0	-6.8	-6.1	3.1	-5.8	2.0
HMPRO	-1.7	8.1	5.7	1.3	3.8	6.5	4.8	4.9	3.4	5.0	3.5
GLOBAL	8.5	6.4	-1.3	-5.9	-7.1	-11.3	-7.4	1.3	1.9	-6.1	4.0
Average	**5.6**	**6.2**	**3.5**	**-0.1**	**-0.4**	**-1.2**	**-2.1**	**-0.5**	**3.8**	**-1.0**	**3.0**

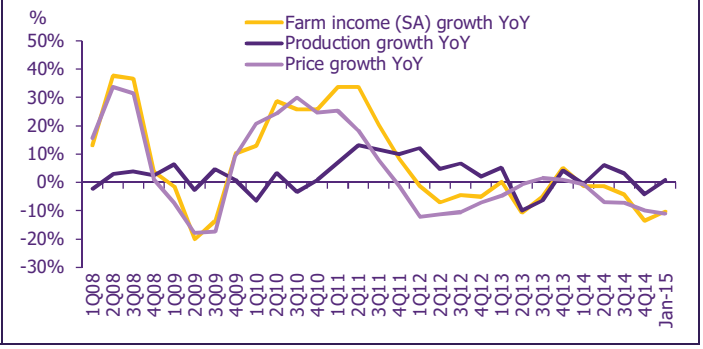
Source: SCBS Investment Research

Figure 3: Consumer Confidence Index and Private Consumption Index growth still weak YTD



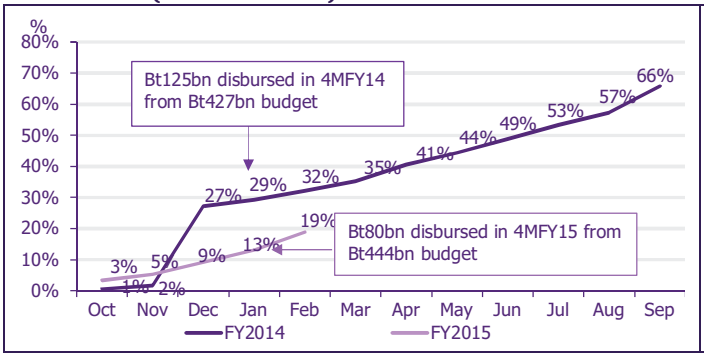
Source: UTCC, BoT, and SCBS Investment Research

Figure 4: Farm income softened in Jan, mainly pulled down by weaker agricultural prices



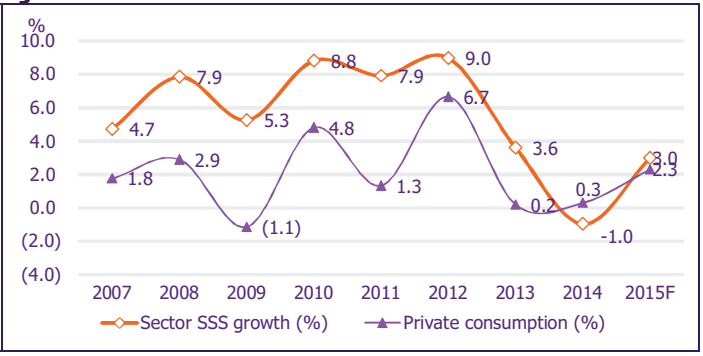
Source: OAE and SCBS Investment Research

Figure 5: Government budget disbursement still slow in 5MFY15 (Oct 14-Feb 15)



Source: FPO and SCBS Investment Research

Figure 6: Private consumption growth and sector SSS growth



Source: SCB EIC and SCBS Investment Research

ไตรมาส 1/58 จะเป็นไตรมาสที่ดีที่สุดของปีนี้

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

- **กำไรไตรมาส 1/58 น่าจะเป็นไตรมาสที่ดีที่สุดของปีนี้ โดยจะเพิ่มขึ้นมาก QoQ จากปริมาณขายที่เพิ่มขึ้นตามฤดูกาล และเพิ่มขึ้น YoY จากอัตรากำไรที่กว้างขึ้นเนื่องจากต้นทุนการผลิตลดลง**
- **ธุรกิจปิโตรเคมีก็จะปรับตัวดีขึ้นด้วยเช่นกัน เพราะส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์จะกว้างขึ้นและไม่มีขาดทุนสินค้าคงคลังจำนวนมากเหมือนไตรมาสก่อนหน้า**
- **อัตรากำไรจะเพิ่มขึ้นตลอดปี 2558 เพราะต้นทุนเชื้อเพลิงลดลง โดยอุปสงค์จะฟื้นตัวชัดเจนมากขึ้นในงวดครึ่งหลังปี 58 จากการเร่งเบิกจ่ายงบประมาณรัฐบาล ซึ่งจะกระตุ้นให้การลงทุนภาคเอกชนปรับตัวเพิ่มขึ้น**
- **หุ้นแนะนำ คือ SCC และ DCC เพราะคาดว่ากำไรไตรมาส 1/58 จะออกมาดีมาก**

ผลประกอบการไตรมาส 4/57: ดีขึ้นแค่ SCC และ DCC ผู้ผลิตปูนซีเมนต์ส่วนใหญ่รายงานกำไรปกติลดลง YoY หลักๆ เกิดจากปริมาณขายที่ลดลง: SCCC กำไรลดลง 25% YoY ส่วนหนึ่งเกิดจากค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารสูง และ TPIPL พลิกมารายงานขาดทุนเพราะขาดทุนสินค้าคงคลังจากธุรกิจปิโตรเคมี ในขณะที่ SCC โดดเด่นออกมาด้วยการรายงานกำไรเติบโต 20% YoY โดยได้รับแรงหนุนจากส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ปิโตรเคมีที่กว้างขึ้นและรายได้เงินปันผลตามฤดูกาล สำหรับผู้ผลิตกระเบื้องเซรามิค พบว่าปริมาณขายลดลง YoY แต่อัตรากำไรเริ่มปรับตัวดีขึ้น เนื่องจากต้นทุนเชื้อเพลิงลดลง DCC รายกำไรเติบโต 8% YoY โดยได้รับแรงหนุนจากอัตรากำไรที่ดีขึ้น แต่ DRT รายงานกำไรลดลงถึง 76% YoY โดยเกิดจากอัตราการใช้กำลังการผลิตระดับต่ำที่สายการผลิตอิฐมวลเบาใหม่

คาดไตรมาส 1/58 จะเป็นไตรมาสที่ดีที่สุดของปีนี้ กำไรไตรมาส 1/58 น่าจะปรับตัวเพิ่มขึ้นมาก QoQ โดยเกิดจากปริมาณขายที่เพิ่มขึ้นตามฤดูกาล และเพิ่มขึ้น YoY จากอัตรากำไรที่กว้างขึ้นเพราะต้นทุนการผลิตลดลง โดยราคาถ่านหินลดลง 19% YoY และราคาน้ำมันร่วงลง 39% YoY ในช่วง 6 เดือนที่ผ่านมา เนื่องจากโดยปกติแล้วผู้ผลิตปูนซีเมนต์จะทำสัญญาซื้อถ่านหินล่วงหน้าไว้ 6-12 เดือน และราคาก๊าซธรรมชาติจะปรับตัวตามหลังราคาน้ำมันอยู่โดยเฉลี่ย 6 เดือน ดังนั้นจะเห็นอัตรากำไรปรับตัวดีขึ้นในงวดครึ่งแรกปี 58 ซึ่งจะมากเกินพอชดเชยอุปสงค์ที่ฟื้นตัวช้าดังเห็นได้จากปริมาณขายปูนซีเมนต์และกระเบื้องเซรามิคที่หดตัวลง 2% YoY ในเดือน ม.ค. 2558 สาเหตุเกิดจากการเบิกจ่ายงบประมาณรัฐบาลช้า (8 หมื่นล้านบาท หรือ 19% ของงบประมาณในช่วง 5 เดือนแรกของปีงบประมาณ 2558 เทียบกับ 1.38 แสนล้านบาท หรือ 32% ของงบประมาณในช่วง 5 เดือนแรกของปีงบประมาณ 2557) และขาดปัจจัยใหม่มากระตุ้นการลงทุนภาคเอกชน บริษัทที่ประกอบธุรกิจหลายประเภทรวมกันจะได้รับประโยชน์จากส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ปิโตรเคมีระดับสูงและจะไม่มีขาดทุนสินค้าคงคลังจำนวนมากเหมือนที่บันทึกในไตรมาส 4/57 เพราะราคาน้ำมันและราคาผลิตภัณฑ์ปิโตรเคมีฟื้นตัวดีขึ้นจากปลายปี 2557

ปี 2558: อัตรากำไรจะเพิ่มขึ้นตลอดทั้งปี และอุปสงค์จะปรับตัวดีขึ้นในงวดครึ่งหลังปี 58 ต้นทุนเชื้อเพลิงที่ลดลงอย่างต่อเนื่องสู่ระดับต่ำสุดในรอบ 7 ปีจะช่วยสนับสนุนให้กลุ่มวัสดุก่อสร้างมีอัตรากำไรเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องตลอดปี 2558 อุปสงค์ที่ดีขึ้นน่าจะช่วยหนุนให้ปริมาณขายฟื้นตัวอย่างชัดเจนมากขึ้นในงวดครึ่งหลังปี 58 แต่ขึ้นอยู่กับความสามารถของรัฐบาลในการเร่งเบิกจ่ายงบประมาณให้ได้ตามเป้าที่ 87% ในปีงบประมาณ 2558 ซึ่งจะกระตุ้นให้การลงทุนภาคเอกชนปรับตัวเพิ่มขึ้น SCB EIC คาดว่าในปี 2558 การลงทุนภาครัฐจะเติบโต 8.6% (จาก -6% ในปี 2557) และการลงทุนภาคเอกชนจะเติบโต 4.5% (จาก -2% ในปี 2557) โดยเกิดจากฐานต่ำบวกกับการเบิกจ่ายงบประมาณภาครัฐเพิ่มมากขึ้นและบรรยากาศการลงทุนที่ดีขึ้น ทั้งนี้ในปี 2558 เราคาดว่าปริมาณขายปูนซีเมนต์จะเติบโต 5% และปริมาณขายกระเบื้องเซรามิคจะเติบโต 3% (เทียบกับ -0.4% และ -3% ในปี 2557 ตามลำดับ)

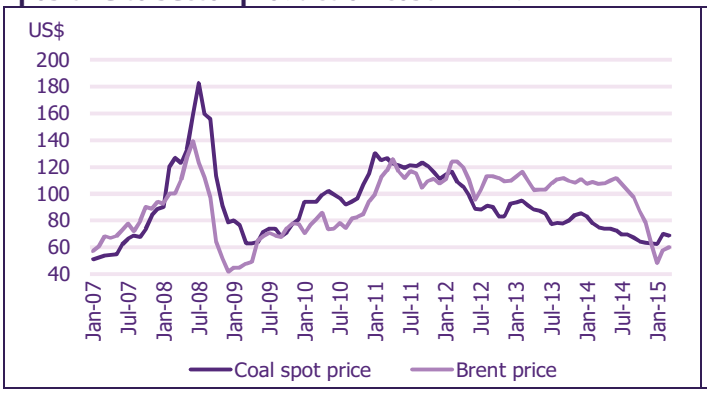
Top picks: SCC และ DCC เพราะคาดการณ์ถึงกำไรที่ดีมากในไตรมาส 1/58 กำไรไตรมาส 1/58 ของ SCC จะปรับตัวเพิ่มขึ้นมากทั้ง YoY และ QoQ โดยเกิดจาก: 1) ธุรกิจปิโตรเคมีที่แข็งแกร่ง เพราะส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์และปริมาณขายอยู่ในระดับสูง และไม่มีขาดทุนสินค้าคงคลังจำนวน 3 พันล้านบาทเหมือนในไตรมาส 4/57; 2) ปริมาณขายของธุรกิจที่ไม่ใช่ปิโตรเคมีปรับตัวเพิ่มขึ้นตามฤดูกาล; และ 3) กำไรพิเศษ 1.6 พันล้านบาทจากการขายหุ้นที่เหลืออีก 10% ใน Michelin (Thailand) นอกจากนี้เราก็คาดว่ากำไรไตรมาส 1/58 ของ DCC จะปรับตัวดีขึ้น YoY จากอัตรากำไรที่ดีขึ้นเพราะต้นทุนเชื้อเพลิงลดลงมาก และเพิ่มขึ้น QoQ จากปริมาณขายที่เพิ่มขึ้นตามฤดูกาล

Valuation summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					14A	15F	16F	14A	15F	16F	14A	15F	16F	14A	15F	16F	14A	15F	16F	14A	15F	16F
DCC	Buy	6.15	6.8	16.4	20.5	17.1	15.3	(6)	19	12	9.3	8.2	7.8	45	51	52	4.9	5.8	6.5	14.1	11.8	10.5
DRT	Sell	5.00	5.0	5.3	18.1	16.4	15.0	(36)	11	9	2.3	2.4	2.3	13	14	16	5.4	5.3	5.8	8.7	7.9	7.4
SCC	Buy	526.00	570.0	11.2	18.8	16.3	13.9	(2)	16	17	3.0	2.7	2.4	17	18	18	2.4	2.9	3.2	11.9	10.1	9.0
SCCC	Buy	400.00	500.0	29.4	18.3	15.6	13.6	3	17	14	4.4	3.9	3.5	25	27	27	3.8	4.4	5.0	12.7	11.0	9.3
TPIPL	Sell	2.72	2.3	(15.0)	97.6	48.9	40.9	(45)	100	20	1.0	0.9	0.9	1	2	2	0.4	0.4	0.4	25.5	17.7	14.3
Average					**34.6**	**22.9**	**19.8**	**(17)**	**32**	**14**	**4.0**	**3.6**	**3.4**	**20**	**22**	**23**	**3.4**	**3.8**	**4.2**	**14.6**	**11.7**	**10.1**

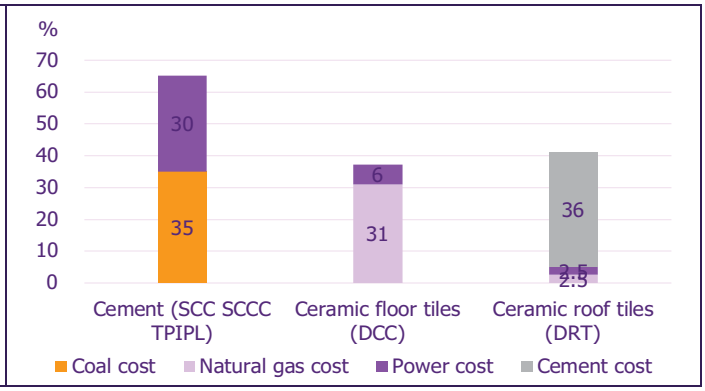
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: Lower fuel costs, both spot coal and oil, a positive to sector production cost in 2015



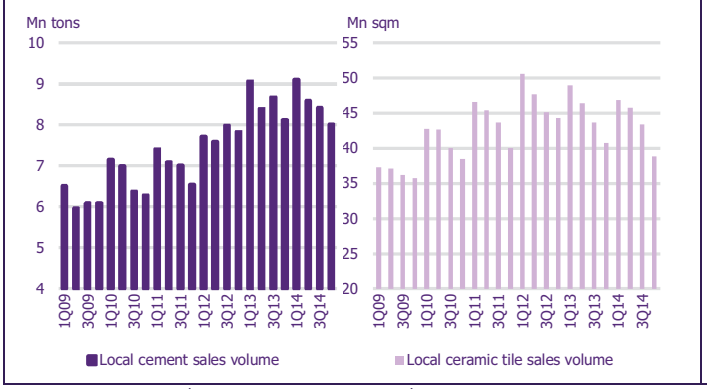
Source: Barlow Junker, Bloomberg, and SCBS Investment Research

Figure 2: Production cost breakdown



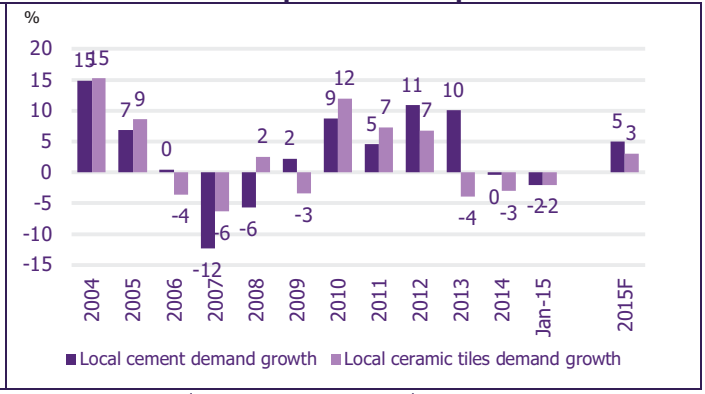
Source: SCBS Investment Research

Figure 3: Seasonally high sales volume for cement and ceramic tiles in the first quarter



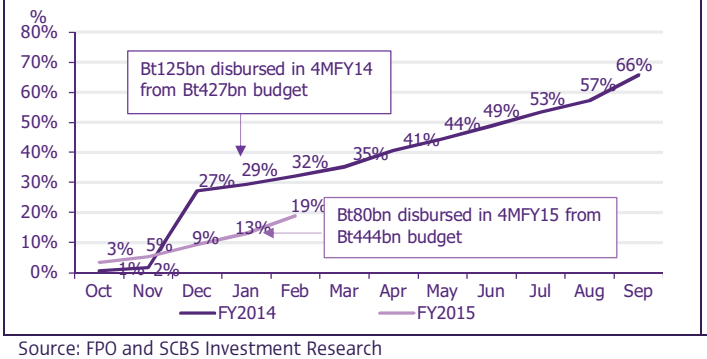
Source: OIE, BOT and SCBS Investment Research

Figure 4: Demand revival YoY not yet seen in Jan 2015, with clearer improvement expected in 2H15



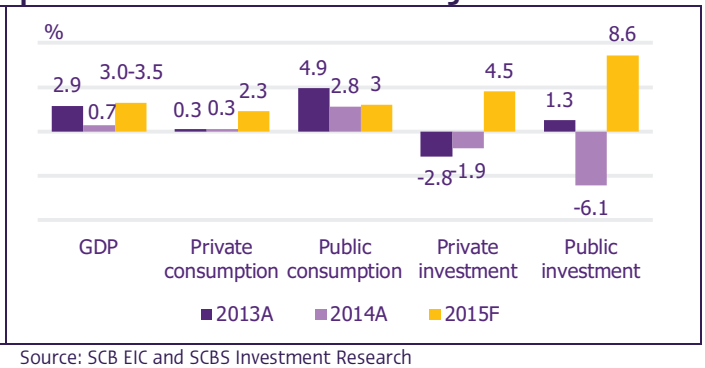
Source: OIE, BOT and SCBS Investment Research

Figure 5: Gov't budget disbursement, albeit slow in 5MFY15, to speed up to hit its 87% target at end-2015



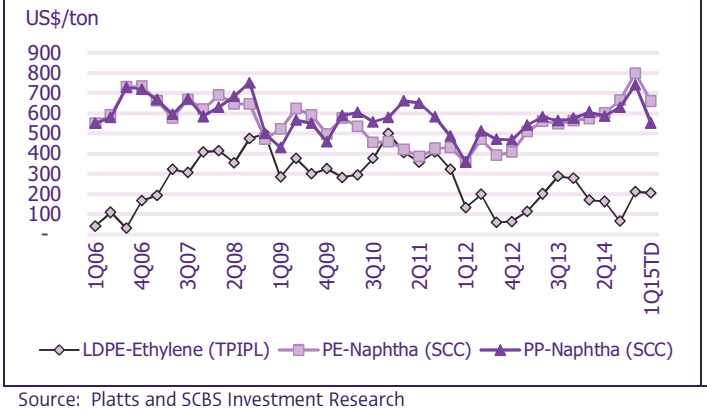
Source: FPO and SCBS Investment Research

Figure 6: From all GDP combinations, private and public investments show the best growth in 2015F



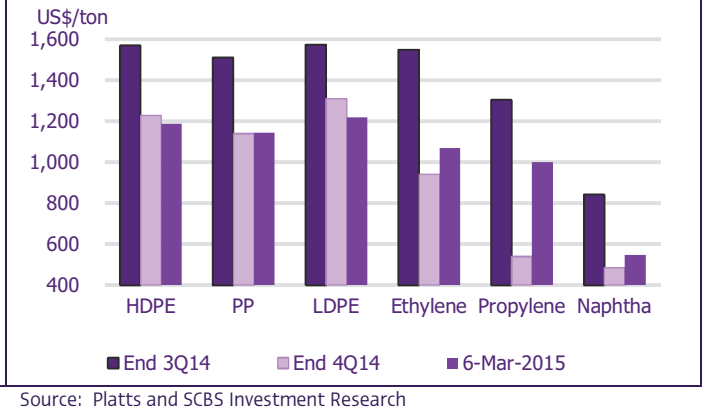
Source: SCB EIC and SCBS Investment Research

Figure 7: Petrochemical spreads still healthy compared to last year



Source: Platts and SCBS Investment Research

Figure 8: Expect the absence of huge inventory loss as recorded in 4Q14 upon a rise in chemical prices QTD



Source: Platts and SCBS Investment Research

ราคาน้ำมันฟื้นแค่ช่วงสั้นๆ

ชัยพัชร ธนวัฒโน
นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน
ด้านหลักทรัพย์
0-2949-1005
chaipat.thanawattano@scb.co.th

- **ไตรมาส 4/57 น่าจะเป็นไตรมาสที่แย่ที่สุด และคาดว่าจะฟื้นตัวดีขึ้นมาก**
- **ราคาน้ำมันฟื้นตัวดีขึ้น แต่ไม่น่าจะเกิดขึ้นได้นาน**
- **คงมุมมองระมัดระวังต่อกลุ่มพลังงาน และเลือก BCP เป็น top pick**

ราคาน้ำมันร่วงแรงส่งผลกระทบอย่างมากต่อผลการดำเนินงานไตรมาส 4/57 แต่คาดว่าจะฟื้นตัวดีขึ้นมากในไตรมาส 1/58 ราคาน้ำมันที่ร่วงลงแรงในไตรมาส 4/57 เป็นฝันร้ายสำหรับบริษัทน้ำมันและก๊าซซึ่งประกาศขาดทุนสุทธิรวมกันเกือบ 7 หมื่นล้านบาท แย่กว่าขาดทุน 5.8 หมื่นล้านบาทในไตรมาส 4/51 ซึ่งเป็นช่วงที่ราคาน้ำมันลดลงแรงครั้งก่อนอย่างมาก หากตัดผลกระทบของขาดทุนสต็อกน้ำมันของบริษัทที่ประกอบธุรกิจกลั่นน้ำมันและขาดทุนจากการด้อยค่าของบริษัทขนาดใหญ่ 2 แห่ง คือ PTT และ PTTEP ออกไป กลุ่มพลังงานน่าจะรายงานกำไรได้บ้าง โดยลดลง 46% QoQ แต่เพิ่มขึ้น 15% YoY ผลการดำเนินงานไตรมาส 1/58 ของกลุ่มพลังงานมีแนวโน้มที่จะฟื้นตัวดีขึ้นกลับมามีกำไรอีกครั้ง แม้อาจจะบันทึกขาดทุนจากสต็อกน้ำมันอยู่บ้าง เนื่องจากราคาน้ำมันลดลงในช่วงครึ่งหลังของไตรมาส 1/58 โดยจะได้รับปัจจัยหนุนจากส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ที่ดีขึ้น โดยเฉพาะ GRM และไม่มีขาดทุนจากสต็อกน้ำมันจำนวนมากเกิดขึ้นอีก

ราคาน้ำมันจะลดลงในไตรมาส 2/58 เพราะอุปสงค์ลดลงและอุปทานเพิ่มขึ้น ราคาน้ำมันดิบเบรนท์ลดลง 8% QTD สู่ระดับ 51 ดอลลาร์สหรัฐ/บาร์เรล แม้ปรับขึ้นช่วงสั้นๆ ในช่วงปลายเดือน ม.ค.ถึงกลางเดือน ก.พ. เพื่อสะท้อนการผลิตชะงักงันในประเทศสมาชิกโอเปกบางประเทศและการผลิตลดลงของผู้ผลิตนอกกลุ่มโอเปกอย่างสหรัฐฯ หลังจากโครงการ shale oil ขนาดเล็กหยุดการผลิต ดังเห็นได้จากปริมาณแท่นขุดเจาะน้ำมันดิบที่ลดลงและรายจ่ายลงทุนที่ลดลง อย่างไรก็ดี สต็อกน้ำมันที่เพิ่มขึ้นในสหรัฐฯ กลับมาสร้างแรงกดดันต่อราคาน้ำมันในช่วงครึ่งหลังของไตรมาส 1/58 ซึ่งเราเชื่อว่าแนวโน้มเช่นนี้จะเกิดขึ้นต่อเนื่องในไตรมาส 2/58 อันเป็นผลมาจากการหยุดซ่อมบำรุงประจำปีของโรงกลั่นในตลาดภูมิภาคและการหยุดงานประท้วงที่ยืดเยื้อของสหภาพแรงงานโรงกลั่นน้ำมันในสหรัฐฯ เรายังคงสมมติฐานราคาน้ำมันดิบเบรนท์ปี 2558 ของเราไว้ที่ 63 ดอลลาร์สหรัฐ/บาร์เรล สูงกว่าตัวเลขคาดการณ์ของ Bloomberg consensus ที่ 61 ดอลลาร์สหรัฐ/บาร์เรล (อัพเดทเดือน ม.ค.-มี.ค. 2558) อยู่เล็กน้อย

คาด GRM ลดลงในไตรมาส 2/58 เพราะอุปสงค์ผลิตภัณฑ์กลุ่ม middle distillates ลดลง GRM เฉลี่ยในตลาดสิงคโปร์เพิ่มขึ้นต่อเนื่องอีก 33% QoQ ในไตรมาส 1/58 สู่ระดับ 8.4 ดอลลาร์สหรัฐ/บาร์เรล สูงที่สุดนับตั้งแต่ไตรมาส 1/56 สะท้อนถึงอุปสงค์ผลิตภัณฑ์น้ำมันสำเร็จรูปที่เพิ่มขึ้นมาก โดยเฉพาะน้ำมันเตาและน้ำมันเบนซิน GRM ของผู้ประกอบการโรงกลั่นไทยน่าจะเพิ่มขึ้น เพราะ crude premium แคบลง โดยลดลงอีกจาก 0.4 ดอลลาร์สหรัฐ/บาร์เรลในไตรมาส 4/57 สู่ 0.2 ดอลลาร์สหรัฐ/บาร์เรลในไตรมาส 1/58 เราเชื่อว่าเรื่องนี้สะท้อนในราคาหุ้นไปค่อนข้างมากแล้ว และเมื่อก้าวเข้าสู่ไตรมาส 2/58 เราคาดว่า market GRM จะปรับตัวลดลง QoQ เพราะอุปสงค์ผลิตภัณฑ์กลุ่ม middle distillates ลดลง โดยเฉพาะ heating oil แม้จะได้รับการชดเชยบางส่วนจากอุปสงค์น้ำมันเบนซินที่เพิ่มขึ้น

ราคาถ่านหินที่ฟื้นตัวดีขึ้นไม่น่าจะเกิดขึ้นได้นาน ราคาถ่านหินในตลาดภูมิภาคปรับตัวเพิ่มขึ้นเล็กน้อยในไตรมาส 1/58 โดยได้รับปัจจัยหนุนจากอุปสงค์ตามฤดูกาล และเป็นการปรับขึ้นไตรมาสแรกนับตั้งแต่ไตรมาส 4/56 แนวโน้มเช่นนี้อาจจะส่งสัญญาณว่าราคาถ่านหินปรับตัวลงถึงจุดต่ำสุดไปแล้ว แต่เราเชื่อว่าราคาถ่านหินที่ฟื้นตัวดีขึ้นไม่น่าจะเกิดขึ้นได้นาน เรายังคงมุมมองที่ว่าการฟื้นตัวของราคาถ่านหินจากการลดการผลิตน่าจะมีเสถียรภาพมากขึ้นในช่วงครึ่งหลังปี 58 เป็นอย่างเร็วเมื่อพิจารณาจากสภาวะราคาน้ำมันระดับต่ำในปัจจุบัน

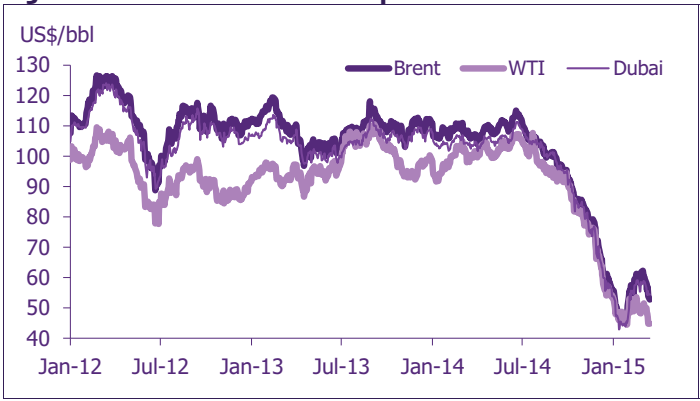
คงมุมมองระมัดระวังต่อกลุ่มพลังงาน ราคาหุ้นโรงกลั่นปรับตัว outperform กลุ่มพลังงานและตลาดในไตรมาส 1/58 (QTD) จากการคาดการณ์เชิงบวกว่าผลการดำเนินงานจะฟื้นตัวหลังจากได้รับผลกระทบจากขาดทุนสต็อกน้ำมันในไตรมาส 4/57 ในขณะเดียวกัน ราคาหุ้นบริษัทสำรวจและผลิตปิโตรเลียม (E&P) และบริษัทน้ำมันและก๊าซ ยังคงปรับตัวตามการเปลี่ยนแปลงของราคาน้ำมัน (-8% QTD) หุ้น top picks ของเราในรายงานฉบับก่อนปรับตัว underperform ยกเว้น BCP ราคาหุ้น BCP ปรับตัวเพิ่มขึ้น 4% QTD แต่สร้างความผิดหวังด้วยการปรับตัว underperform หุ้นโรงกลั่นอื่นๆ ในประเทศไทย เพราะสร้างเซอร์ไพรส์ด้วยการประกาศแผนเพิ่มทุน เราเชื่อว่าราคาน้ำมันที่อ่อนตัวลงในปัจจุบันจะสร้างแรงกดดันต่อราคาหุ้นกลุ่มพลังงานอย่างต่อเนื่องในไตรมาส 2/58 โดยมีโอกาสที่ราคาหุ้นโรงกลั่นจะปรับตัวลดลง เราแนะนำนักลงทุนให้ลงทุนอย่างระมัดระวังในกลุ่มพลังงาน BCP เป็นหุ้น top pick ของเราถ้าต้องการลงทุนในกลุ่มพลังงาน เพราะ valuation ต่ำ และผลการดำเนินงานมีแนวโน้มปรับตัวดีขึ้น

Valuation summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x) 14A	P/E (x) 15F	P/E (x) 16F	EPS growth (%) 14A	EPS growth (%) 15F	EPS growth (%) 16F	P/BV (x) 14A	P/BV (x) 15F	P/BV (x) 16F	ROE (%) 14A	ROE (%) 15F	ROE (%) 16F	Div. Yield (%) 14A	Div. Yield (%) 15F	Div. Yield (%) 16F	EV/EBITDA (x) 14A	EV/EBITDA (x) 15F	EV/EBITDA (x) 16F
BANPU	Buy	29.00	34.0	19.3	27.2	24.2	16.5	25	12	46	1.10	1.10	1.06	4	5	7	4.1	2.1	3.1	10.2	8.8	7.5
BCP	Buy	33.75	39.0	20.0	168.4	9.1	8.5	(94)	n.m.	7	1.40	1.26	1.16	1	15	14	3.0	4.4	4.7	14.9	5.8	5.4
ESSO	Sell	6.35	4.4	(29.1)	n.m.	20.1	17.4	n.m.	n.m.	15	1.78	1.64	1.53	(59)	9	9	0.0	1.6	1.6	(6.0)	15.1	13.6
IRPC	Sell	4.04	3.4	(14.9)	n.m.	39.4	15.4	(488)	n.m.	157	1.22	1.19	1.13	(15)	3	8	0.0	1.0	2.7	(24.0)	14.6	10.1
PTT	Neutral	322.00	360.0	15.2	10.9	12.4	10.8	(10)	(12)	15	1.06	1.00	0.93	10	8	9	4.0	3.4	3.7	4.5	4.6	4.2
PTTEP	Buy	106.50	130.0	24.8	8.5	14.7	12.7	(16)	(42)	16	1.02	0.98	0.93	12	7	8	4.2	2.7	3.2	2.4	3.9	3.7
TOP	Neutral	53.25	46.0	(10.4)	n.m.	14.4	12.4	n.m.	n.m.	17	1.31	1.23	1.17	(8)	9	10	2.2	3.2	3.8	68.9	7.0	5.9
Average					**53.8**	**19.2**	**13.4**	**(117)**	**(14)**	**39**	**1.27**	**1.20**	**1.13**	**(8)**	**8**	**9**	**2.5**	**2.6**	**3.3**	**10.2**	**8.5**	**7.2**

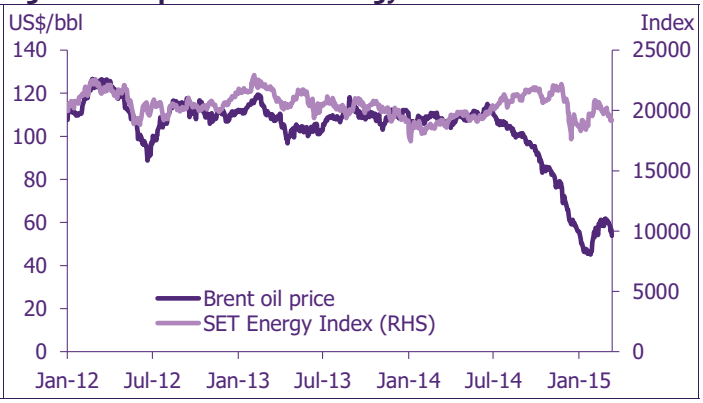
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: Benchmark crude oil price



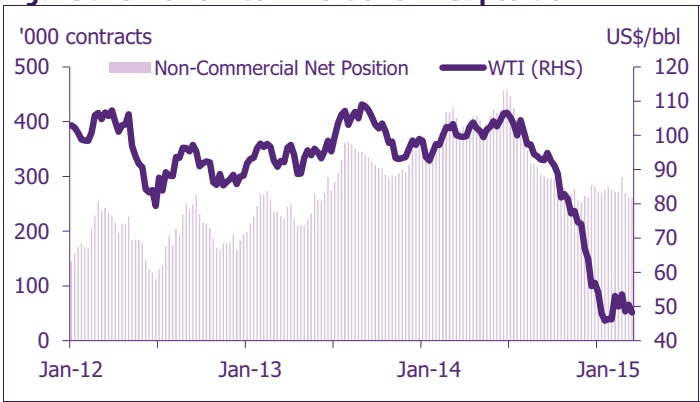
Source: Bloomberg Finance LP, SCBS Investment Research

Figure 2: Oil price vs. SET Energy Index



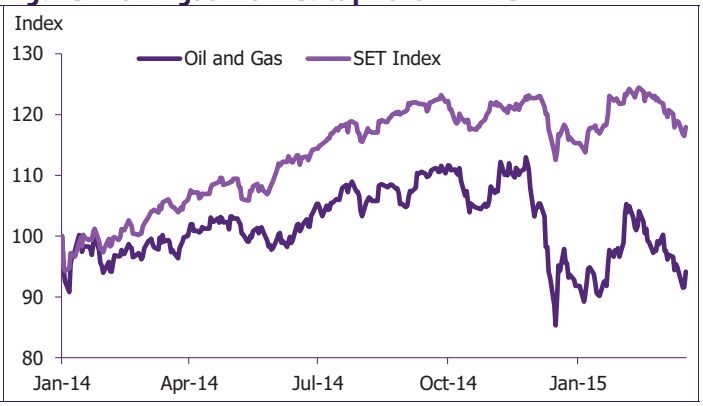
Source: Bloomberg Finance LP, SCBS Investment Research

Figure 3: CFTC non-commercial oil net position



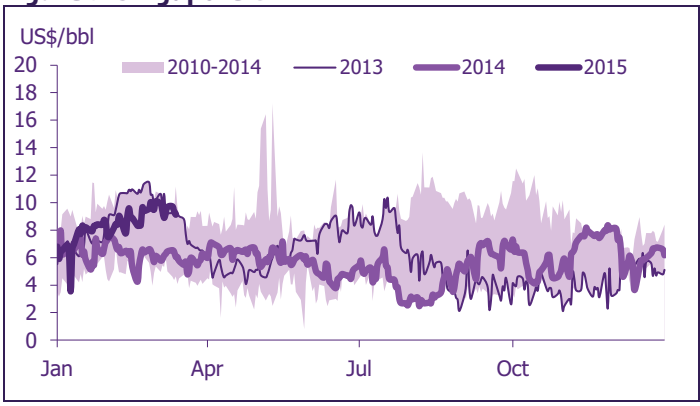
Source: CFTC, Bloomberg Finance LP, SCBS Investment Research

Figure 4: Oil& gas market cap vs. SET Index



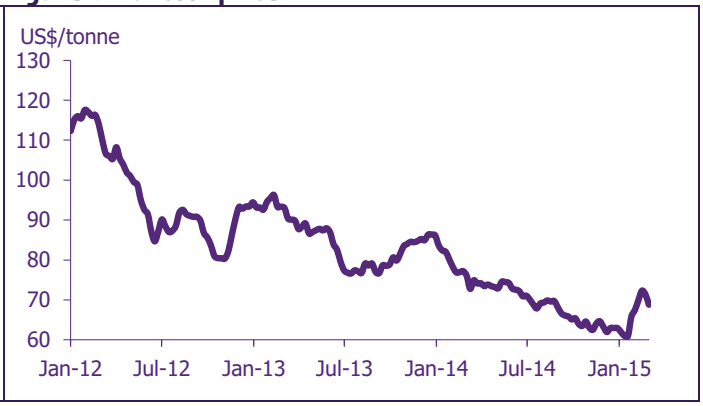
Source: Bloomberg Finance LP, SCBS Investment Research

Figure 5: Singapore GRM



Source: Reuters, SCBS Investment Research

Figure 6: BJI coal price



Source: BJI, SCBS Investment Research

AEONTS มีโอกาสเติบโตในระยะยาวมากกว่า KTC

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

- **AEONTS เหมาะกับการเข้าไปทำธุรกิจสินเชื่อนาโนไฟแนนซ์มากที่สุด แต่จะไม่เร่งรีบ**
- **เราคาดว่ากำไรของ AEONTS จะเติบโตเพิ่มขึ้นสู่ 15% ในปีบัญชี 2558 โดยได้รับแรงหนุนจากสินเชื่อที่เติบโตมากขึ้น ต้นทุนทางการเงินที่ลดลง และค่าเผื่อหนี้สงสัยจะสูญต่อสินเชื่อรวมที่ลดลง**
- **KTC น่าจะรายงานกำไรเติบโตลดน้อยลงสู่ 16% ในปี 2558 เพราะค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานจะกลับสู่ระดับปกติและค่าใช้จ่ายการตลาดสูงขึ้น**
- **ชอบ AEONTS มากกว่า KTC หลัก ๆ เป็นเพราะโอกาสเติบโตสูงกว่า**

AEONTS เหมาะกับโครงการสินเชื่อนาโนไฟแนนซ์มากที่สุด แต่จะไม่เร่งรีบ ในจำนวนบริษัทจดทะเบียนที่ประกอบธุรกิจสินเชื่ออุปโภคบริโภคซึ่งแสดงความสนใจเข้าร่วมโครงการสินเชื่อนาโนไฟแนนซ์ทั้งหมด AEONTS มีแนวโน้มที่จะประสบความสำเร็จในโครงการนี้มากที่สุด เนื่องจากบริษัทเป็นผู้นำการปล่อยสินเชื่อส่วนบุคคลแบบไม่มีหลักประกันในตลาดระดับล่าง ในขณะที่บริษัทจดทะเบียนที่ประกอบธุรกิจสินเชื่ออุปโภคบริโภครายอื่นส่วนใหญ่มีความเชี่ยวชาญด้านสินเชื่อแบบมีหลักประกัน (ลีสซิ่ง) และมีประสบการณ์น้อยมากในการปล่อยสินเชื่อแบบไม่มีหลักประกัน อย่างไรก็ตาม AEONTS จะไม่เร่งรีบขอใบอนุญาตทำธุรกิจสินเชื่อนาโนไฟแนนซ์ เนื่องจากบริษัทต้องการศึกษาตลาดนี้อย่างละเอียดก่อน ถ้าบริษัทตัดสินใจเข้าสู่ตลาดนี้ บริษัทก็จะเจาะตลาดนี้อย่างระมัดระวังและจะไม่เร่งขยายตลาดมากนัก ทั้งนี้สินเชื่อนาโนไฟแนนซ์เป็นสินเชื่อที่ให้กับบุคคลเพื่อนำไปประกอบอาชีพ (ไม่ใช่เพื่อการอุปโภคบริโภค) โดยไม่มีหลักทรัพย์ค้ำประกัน วงเงินสินเชื่อสูงสุดอยู่ที่ 100,000 บาท โดยกำหนดเพดานอัตราดอกเบี้ยและค่าธรรมเนียมไว้ที่ 36% ต่อปี ขณะที่ KTC เปิดเผยว่าบริษัทไม่สนใจเข้าร่วมโครงการสินเชื่อนาโนไฟแนนซ์

AEONTS: คาดกำไรไตรมาส 4 ปีบัญชี 57 ทรงตัว ปริมาณการทำธุรกรรมที่ AEONTS เปลี่ยนแปลง QoQ น้อยมากในไตรมาส 4 ปีบัญชี 57 (21 พ.ย.-20 ก.พ.) ทั้งๆ ที่เป็นช่วงที่มีการใช้จ่ายอุปโภคบริโภคสูง การทำธุรกรรมในประเทศลดลง QoQ สะท้อนการอุปโภคบริโภคในประเทศชะลอตัว โดยเฉพาะในพื้นที่ต่างจังหวัด อย่างไรก็ตาม การทำธุรกรรมในกลุ่มประเทศ CLMV เพิ่มมากขึ้นช่วยชดเชยการทำธุรกรรมในประเทศที่ลดลง ค่าเผื่อหนี้สงสัยจะสูญน่าจะยังอยู่ในระดับสูงในไตรมาส 4 ปีบัญชี 57 เนื่องจากบริษัทยังคงยึดหลักความระมัดระวัง เราคาดว่ากำไรไตรมาส 4 ปีบัญชี 57 จะลดลง 3% YoY แต่เพิ่มขึ้น 4% QoQ สู่ 589 ล้านบาท

AEONTS: กำไรมีแนวโน้มเติบโตเพิ่มขึ้นในปีบัญชี 2558 เราคาดว่ากำไรของ AEONTS จะมีอัตราเติบโตเพิ่มขึ้นสู่ 15% ในปีบัญชี 2558 จาก -3% ในปีบัญชี 2557 โดยได้รับปัจจัยหนุนจากสินเชื่อที่เติบโตแบบเร่งตัวขึ้น ต้นทุนทางการเงินที่ลดลง และอัตราส่วนค่าเผื่อหนี้สงสัยจะสูญต่อสินเชื่อรวมที่ลดลง บริษัทคาดว่าจะใช้นโยบายปล่อยสินเชื่อที่มีความเข้มงวดน้อยลงในปีบัญชี 2558 เนื่องจากเศรษฐกิจฟื้นตัว การเติบโตที่น่าตื่นเต้นมากที่สุดจะเกิดจากบริษัทย่อยในกลุ่มประเทศ CLMV โดยเฉพาะในกัมพูชาและเมียนมาร์ เราคาดว่าสินเชื่อจะเติบโต 15% ในปีบัญชี 2558 จาก 12% ในปีบัญชี 2557 (ยังไม่รวมเอาสินเชื่อนาโนไฟแนนซ์เข้ามา) ส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยสุทธิน่าจะปรับตัวเพิ่มขึ้น เนื่องจากต้นทุนทางการเงินจะปรับลดลงเล็กน้อยจากการลดอัตราดอกเบี้ย AEONTS คาดว่าอัตราส่วนค่าเผื่อหนี้สงสัยจะสูญต่อสินเชื่อรวมจะลดลงในปีบัญชี 2558 หลังจากตั้งสำรองพิเศษในปีบัญชี 2557 เพื่อสะท้อนการเปลี่ยนนโยบายบัญชีมาใช้วิธีกันสำรองแบบรายกลุ่มสินเชื่อ (collective approach) ในปีบัญชี 2558 เราคาดว่าอัตราส่วนค่าเผื่อหนี้สงสัยจะสูญต่อสินเชื่อรวมจะลดลงจาก 8.3% ในปีบัญชี 2557 สู่ 7.5% ในปีบัญชี 2558

KTC จะเพิ่มค่าใช้จ่ายการตลาดเพื่อกระตุ้นการเติบโต ในปี 2558 KTC จะใช้ค่าใช้จ่ายการตลาดเพิ่มมากขึ้นเพื่อกระตุ้นให้ยอดการใช้จ่ายผ่านบัตรเครดิตและสินเชื่อส่วนบุคคลเติบโต 15% ตามเป้าที่บริษัทวางไว้ โดยค่าใช้จ่ายการตลาดส่วนหนึ่งจะเกี่ยวข้องกับการรีแบรนด์บัตรเครดิต ซึ่งบริษัทคาดว่าจะแล้วเสร็จในงวดครึ่งหลังปี 58 KTC คาดว่าค่าใช้จ่ายการตลาดที่เพิ่มขึ้นจะถูกชดเชยด้วยค่าเผื่อหนี้สงสัยจะสูญต่อสินเชื่อรวมที่ลดลง แม้สินเชื่อและรายได้ค่าธรรมเนียมฟื้นตัวดีขึ้นอันเป็นผลมาจากภาวะเศรษฐกิจที่ปรับตัวดีขึ้น แต่เราคาดว่ากำไรของ KTC จะเติบโตในอัตราที่ชะลอตัวลงจาก 37% ในปี 2557 สู่ ~16% ในปี 2558 โดยเกิดจากประสิทธิภาพการดำเนินงานที่ดีขึ้นในอัตราชะลอตัวลงอันเป็นผลมาจากการปรับโครงสร้างองค์กรที่เริ่มขึ้นในปี 2556 การปรับโครงสร้างองค์กรครั้งนี้ บริษัทได้มีการนำส่วนงานติดตามหนี้กลับมาทำเอง (จากเดิมที่ว่าจ้างดำเนินการ) ซึ่งช่วยให้บริษัทตั้งสำรองลดลงจากการติดตามหนี้ได้อย่างมีประสิทธิภาพมากขึ้น

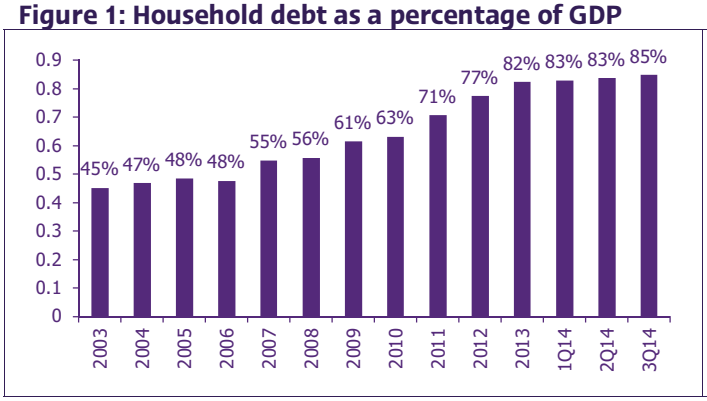
ชอบ AEONTS มากกว่า KTC ทั้ง AEONTS และ KTC ซื้อขายที่ valuation ระดับต่ำ แต่ AEONTS มีโอกาสเติบโตในระยะยาวมากกว่า KTC โอกาสที่ AEONTS จะเติบโตเปิดกว้างด้วยการเข้าร่วมโครงการปล่อยสินเชื่อนาโนไฟแนนซ์และบริษัทย่อยในกลุ่มประเทศ CLMV ก็เติบโตอย่างมาก ในขณะที่ KTC ยังคงมีลูกค้าเป้าหมายเป็นกลุ่มผู้มีรายได้ปานกลางถึงสูงซึ่งเป็นตลาดที่ถึงจุดอิ่มตัวแล้ว โดยเฉพาะตลาดบัตรเครดิตซึ่งมีการแข่งขันสูงจากธนาคารพาณิชย์

Valuation Summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)		
					14A	15F	16F	14A	15F	16F	14A	15F	16F	14A	15F	16F	14A	15F	16F
AEONTS	Buy	107.50	130.0	24.4	11.5	10.0	8.4	(3)	15	20	2.7	2.3	1.9	25	24	25	3.1	3.5	4.2
KTC	Neutral	96.00	85.0	(8.2)	14.1	12.1	11.0	37	16	10	3.4	2.8	2.4	26	25	24	2.9	3.3	3.6
Average					**12.8**	**11.1**	**9.7**	**17**	**16**	**15**	**3.0**	**2.6**	**2.2**	**25**	**25**	**24**	**3.0**	**3.4**	**3.9**

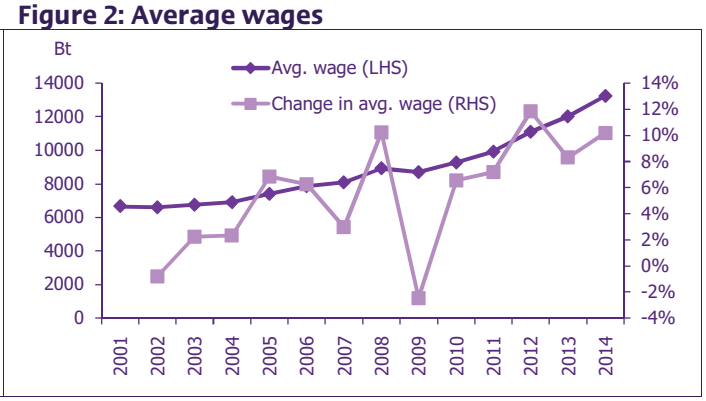
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: Household debt as a percentage of GDP



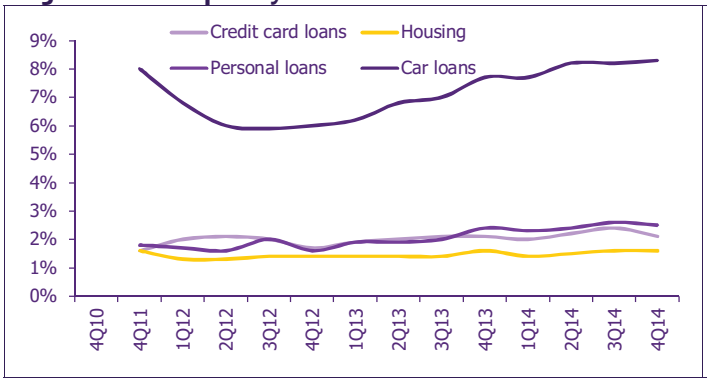
Source: SCB EIC, BoT and SCBS Investment Research

Figure 2: Average wages



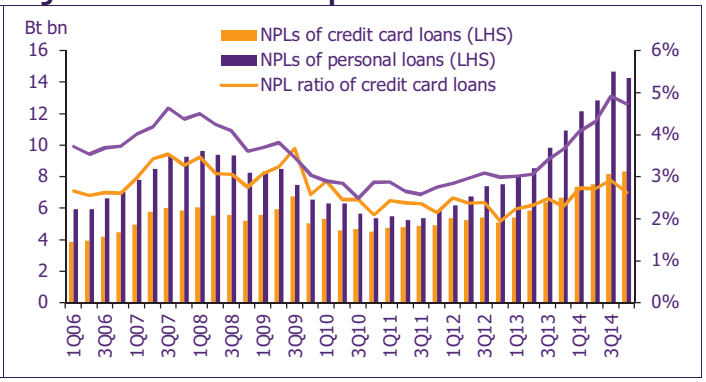
Source: BoT and SCBS Investment Research

Figure 3: Delinquency rates



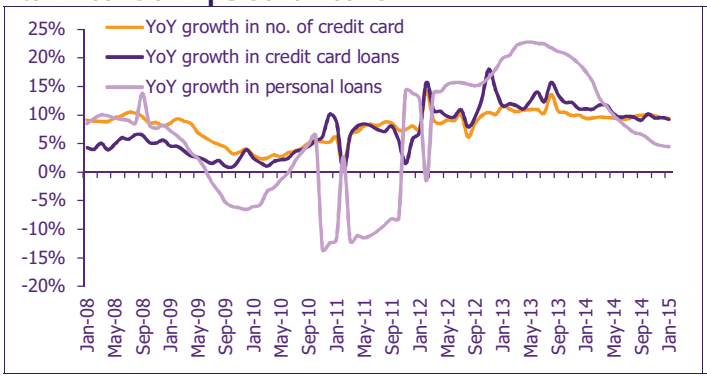
Source: BoT and SCBS Investment Research

Figure 4: Credit card and personal loan NPLs



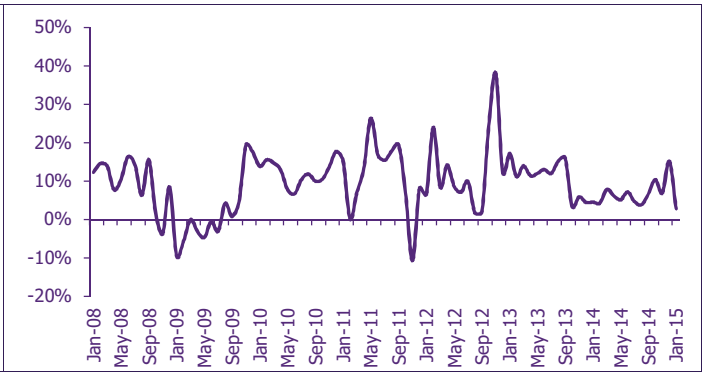
Source: BoT and SCBS Investment Research

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

ผลการดำเนินงานไม่ได้รับผลกระทบจากความผันผวนของเศรษฐกิจ

ระวีนุช ปิยะเกรียงไกร
นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน
ด้านหลักทรัพย์
0-2949-1002
raweenuch.piyakriengkai@scb.co.th

- **ขยายการลงทุนต่อเนื่อง กำไรที่แข็งแกร่งช่วยสนับสนุนให้ valuation อยู่ที่ระดับพรีเมี่ยม**
- **BDMS เป็น top pick ของเรา**

ผลการดำเนินงานไตรมาส 4/57 แข็งแกร่ง กำไรปกติไตรมาส 4/57 ของกลุ่มการแพทย์เติบโตแบบเร่งตัวขึ้นสู่ 17% YoY สูงกว่าอัตราเติบโต 11% YoY ในช่วง 9 เดือนแรกปี 57 โดยได้รับปัจจัยหนุนจากรายได้ที่สูงขึ้นและอัตรากำไรที่ดีขึ้น ทั้งนี้ในกลุ่มการแพทย์ BDMS โดดเด่นที่สุด โดยกำไรปกติเติบโต 21% YoY ในไตรมาส 4/57 (เทียบกับ BCH ที่ 8% และ BH ที่ 9% YoY) สำหรับปี 2557 กำไรปกติของกลุ่มการแพทย์โต 13% YoY เทียบกับกำไรของบริษัทในการวิเคราะห์ของ SCBS ที่ลดลง 9% YoY สะท้อนให้เห็นว่ากลุ่มการแพทย์เป็นธุรกิจที่แข็งแกร่งทำให้ผลการดำเนินงานมีความอ่อนไหวต่อเศรษฐกิจขาลงน้อยกว่าธุรกิจอื่นๆ

กำไรแข็งแกร่งในไตรมาส 1/58 แต่ลดลงตามฤดูกาลในไตรมาส 2/58 ไตรมาส 1/58 เป็นช่วง high season สำหรับกลุ่มการแพทย์ จากการเพิ่มขึ้นของจำนวนผู้ป่วยไทย (เศรษฐกิจดีขึ้น) และผู้ป่วยต่างชาติ (การเมืองมีเสถียรภาพ) ความเชื่อมั่นต่อประเทศไทยที่ฟื้นกลับคืนมาสะท้อนให้เห็นได้จากจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติที่เพิ่มขึ้น YoY เป็นครั้งแรกในไตรมาส 4/57 หลังจากหดตัวลง YoY ติดต่อกัน 3 ไตรมาส ทั้งนี้ รายได้ราว 60% ของ BH ได้มาจากผู้ป่วยต่างชาติ ในขณะที่ BDMS มีรายได้จากผู้ป่วยต่างชาติราว 30% และ BCH มีรายได้จากผู้ป่วยต่างชาติเล็กน้อย หลังจากไตรมาส 1/58 แล้ว เราคาดว่ากำไรของกลุ่มการพทย์จะชะลอตัวลงในไตรมาส 2/58 จากปัจจัยฤดูกาลเพราะเป็นไตรมาสที่มีวันหยุดยาว

ความต้องการใช้บริการทางการแพทย์มีมากขึ้น ขยายการลงทุนต่อเนื่อง ตั้งแต่ต้นไตรมาส 1/58 BDMS เปิดโรงพยาบาลใหม่ไปแล้ว 3 แห่ง จำนวน 115 เตียงในเฟสแรก (ทั้งหมด 455 เตียง) และจะเปิดโรงพยาบาลเพิ่มอีก 1 แห่งตอนกลางปี 2558 และ 2 แห่งในปี 2559 นอกเหนือจากโรงพยาบาลใหม่แล้ว BDMS ยังวางแผนขยายโรงพยาบาลหลักของบริษัท คือ โรงพยาบาลกรุงเทพ ซอยศูนย์วิจัย ด้วยเนื่องจากอัตราการครองเตียงอยู่ในระดับสูงที่ ~80% โครงการนี้จะทำให้จำนวนเตียงปรับเพิ่มขึ้น 360 เตียง เพิ่มขึ้นเท่าตัวจากปัจจุบันที่มี 343 เตียง หรือคิดเป็นการเพิ่มราว 5% เมื่อเทียบกับจำนวนเตียงทั้งหมดของ BDMS ที่ 7,691 เตียง โดยจะค่อยๆ ดำเนินการและเปิดทีละเฟส ซึ่งขณะนี้ยังไม่มีรายละเอียดที่ชัดเจน เรามองบวกต่อการขยายการลงทุนครั้งนี้ เนื่องจากโรงพยาบาลแห่งนี้ให้บริการรักษาพยาบาลในระดับตติยภูมิ และ EBITDA margin สูง (~26% เทียบกับค่าเฉลี่ยที่ ~22%) โดยค่ารักษาพยาบาลของผู้ป่วยนอกต่อรายของโรงพยาบาลกรุงเทพ ซอยศูนย์วิจัย อยู่ที่ ~6,000 บาท หรือคิดเป็นสองเท่าของค่ารักษาพยาบาลเฉลี่ยของ BDMS ที่ ~3,000 บาท

BH จะแปลงพื้นที่ 3 ชั้นในอาคาร BH Residence เป็นพื้นที่คลีนิกในไตรมาส 2/58 ซึ่งจะใช้เวลาประมาณ 1 ปี บริษัทได้รับอนุมัติ EIA ในการสร้างโรงพยาบาลใหม่บนถนนเพชรบุรีแล้ว และจะเริ่มก่อสร้างในเดือน พ.ย. 2558 เมื่อใช้สมมติฐานระยะเวลาก่อสร้าง 2 ปี โรงพยาบาลใหม่นี้จะเปิดในปี 2561

BCH วางแผนเปิดโรงพยาบาลใหม่เพื่อให้บริการผู้ป่วยประกันสังคม คือ โรงพยาบาลการุญเวช รัตนาธิเบศร์ ในไตรมาส 2/58 เมื่อไม่นานนี้บริษัทได้ลงนามในสัญญาเข้าซื้อสินทรัพย์ของโรงพยาบาลโสธราเวช ซึ่งเป็นโรงพยาบาลเอกชนขนาด 200 เตียงที่ให้บริการลูกค้าที่มีรายได้ปานกลางถึงต่ำในจังหวัดฉะเชิงเทรา โดยจะเข้าถือหุ้นในสัดส่วนไม่ต่ำกว่า 75% ผ่านทางบริษัทย่อย การเข้าทำรายการดังกล่าวขึ้นอยู่กับการตรวจสอบสถานะทรัพย์สิน (due diligence) และคาดว่าจะแล้วเสร็จในปีนี้

ควรมี valuation ในระดับพรีเมี่ยม หุ้นกลุ่มการแพทย์ปรับตัวขึ้นมากในช่วง 12 เดือนที่ผ่านมา: BH +67%, BDMS +55%, และ BCH +19% สู่ระดับที่ซื้อขายที่ PE ระดับสูงที่ 36 เท่าสำหรับ BH, 36 เท่าสำหรับ BDMS, และ 30 เท่าสำหรับ BCH แม้ราคาหุ้นปรับตัวขึ้นแรง แต่เรายังคงชอบหุ้นกลุ่มการแพทย์และเชื่อว่า valuation น่าจะอยู่ในระดับสูงอย่างต่อเนื่อง โดยได้รับปัจจัยหนุนจากผลการดำเนินงานที่แข็งแกร่ง เราคาดว่ากำไรปกติของกลุ่มการแพทย์จะเติบโต 22% YoY

BDMS เป็น top pick แม้หุ้น BDMS ซื้อขายที่ PE สูง แต่ valuation ยังคงน่าดึงดูดเมื่อมองในแง่ของ PE ต่ออัตราเติบโตของกำไรปี 2558 ที่ 1.3 เท่าต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของหุ้นกลุ่มเดียวกันในตลาดภูมิภาคที่ 2.0 เท่า เราคาดกำไรปกติของ BDMS จะเติบโต 26% YoY ในปี 2558 และมีแนวโน้มเติบโตอย่างสดใสในระยะยาว 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)		
					14A	15F	16F	14A	15F	16F	14A	15F	16F	14A	15F	16F	14A	15F	16F	14A	15F	16F
BCH	Buy	8.15	9.2	14.6	38.9	29.7	23.3	(11)	31	27	4.4	4.1	3.8	11	14	17	0.9	1.7	2.1	16.8	13.7	11.4
BDMS	Buy	20.90	24.0	15.9	45.5	36.2	30.4	16	26	19	6.6	6.1	5.4	16	18	19	0.9	1.1	1.3	27.6	23.0	19.5
BH	Sell	149.00	120.0	(18.1)	40.4	36.3	32.0	9	11	14	11.5	10.5	9.2	26	25	26	1.3	1.4	1.6	30.2	20.5	19.0
Average					**41.6**	**34.1**	**28.6**	**5**	**23**	**20**	**7.5**	**6.9**	**6.1**	**18**	**19**	**20**	**1.0**	**1.4**	**1.7**	**24.9**	**19.1**	**16.6**

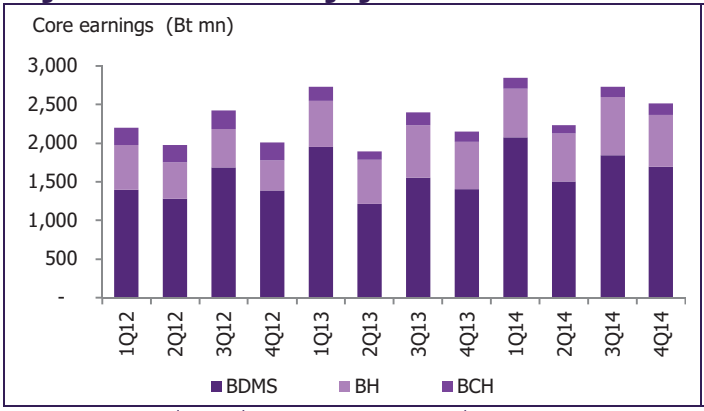
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: 4Q14 earnings review

	Core earnings (Bt mn)					Growth		Core earnings (Bt mn)			% YoY Growth		
	4Q13	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	% YoY	% QoQ	2014	2015F	2016F	2014	2015F	2016F
BCH	133	139	110	128	144	8.1	12.2	522	684	872	(10.8)	31.1	27.4
BDMS	1,400	2,075	1,501	1,839	1,693	20.9	(7.9)	7,109	8,948	10,642	16.3	25.9	18.9
BH	617	630	621	760	674	9.3	(11.3)	2,684	2,991	3,396	8.8	11.5	13.5
Sector	**2,150**	**2,844**	**2,232**	**2,727**	**2,511**	**16.8**	**(7.9)**	**10,314**	**12,623**	**14,909**	**12.5**	**22.4**	**18.1**

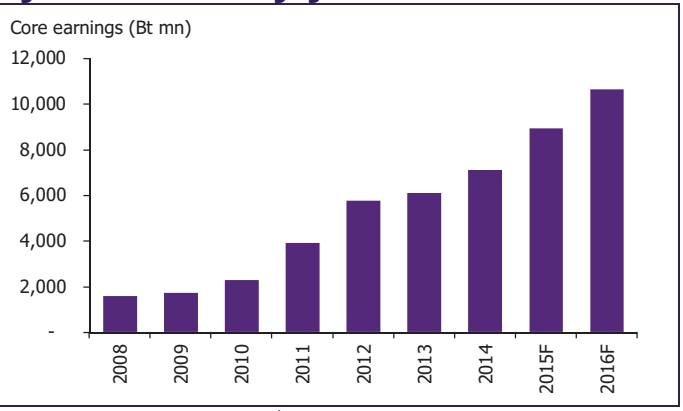
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 2: Sectoral earnings growth



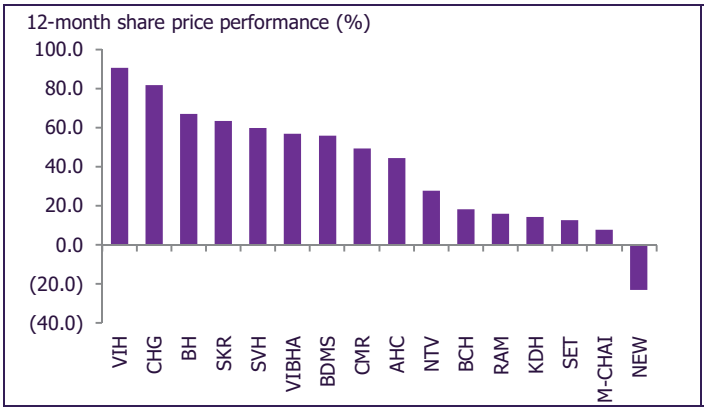
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 3: BDMS earnings growth outlook



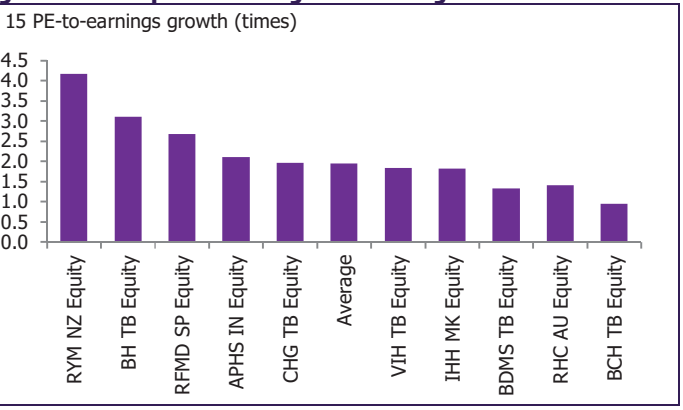
Source: SCBS Investment Research

Figure 4: Thai listed healthcare stock performance



Source: SET and SCBS Investment Research

Figure 5: BDMS is trading at lower PE-to-earnings growth compared to regional aveage



Source: Bloomberg and SCBS Investment Research

Figure 6: Regional peer comparison

Company name	Country	MKt Cap U$ mn.	PE (x) 15F	16F	17F	EPS Growth (%) 15F	16F	17F	CAGR 14-16F	PBV (x) 15F	16F	17F	Div. Yield (%) 15F	16F	17F	ROE (%) 15F	16F	17F	EV/EBITDA (x) 15F	16F	17F
Bangkok Chain Hospital *	Thailand	624	29.7	23.3	20.7	31	27	13	29.2	4.1	3.8	3.5	1.7	2.1	2.4	14	17	17	13.7	11.4	10.1
Bangkok Dusit Medical*	Thailand	9,934	36.2	30.4	26.5	26	19	15	22.4	6.1	5.4	4.8	1.1	1.3	1.5	18	19	19	23.0	19.5	17.1
Bumrungrad Hospital*	Thailand	3,331	36.3	32.0	28.7	11	14	11	12.5	8.8	7.7	6.8	1.4	1.6	1.7	25	26	25	20.5	19.0	17.3
Chularat Hospital	Thailand	641	36.4	31.3	26.5	19	16	18	17.5	6.9	6.3	5.9	1.7	2.0	2.2	20	21	23	23.5	20.0	17.0
Srivichai Vejvivat PCL	Thailand	113	29.3	n.m.	n.m.	16	n.m.	n.m.	n.m.	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	17	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
KPJ Healthcare Bhd	Malaysia	641	29.6	27.2	25.5	0	9	7	4.5	3.1	2.9	2.7	1.7	1.8	1.9	11	11	11	15.0	13.3	12.4
IHH Healthcare Bhd	Malaysia	113	49.3	40.1	33.5	27	23	19	24.8	2.4	2.3	2.1	0.5	0.6	0.6	5	6	6	22.9	19.6	17.3
Raffles Medical Group	Singapore	1,124	28.9	25.5	21.3	11	13	20	12.1	3.7	3.4	3.0	1.4	1.5	1.8	14	14	16	20.8	17.6	14.9
Apollo Hospitals Enterpris	India	12,712	45.6	37.1	24.7	22	23	50	22.5	5.7	5.1	n.a	0.5	0.6	n.a	13	14	n.a.	23.3	19.3	n.a.
Ramsay Health Care	Australia	1,585	29.8	26.1	23.9	22	14	9	17.8	7.1	6.3	5.7	1.7	2.0	2.3	24	24	25	13.5	12.1	11.1
Ryman Healthcare	New Zealand	3,156	22.3	19.1	16.3	5	17	17	10.9	3.4	3.1	2.6	1.9	2.2	2.6	15	15	14	20.3	17.0	13.7
	Average		**33.9**	**29.2**	**24.8**	**17**	**18**	**18**	**17.4**	**5.1**	**4.6**	**4.1**	**1.4**	**1.6**	**1.9**	**16**	**17**	**17**	**19.6**	**16.9**	**14.5**
	Thailand		**33.6**	**29.3**	**25.6**	**21**	**19**	**14**	**20.4**	**6.5**	**5.8**	**5.2**	**1.5**	**1.8**	**2.0**	**19**	**21**	**21**	**20.2**	**17.5**	**15.4**
	Average Regional excl. TH		**34.2**	**29.2**	**24.2**	**14**	**17**	**20**	**15.4**	**4.2**	**3.9**	**3.2**	**1.3**	**1.5**	**1.8**	**13**	**14**	**14**	**19.3**	**16.5**	**13.9**

Source: Bloomberg and SCBS Investment Research

* BCH, BDMS and BH are SCBS estimate

ปี 2558: ปีแห่งการฟื้นตัว

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

- **ปี 2557: อุปสงค์อสังหาริมทรัพย์เพื่อการอุตสาหกรรมลดลงทั้งที่ดินเพื่อขายและให้เช่า**
- **ปี 2558: แนวโน้มดีขึ้นทั้งยอดขายที่ดินและธุรกิจให้เช่าเพราะมีอุปสงค์คงค้างจำนวนมาก**
- **การลงทุนโดยผู้ผลิตชั้นนำระดับโลกชี้ให้เห็นว่าประเทศไทยยังมีความน่าสนใจในการลงทุน**
- **Top pick: AMATA**

อุปสงค์อสังหาริมทรัพย์เพื่อการอุตสาหกรรมผิดหวังในปี 2557 ยอดขายที่ดินนิคมฯ ทั้งหมดในปี 2557 มีจำนวนเพียง 1,316 ไร่ ลดลงถึง 72% YoY โดยมีสาเหตุมาจากสถานการณ์ความไม่สงบทางการเมืองในช่วงครึ่งแรกปี 57 แม้อุปสงค์ฟื้นตัวดีขึ้นในช่วงครึ่งหลังปี 57 แต่การฟื้นตัวเกิดขึ้นน้อยกว่าที่ตลาดคาดหวังไว้ AMATA และ HEMRAJ ทำยอดขายที่ดินได้ต่ำกว่าเป้า แต่มีกำไรเพิ่มขึ้น YoY จากการโอนที่ราบรื่น TICON และ WHA เซ็นสัญญาให้เช่าพื้นที่ใหม่ต่ำกว่าเป้าที่วางไว้ การลดขนาดธุรกิจของบริษัทสยามคูโบต้าส่งผลทำให้ยอดปล่อยเช่าพื้นที่โรงงานสำเร็จรูปสุทธิของ TICON ปรับตัวลดลง กำไรของ TICON และ WHA ต่ำกว่าตลาดคาด เนื่องจากกำไรจากการขายสินทรัพย์ที่ต่ำกว่าคาดและการบันทึกสำรองทางบัญชี

จำนวนขอรับส่งเสริมการลงทุนจากบีโอไอมากกว่าจำนวนอนุมัติ = อุปสงค์คงค้าง ในปี 2557 จำนวนขอรับส่งเสริมการลงทุนจากบีโอไอเติบโตอย่างน่าประทับใจที่ 58% YoY สู่ 3,469 โครงการ (2.2 ล้านล้านบาท) แต่ยอดอนุมัติลดลง 17% สู่ 1,662 โครงการ (729.4 พันล้านบาท) ทำให้มีโครงการรออนุมัติเหลืออยู่ 1,807 โครงการ (1.5 ล้านล้านบาท) โดยปกติแล้วยอดอนุมัติโครงการลงทุนของบีโอไอเป็นเครื่องชี้นำยอดขายที่ดินอุตสาหกรรมได้เป็นอย่างดี (correlation 75%) ดังนั้นเราจึงคาดว่ามีอุปสงค์คงค้างในอสังหาริมทรัพย์เพื่อการอุตสาหกรรม ซึ่งจะส่งกลายมาเป็นอุปสงค์ในอนาคตอันใกล้นี้

กระแสข่าวบวก ผู้ผลิตระดับโลกประกาศลงทุน ขยายการผลิต หรือย้ายฐานผลิตมายังประเทศไทย ซึ่งหมายความว่าประเทศไทยยังมีความน่าสนใจในการลงทุน บริษัท Citizen Holding Co. (ผู้ผลิตนาฬิกาจากญี่ปุ่น) จะย้ายฐานการผลิตจากจีนมายังประเทศไทย ในขณะที่ JTRO รายงานว่า FDI ไหลออกจากญี่ปุ่นมายังจีนมีแนวโน้มปรับตัวลดลง แนวโน้มเช่นนี้เป็นบวกต่อประเทศไทยและ AMATA ซึ่งมีพันธมิตรจีน นอกจากนี้บริษัท Seagate Technology Co. ก็จะลงทุน 1.53 หมื่นล้านบาทในระยะ 5 ปี เพื่อขยายกำลังการผลิต hard disk drive ในประเทศไทย สุดท้าย คือ บริษัท Volkswagen AG Co. พร้อมลงทุนในโครงการอีโคคาร์เฟส 2 หลังบีโอไออนุมัติ เราคาดว่าห่วงโซ่การผลิตของ Volkswagen จะมาลงทุนในประเทศไทยด้วย

ปี 2558: อุปสงค์ฟื้นตัว เราคาดว่ายอดขายที่ดินจะฟื้นตัวสู่ 3,300 ไร่ เพิ่มขึ้น 155% YoY จากฐานต่ำและบรรยากาศการเมืองที่ดีขึ้น หากตัดการขายสินทรัพย์ที่เป็นรายการพิเศษออกไป เราคาดว่ากำไรของ AMATA และ HEMRAJ จะลดลง โดยเกิดจากยอดขายรอรับรู้รายได้น้อยลง อุปสงค์คลังสินค้าและโรงงานสำเร็จรูปให้เช่าจะเติบโตปานกลางที่ 10% TICON และ WHA มีแนวโน้มที่จะรายงานกำไรเพิ่มขึ้น YoY จากยอดขายสินทรัพย์ที่สูงขึ้นและไม่มีการตั้งสำรอง

ปัจจัยกดดันจากภาษีที่ดินและสิ่งปลูกสร้าง กฎหมายร่างฉบับนี้สร้างแรงกดดันมาระยะหนึ่งแล้ว แม้จะมีกระแสต่อต้านจากประชาชน แต่กระทรวงการคลังก็ยังพยายามผลักดันภาษีนี้อย่างต่อเนื่อง การประกาศใช้กฎหมายนี้จะส่งผลกระทบทำให้อัตรากำไรขั้นต้นของ AMATA และ HEMRAJ ปรับตัวลดลง 1.2-1.8% เพราะสองบริษัทนี้มีสินค้าคงคลังจำนวนมาก ทั้งนี้ยังไม่มีความชัดเจนว่าจะมีการคิดภาษีที่ดินในอัตราที่สูงขึ้นหรือไม่ถ้าระยะเวลาถือครองนานกว่า 3 ปี TICON จะได้รับผลกระทบจากค่าใช้จ่ายภาษีที่เพิ่มขึ้น แต่ WHA จะไม่ได้รับผลกระทบ เนื่องจากลูกค้าเป็นผู้รับภาระจ่ายภาษีดังกล่าว

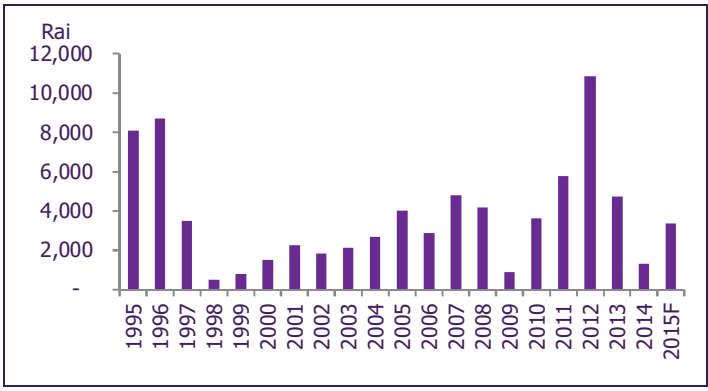
Top pick – AMATA เราเลือก AMATA จากประเด็นการฟื้นตัวและมีที่ดินอยู่จำนวนมาก (ประมาณ 10,000 ไร่) บวกกับข่าวดีจาก: 1) การขายสินทรัพย์ในไตรมาส 2/58; 2) แนวโน้มที่จะนำบริษัท Amata B. Grimm และ Amata VN เข้าจดทะเบียนใน SET; และ 3) การขยายธุรกิจในเวียดนามและเมียนมาร์

Valuation summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					14A	15F	16F	14A	15F	16F	14A	15F	16F	14A	15F	16F	14A	15F	16F	14A	15F	16F
AMATA	Buy	17.10	19.5	16.6	8.2	15.1	12.8	47	(46)	18	1.5	1.5	1.4	20	10	11	4.8	2.6	3.1	6.9	11.2	9.9
HEMRAJ	Neutral	4.50	4.5	2.2	14.8	17.4	17.3	3	(15)	0	2.9	2.7	2.4	20	16	15	2.6	2.2	2.2	12.9	15.2	14.7
ROJNA	Neutral	9.00	7.3	(17.4)	24.5	37.8	37.8	n.m.	(35)	0	1.2	1.2	1.2	6	3	0	0.2	1.5	0.0	24.2	24.6	24.6
TICON	Neutral	16.30	19.5	26.1	21.3	11.1	10.5	(51)	91	6	1.4	1.4	1.4	8	13	13	3.1	6.5	6.9	18.9	15.0	14.7
WHA	Buy	34.00	40.0	20.5	33.5	17.8	14.9	(33)	89	19	7.3	6.1	5.0	23	37	37	0.0	2.8	3.4	21.9	17.0	14.9
Average					**20.5**	**19.8**	**18.7**	**(9)**	**17**	**9**	**2.9**	**2.6**	**2.3**	**15**	**16**	**15**	**2.1**	**3.1**	**3.1**	**17.0**	**16.6**	**15.8**

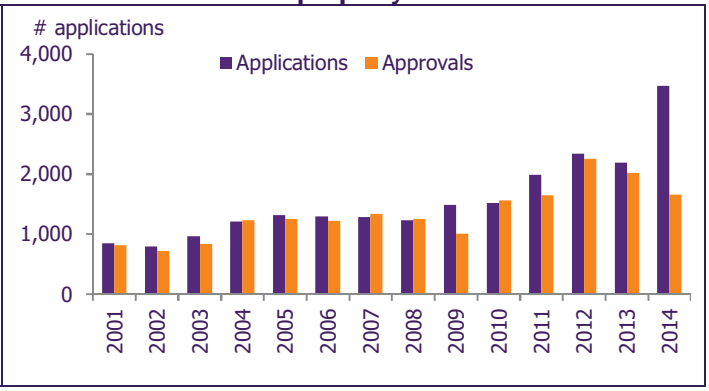
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: Land sales recovery in 2015



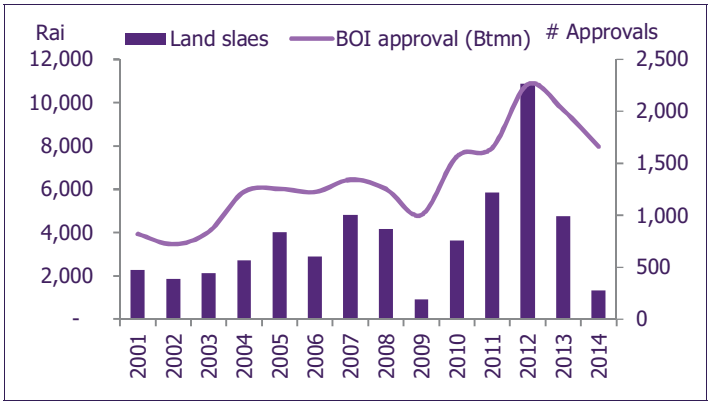
Source: CBRE, SCBS Investment Research

Figure 2: BoI applications > BoI approvals = Pent-up demand for industrial property



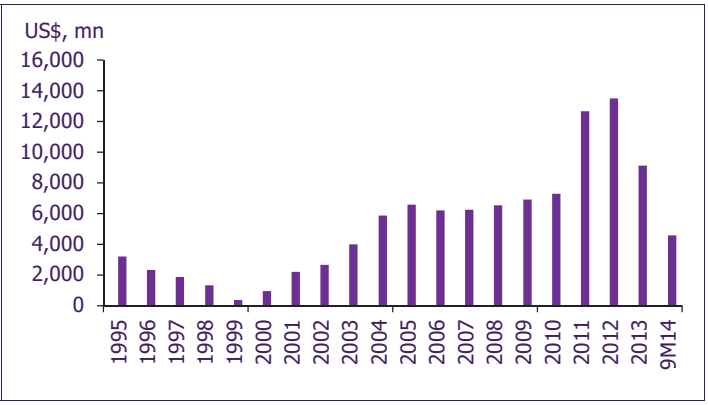
Source: BoI, CBRE

Figure 3: Good correlation between BoI approvals and industrial land sales (75%)



Source: CBRE

Figure 4: FDI outward from Japan to China slowing



Source: JETRO

Figure 5: Property Tax versus draft of Property and Building Tax

Type of business	Current Property Tax	Draft of Property and Building Tax
Rental property	12.50% of rental revenue	n.a.
Property for sale	0.30% of appraised value paid upon transfer	n.a.
All businesses	Collected on unused land: • 0.50% of mid-appraisal value if land value is less than Bt30,000/rai • 0.25% of mid appraisal value if land value is above Bt30,000/rai Note: Appraisal value year 1978-1981.	Collected on land and buildings based on most recent Treasury Department appraised value. Rates are based on purpose of land use. Agriculture: Max. 0.25, Initial 0.05 Residential: Max. 0.50, Initial 0.10 Commercial: Max. 2.00, Initial 0.20-1.00 Undeveloped land: Max. 2.00, Initial 0.50 Notes • Tax on housing priced at <Bt2.0mn/unit will be discounted 75%; with a 50% discount on those priced at Bt2.0-4.0mn/unit. Tax is calculated on an escalating basis. • Commercial with small space pay 0.20%, medium 0.40% and large 1.00% • Tax rate on undeveloped land will start at 0.50% and will double every three years if it remains undeveloped. Maximum rate is 2%.

Source: SCBS Investment Research, Than Settakij newspaper

แนะนำ switch ไปยัง THRE

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

- **THRE น่าจะรายงานผลการดำเนินงานฟื้นตัวในปี 2558 หลังจากเคลียร์ค่าสินไหมทดแทนน้ำท่วมเสร็จ และอาจจะได้รับการปรับอันดับความน่าเชื่อถือเพิ่มขึ้นสู่ "A" ในไตรมาส 3/58 เร็วกว่าคาด ซึ่งจะเปิดโอกาสให้บริษัทกลับเข้าสู่ตลาดรับประกันภัยต่อในต่างประเทศได้อีกครั้ง**
- **THREL น่าจะกลับมารายงานกำไรเติบโตได้ดีอีกครั้งในไตรมาส 4/57 และปี 2558 อันเป็นผลมาจากเบี้ยประกันรับที่เติบโตสูงอย่างต่อเนื่องและ combined ratio ที่กลับคืนสู่ระดับปกติหลังจากรับรู้ขาดทุนจากผลิตภัณฑ์ที่ไม่ประสบความสำเร็จในปี 2557**
- **BLA กำลังเข้าสู่วัฏจักรขาลง เนื่องจากผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลที่ปรับตัวลดลงจะทำให้บริษัทออกผลิตภัณฑ์ประเภทออมทรัพย์ที่ทำกำไรได้ยาก ประกอบกับมีแรงกดดันขาลงต่อ ROI และความเสี่ยงในการตั้งสำรองประกันชีวิตพิเศษ**
- **ชอบ THRE มากที่สุด เพราะมีปัจจัยบวกกระตุ้นราคาหุ้นหลายอย่างรออยู่**

THRE: ผลการดำเนินงานจะฟื้นตัวดีขึ้น หลังจากเคลียร์ค่าสินไหมทดแทนน้ำท่วมเสร็จในปี 2557 THRE น่าจะพลิกกลับมารายงานกำไรปกติได้ที่ 788 ล้านบาทในปี 2558 โดยได้รับปัจจัยหนุนจากเบี้ยประกันรับสุทธิที่เติบโต 12% (เบี้ยประกันวินาศภัยโต 10% และเบี้ยประกันชีวิตโต 18%) และ combined ratio ที่กลับคืนสู่ระดับปกติที่ 90% จาก 130% ในปี 2557 THRE ได้ว่าจ้างบริษัท A.M. Best Company (ซึ่งเป็นบริษัทจัดอันดับความน่าเชื่อถือในสหรัฐฯ ที่มุ่งเน้นไปที่อุตสาหกรรมประกัน) มาทบทวนอันดับความน่าเชื่อถือของบริษัทในไตรมาส 2/58 THRE เชื่อว่าถ้าบริษัทสามารถเพิ่ม CAR ขึ้นสู่ 300% ด้วยการลดสัดส่วนการถือหุ้นใน THREL ลงสู่ 25% บริษัทจะได้รับอันดับความน่าเชื่อถือ "A" กลับคืนมาในไตรมาส 3/58 ซึ่งจะเปิดโอกาสให้บริษัทกลับสู่ตลาดรับประกันภัยต่อในต่างประเทศได้อีกครั้ง

THREL: เบี้ยประกันรับจะเติบโตดี และ combined ratio จะลดลง เราคาดว่าเบี้ยประกันรับสุทธิจะเติบโตอย่างแข็งแกร่งที่ 18% ในปี 2558 (เทียบกับ 13% ในปี 2557) โดยเกิดจากเบี้ยประกันรับของผลิตภัณฑ์ conventional ที่เติบโต 8% และเบี้ยประกันรับของผลิตภัณฑ์ non-conventional ที่เติบโต 40% บริษัทคาดว่าจะได้ลูกค้าใหม่สำหรับผลิตภัณฑ์ non-conventional ที่ขายผ่านช่องทาง direct TV ในไตรมาส 2/58 เราคาดว่า combined ratio ของ THREL จะปรับตัวลดลงจาก 79% ในปี 2557 สู่ 76% ในปี 2558 หลักๆ เป็นเพราะไม่มีขาดทุนจากผลิตภัณฑ์ direct TV เกิดขึ้นอีก

BLA: เบี้ยประกันรับจะลดลง ในปี 2558 BLA คาดว่าเบี้ยประกันรับทั้งหมดจะลดลง 7% (เทียบกับ +32% ในปี 2557) และเบี้ยประกันรับรายใหม่จะลดลง 11% (เทียบกับ +81% ในปี 2557) ผลตอบแทนพันธบัตรที่ลดลงทำให้เป็นไปได้ยากมากขึ้นที่ BLA จะออกผลิตภัณฑ์ออมทรัพย์ที่แข่งขันได้และให้กำไรที่ดีในปีนี้ เมื่อใช้สมมติฐานว่าไม่มีการตั้งสำรองพิเศษสำหรับผลตอบแทนพันธบัตรที่ปรับตัวลดลง BLA คาดว่าอัตราการตั้งสำรองประกันชีวิตปกติในปี 2558 จะกลับคืนสู่ระดับที่เป็นปกติมากขึ้นที่ 67-70% หลังจากอยู่ในระดับสูงผิดปกติที่ 80% (สำรองปกติ 73.5% และสำรองพิเศษ 6.5% สำหรับผลตอบแทนพันธบัตรที่ลดลง) ในปี 2557

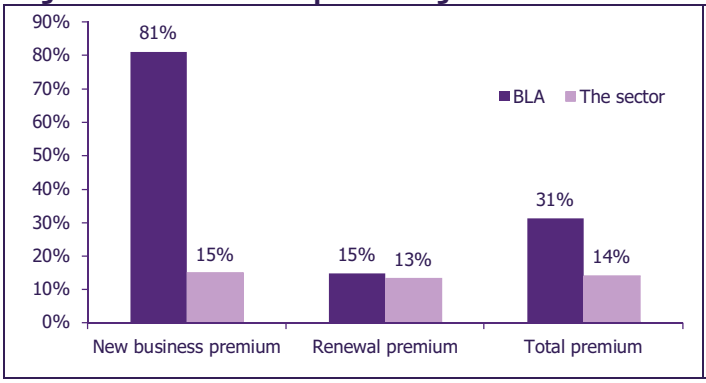
ชอบ THRE มากกว่าหุ้นประกันชีวิตอีก 2 ตัว เราชอบ THRE มากกว่าบริษัทประกันอีก 2 แห่ง เพราะ: 1) ผลการดำเนินงานจะฟื้นตัวดีขึ้นหลังจากเคลียร์ค่าสินไหมทดแทนน้ำท่วมหมดและความกังวลเกี่ยวกับการเพิ่มทุนหมดไป; 2) upside ที่ดีจากการปรับเพิ่มอันดับความน่าเชื่อถือโดย S&P ซึ่งจะเปิดโอกาสให้บริษัทกลับเข้าสู่ตลาดรับประกันภัยต่อในต่างประเทศได้อีกครั้ง; และ 3) การกลับมาจ่ายเงินปันผล

Valuation Summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x) 14A	P/E (x) 15F	P/E (x) 16F	EPS growth (%) 14A	EPS growth (%) 15F	EPS growth (%) 16F	P/BV (x) 14A	P/BV (x) 15F	P/BV (x) 16F	ROE (%) 14A	ROE (%) 15F	ROE (%) 16F	Div. Yield (%) 14A	Div. Yield (%) 15F	Div. Yield (%) 16F
BLA	Sell	51.00	40.0	(20.2)	32.5	22.6	20.0	(39)	44	13	3.4	3.1	2.7	11	14	14	1.0	1.3	1.5
THRE	Buy	3.00	3.7	24.0	n.m.	16.0	12.4	42	n.m.	29	3.3	2.6	2.1	(59)	18	19	0.0	0.6	1.6
THREL	Neutral	14.10	16.0	17.0	22.8	19.9	17.1	(3)	15	17	7.1	6.2	5.4	33	33	34	3.1	3.5	4.1
Average					**27.6**	**19.5**	**16.5**	**(0)**	**29**	**19**	**4.6**	**4.0**	**3.4**	**(5)**	**22**	**22**	**1.4**	**1.8**	**2.4**

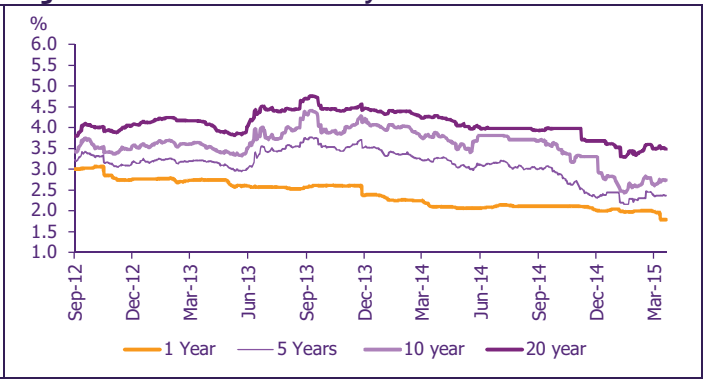
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: Life insurance premium growth for 2014



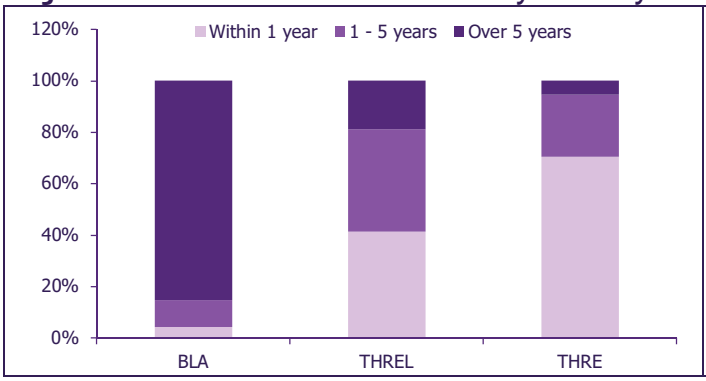
Source: The Thai Life Assurance Association and SCBS Investment Research

Figure 2: Government bond yield



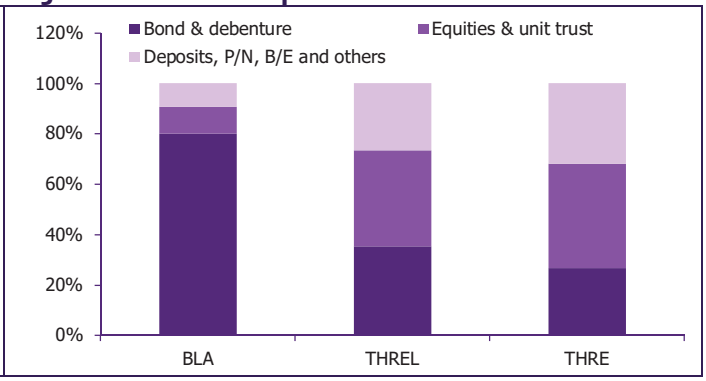
Source: Thai BMA and SCBS Investment Research

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

ผู้ประกอบการรายใหม่คือผู้ท้าชิงตัวจริง

ปฏิภาค นวาวัตน์
นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน
ด้านหลักทรัพย์
0-2949-1007
phatipak.navawatana@scb.co.th

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

สรุปผลการดำเนินงานไตรมาส 4/57 ผลการดำเนินงานของบริษัทในกลุ่มสื่อทำให้เราและตลาดผิดหวังอย่างต่อเนื่อง โดยมีสาเหตุหลักๆ มาจากการใช้จ่ายโฆษณาลดลงเพราะเศรษฐกิจชะลอตัว และการแข่งขันรุนแรงมากขึ้นจากผู้ประกอบการทีวิดิจิตอล (DTTV) เซอร์ไพรส์ใหญ่สุดยังคงมาจากผู้ประกอบการสถานีโทรทัศน์ระบบอนาล็อกรายเดิมอย่าง MCOT ซึ่งรายงานกำไรลดลงกว่า 50% QoQ ทั้งๆ ที่โดยปกติแล้วไตรมาส 4 เป็นช่วง high season ของธุรกิจเมื่อเทียบกับไตรมาส 3 ในขณะที่เมื่อเทียบ YoY พบว่ากำไรของ MCOT ยังคงลดลงมากถึง 76% YoY การเสียส่วนแบ่งตลาดและภาวะเศรษฐกิจชะลอตัวเป็นปัจจัยสำคัญที่ส่งผลกระทบทำให้ MCOT รายงานผลประกอบการที่น่าผิดหวัง ปัจจัยอย่างเดียวกันนี้ก็ส่งผลกระทบทำให้กำไรของ BEC ลดลงทั้ง QoQ (-7%) และ YoY (-27%) ดังนั้น SCBS และตลาดจึงปรับประมาณการกำไรของหุ้นกลุ่มนี้ลดลงอย่าง

ช่อง 5 และโมเดิร์นไนน์อยู่ในขาลง ด้วยความนิยมที่เพิ่มมากขึ้นใน DTTV ทำให้เม็ดเงินโฆษณายังคงไหลเข้าสื่อช่องทางนี้ Nielsen รายงานว่า การใช้จ่ายโฆษณาใน DTTV ในเดือน ก.พ. 2558 เพิ่มขึ้น 13% MoM ในขณะที่สื่อแบบเก่าอย่างโทรทัศน์ระบบอนาล็อกยังคงได้รับผลกระทบอย่างต่อเนื่องจากการเสียส่วนแบ่งตลาดให้แก่ DTTV และภาวะเศรษฐกิจชะลอตัว การใช้จ่ายโฆษณาลดลงต่อเนื่องอีก 6% YoY ในเดือน ก.พ. 2558 ซึ่งเป็นการปรับตัวลดลงติดต่อกัน 15 เดือน ในขณะที่มีสัญญาณบวกอยู่บ้างจากการใช้จ่ายโฆษณาทางสื่อแบบดั้งเดิมที่ปรับตัวเพิ่มขึ้น 7% MoM ในเดือน ก.พ. กระแสความนิยมที่มีมากขึ้นต่อ DTTV ส่งผลทำให้ผู้ประกอบการรายเดิมอย่างช่อง 5 และโมเดิร์นไนน์ (MCOT) เสียส่วนแบ่งตลาดให้แก่ผู้ประกอบการรายเล็กๆ อย่าง เวิร์ค พอยท์ (WORK), RS, และแกรมมี่ (GRAMMY) ทั้งนี้เมื่อดูข้อมูลล่าสุดจาก Nielsen พบว่า เรทติ้งในเดือน ม.ค. ของ WORK สามารถยืนอยู่สูงกว่าช่อง 5 และโมเดิร์นไนน์ได้ ในขณะที่ RS กำลังไล่ตามเข้าใกล้โมเดิร์นไนน์ BEC และช่อง 7 เริ่มรู้สึกถึงผลกระทบจากการแข่งขันที่รุนแรงมากขึ้นจาก DTTV แล้ว BEC วางแผนลงทุนอย่างเต็มที่ใน DTTV ด้วยการเปิดตัวรายการใหม่เพิ่มมากขึ้นเพื่อต่อสู้กับ DTTV โดยจะเริ่มในเดือน เม.ย.นี้

กำไรจะลดลงอย่างต่อเนื่องในปี 2558 แม้กำไรลดลงแรงในปี 2557 แต่เราคาดว่ากำไรของกลุ่มสื่อจะปรับตัวลดลงอีก 10-15% ในปี 2558 ก่อนที่จะฟื้นตัวในปี 2559 โดยมีสาเหตุมาจากรายได้โฆษณาที่ลดลงเพราะเศรษฐกิจชะลอตัว และขาดทุนจาก DTTV เพราะรายได้กับต้นทุนไม่สมดุลกัน เราคาดว่าขาดทุนจาก DTTV จะลงไปลึกสุดในปี 2558 หลังจากนั้นผลขาดทุนก็จะลดน้อยลงจนกระทั่งฟื้นตัวดีขึ้นได้บ้างในปี 2559 ดังนั้นในประมาณการของเรา เราจึงคาดว่าผลการดำเนินงานจะทำจุดต่ำสุดในปี 2558 และปรับตัวดีขึ้นในปี 2559

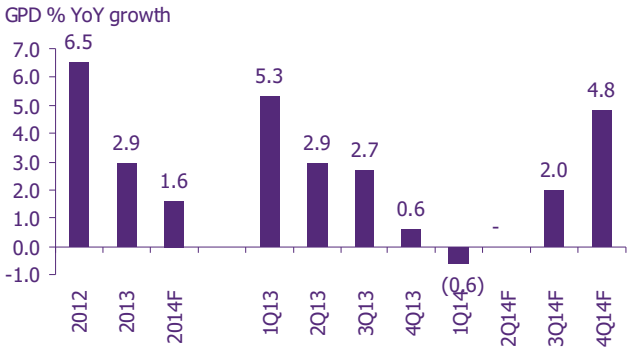
ยังคงเลือก MAJOR เป็นหุ้น top pick ของกลุ่มสื่อ เรายังคงเลือก MAJOR เป็นหุ้น top pick ของกลุ่มสื่อ ประเด็นสนับสนุนการลงทุนในหุ้นตัวนี้ คือ MAJOR มีแนวโน้มที่จะได้รับประโยชน์จากปีทองของธุรกิจภาพยนตร์ในปี 2558 และการฟื้นตัวของเศรษฐกิจ เราคาดว่ากำไรจะเติบโตอย่างแข็งแกร่งที่ระดับ 34% สู่จำนวนสูงสุดเป็นประวัติการณ์ที่ 1.3 พันล้านบาทในปี 2558

Valuation Summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					14A	15F	16F	14A	15F	16F	14A	15F	16F	14A	15F	16F	14A	15F	16F	14A	15F	16F
BEC	Neutral	38.75	52.0	39.1	16.9	18.5	15.1	(18)	(9)	22	9.11	9.04	7.82	52	49	55	5.3	4.9	5.9	9.9	10.5	9.3
MAJOR	Buy	31.25	33.0	9.8	28.2	21.1	18.0	11	34	17	4.34	4.25	4.08	16	20	23	3.5	4.2	4.9	13.9	11.9	10.6
MCOT	Sell	14.50	14.0	0.6	19.8	22.2	20.6	(67)	(11)	8	1.24	1.24	1.23	6	6	6	4.6	4.0	4.4	11.3	11.7	11.6
Average					**21.6**	**20.6**	**17.9**	**(24)**	**5**	**16**	**4.90**	**4.84**	**4.38**	**25**	**25**	**28**	**4.5**	**4.4**	**5.1**	**11.7**	**11.4**	**10.5**

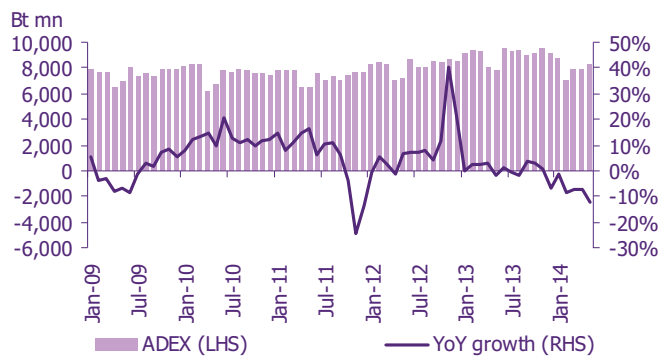
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: GDP growth forecast – Slow economy



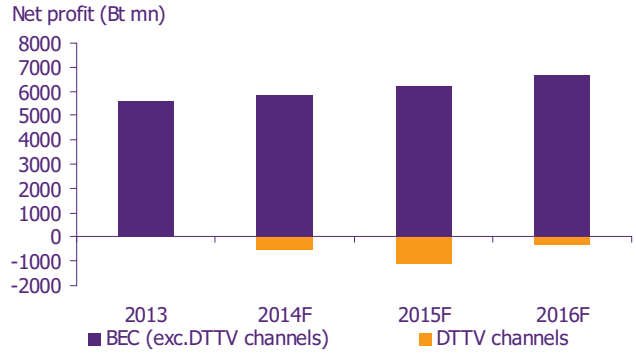
Source: SCB EIC and SCBS Investment Research

Figure 2: Slow ADEX growth



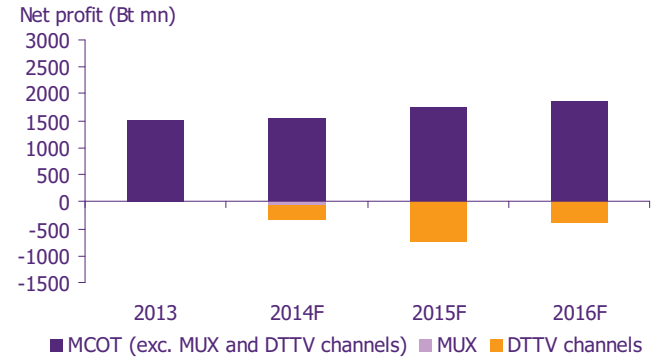
Source: Nielsen Company and SCBS Investment Research

Figure 3: BEC's earnings forecast



Source: SCBS Investment Research

Figure 4: MCOT's earnings forecast



Source: SCBS Investment Research

ธุรกิจโอเลฟินส์ดูน่าสนใจที่สุด

ชัยพัชร ธนวัฒโน
นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน
ด้านหลักทรัพย์
0-2949-1005
chaipat.thanawattano@scb.co.th

- **คาดผลการดำเนินงานปรับตัวดีขึ้นมากในปี 2558**
- **ยังคงชอบผู้ผลิตโอเลฟินส์มากที่สุด เพราะภาวะอุปสงค์/อุปทานสมดุลมากกว่า**
- **Top pick คือ PTTGC เพราะ valuation ต่ำและแนวโน้มกำไรดีขึ้น**

ผลการดำเนินงานไตรมาส 4/57 ได้รับผลกระทบจากขาดทุนสินค้าคงคลังจำนวนมาก บริษัทปิโตรเคมีขนาดใหญ่ 2 รายภายใต้การวิเคราะห์ของ SCBS รายงานขาดทุนปกติ >7 พันล้านบาท โดยเกิดจากขาดทุนสินค้าคงคลังจำนวนมาก หากตัดผลกระทบของราคาน้ำมันที่ผันผวนออกไป พบว่าผลการดำเนินงานปรับตัวแย่ลง 8.1% QoQ แต่ดีขึ้น 68.1% YoY หลักๆ เกิดจาก PTTGC ซึ่งการผลิตสะดุดในไตรมาส 4/56 เพราะปริมาณวัตถุดิบก๊าซจาก PTT ขาดความต่อเนื่อง กำไรปกติในไตรมาส 1/58 น่าจะลดลงต่อ เพราะส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ลดลงหลังจากราคา PE ลดลงเกือบ 20% QoQ ส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ PET/PTA ก็ลดลง 22% QoQ อย่างไรก็ดี เราคาดว่ากำไรสุทธิจะปรับตัวดีขึ้นอย่างมาก เพราะไม่มีขาดทุนสินค้าคงคลังจำนวนมากเกิดขึ้นอีก

โอเลฟินส์: ยังคงเป็นสายผลิตภัณฑ์ที่น่าสนใจที่สุด ราคาผลิตภัณฑ์สายโอเลฟินส์โดยเฉลี่ยปรับตัวลดลง ~20% QoQ เพราะราคาน้ำมันลดลง ซึ่งกดดันให้ราคาวัตถุดิบหลักของผลิตภัณฑ์ปิโตรเคมีอย่างแนฟทา (-24% QoQ) ซึ่งคิดเป็น 67% ของการผลิตโอเลฟินส์ทั่วโลก ปรับตัวลดลง นอกจากนี้ส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์สายโอเลฟินส์กับต้นทุนแนฟทาโดยเฉลี่ยก็ปรับตัวลดลง 16.5% QoQ แต่ยังสูงกว่าค่าเฉลี่ย 10 ปี ยกเว้นโพรพิลีน และ PP ผลิตภัณฑ์สองอย่างนี้จะได้รับแรงกดดันจากกำลังการผลิตเพิ่มเติม โดยเฉพาะกำลังการผลิตในจีน ทั้งนี้แม้ราคาน้ำมันลดลง แต่เรามองว่าเอทิลีนและผลิตภัณฑ์ต่อเนื่องจะมีแนวโน้มที่ดีขึ้นเพราะอุปสงค์/อุปทานอยู่ในภาวะที่สมดุลมากขึ้น ก่อนหน้านี้เราเชื่อว่าปัจจัยเสี่ยงสำคัญที่จะส่งผลกระทบต่อผลิตภัณฑ์สายโอเลฟินส์ คือ กำลังการผลิตใหม่จากสหรัฐฯ ที่จะเข้าสู่ตลาดตั้งแต่ปี 2560 แต่ราคาน้ำมันระดับต่ำมีแนวโน้มที่จะส่งผลทำให้กำลังการผลิตใหม่เหล่านี้เลื่อนกำหนดเดินเครื่องออกไปอีก 2-3 ปี

อะโรเมติกส์: ยังอยู่ในภาวะอุปทานล้นตลาด แนวโน้มราคาผลิตภัณฑ์อะโรเมติกส์น่าจะยังดูไม่ดีนัก เนื่องจากจะมีกำลังการผลิต PX กว่า 4 ล้านตันต่อปีเข้าสู่ตลาดในปีนี้ ในขณะที่อุปสงค์จะเพิ่มขึ้นเพียง 2 ล้านตันต่อปี ราคา PX เฉลี่ยลดลง 17% QoQ ในไตรมาส 1/58 สู่ระดับต่ำสุดในรอบ 5 ปี เราคาดว่าราคาจะลดลงต่อเนื่องในไตรมาส 2/58 เพราะต้นทุนวัตถุดิบลดลง ที่แย่กว่านั้น คือ ราคา BZ จะถูกกดดันโดยวัตถุดิบที่มีมากขึ้นจากโรงแครกเกอร์แนฟทา (pyrolysis gas) ซึ่งมีแนวโน้มที่จะเพิ่มอัตราการผลิตเพื่อให้ได้รับประโยชน์จากต้นทุนแนฟทาที่ถูกลงและส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ที่แข็งแกร่งแม้จะแคบลงบ้าง

PET/โพลีเอสเตอร์: อุปสงค์ตามฤดูกาลจะหนุนให้ราคา PET ปรับเพิ่มขึ้น การควบรวมในอุตสาหกรรมปิโตรเคมีน่าจะมีมากขึ้นในปีนี้ เมื่อไม่นานนี้ IVL ได้เข้าซื้อโรงงานโพลีเอสเตอร์กำลังการผลิต 1.05 แสนตันต่อปีในประเทศไทย ทำให้ส่วนแบ่งกำลังการผลิตในประเทศไทยปรับเพิ่มขึ้นจาก 42% สู่ 57% สูงกว่าผู้ประกอบการอันดับสองอย่างมาก เราเชื่อว่าความเคลื่อนไหวครั้งนี้จะส่งผลดีต่อราคาผลิตภัณฑ์ในระยะกลางถึงระยะยาว ขณะที่ในระยะสั้นเรามองบวกต่อราคาผลิตภัณฑ์กลุ่มนี้เช่นกัน โดยเฉพาะ PET โดยได้รับปัจจัยหนุนจากอุปสงค์ตามฤดูกาลก่อนเข้าสู่ฤดูร้อน ศูนย์พยากรณ์สภาพอากาศในสหรัฐฯ ของ National Oceanic and Atmospheric Administration (NOAA) ออกรายงานเกี่ยวกับปรากฏการณ์เอลนีโญเมื่อวันที่ 5 มี.ค. ซึ่งหมายความว่าสภาพอากาศปีนี้อาจจะร้อนผิดปกติ ซึ่งน่าจะส่งผลดีต่อโพลีเอสเตอร์ในเวลาต่อมาเมื่อปริมาณฝนที่ลดลงส่งผลกระทบต่อผลผลิตฝ้าย ซึ่งจะส่งผลทำให้อุปสงค์โพลีเอสเตอร์ปรับตัวเพิ่มขึ้น

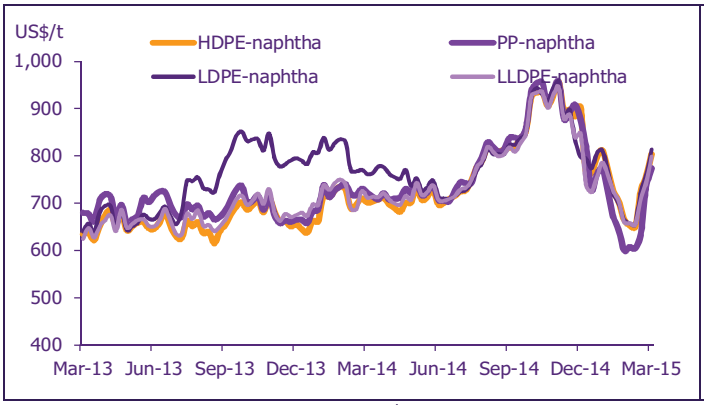
Valuation ของหุ้นปิโตรเคมีไทยอยู่ในระดับต่ำ กลุ่มปิโตรเคมี outperform SET ในไตรมาส 1/58 (QTD) จากการคาดการณ์เชิงบวกต่อแนวโน้มผลการดำเนินงานปี 2558 หลังจากบันทึกขาดทุนสินค้าคงคลังจำนวนมากในปี 2557 นอกจากนี้ราคาผลิตภัณฑ์ก็ปรับตัวเพิ่มขึ้นจากปลายไตรมาส 4/57 โดยได้รับแรงหนุนจากราคาน้ำมันที่สูงขึ้น เรามองว่า valuation อยู่ในระดับต่ำ ที่ PBV/ROE เฉลี่ย 1.7 เท่า เทียบกับค่าเฉลี่ยที่ 1.9 เท่าของหุ้นปิโตรเคมีในตลาดภูมิภาค ทั้งนี้ในจำนวนหุ้นปิโตรเคมีสองตัวในการวิเคราะห์ของ SCBS เราชอบ PTTGC เพราะแนวโน้มผลการดำเนินงานดีขึ้นและ valuation ถูกที่ P/E (ปี 2558) ระดับ 6.8 เท่า และ PBV ระดับ 0.9 เท่า เทียบกับค่าเฉลี่ยของหุ้นปิโตรเคมีในตลาดภูมิภาคที่ 18 เท่า และ 1.5 เท่า ตามลำดับ เรามองว่าราคาหุ้น underperform มากเกินไปจากความกังวลว่าผู้ผลิตที่ใช้ก๊าซเป็นวัตถุดิบมีความสามารถในการแข่งขันน้อยกว่าผู้ผลิตที่ใช้แนฟทาเป็นวัตถุดิบ บริษัทจะรับรู้ประโยชน์จากราคา LPG ที่ลดลงตลอดทั้งปีในปี 2558 หลังจากรัฐบาลยกเลิกการเก็บเงินเข้ากองทุนน้ำมัน 1 บาท/กก.ในปี 2557

Valuation summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x) 14A	P/E (x) 15F	P/E (x) 16F	EPS growth (%) 14A	EPS growth (%) 15F	EPS growth (%) 16F	P/BV (x) 14A	P/BV (x) 15F	P/BV (x) 16F	ROE (%) 14A	ROE (%) 15F	ROE (%) 16F	Div. Yield (%) 14A	Div. Yield (%) 15F	Div. Yield (%) 16F	EV/EBITDA (x) 14A	EV/EBITDA (x) 15F	EV/EBITDA (x) 16F
IVL	Neutral	24.80	27.0	10.3	n.m.	25.1	18.0	n.m.	n.m.	39	1.62	1.56	1.47	0	6	8	1.5	1.4	1.9	12.2	8.4	7.6
PTTGC	Buy	55.00	75.0	42.0	17.2	7.0	6.9	(57)	146	2	1.04	0.94	0.87	6	14	13	4.3	5.6	5.8	8.8	4.8	4.7
Average					**17.2**	**16.0**	**12.4**	**(57)**	**146**	**21**	**1.33**	**1.25**	**1.17**	**3**	**10**	**11**	**2.9**	**3.5**	**3.9**	**10.5**	**6.6**	**6.1**

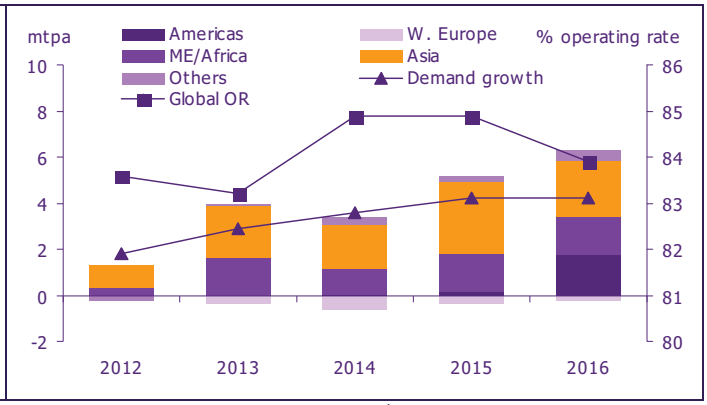
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: PE/PP vs. naphtha



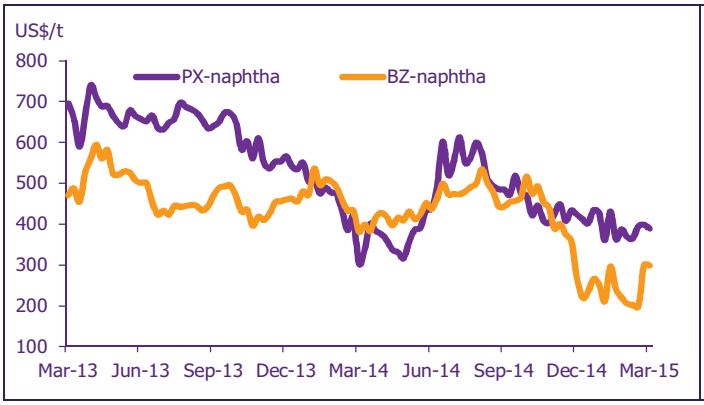
Source: Datastream, SCBS Investment Research

Figure 2: HDPE demand/supply balance



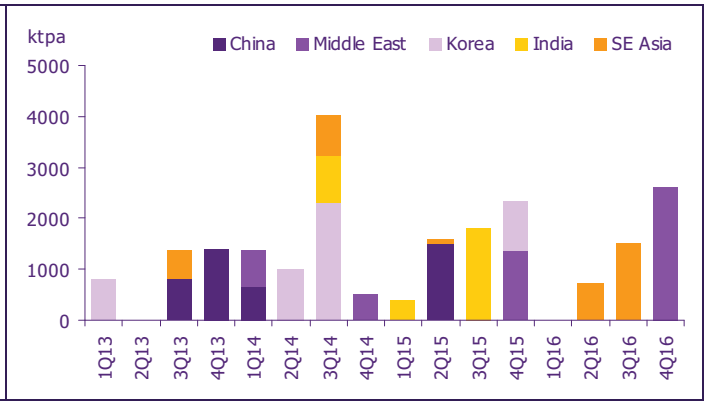
Source: IHS, PTTGC, SCBS Investment Research

Figure 3: PX/BZ vs. naphtha



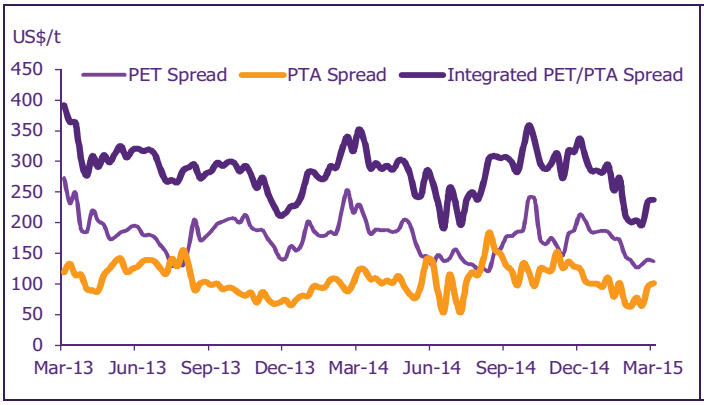
Source: Datastream, SCBS Investment Research

Figure 4: PX regional capacity additions



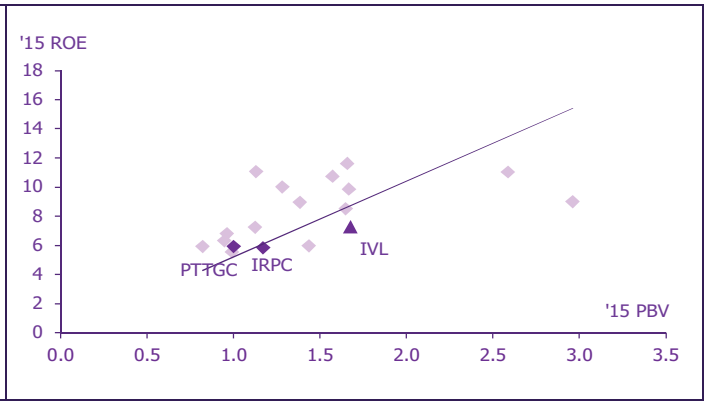
Source: ICIS, SCBS Investment Research

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)		
	15F	16F	17F	15F	16F	17F	15F	16F	17F	15F	16F	17F	15F	16F	17F	15F	16F	17F
Sinopec Shanghai Petrochem	33.9	27.8	n.m.	900.0	22.0	n.m.	3.0	2.7	n.a	9.0	10.0	n.m.	0.6	0.8	n.a	13.2	12.0	n.a.
China Petroleum & Chemical	17.2	12.1	15.2	(23.1)	42.0	(20.2)	1.1	1.1	n.a	7.2	9.1	n.m.	1.9	3.1	n.a	7.0	5.7	n.a.
PetroChina Co Ltd	19.0	12.2	7.4	(43.0)	55.2	64.8	1.0	0.9	n.a	5.5	7.4	8.9	2.4	3.3	4.8	8.5	7.4	n.a.
Reliance Industries Ltd	10.7	9.0	n.m.	4.3	19.8	n.m.	1.1	1.0	0.9	11.0	12.1	13.5	1.2	1.4	1.3	8.1	6.6	5.5
Lotte Chemical Corp	14.5	11.7	8.7	74.6	23.8	34.8	1.0	0.9	0.8	6.8	7.9	9.6	0.6	0.6	0.5	7.3	6.6	5.4
Formosa Chemicals & Fibre Corp	21.6	18.7	20.0	85.0	15.5	(6.7)	1.4	1.4	1.2	5.9	7.1	6.2	2.6	3.1	2.8	16.8	15.3	16.3
Formosa Plastics Corp	20.2	18.1	n.m.	29.1	11.2	n.m.	1.6	1.6	n.a	8.5	9.1	n.m.	3.0	3.4	n.a	27.7	25.9	n.a.
Nan Ya Plastics Corp	17.5	15.8	n.m.	(4.7)	10.5	n.m.	1.7	1.6	n.a	9.8	10.3	n.m.	3.8	4.1	n.a	17.7	16.3	n.a.
Formosa Petrochemical Corp	25.3	21.1	n.m.	182.0	20.1	n.m.	2.6	2.5	n.a	11.0	12.1	n.m.	2.9	3.9	n.a	15.0	13.4	n.a.
Far Eastern New Century Corp	16.5	15.9	n.m.	(5.2)	3.8	n.m.	0.8	0.8	n.a	5.9	4.1	n.m.	3.9	4.5	n.a	11.7	10.6	n.a.
Petronas Chemicals Group Bhd	14.9	13.5	12.4	9.0	10.7	9.1	1.7	1.6	1.5	11.6	12.1	11.6	3.5	3.9	3.8	7.1	6.4	6.3
Indorama Ventures PCL	22.8	18.9	16.9	280.4	20.6	11.9	1.7	1.6	1.3	7.2	8.8	9.1	1.6	1.9	2.0	9.7	9.1	8.8
IRPC PCL	22.6	15.8	13.7	171.5	42.5	15.8	1.2	1.2	1.1	5.8	7.4	10.7	2.2	2.8	2.7	13.1	9.6	8.2
PTT Global Chemical PCL	n.m.	7.9	6.7	n.m.	n.m.	18.5	1.0	0.9	0.8	5.9	11.8	12.8	4.5	5.9	7.6	6.2	5.7	5.4
Vinythai PCL	21.2	24.3	n.m.	158.0	(12.8)	n.m.	n.a	n.a	n.a	3.6	3.1	n.m.	1.7	1.5	n.a	8.4	6.8	n.a.
Thai Plastic & Chemical PCL	8.9	n.m.	n.m.	226.8	n.m.	n.m.	n.a	n.a	n.a	13.9	n.m.	n.m.	7.3	n.a	n.a	n.a.	n.a.	n.a.
Alpek SA de CV	14.9	15.9	40.6	223.2	(5.7)	(60.9)	1.4	1.3	1.3	8.9	8.6	8.5	2.4	3.1	5.7	7.1	6.7	5.9
Average	**18.9**	**16.2**	**15.7**	**141.7**	**18.6**	**7.5**	**1.5**	**1.4**	**1.1**	**8.1**	**8.8**	**10.1**	**2.7**	**3.0**	**3.5**	**11.5**	**10.3**	**7.7**

Note: The numbers are based on consensus forecast
Source: Bloomberg Finance LP, SCBS Investment Research

แนวโน้มปี 2558 ดูดีกว่าปี 2557

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

- **ปี 2557: อุปสงค์ -22%; อุปทานใหม่ -14%; สต็อกเหลือขาย +16%**
- **สภาวะแวดล้อมเป็นบวก: อัตราดอกเบี้ยลดลง รายได้ที่ใช้จ่ายได้จริงสูงขึ้น และต้นทุนก่อสร้างลดลง**
- **ปี 2558: คาดยอดขายโต 30% และกำไรโต 18%; ยอดขายรอรับรู้รายได้รองรับรายได้ 50%**
- **Top picks คือ AP และ QH**

ปี 2557: ตลาดที่อยู่อาศัยอ่อนแอตามคาด AREA รายงานว่าอุปสงค์ที่อยู่อาศัยโดยรวมลดลง 22% สู่ 88,600 ยูนิต จากสถานการณ์ความไม่สงบทางการเมือง ในขณะที่อุปทานใหม่ลดลงในอัตราที่น้อยกว่าที่ 14% สู่ 111,367 ยูนิต ส่งผลทำให้สต็อกเหลือขายปรับตัวเพิ่มขึ้น 16% สู่ 164,401 ยูนิต อุปสงค์ผลิตภัณฑ์ทุกประเภทปรับตัวลดลง (คอนโด -28%, บ้านแฝด –22%, บ้านเดี่ยว -17%, และทาวน์เฮ้าส์ -6%) อุปสงค์ที่อยู่อาศัยราคาต่ำกว่า 2 ล้านบาท/ยูนิตปรับลดลงมาก โดยมีสาเหตุมาจากต้นทุนที่สูงขึ้นและอุปทานใหม่ที่มีน้อยมาก

บริษัทในการวิเคราะห์ของเรา: ยอดขายลดลง แต่กำไรเพิ่มขึ้น ในปี 2557 ยอดขายสุทธิของบริษัทในการวิเคราะห์ของเราปรับตัวลดลง 19% สู่ 1.55 แสนล้านบาท และโครงการเปิดใหม่ปรับลดลง 13% สู่ 2.04 แสนล้านบาท ถ้าไม่รวม SIRI จะพบว่ายอดขายลดลงเพียง 2% YoY แม้ยอดขายลดลง แต่การโอนคอนโดเป็นไปอย่างราบรื่นช่วยหนุนให้กำไรสุทธิปรับเพิ่มขึ้น 16% YoY สู่ 2.86 หมื่นล้านบาท ยอดขายรอรับรู้รายได้ลดลง 18% YoY สู่ 1.71 แสนล้านบาท เพราะยอดโอนกรรมสิทธิ์สูงกว่ายอดขาย คุณภาพยอดขายรอรับรู้รายได้ปรับตัวดีขึ้น ดังเห็นได้จากอัตราส่วนเงินมัดจำรับต่อยอดขายรอรับรู้รายได้ที่เพิ่มขึ้นจาก 6.7% ในเดือน ธ.ค. 2556 สู่ 8.4% ในเดือน ธ.ค. 2557

สภาวะแวดล้อมในการดำเนินงานเป็นบวก สภาพแวดล้อมของธุรกิจที่อยู่อาศัยปรับตัวดีขึ้นจากปัจจัยหลายอย่างด้วยกัน ในด้านผู้ซื้อ อัตราดอกเบี้ยปรับตัวลดลง และต้นทุนเชื้อเพลิงก็ลดลงถึง 28% ในช่วง 10 เดือนที่ผ่านมา ส่งผลทำให้รายได้ที่ใช้จ่ายได้จริงสูงขึ้น ส่วนด้านผู้ประกอบการ ข้อมูลจาก ธปท. ชี้ให้เห็นว่าต้นทุนวัสดุก่อสร้างลดลงมาแล้ว 4% YTD ซึ่งจะส่งผลทำให้ต้นทุนก่อสร้างปรับตัวลดลง **ผลกระทบน้อยมากจาก พ.ร.บ.ภาษีที่ดินและสิ่งปลูกสร้าง** พ.ร.บ.ภาษีที่ดินและสิ่งปลูกสร้างสร้างแรงกดดันต่อกลุ่มพัฒนาโครงการที่อยู่อาศัยมาระยะหนึ่งแล้ว และยังคงจะเป็นเช่นนั้นอยู่ แต่ข้อมูลล่าสุดชี้ให้เห็นว่ากฎหมายดังกล่าวไม่น่ามีผลกระทบต่ออุปสงค์ที่อยู่อาศัย และจะส่งผลกระทบต่ออัตรากำไรขั้นต้นของบริษัทพัฒนาโครงการที่อยู่อาศัยเพียง 0.60-1.00% เมื่อใช้สมมติฐานว่าไม่มีการยกเว้นภาษีที่ดินและสิ่งปลูกสร้างที่กำลังพัฒนาและที่รอพัฒนาอยู่

ปี 2558: ยอดขายฟื้นตัว... เราคาดว่ายอดขายของบริษัทพัฒนาโครงการที่อยู่อาศัย 7 บริษัทในการวิเคราะห์ของเราจะเติบโตได้ดีที่ 30% YoY สู่ 2.03 แสนล้านบาท โดยเกิดจากฐานต่ำและการยกเลิกสัญญาน้อยลง เราคาดว่ายอดขายคอนโดจะเติบโตอย่างแข็งแกร่งที่ 59% และยอดขายบ้านแนวราบจะเติบโต 13% ยอดขายในช่วง 2 เดือนแรกปี 58 มีจำนวน 2.27 หมื่นล้านบาท +61% YoY คิดเป็นสัดส่วน 11% ของประมาณการทั้งปีของเรา เราคาดว่ายอดขายจะเติบโตเพิ่มมากยิ่งขึ้นในไตรมาส 2/58 จากการเปิดตัวคอนโดมากขึ้น

ยอดขายรอรับรู้รายได้ช่วยสนับสนุนรายได้ เราคาดว่ารายได้ทั้งหมดของบริษัทในการวิเคราะห์ของเราจะเติบโต 15% สู่ 1.96 แสนล้านบาทในปี 2558 โดยได้รับปัจจัยหนุนจากรายได้จากคอนโดที่เติบโต 25% และรายได้จากบ้านแนวราบที่เติบโต 8% กำไรปกติโดยรวมจะเติบโต 18% สู่ 3.37 หมื่นล้านบาท ยอดขายรอรับรู้รายได้ทั้งหมดในปัจจุบันที่ 1.71 แสนล้านบาทช่วยรองรับรายได้ 50% ที่เราคาดการณ์ไว้ในปี 2558 และ 21% ในปี 2559

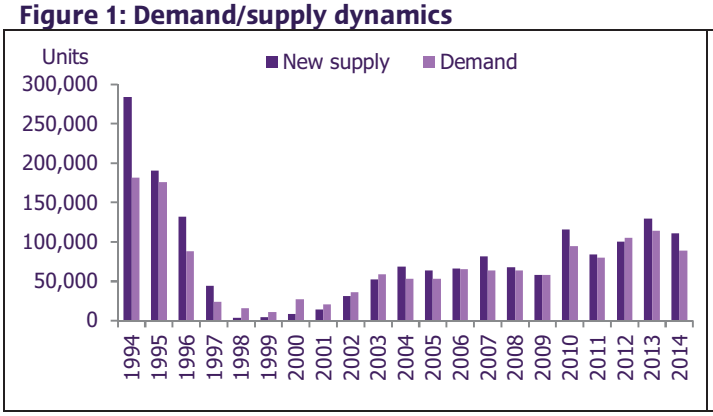
Top picks: AP และ QH เราชอบ AP หลังจากบริษัทกลับมารายงานกำไรเติบโตก้าวกระโดดในปีที่ผ่านมา หลังจากที่หดตัวลงในปี 2556 ช่วยให้ความเชื่อมั่นที่นักลงทุนมีต่อ AP ฟื้นกลับมา โมเมนตัมที่เป็นบวกจะเกิดขึ้นต่อเนื่องมาถึงปี 2558 โดยได้รับปัจจัยหนุนจากสภาพแวดล้อมที่เอื้อต่อการดำเนินงานมากขึ้น ยอดขายไตรมาส 2/58 ที่แข็งแกร่งจะเป็นปัจจัยบวกต่อราคาหุ้นระยะสั้น QH เป็นหุ้นที่มีราคาถูกและกำไรมีแนวโน้มเติบโตอย่างแข็งแกร่ง โดยมี upside จากยอดขายที่สูงกว่าคาด

Valuation Summary

	Rating	Price	Target	ETR	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
		(Bt/Sh)	(Bt/Sh)	(%)	14A	15F	16F	14A	15F	16F	14A	15F	16F	14A	15F	16F	14A	15F	16F	14A	15F	16F
AP	Buy	7.25	9.0	28.9	8.7	7.9	7.0	43	10	14	1.4	1.3	1.1	18	17	17	3.9	3.8	4.7	10.0	9.4	9.0
LH	Buy	9.85	12.5	33.9	15.6	13.9	11.4	(2)	12	21	2.5	2.5	2.3	18	18	21	6.6	5.8	7.0	13.3	13.9	11.5
LPN	Buy	17.60	27.0	59.8	12.9	9.4	7.8	(13)	37	19	2.5	2.2	1.9	20	25	26	4.5	5.3	6.4	12.6	8.9	7.4
PS	Buy	29.00	39.0	39.0	9.7	8.3	7.5	15	17	11	2.2	1.8	1.6	24	24	23	3.4	4.0	4.5	10.3	9.0	8.3
QH	Buy	3.78	6.0	65.3	10.4	8.5	7.0	3	23	20	1.8	1.5	1.3	18	19	20	2.3	5.4	6.5	13.7	11.0	9.1
SIRI	Buy	1.82	2.4	37.8	6.5	8.3	8.2	18	(22)	1	1.0	1.0	0.9	12	12	11	6.6	5.9	5.9	16.7	14.8	14.8
SPALI	Buy	21.70	31.0	47.9	8.3	7.1	7.9	55	16	(9)	2.1	1.8	1.6	28	27	21	4.6	4.9	5.1	9.4	7.9	8.6
Average					**10.3**	**9.1**	**8.1**	**17**	**14**	**11**	**1.9**	**1.7**	**1.5**	**20**	**20**	**20**	**4.6**	**5.0**	**5.7**	**12.3**	**10.7**	**9.8**

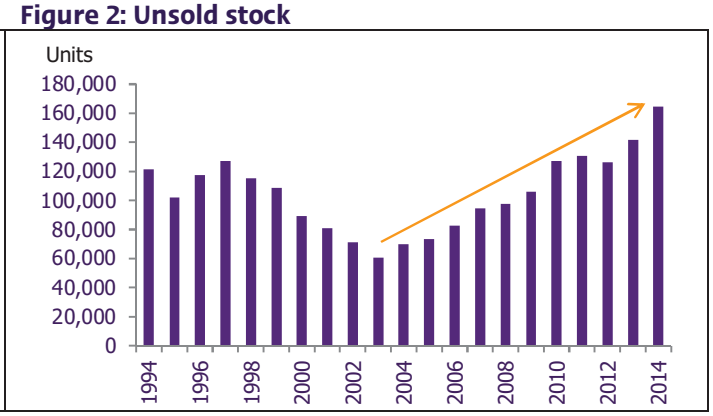
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: Demand/supply dynamics



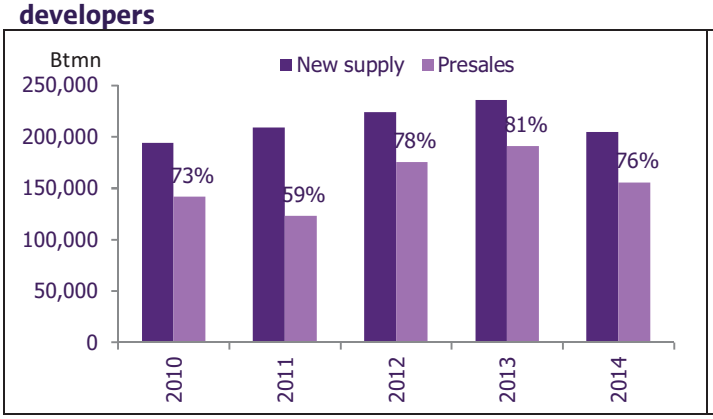
Source: AREA

Figure 2: Unsold stock



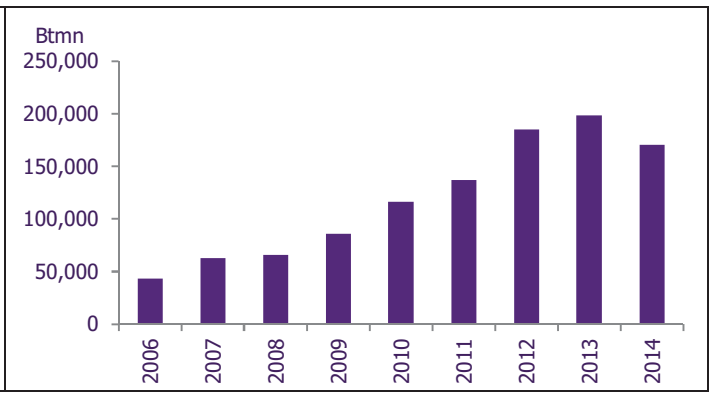
Source: AREA

Figure 3: Presales vs new launches for major developers



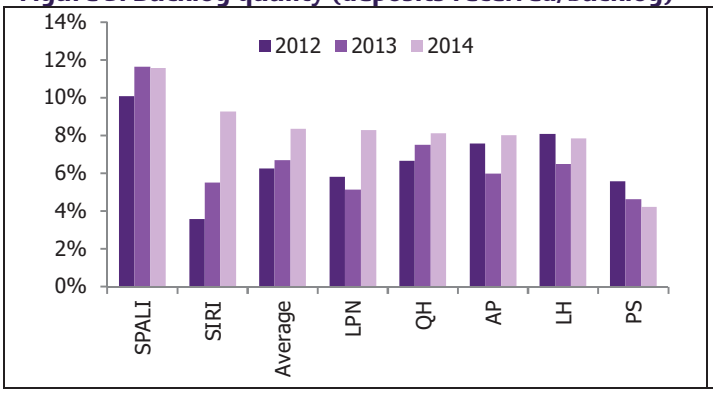
Source: AP, LH, LPN, PS, QH, SIRI, SPALI

Figure 4: Backlog declined slightly



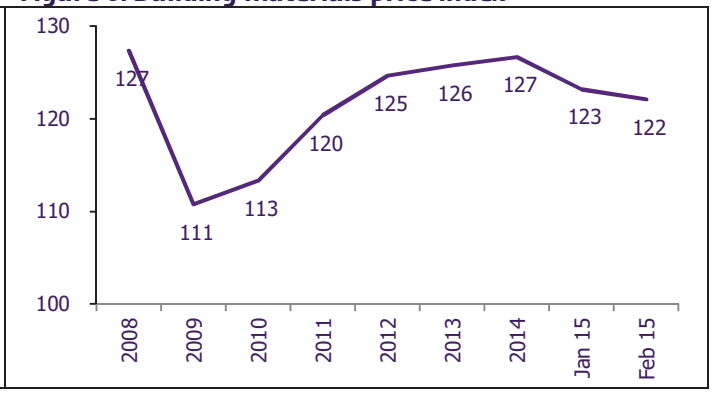
Source: AP, LH, LPN, PS, QH, SIRI, SPALI

Figure 5: Backlog quality (deposits received/backlog)



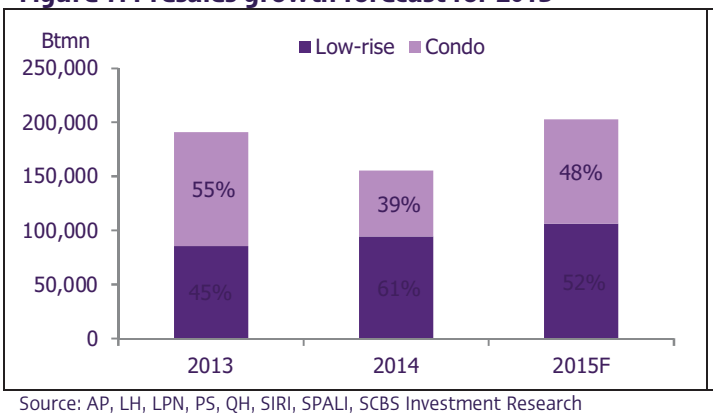
Source: Company, SCBS Investment Research

Figure 6: Building materials price index



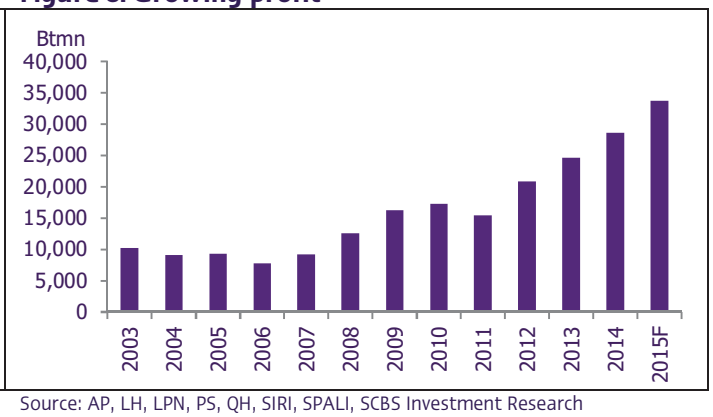
Source: BoT

Figure 7: Presales growth forecast for 2015



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

Figure 8: Growing profit



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

เติบโตตามมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์ระดับสูง

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

- **บริษัทหลักทรัพย์ได้รับประโยชน์จากมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์เฉลี่ยต่อวันระดับสูงอย่างต่อเนื่องที่ 5.16 หมื่นล้านบาทในไตรมาส 1/58 QTD (+89% YoY, ทรงตัว QoQ)**
- **ทั้ง MBKET และ ASP เสียส่วนแบ่งการตลาด เนื่องจากมีผู้ประกอบการรายใหม่เพิ่มขึ้น**
- **ปี 2558 จะเป็นปีที่ดีอีกปีสำหรับธุรกิจวาณิชธนกิจ (IB)**
- **ชอบ ASP มากกว่า MBKET เพราะผลตอบแทนจากเงินปันผลสูงกว่าและรายได้กระจายตัวมากกว่า**

เติบโตตามมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์ระดับสูงอย่างต่อเนื่อง บริษัทหลักทรัพย์ได้รับประโยชน์จากมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์เฉลี่ยต่อวันระดับสูงอย่างต่อเนื่องในไตรมาส 1/58 มูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์เฉลี่ยต่อวัน (ไม่รวมบัญชีบล.) ตั้งแต่ต้นไตรมาส 1/58 ถึงปัจจุบันอยู่ที่ 5.16 หมื่นล้านบาท เพิ่มขึ้น 89% YoY และทรงตัว QoQ ทำให้เรามีแนวโน้มปรับสมมติฐานมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์เฉลี่ยต่อวันในปี 2558 ที่ 4.4 หมื่นล้านบาท เพิ่มขึ้น เราคาดว่ากิจกรรมในตลาดทุนจะยังมีมากในปี 2558 และคาดว่ามูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์เฉลี่ยต่อวันจะปรับเพิ่มขึ้น 6% สู่ 4.3 หมื่นล้านบาท (ระดับสูงสุดเป็นประวัติการณ์ในปี 2556) โดยได้รับปัจจัยหนุนจากมาตรการ QE ของ EU สภาวะอัตราดอกเบี้ยต่ำ และสภาพคล่องที่ดีในระบบการเงิน

คู่แข่งรายใหม่ ผู้ประกอบการรายใหม่เข้ามาในตลาดเพิ่มมากขึ้น และส่งผลกระทบทำให้ส่วนแบ่งตลาดของ MBKET ลดลงจาก 10.56% ในปี 2557 สู่ 9.98% QTD และส่วนแบ่งการตลาดของ ASP ลดลงจาก 3.82% ในปี 2557 สู่ 3.61% QTD ผู้ประกอบการใหม่ที่เข้ามาในตลาดรายล่าสุด คือ บริษัทหลักทรัพย์ แลนด์ แอนด์ เฮ้าส์ ซึ่งเริ่มดำเนินงานในไตรมาส 4/57 ส่วน AWS และ AEC เริ่มดำเนินงานในไตรมาส 4/56 เราคาดว่าจะมีผู้ประกอบการรายใหม่เพิ่มมากขึ้นในปีนี้

ดีล IB จะมีเข้ามาอย่างต่อเนื่อง ปี 2558 น่าจะเป็นปีที่ดีอีกปีสำหรับธุรกิจวาณิชธนกิจ (IB) เพราะมีดีล IB เพิ่มมากขึ้นในอนาคต ดีล IB ของ ASP เพิ่มขึ้นจาก 27 ดีลในไตรมาส 3/57 สู่ 32 ดีล (IPO 18 ดีล และที่ปรึกษาทางการเงิน 14 ดีล) ในไตรมาส 1/58 แม้มูลค่าดีลโดยเฉลี่ยลดลง MBKET มีดีมากกว่า 10 ดีล (IPO 5-7 ดีล, REIT 2-3 ดีล, และกองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐาน 2-3 ดีล) มูลค่ารวมกว่า 1 หมื่นล้านบาท MBKET จะบันทึกรายได้ค่าธรรมเนียม IB จากการ IPO ของแพลทินัม กรุ๊ป (PLAT) ด้วยมูลค่าการเสนอขายหุ้น IPO 5.2 พันล้านบาท โดยบริษัทแห่งนี้จะนำหุ้นเข้าซื้อขายในตลาดฯ วันที่ 24 มี.ค. ดีล IPO ของ ASP ที่เข้าสู่กระบวนการไฟลิ่งเรียบร้อยแล้ว ได้แก่ คอมเซเว่น (COM7), เจ้าพระยามหานคร (CMC) และ เจเอเอวส แอสเซ็ท (J) ส่วนดีล IPO ของ MBKET ที่เข้าสู่กระบวนการไฟลิ่งเรียบร้อยแล้ว ได้แก่ อัครา รีซอร์สเซส (AKARA) ที่จดทะเบียนใน SET และไดอิ กรุ๊ป (DAII) และ เน็ตเบย์ (NETBAY) ที่จดทะเบียนในตลาด mai

ASP ปรับพอร์ทลงทุนไปลงทุนในตลาด EU เพิ่มมากขึ้น ASP กำลังปรับพอร์ตลงทุนของบริษัทไปลงทุนในตลาด EU เพิ่มมากขึ้นเนื่องจากบริษัทมองว่า valuation น่าสนใจ ณ สิ้นปี 2557 พอร์ตลงทุนมูลค่า 2 พันล้านบาทของบริษัทประกอบด้วยหลักทรัพย์จดทะเบียนและหน่วยลงทุนในประเทศ 30%, หลักทรัพย์จดทะเบียนและหน่วยลงทุนต่างประเทศ 29%, ตราสารหนี้เอกชน 26%, และตราสารทุนไม่ได้จดทะเบียน 15% (Wine Connection)

MBKET ลดอัตราการจ่ายเงินปันผล MBKET ลดอัตราการจ่ายเงินปันผลของบริษัทลงจาก ~100% ตั้งแต่ปี 2552 สู่ 74% สำหรับปี 2557 เพื่อกันเงินทุนของบริษัทเอาไว้เพื่อรักษาระดับเงินกองทุนสภาพคล่องสุทธิ (NCR) ให้อยู่ใกล้กับค่าเฉลี่ยของอุตสาหกรรมที่ 21% (เทียบกับเกณฑ์ที่กฎหมายกำหนดที่ 7%) เราคาดว่าอัตราการจ่ายเงินปันผลในปี 2558-2559 ของ MBKET จะอยู่ที่ 85% เท่ากับ ASP เนื่องจาก NCR ในปัจจุบันของ ASP อยู่ที่ระดับ 50-60% บริษัทจึงไม่มีความจำเป็นต้องลดอัตราการจ่ายเงินปันผลลง

ชอบ ASP มากกว่า MBKET เราชอบ ASP มากกว่า MBKET เนื่องจาก ASP ให้ผลตอบแทนจากเงินปันผลปี 2558 สูงกว่า MBKET (ASP อยู่ที่ 9% เทียบกับ MBKET ที่ 7%) และรายได้กระจายตัวมากกว่า MBKET ด้วยรายได้ค่านายหน้ากับรายได้ที่ไม่ใช่ค่านายหน้าที่สมดุลกันโดยได้รับการสนับสนุนจากธุรกิจวาณิชธนกิจ (IB) รายได้ที่เข้ามาอย่างต่อเนื่องจากการบริหารสินทรัพย์ และพอร์ตลงทุนขนาดใหญ่ซึ่งจะได้รับประโยชน์จากการปรับตัวขึ้นของตลาดหุ้นเพราะมีสัดส่วนของเงินลงทุนในหลักทรัพย์สูง

Valuation summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)		
					14A	15F	16F	14A	15F	16F	14A	15F	16F	14A	15F	16F	14A	15F	16F
ASP	Buy	4.08	5.5	44.3	10.4	9.0	8.2	(22)	16	9	1.9	1.8	1.7	18	20	21	7.8	9.5	10.3
MBKET	Neutral	23.60	25.0	13.4	10.7	11.4	11.0	(13)	(6)	4	2.8	2.6	2.5	25	24	24	7.0	7.5	7.7
Average					**10.5**	**10.2**	**9.6**	**(17)**	**5**	**6**	**2.3**	**2.2**	**2.1**	**22**	**22**	**22**	**7.4**	**8.5**	**9.0**

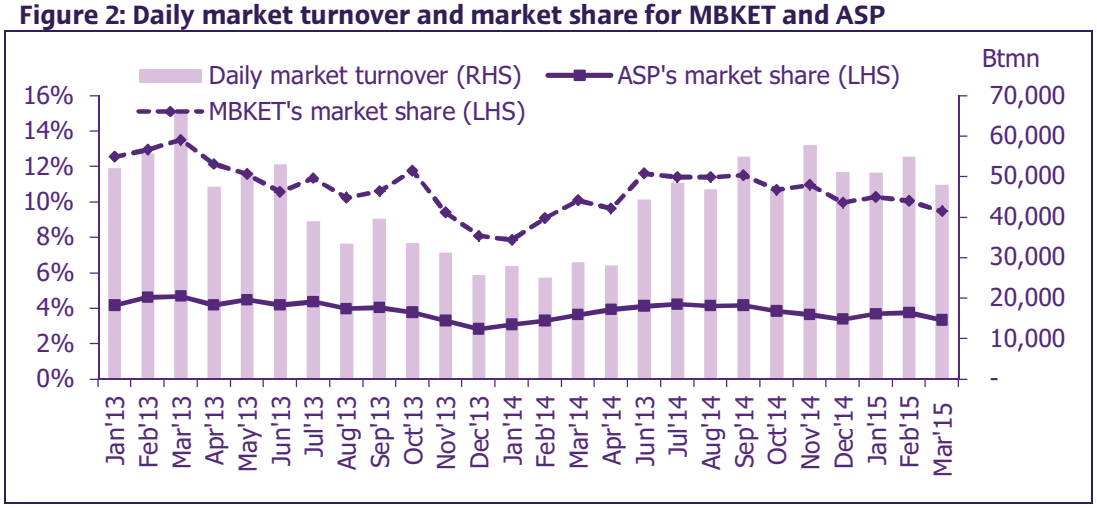
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: Target price sensitivity to turnover

	ASP	MBKET
Target price at 2015F various daily mkt. turnover		
Bt39bn	4.9	20
Bt44bn — base case	5.5	25
Bt49bn	6.1	30
2015F EPS (Bt) at 2015F various daily mkt. turnover		
Bt39bn	0.41	1.69
Bt44bn — base case	0.45	2.07
Bt49bn	0.50	2.46
2015F DPS (Bt) at 2015F various daily mkt. turnover		
Bt39bn	0.35	1.43
Bt44bn — base case	0.39	1.76
Bt49bn	0.43	2.09
Dividend payout	85%	85%
Target PE (x)	4.9	20

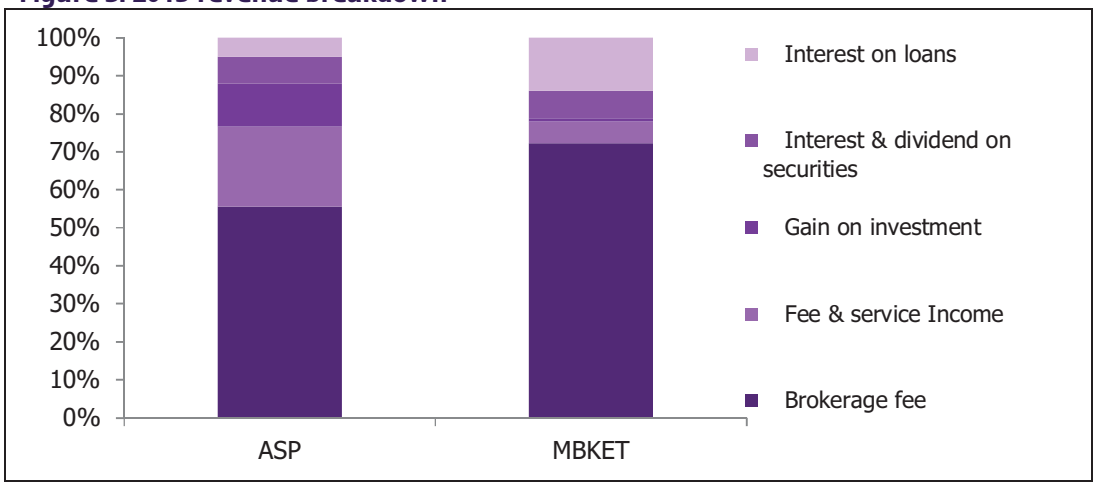
Source: SCBS Investment Research

Figure 2: Daily market turnover and market share for MBKET and ASP



Source: SET and SCBS Investment Research

Figure 3: 2015 revenue breakdown



Source: ASP, MBKET, and SCBS Investment Research

การใช้งาน mobile data เพิ่มทำให้มีความจำเป็นต้องใช้คลื่นความถี่เพิ่ม

ปฏิภาค นวาวัตน์
นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน
ด้านหลักทรัพย์
0-2949-1007
phatipak.navawatana@scb.co.th

- **เศรษฐกิจดิจิทัลจะกระตุ้นการรับส่งข้อมูลทาง mobile internet**
- **...ซึ่งหมายถึงความจำเป็นต้องใช้คลื่นความถี่เพิ่มมากขึ้น โดยเฉพาะสำหรับบริการ 4G**
- **อุตสาหกรรมโทรศัพท์เคลื่อนที่โดยรวมจะได้รับประโยชน์จาก 4G ผ่านทางปริมาณการใช้งานและ ARPU ที่สูงขึ้น**
- **Top pick: TRUE**

เศรษฐกิจดิจิทัลคืออะไร? เศรษฐกิจดิจิทัลหมายถึงเศรษฐกิจที่อิงกับเทคโนโลยีดิจิทัล ซึ่งบางครั้งก็ถูกเรียกว่าเศรษฐกิจอินเทอร์เน็ต ในขณะที่เศรษฐกิจดิจิทัลเป็นเรื่องใหม่สำหรับประเทศไทย แต่กลับเป็นที่รู้จักกันมานานแล้วในประเทศต่างๆ ความแตกต่างระหว่างเศรษฐกิจดิจิทัลในอดีตกับปัจจุบัน คือ วิธีการเข้าถึงอินเทอร์เน็ต เศรษฐกิจดิจิทัลแบบเก่าจำเป็นต้องใช้เครื่องคอมพิวเตอร์เพื่อเข้าถึงอินเทอร์เน็ต แต่ปัจจุบันนี้ประชาชนใช้อุปกรณ์อื่นๆ เพิ่มมากขึ้นเพื่อเชื่อมต่ออินเทอร์เน็ต เช่น สมาร์ทโฟน และแท็บเล็ต การเปลี่ยนแปลงดังกล่าวหมายความว่าบริการบรอดแบนด์ไร้สายและ 4G เป็นเครื่องมือสำคัญเพื่อให้เศรษฐกิจดิจิตัลประสบความสำเร็จ

จำเป็นต้องจัดสรรคลื่นความถี่เพิ่มเพื่อรองรับปริมาณการใช้งานข้อมูลที่เพิ่มขึ้นในระยะยาว ความสำคัญของบริการบรอดแบนด์ไร้สายในเศรษฐกิจดิจิทัลและระดับความเร็วที่สูงขึ้นของบริการ 4G (เร็วกว่า 3G ถึง 100 เท่า) หมายความว่าถ้ารัฐบาลต้องการเดินหน้าเศรษฐกิจดิจิทัลอย่างจริงจัง รัฐบาลจะต้องจัดสรรคลื่นความถี่เพิ่มเติมให้แก่ผู้ให้บริการด้วยการผลักดันให้มีการประมูลเกิดขึ้น ก่อนหน้านี้รัฐบาลจะนำคลื่นความถี่ 1800MHz และ 900MHz ออกประมูลสำหรับบริการ 4G แต่ตอนนี้รัฐบาลมีไอเดียใหม่ คือ ดึงคลื่นความถี่ 2.6GHz กลับคืนมาจาก MCOT และนำมาเปิดประมูลด้วย คลื่นความถี่ 2.6GHz มี bandwidth ประมาณ 140MHz มากกว่าคลื่นความถี่ 1800MHz ที่มี bandwidth 25MHz และคลื่นความถี่ 900MHz ที่มี bandwidth 20MHz ทำให้เหมาะกับบริการ 4G ที่จำเป็นต้องใช้ bandwidth มากขึ้น แม้เรายังมองไม่เห็นเหตุผลว่าทำไมรัฐบาลจึงไม่สามารถดึงคลื่นความถี่ 2.6GHz กลับคืนมาจาก MCOT แต่การดึงคลื่นความถี่ดังกล่าวกลับคืนมาอาจจะทำได้ไม่เร็วนัก ซึ่งประเด็นนี้อาจจะเป็นปัจจัยที่ให้การประมูลล่าช้าออกไปจากกรอบเวลาที่รัฐบาลกำหนดไว้ในเดือน ส.ค. เรายังคงคาดว่าการประมูลสำหรับบริการ 4G จะเกิดขึ้น แต่เรามองว่าน่าจะเกิดขึ้นตอนต้นปี 2559 มากกว่าที่จะเกิดขึ้นในเดือน ส.ค.ปีนี้

อุตสาหกรรมโทรศัพท์เคลื่อนที่โดยรวมจะได้รับประโยชน์จาก 4G อุตสาหกรรมโทรศัพท์เคลื่อนที่โดยรวมจะได้รับประโยชน์จากการได้รับจัดสรรคลื่นความถี่เพิ่ม แม้ปัจจุบันมีการเข้าถึงอินเทอร์เน็ตผ่านโทรศัพท์เคลื่อนที่เพื่อใช้งานด้าน social network เป็นส่วนใหญ่ แต่ก็ยังช่วยหนุนให้รายได้จากการให้บริการด้านข้อมูลเติบโตสูงถึง 25-40% ในช่วง 2 ปีที่ผ่านมา ซึ่งชี้ให้เห็นว่าถ้าเศรษฐกิจดิจิทัลสามารถกระตุ้นให้มีการทำธุรกรรมการค้าออนไลน์เพิ่มมากขึ้นตามแผนที่วางไว้ รายได้จากการให้บริการข้อมูลก็น่าจะเติบโตสูงอย่างต่อเนื่องเป็นเวลาหลายปี นอกจากนี้ ARPU (รายได้เฉลี่ยต่อเลขหมาย) ก็จะปรับตัวเพิ่มขึ้นด้วย เนื่องจากผู้ให้บริการสามารถคิดค่าบริการเพิ่มสำหรับบริการ 4G ได้ แต่ทั้งนี้ยังเร็วเกินไปที่จะประเมินผลกระทบดังกล่าว

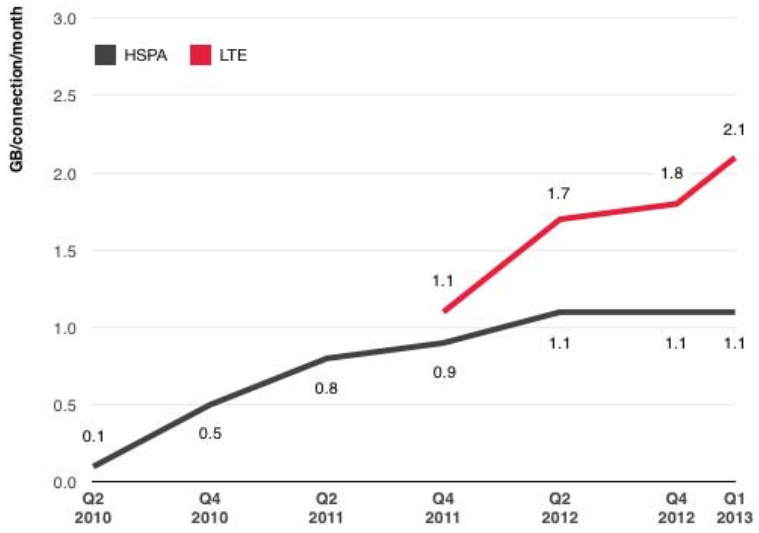
TRUE เป็น top pick เรายังคงแนะนำ “ซื้อ” TRUE ด้วยราคาเป้าหมายที่คำนวณได้จากวิธี DCF ที่ 17 บาท การเพิ่มทุนได้สำเร็จและการก้าวขึ้นสู่ตำแหน่งอันดับ 2 ในตลาดแบบเหมาจ่ายรายเดือนหนุนให้ราคาหุ้น TRUE ปรับขึ้น และเราคาดว่าราคาหุ้นจะปรับขึ้นได้อีกจากการท้าทายตำแหน่งอันดับ 1 จาก ADVANC โดยได้รับแรงหนุนจากความได้เปรียบจากการให้บริการระบบ 4G เป็นรายแรก อีกทั้งยังได้เปรียบเพิ่มมากยิ่งขึ้นอีกจากการเลื่อนประมูลคลื่นความถี่ 1,800MHz บวกกับความพยายามต่อสู้ดิ้นรนของ DTAC เพื่อรักษาส่วนแบ่งตลาดเอาไว้ แนวโน้มเช่นนี้ส่งสัญญาณว่า TRUE จะมีส่วนแบ่งตลาดรายได้เพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องในระยะ 3 ปีข้างหน้าเป็นอย่างน้อย

Valuation summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					14A	15F	16F	14A	15F	16F	14A	15F	16F	14A	15F	16F	14A	15F	16F	14A	15F	16F
ADVANC	Buy	249.00	300.0	26.1	20.5	17.7	15.0	(1)	16	18	15.8	14.9	13.9	78	87	96	4.8	5.6	6.7	11.4	10.2	9.5
DTAC	Neutral	85.75	88.0	8.3	18.9	19.4	17.0	(1)	(3)	14	6.2	5.6	5.0	33	30	31	8.1	5.7	6.5	7.5	7.0	6.0
TRUE	Buy	12.90	17.0	31.8	n.m.	74.0	30.0	84	n.m.	147	4.5	4.3	3.7	(10)	6	13	0.0	0.0	0.0	21.1	14.8	10.6
Average					**19.7**	**37.0**	**20.7**	**27**	**7**	**60**	**8.8**	**8.2**	**7.5**	**34**	**41**	**47**	**4.3**	**3.8**	**4.4**	**13.3**	**10.7**	**8.7**

Source: SCBS Investment Research

Figure 1: More data consumption after introduction of 4G LTE



SK Telecom, average monthly data consumption per connection, Q2 2010 – Q1 2013

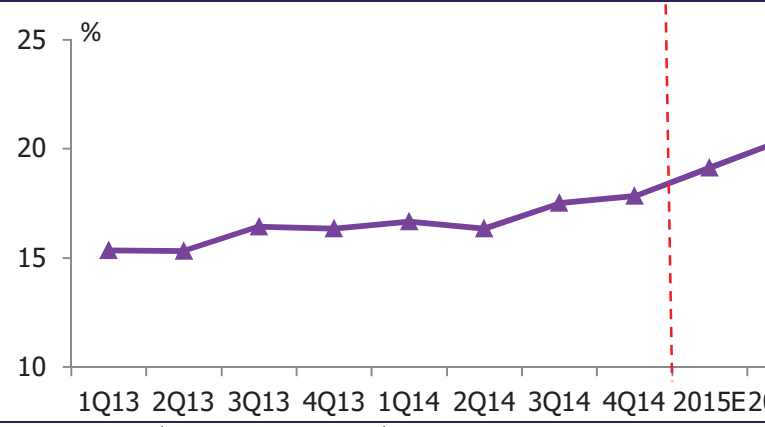
Source: SK Telecom

Figure 2: Comparison between 3G and 4G

	3G	4G
Data Throughput	Up to 3.1Mbps with an average speed range between 0.5 to 1.5 Mbps	Practically speaking, 2 to 12 Mbps (Telstra in Australia cla up to 40 Mbps) but potential estimated at a range of 100 to 300 Mbps.
Peak Upload Rate	5 Mbps	500 Mbps
Switching Technique	packet switching	packet switching, message switching
Network Architecture	Wide Area Cell Based	Integration of wireless LAN a Wide area.
Services And Applications	CDMA 2000, UMTS, EDGE etc	Wimax2 and LTE-Advance
Forward error correction (FEC)	3G uses Turbo codes for error correction.	Concatenated codes are used error corrections in 4G.
Peak Download Rate	100 Mbps	1 Gbps
Frequency Band	1.8 – 2.5 GHz	2 – 8 GHz

Source: www.diffen.com

Figure 3: TRUE will gain revenue market share to 22% in 2017



Source: Company and SCBS Investment Research

พร้อมเติบโตไปกับเทศกาลต่างๆ

ระวีนุช ปิยะเกรียงไกร
นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน
ด้านหลักทรัพย์
0-2949-1002
raweenuch.piyakriengkai@scb.co.th

- **ผลการดำเนินงานที่แข็งแกร่งมากขึ้นในไตรมาส 1/58 จะเป็นปัจจัยสำคัญที่ช่วยหนุนให้ราคาหุ้นปรับตัวขึ้นต่อ ทั้งนี้ในกลุ่มท่องเที่ยว หุ้นสายการบินต้นทุนต่ำอย่าง AAV และ NOK จะได้รับประโยชน์สองต่อจากรายได้ที่เพิ่มขึ้นและราคาน้ำมันเครื่องบินที่ลดลง**
- **จำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติจะเติบโต YoY แบบเร่งตัวมากขึ้นจนถึงไตรมาส 3/58 จากการเติบโตของนักท่องเที่ยว short-haul ที่รูปแบบการเดินทางไม่ได้มีปัจจัยทางฤดูกาลมากนัก**
- **Top picks: AAV NOK และ ERW**

ผลการดำเนินงานฟื้นตัวในไตรมาส 4/57 หากตัด THAI ที่ผลการดำเนินงานอ่อนแอเพราะต้นทุนสูงขึ้นออกไป หุ้นกลุ่มท่องเที่ยวทุกตัวรายงานผลการดำเนินงานที่ดีขึ้นในไตรมาส 4/57 หลังจากปรับตัวแย่ลงในไตรมาส 2-3/57 โดยได้รับแรงหนุนจากอุตสาหกรรมท่องเที่ยวไทยที่ฟื้นตัวดีขึ้นหลังการเมืองมีเสถียรภาพ แม้ว่ากฎอัยการศึกยังคงบังคับใช้อยู่ นักท่องเที่ยวต่างชาติที่เดินทางเข้ามาในไทยมีจำนวนสูงสุดเป็นประวัติการณ์ในไตรมาส 4/57 ที่ 7.5 ล้านคน เพิ่มขึ้น 7% YoY และ 28% QoQ ไตรมาส 4/57 เป็นไตรมาสแรกที่จำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติมีอัตราเติบโตเป็นบวก YoY หลังจากลดลง YoY ติดต่อกัน 3 ไตรมาส โดยหลักๆ ได้รับปัจจัยกระตุ้นจากนักท่องเที่ยวจีนที่ไหลเข้ามาจำนวนมาก ในปี 2557 มีนักท่องเที่ยวต่างชาติเดินทางเข้าไทยจำนวน 24.7 ล้านคน ลดลง 7% YoY

ผลการดำเนินงานจะแข็งแกร่งมากขึ้นในไตรมาส 1/58 AAV และ NOK น่าสนใจ เราคาดว่าบริษัทในกลุ่มท่องเที่ยวจะรายงานผลการดำเนินงานที่ดียิ่งขึ้นในไตรมาส 1/58 โดยในเดือน ม.ค. นักท่องเที่ยวจีน (คิดเป็น 21% ของจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติทั้งหมดที่เดินทางเข้าไทย) มีจำนวนสูงสุดเป็นประวัติการณ์ที่ 5.6 แสนคน เพิ่มขึ้น 57% YoY และคาดว่าจะเห็นโมเมนตัมที่ดีอีกครั้งในเดือน ก.พ. โดยได้รับปัจจัยหนุนจากเทศกาลตรุษจีน โดย AOT รายงานจำนวนผู้โดยสารระหว่างประเทศเติบโตสูงถึง 25% YoY ในเดือน ก.พ. (เร่งตัวขึ้นจาก 14% YoY ในเดือน ม.ค.) อัตราการเข้าพักเฉลี่ยของโรงแรมในกรุงเทพฯ ในเดือน ม.ค.-ก.พ. ของ ERW อยู่ที่ ~88% CENTEL อยู่ที่ ~85% และ MINT อยู่ที่ ~81% ซึ่งเป็นระดับที่สูงกว่าระดับที่เคยทำได้ในไตรมาสที่แข็งแกร่งอย่างไตรมาส 1/56

ในกลุ่มท่องเที่ยว เราคาดว่า AAV และ NOK จะรายงานผลการดำเนินงานที่แข็งแกร่งมากขึ้นในไตรมาส 1/58 นอกเหนือจากรายได้ที่สูงขึ้นจากการมีผู้โดยสารเพิ่มขึ้น และแรงกดดันต่อค่าโดยสารที่ลดลงแล้ว สองบริษัทนี้ยังจะได้รับประโยชน์จากราคาน้ำมันเครื่องบินที่ลดลง (ราคาน้ำมันเครื่องบิน spot price เฉลี่ย QTD ลดลง 42% YoY และ 24% QoQ) และการทำสัญญาซื้อน้ำมันเครื่องบินล่วงหน้าไว้ในสัดส่วนต่ำด้วย โดย AAV ทำสัญญาซื้อน้ำมันเครื่องบินล่วงหน้าในเดือน ม.ค.-ก.พ. ไว้ในสัดส่วนต่ำที่ 10-15% ของปริมาณการใช้น้ำมันเครื่องบินทั้งหมดในงวดครึ่งแรกปี 58 ก่อนที่จะปรับขึ้นสู่ระดับ 50% และ NOK ทำสัญญาซื้อน้ำมันเครื่องบินล่วงหน้าไว้ในสัดส่วน 20% ของปริมาณการใช้น้ำมันเครื่องบินทั้งหมดจนถึงสิ้นปี 2558

ปัจจัยฤดูกาลมีอิทธิพลน้อยลง = ช่วง low season ที่แข็งแกร่ง เราคาดว่าข้อมูลสถิติที่จะรายงานออกมาจะสร้างเซอร์ไพรส์เชิงบวกตลอดจนถึงไตรมาส 3/58 โดยจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติที่เดินทางเข้าไทยจะเติบโต YoY แบบเร่งตัวขึ้น ซึ่งจะได้รับแรงหนุนจากช่วง low season ที่แข็งแกร่งและฐานต่ำ แม้ว่าไตรมาส 2-3 จะเป็นช่วง low season ของอุตสาหกรรมท่องเที่ยวไทย แต่เราเชื่อว่าแนวโน้มดังกล่าวจะมีการเปลี่ยนไป โดยความแตกต่างของจำนวนนักท่องเที่ยวในช่วง high season และ low season จะลดน้อยลง จากการเพิ่มขึ้นของจำนวนนักท่องเที่ยวจากตลาดระยะใกล้ (short-haul) ที่หลักๆ คือ ประเทศจีน ซึ่งมีการเดินทางเติบโตอย่างต่อเนื่องและไม่ได้มีผลกระทบจากปัจจัยทางฤดูกาล

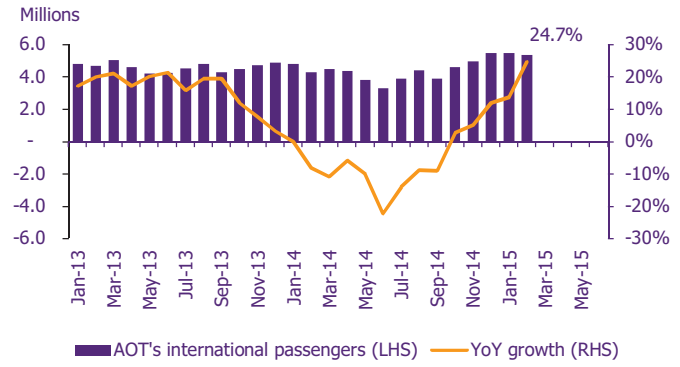
Top picks คือ AAV NOK และ ERW ราคาหุ้น AAV และ NOK ปรับตัวขึ้นมาแล้วจากจุดต่ำสุดในรอบ 6 เดือน โดยราคาหุ้น AAV ปรับขึ้น 38% และ NOK ปรับขึ้น 14% ชี้ให้เห็นว่าการฟื้นตัวของผลการดำเนินงานไตรมาส 4/57 สะท้อนในราคาหุ้นไปบ้างแล้ว อย่างไรก็ดี เราเชื่อว่าผลการดำเนินงานที่อยู่ในแนวโน้มขาขึ้นในไตรมาส 1/58 และภาพรวมอุตสาหกรรมที่เป็นบวกจะช่วยหนุนให้ราคาหุ้นขึ้นต่อ ขณะที่ผลการดำเนินงานของ ERW ซึ่งประกอบธุรกิจโรงแรมเพียงอย่างเดียว น่าจะปรับตัวดีขึ้นอย่างมากในไตรมาส 1/58 แต่ดูเหมือนปัจจัยบวกยังไม่ได้สะท้อนในราคาหุ้น เนื่องจากราคาหุ้น ERW ลดลง 7% ในช่วง 6 เดือนที่ผ่านมา

Valuation summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					14A	15F	16F	14A	15F	16F	14A	15F	16F	14A	15F	16F	14A	15F	16F	14A	15F	16F
Airport																						
AOT	Neutral	297.00	330.0	12.5	37.1	29.4	25.1	21	26	17	4.6	4.2	3.8	13	15	16	1.1	1.4	1.6	19.4	17.8	16.3
Airline																						
AAV	Buy	5.75	7.5	32.0	244.9	15.8	14.9	(87)	n.m.	6	1.4	1.3	1.2	1	9	9	0.0	1.6	1.7	25.2	6.4	5.9
NOK	Buy	13.20	25.0	94.5	n.m.	9.8	7.1	n.m.	n.m.	39	2.2	1.8	1.5	(11)	20	23	0.0	5.1	7.1	(8.5)	10.2	4.8
THAI	Neutral	11.50	18.0	56.5	n.m.	25.0	6.1	(484)	n.m.	309	0.6	0.7	0.6	(45)	3	10	0.0	0.0	4.1	55.1	7.2	5.9
Average					**244.9**	**16.9**	**9.3**	**(286)**	**n.m.**	**118**	**1.4**	**1.3**	**1.1**	**(18)**	**10**	**14**	**0.0**	**2.2**	**4.3**	**24.0**	**7.9**	**5.5**
Hotels																						
CENTEL	Buy	31.25	40.0	29.5	38.9	27.1	21.3	(20)	43	27	3.6	3.3	3.0	9	13	15	1.3	1.5	1.9	13.6	12.0	10.5
ERW	Buy	4.64	7.0	52.0	n.m.	30.2	22.5	n.m.	n.m.	34	2.4	2.1	2.0	(3)	8	9	0.0	1.2	1.6	21.9	11.2	10.1
MINT	Neutral	35.75	38.0	7.5	36.3	29.3	24.5	6	24	20	5.2	4.7	4.2	15	17	18	0.7	1.2	1.4	23.2	19.6	17.2
Average					**37.6**	**28.9**	**22.8**	**(7)**	**34**	**27**	**3.8**	**3.4**	**3.1**	**7**	**12**	**14**	**0.7**	**1.3**	**1.6**	**19.6**	**14.2**	**12.6**

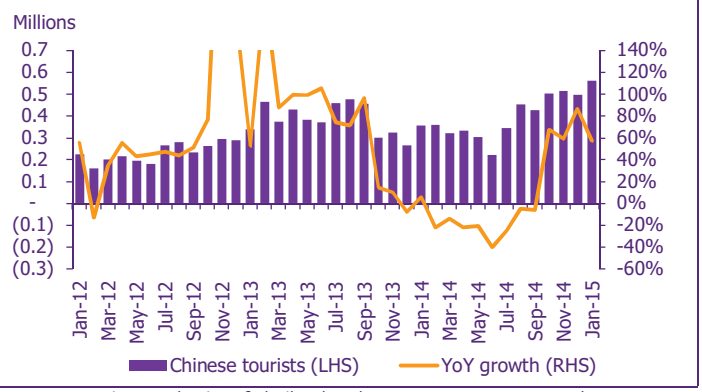
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: Thai tourism - Recovery on monthly basis



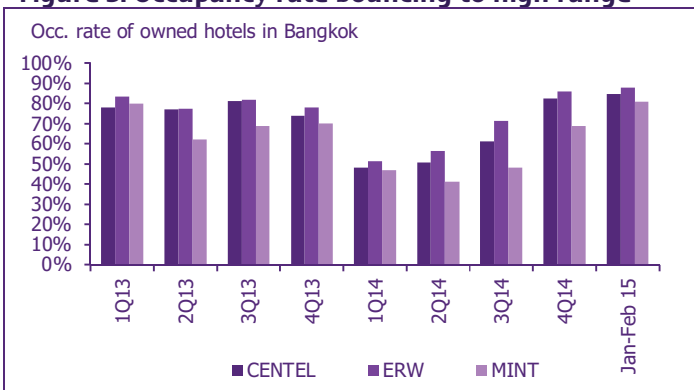
Source: AOT and SCBS Investment Research

Figure 2: Chinese tourists hit record high in Jan



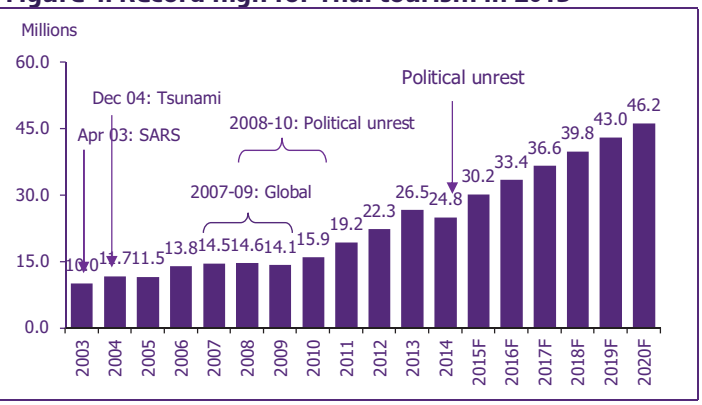
Source: Tourism Authority of Thailand and SCBS Investment Research

Figure 3: Occupancy rate bouncing to high range



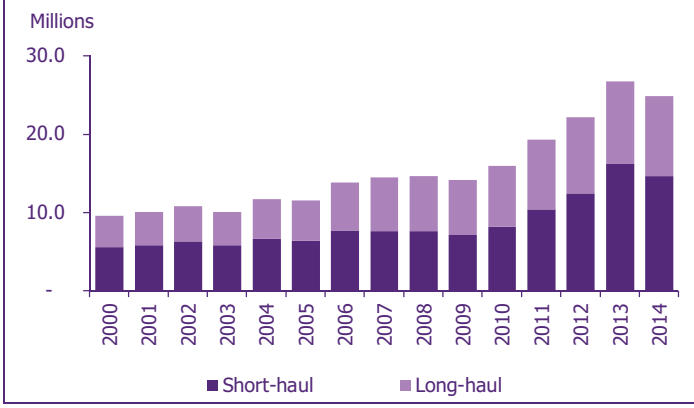
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 4: Record high for Thai tourism in 2015



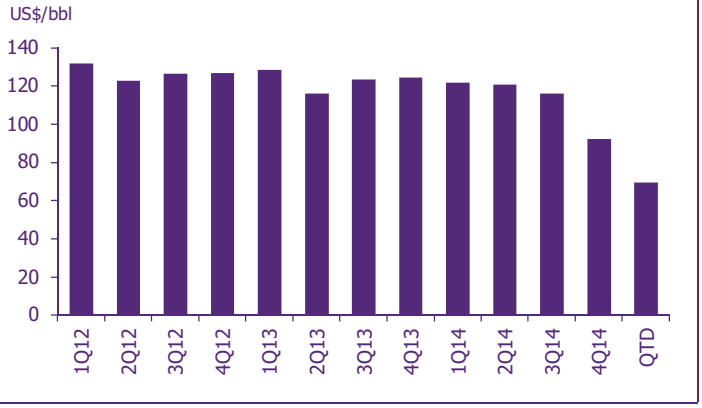
Source: Tourism Authority of Thailand and SCBS Investment Research

Figure 5: Short-haul tourists are gaining shares



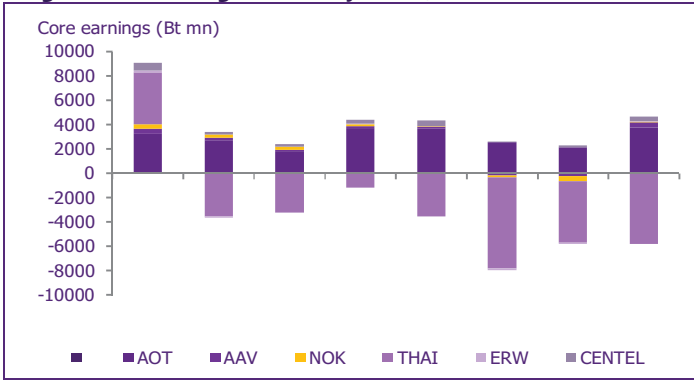
Source: Tourism Authority of Thailand and SCBS Investment Research

Figure 6: Falling average jet fuel spot price



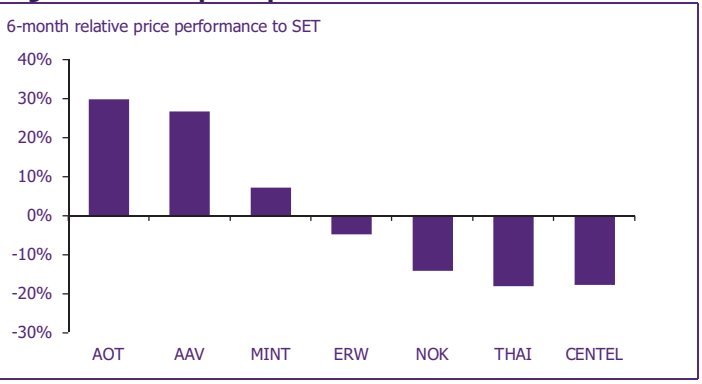
Source: Bloomberg and SCBS Investment Research

Figure 7: Earnings recovery in 4Q14



Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 8: Share price performance



Source: SET and SCBS Investment Research

ชอบผู้ผลิตไฟฟ้าดั้งเดิม

สิริการย์ กฤษฎ์นิพัทธ์
นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน
ด้านหลักทรัพย์
0-2949-1020
yupharet.likitsansuk@scb.co.th

ชัยพัชร ธนวัฒโน
นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน
ด้านหลักทรัพย์
0-2949-1005
chaipat.thanawattano@scb.co.th

- **แผน PDP ฉบับใหม่ยังไม่แล้วเสร็จ**
- **กระแสความนิยมต่อโรงไฟฟ้าพลังงานทดแทนมีมากเกินไป**
- **Valuation ของหุ้นโรงไฟฟ้าแบบดั้งเดิมดูน่าสนใจมากขึ้น**

ผลการดำเนินงานไตรมาส 4/57 อ่อนแอที่สุด; ไตรมาส 1/58 น่าจะกลับคืนเป็นปกติ กำไรปกติไตรมาส 4/57 ของบริษัทในกลุ่มสาธารณูปโภคปรับตัวลดลง 60.2% QoQ และ 11.6% YoY กำไรที่ลดลงมาก QoQ เป็นเรื่องปกติ เนื่องจากโรงไฟฟ้า IPP ส่วนใหญ่เดินเครื่องครบจำนวนชั่วโมงตามสัญญาก่อนสิ้นไตรมาส 4/57 ประมาณ 2-3 สัปดาห์ แต่ได้รับการชดเชยจากผลผลิตไฟฟ้าที่เพิ่มขึ้นจากโรงไฟฟ้าพลังงานทดแทน โดยเฉพาะโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ ผลการดำเนินงานไตรมาส 1/58 น่าจะกลับคืนเป็นปกติ ซึ่งหมายความว่ากำไรจะเพิ่มขึ้นกว่าเท่าตัว QoQ แต่จะเพิ่มขึ้นเล็กน้อย YoY เพราะไม่มีกำลังการผลิตใหม่เริ่มเดินเครื่องผลิต

ความต้องการใช้ไฟฟ้าน่าจะยังอยู่ในระดับต่ำเพราะอัตราการขยายตัวของ GDP ชะลอตัว ปริมาณการใช้ไฟฟ้าในปี 2557 ยังอยู่ในระดับต่ำ โดยเพิ่มขึ้น 2.6% YoY สู่ 168,620GWh ต่ำกว่าอัตราเติบโตเฉลี่ย 10 ปีที่ 4% แม้ดีขึ้นจากที่เติบโต 1.6% ในปี 2556 อย่างไรก็ตาม ปริมาณการใช้ไฟฟ้าในปี 2557 ยังต่ำกว่าระดับที่คาดการณ์ไว้ที่ 191,630GWh ในแผน PDP 2010 (ฉบับปรับปรุงครั้งที่ 3) อย่างมาก ซึ่งเราเชื่อว่าเป็นสาเหตุทำให้การปรับปรุงแผน PDP ฉบับใหม่ใช้เวลานานกว่าคาดจากเดิมที่มีกำหนดออกมาในช่วงครึ่งหลังปี 57 เนื่องจากความต้องการใช้ไฟฟ้าเพิ่มขึ้นในอัตราที่ช้ากว่ากำลังการผลิตใหม่ที่วางไว้แผนไว้อย่างมาก คณะกรรมการกำกับกิจการพลังงาน (กกพ.) จึงมีแนวโน้มที่จะเลื่อนกำหนดเริ่มเดินเครื่องโรงไฟฟ้าใหม่ออกไปอีก 2-3 ปี เพื่อให้กำลังผลิตไฟฟ้าสำรองอยู่ในระดับเหมาะสมที่สุด และไม่สร้างแรงกดดันมากนักต่ออัตราค่าไฟฟ้า

การประมูลโรงไฟฟ้าถ่านหินรอบใหม่เลื่อนออกไปเพราะกำลังผลิตไฟฟ้าสำรองสูง เรามองว่าอุปทานไฟฟ้าส่วนเกินโดยเฉพาะในปี 2566-2568 ก็เป็นสาเหตุอย่างหนึ่งที่ให้ตลาดคาดการณ์ว่าการประมูลโรงไฟฟ้าถ่านหินรอบใหม่จะเลื่อนออกไปอีก 2-3 ปี อย่างไรก็ดี ในระยะยาว โรงไฟฟ้าถ่านหินจะเป็นสิ่งจำเป็นสำหรับประเทศไทย เพื่อให้กำลังการผลิตโรงไฟฟ้าของไทยมีความสมดุลมากขึ้น เพราะปริมาณสำรองก๊าซธรรมชาติในอ่าวไทยกำลังจะหมดลง อีกทั้งยังมีการเลื่อนตัดสินใจต่ออายุสัมปทานปิโตรเลียมที่กำลังจะหมดอายุรวมถึงเลื่อนเปิดสัมปทานปิโตรเลียมใหม่ (รอบที่ 21) ออกไปด้วย

กระแสความนิยมอย่างล้นหลามต่อโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์/พลังงานลมจะส่งผลทำให้ราคาหุ้นปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง เรามองว่าการสนับสนุนให้สร้างโรงไฟฟ้าพลังงานทดแทนจะเป็นทางออกในระยะยาวในการลดการพึ่งพาเชื้อเพลิงฟอสซิล แต่จะส่งผลทำให้อัตราค่าไฟฟ้าปรับขึ้นในระยะยาว โดยเกิดจากมาตรการจูงใจของรัฐบาล เรามองว่าการคาดการณ์เชิงบวกของตลาดต่อความสำเร็จในการพัฒนาโรงไฟฟ้าพลังงานทดแทนและผลกระทบต่อ valuation ของบริษัทจดทะเบียนมีมากเกินไป โดยเฉพาะโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์และพลังงานลม แนวโน้มที่จะมีการปรับอัตรารับซื้อไฟฟ้าภายใต้ระบบ feed-in-tariff ยังจะทำให้ผลตอบแทนจากการลงทุนมีความน่าสนใจลดน้อยลงด้วย เรามองว่า valuation ที่ระดับปัจจุบันของโรงไฟฟ้าแบบดั้งเดิมดูน่าสนใจมากกว่า

TTW: กำไรไตรมาส 4/57 เพิ่มขึ้นมาก YoY; คาดกำไรไตรมาส 1/58 เพิ่มขึ้นเล็กน้อย YoY และ QoQ กำไรสุทธิไตรมาส 4/57 มีจำนวน 751 ล้านบาท (EPS 0.19 บาท) +113% YoY เพราะไม่มีรายการพิเศษเกี่ยวกับการปรับปรุงภาษีเงินได้นิติบุคคลเหมือนกับปีก่อนหน้า ส่งผลทำให้กำไรสุทธิทั้งปี 2557 อยู่ที่ 3.0 พันล้านบาท (EPS 0.75 บาท) +28% YoY กำไรไตรมาส 1/58 น่าจะเพิ่มขึ้นเล็กน้อย YoY และ QoQ โดยได้รับปัจจัยหนุนจากการขึ้นค่าน้ำประปาและต้นทุนค่าไฟฟ้าที่ลดลง

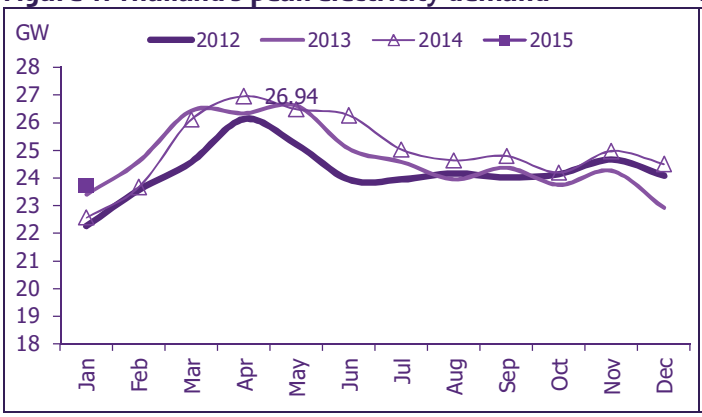
Valuation ดูน่าสนใจมากขึ้นหลังจากราคาหุ้นปรับตัวลดลงในระยะหลังนี้ ราคาหุ้นของบริษัทสาธารณูปโภคในการวิเคราะห์ของ SCBS ปรับตัวลดลงเฉลี่ย 4% ในไตรมาส 1/58 โดยเฉพาะ EGCO (-12%) ซึ่งเราเชื่อว่าสะท้อนถึงความผิดหวังของตลาดเกี่ยวกับการเปิดประมูลโรงไฟฟ้า IPP รอบใหม่ล่าช้า โดยเฉพาะโรงไฟฟ้าถ่านหิน อย่างไรก็ดี เรามองว่าราคาหุ้นลดลงมากเกินไป เนื่องจากสินทรัพย์ปัจจุบันยังคงสามารถสร้างกระแสเงินสดจำนวนมากให้แก่บริษัทเหล่านี้ ทำให้เรามองว่า valuation ดูน่าสนใจมากขึ้น เรามองบวกมากขึ้นต่อ EGCO หลักๆ เป็นเพราะราคาเป้าหมายที่เราคำนวณได้ด้วยวิธี DCF ที่ 172 บาทมีแนวโน้มปรับเพิ่มขึ้นได้อีก นอกจากนี้เราก็ชอบ TTW เพราะกระแสเงินสดมีเสถียรภาพและราคาหุ้นมี upside

Valuation summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					14A	15F	16F	14A	15F	16F	14A	15F	16F	14A	15F	16F	14A	15F	16F	14A	15F	16F
EGCO	Neutral	150.00	172.0	18.8	10.5	9.9	9.6	7	6	3	1.08	1.01	0.95	11	11	10	4.2	4.2	4.2	18.4	19.9	17.8
GLOW	Neutral	85.50	95.0	15.2	13.6	15.0	14.8	12	(9)	1	2.76	2.57	2.41	21	18	17	3.9	4.1	4.3	8.9	9.3	9.1
GUNKUL	Neutral	36.75	18.0	(50.5)	72.2	58.7	54.2	299	23	8	9.89	8.78	7.87	15	16	15	0.4	0.5	0.6	91.1	68.0	60.4
RATCH	Neutral	61.25	60.0	1.7	15.5	14.5	13.2	19	7	9	1.44	1.38	1.31	10	10	10	3.8	3.8	3.8	10.0	10.0	12.7
TTW	Neutral	11.80	13.3	18.5	15.8	15.7	16.8	29	1	(7)	4.13	4.04	4.04	27	26	24	5.5	5.8	6.0	10.6	11.0	10.6
Average					**25.5**	**22.7**	**21.7**	**73**	**6**	**3**	**3.86**	**3.56**	**3.32**	**17**	**16**	**15**	**3.5**	**3.7**	**3.8**	**27.8**	**23.6**	**22.1**

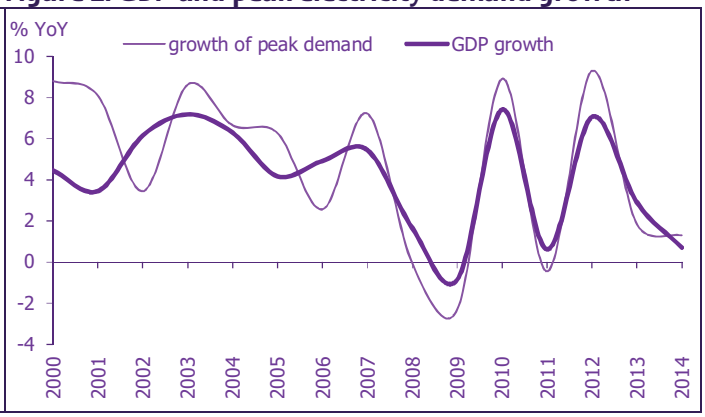
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: Thailand's peak electricity demand



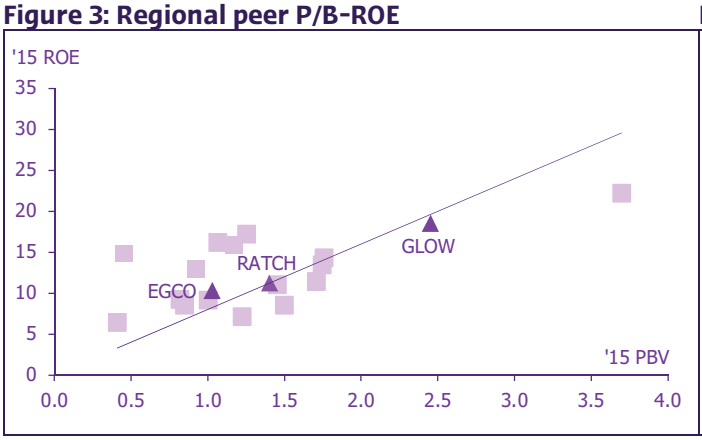
Source: EGAT, EPPO, SCBS Investment Research

Figure 2: GDP and peak electricity demand growth



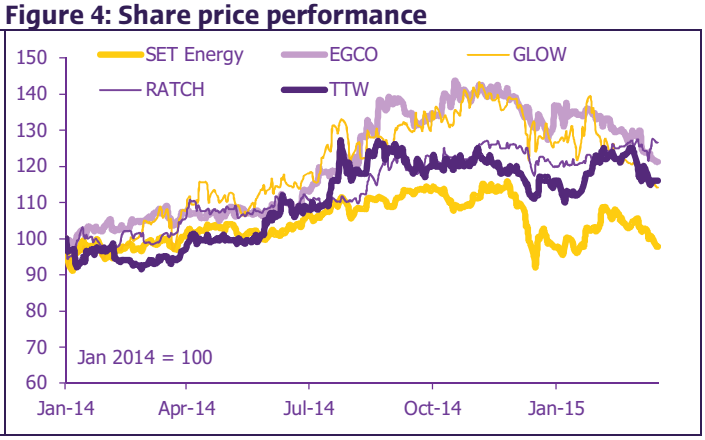
Source: EGAT, EPPO, SCBS Investment Research

Figure 3: Regional peer P/B-ROE



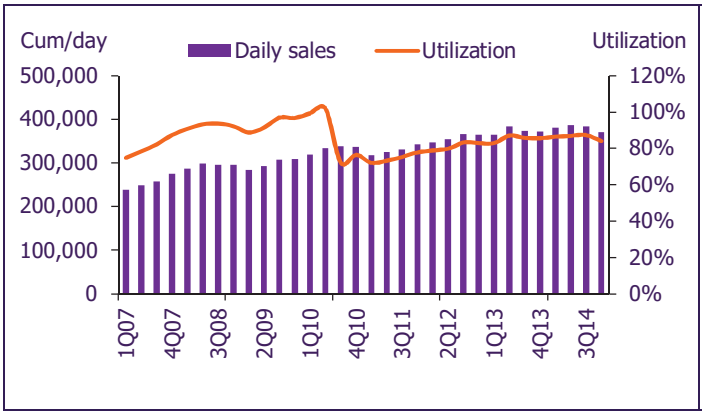
Source: Bloomberg Finance LP, SCBS Investment Research

Figure 4: Share price performance



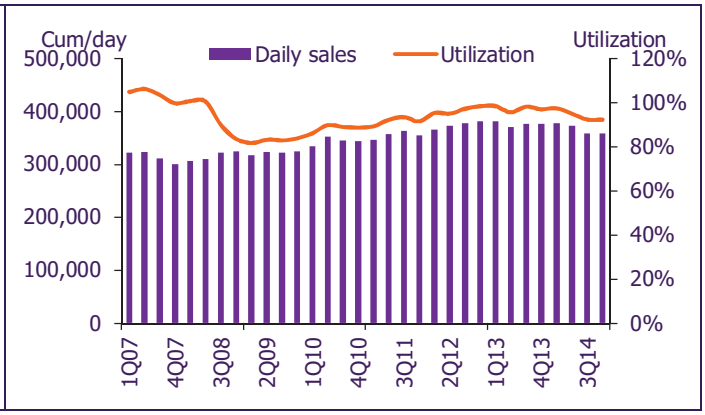
Source: Bloomberg Finance LP, SCBS Investment Research

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 : 20 มี.ค. 58

SCB หลักทรัพย์ไทยพาณิชย์

Company	Rec.	Price (Bt)	12-mth Target Price	% Up/(Down)	12-mth BB-CON	Core Profit (Btm) 14A	15F	16F	Core EPS (Bt) 14A	15F	16F	Core EPS growth (%) 14A	15F	16F	Core PER (x) 14A	15F	16F	BVPS(Bt) 14A	15F	16F	P/BV (x) 14A	15F	16F	ROE (%) 14A	15F	16F
Agribusiness				**68.1**		**1,996**	**2,108**	**2,258**							**7.5**	**7.1**	**6.6**				**1.68**	**1.44**	**1.25**	**22%**	**20%**	**44%**
GFPT	Neutral	11.90	20.00	68.1	17.7	1,996	2,108	2,258	1.59	1.68	1.80	33%	6%	7%	7.5	7.1	6.6	7.1	8.3	9.5	1.68	1.44	1.25	22%	20%	44%
Automotive				**9.7**		**2,136**	**2,980**	**3,533**							**13.0**	**9.2**	**7.8**				**1.25**	**1.14**	**1.04**	**10%**	**13%**	**14%**
AH	Sell	14.20	16.00	12.7	16.7	371	612	725	1.15	1.90	2.25	-32%	65%	18%	12.3	7.5	6.3	17.6	19.1	20.6	0.81	0.74	0.69	7%	10%	11%
SAT	Neutral	19.30	19.00	(1.6)	20.9	650	846	967	1.53	1.99	2.27	-20%	30%	14%	12.6	9.7	8.5	12.3	13.6	15.0	1.57	1.42	1.29	13%	15%	16%
STANLY	Neutral	205.00	235.00	14.6	225.9	1,115	1,522	1,840	14.55	19.86	24.02	-21%	36%	21%	14.1	10.3	8.5	149.0	162.4	178.2	1.38	1.26	1.15	10%	13%	14%
Banking				**21.7**		**205,926**	**228,724**	**259,316**							**12.7**	**11.4**	**10.2**				**1.54**	**1.37**	**1.25**	**13%**	**13%**	**13%**
Large Banks																										
BBL	Buy	183.00	250.00	36.6	217.5	36,332	38,488	41,484	19.03	20.16	21.73	1%	6%	8%	9.6	9.1	8.4	169.5	183.0	197.1	1.08	1.00	0.93	12%	11%	11%
KBANK	Buy	228.00	270.00	18.4	260.2	46,153	51,201	59,276	19.28	21.39	24.77	12%	11%	16%	11.8	10.7	9.2	107.4	124.8	145.1	2.12	1.83	1.57	19%	18%	18%
KTB	Buy	22.90	27.00	17.9	25.9	33,191	36,863	40,889	2.37	2.64	2.92	-2%	11%	11%	9.6	8.7	7.8	16.6	18.3	20.3	1.38	1.25	1.13	15%	15%	15%
SCB	No rec	175.00			201.3	53,335	57,973	66,137	15.69	17.05	19.46	6%	9%	14%	11.2	10.3	9.0	83.9	94.7	107.4	2.08	1.85	1.63	20%	19%	19%
Mid/small banks																										
BAY	Sell	46.25	33.00	(28.6)	39.1	14,170	18,923	23,918	2.33	2.57	3.25	19%	10%	26%	19.8	18.0	14.2	21.6	26.9	29.4	2.14	1.72	1.57	11%	12%	12%
KKP	Neutral	38.75	42.00	8.4	42.9	2,636	3,345	3,946	3.13	3.97	4.68	-41%	27%	18%	12.4	9.8	8.3	42.8	44.7	47.2	0.91	0.87	0.82	7%	9%	10%
LHBANK	Sell	1.92	1.30	(32.3)	1.6	1,201	1,295	1,376	0.09	0.10	0.10	30%	8%	6%	21.1	19.6	18.4	1.2	1.3	1.4	1.56	1.48	1.41	8%	8%	8%
TCAP	Buy	34.25	44.00	28.5	36.8	5,120	5,730	6,036	4.01	4.48	4.72	-45%	12%	5%	8.5	7.6	7.3	40.2	43.7	47.1	0.85	0.78	0.73	10%	11%	10%
TISCO	Buy	45.75	55.00	20.2	48.7	4,250	4,904	5,168	5.31	6.13	6.45	0%	15%	5%	8.6	7.5	7.1	32.1	36.6	40.9	1.42	1.25	1.12	17%	18%	17%
TMB	Sell	3.02	3.00	(0.7)	3.1	9,539	10,002	11,087	0.22	0.23	0.25	66%	5%	11%	13.8	13.2	11.9	1.6	1.8	1.9	1.89	1.72	1.55	15%	14%	14%
Commerce				**26.0**		**27,837**	**33,504**	**40,684**							**33.6**	**28.2**	**23.2**				**6.77**	**5.89**	**4.93**	**22%**	**23%**	**24%**
BIGC	Neutral	227.00	250.00	10.1	229.6	7,235	8,126	9,084	8.77	9.85	11.01	0%	12%	12%	25.9	23.0	20.6	51.1	58.3	66.4	4.44	3.89	3.42	18%	18%	18%
CPALL	Buy	38.25	52.00	35.9	47.9	9,777	12,548	16,336	1.09	1.40	1.82	-11%	28%	30%	35.1	27.4	21.0	3.9	4.5	5.6	9.80	8.50	6.81	29%	33%	36%
GLOBAL	Buy	9.50	13.50	42.1	12.8	699	846	1,082	0.20	0.24	0.31	-26%	21%	28%	47.3	39.1	30.6	4.0	4.3	4.6	2.35	2.23	2.08	6%	6%	7%
HMPRO	Neutral	8.40	9.60	14.3	9.9	3,313	3,714	4,316	0.27	0.30	0.35	8%	12%	16%	31.3	27.9	24.0	1.3	1.5	1.8	6.60	5.70	4.78	23%	22%	22%
MAKRO	Buy	35.75	45.00	25.9	37.3	4,885	6,019	7,168	1.02	1.25	1.49	14%	23%	19%	35.1	28.5	23.9	2.7	3.1	3.9	13.42	11.36	9.19	41%	43%	42%
ROBINS	Buy	46.75	62.00	32.6	55.5	1,927	2,252	2,698	1.74	2.03	2.43	-1%	17%	20%	26.9	23.1	19.2	11.7	12.9	14.3	3.98	3.64	3.28	15%	16%	18%
Construction Materials				**8.4**		**41,268**	**48,432**	**56,925**							**34.6**	**24.3**	**19.0**				**4.14**	**3.51**	**3.24**	**19%**	**21%**	**22%**
Cement																										
SCC	Buy	526.00	570.00	8.4	545.2	33,615	38,837	45,251	28.01	32.36	37.71	-2%	16%	17%	18.8	16.3	13.9	174.4	194.3	215.9	3.02	2.71	2.44	17%	18%	18%
SCCC	Buy	400.00	500.00	25.0	418.6	5,041	5,909	6,762	21.92	25.69	29.40	3%	17%	14%	18.3	15.6	13.6	90.9	101.6	113.5	4.40	3.94	3.52	25%	27%	27%
TPIPL	Sell	2.72	2.30	(15.4)	7.9	563	1,122	1,342	0.03	0.06	0.07	-45%	100%	20%	97.6	48.9	40.9	2.8	2.9	3.0	0.96	0.94	0.92	1%	2%	2%
Ceramics																										
DCC	Buy	6.15	6.80	10.6	6.2	1,227	1,464	1,639	0.30	0.36	0.40	-6%	19%	12%	20.5	17.1	15.3	0.7	0.7	0.8	9.29	8.24	7.80	45%	51%	52%
DRT	Sell	5.00	5.00	-	5.3	289	320	350	0.28	0.31	0.33	-36%	11%	9%	18.1	16.4	15.0	2.1	2.1	2.2	2.33	2.36	2.29	13%	14%	16%
Others																										
EPG	Buy	8.75	10.00	14.3	9.3	534	780	1,581	0.25	0.28	0.56	-24%	10%	103%	34.4	31.4	15.5	1.8	3.0	3.5	4.86	2.88	2.49	15%	13%	17%
Construction Services				**38.9**		**4,032**	**6,003**	**7,428**							**154.5**	**21.8**	**16.4**				**2.51**	**2.26**	**2.08**	**10%**	**13%**	**15%**
BJCHI	Buy	34.00	53.00	55.9	46.8	1,004	1,278	1,443	3.14	4.00	4.51	-20%	27%	13%	10.8	8.5	7.5	14.5	16.5	18.6	2.35	2.07	1.83	22%	26%	26%
CK	Buy	24.70	34.00	37.7	31.2	1,246	1,567	1,800	0.74	0.93	1.06	46%	26%	15%	33.6	26.7	23.2	11.3	10.4	11.1	2.19	2.37	2.23	7%	8%	10%
ITD	Buy	7.65	10.40	35.9	8.7	253	1,245	2,086	0.05	0.24	0.40	-74%	392%	68%	159.5	32.4	19.4	2.7	3.2	3.5	2.88	2.38	2.21	2%	8%	12%
NWR	Neutral	1.93	2.20	14.0	2.3	9	208	366	0.00	0.09	0.14	n.m.	2359%	65%	547.4	22.3	13.5	1.5	1.6	1.7	1.30	1.18	1.12	0%	6%	10%
STEC	Buy	21.10	30.00	42.2	27.7	1,521	1,705	1,733	1.00	1.12	1.14	6%	12%	2%	21.2	18.9	18.6	5.5	6.4	7.0	3.85	3.32	3.02	19%	19%	17%
Electronic Components				**(24.0)**		**10,975**	**13,362**	**14,916**							**14.0**	**13.1**	**11.7**				**2.48**	**2.23**	**2.00**	**12%**	**17%**	**15%**
CCET	Neutral	4.28	3.90	(8.9)		1,573	1,978	2,448	0.39	0.49	0.60	99%	26%	24%	11.1	8.8	7.1	4.2	4.5	4.8	1.03	0.96	0.89	10%	11%	13%
DELTA	Buy	75.75	60.00	(20.8)	70.6	5,962	6,254	6,731	4.55	5.01	5.40	16%	10%	8%	16.6	15.1	14.0	22.2	24.4	26.8	3.42	3.11	2.83	23%	22%	21%
HANA	Buy	46.00	30.00	(34.8)	44.3	1,948	2,368	2,588	2.68	2.94	3.22	48%	10%	9%	17.2	15.6	14.3	23.5	24.9	27.1	1.96	1.85	1.70	11%	12%	12%
KCE	Buy	54.00	34.00	(37.0)	53.8	2,110	1,442	1,652	4.39	3.00	3.44	101%	-32%	15%	12.3	18.0	15.7	11.4	13.7	16.4	4.74	3.95	3.30	44%	24%	23%
SMT	Sell	8.25	7.00	(15.2)	10.4	-111	348	348	-0.27	0.83	0.83	63%	n.m.	0%	n.m.	9.9	9.9	5.0	5.2	5.2	1.64	1.60	1.60	-6%	16%	0%
SVI	Buy	4.74	4.40	(7.2)	4.4	-507	972	1,149	0.36	0.43	0.51	36%	18%	18%	13.0	11.0	9.3	2.3	2.5	2.8	2.08	1.89	1.68	-11%	18%	19%
Energy & Utilities				**9.8**		**134,498**	**147,698**	**170,566**							**38.1**	**20.7**	**16.9**				**2.35**	**2.18**	**2.04**	**2%**	**11%**	**12%**
Oil & Gas and Coal																										
BANPU	Buy	29.00	34.00	17.2	31.0	2,751	3,094	4,528	1.07	1.20	1.75	25%	12%	46%	27.2	24.2	16.5	26.3	26.4	27.5	1.10	1.10	1.06	4%	5%	7%
PTT	Neutral	322.00	360.00	11.8	373.3	84,091	74,057	85,039	29.44	25.93	29.77	-10%	-12%	15%	10.9	12.4	10.8	303.7	321.7	344.9	1.06	1.00	0.93	10%	8%	9%
PTTEP	Buy	106.50	130.00	22.1	127.0	49,478	28,702	33,363	12.46	7.23	8.40	-16%	-42%	16%	8.5	14.7	12.7	104.2	108.8	114.6	1.02	0.98	0.93	12%	7%	8%
Refineries																										
BCP	Buy	33.75	39.00	15.6	37.3	276	5,093	5,448	0.20	3.70	3.96	-94%	1745%	7%	168.4	9.1	8.5	24.2	26.7	29.1	1.40	1.26	1.16	1%	15%	14%
ESSO	Sell	6.35	4.40	(30.7)	6.2	-10,346	1,095	1,261	-2.99	0.32	0.36	-2632%	n.m.	15%	n.m.	20.1	17.4	3.6	3.9	4.1	1.78	1.64	1.53	-59%	9%	9%
IRPC	Sell	4.04	3.40	(15.8)	4.0	-10,397	2,093	5,377	-0.51	0.10	0.26	-488%	n.m.	157%	n.m.	39.4	15.4	3.3	3.4	3.6	1.22	1.19	1.13	-15%	3%	8%
TOP	Neutral	53.25	46.00	(13.6)	53.7	-7,240	7,520	8,770	-3.55	3.69	4.30	n.m.	n.m.	17%	n.m.	14.4	12.4	40.5	43.1	45.6	1.31	1.23	1.17	-8%	9%	10%
Utilities																										
EGCO	Neutral	150.00	172.00	14.7	177.7	7,523	8,008	8,226	14.29	15.21	15.63	7%	6%	3%	10.5	9.9	9.6	139.2	148.1	157.5	1.08	1.01	0.95	11%	11%	10%
GLOW	Neutral	85.50	95.00	11.1	93.6	9,201	8,346	8,436	6.29	5.71	5.77	12%	-9%	1%	13.6	15.0	14.8	31.0	33.3	35.5	2.76	2.57	2.41	21%	18%	17%
GUNKUL	Neutral	36.75	18.00	(51.0)	36.1	448	551	596	0.51	0.63	0.68	299%	23%	8%	72.2	58.7	54.2	3.7	4.2	4.7	9.89	8.78	7.87	15%	16%	15%

คำแนะนำการลงทุน

ราคา ณ วันที่ : 20 มี.ค. 58

SCB หลักทรัพย์ไทยพาณิชย์

Company	Rec.	Price (Bt)	12-mth Target Price	% Up/(Down)	12-mth BB-CON	Core Profit (Btm) 14A	15F	16F	Core EPS (Bt) 14A	15F	16F	Core EPS growth (%) 14A	15F	16F	Core PER (x) 14A	15F	16F	BVPS(Bt) 14A	15F	16F	P/BV (x) 14A	15F	16F	ROE (%) 14A	15F	16F
RATCH	Neutral	61.25	60.00	(2.0)	67.0	5,741	6,135	6,717	3.96	4.23	4.63	19%	7%	9%	15.5	14.5	13.2	42.4	44.3	46.6	1.44	1.38	1.31	10%	10%	10%
TTW	Neutral	11.80	13.30	12.7	12.3	2,974	3,003	2,804	0.75	0.75	0.70	29%	1%	-7%	15.8	15.7	16.8	2.9	2.9	2.9	4.13	4.04	4.04	27%	26%	24%
Finance & Securities				**8.9**		**6,264**	**6,959**	**7,842**							**11.6**	**10.5**	**9.6**				**2.64**	**2.36**	**2.12**	**24%**	**23%**	**23%**
Credit card																										
AEONTS	Buy	107.50	130.00	20.9	136.5	2,417	2,781	3,329	9.67	11.12	13.32	-3%	15%	20%	11.1	9.7	8.1	41.8	49.4	58.7	2.57	2.18	1.83	25%	24%	25%
KTC	Neutral	96.00	85.00	(11.5)	96.4	1,755	2,038	2,245	6.81	7.90	8.71	37%	16%	10%	14.1	12.1	11.0	28.6	33.7	39.3	3.36	2.85	2.44	26%	25%	24%
Securities																										
ASP	Buy	4.08	5.50	34.8	5.4	828	957	1,042	0.39	0.45	0.49	-22%	16%	9%	10.4	9.0	8.2	2.2	2.3	2.4	1.87	1.76	1.68	18%	20%	21%
MBKET	Neutral	23.60	25.00	5.9	28.7	1,264	1,183	1,226	2.21	2.07	2.15	-13%	-6%	4%	10.7	11.4	11.0	8.6	8.9	9.3	2.76	2.64	2.53	25%	24%	24%
Food & Beverage				**42.6**		**16,264**	**31,970**	**36,021**							**24.8**	**15.5**	**15.0**				**3.29**	**2.86**	**2.59**	**15%**	**19%**	**24%**
CPF	Buy	21.30	42.00	97.2	30.4	5,914	18,060	20,639	0.76	2.44	2.79	n.m.	220%	14%	27.9	8.7	7.6	15.2	22.1	23.4	1.40	0.96	0.91	4%	11%	12%
MINT	Neutral	35.75	38.00	6.3	38.8	4,333	5,367	6,429	0.98	1.22	1.46	6%	24%	20%	36.3	29.3	24.5	6.8	7.6	8.6	5.24	4.70	4.18	15%	17%	18%
OISHI	Sell	77.00	88.00	14.3		496	1,130	772	2.65	6.03	4.12	-12%	128%	-32%	29.1	12.8	18.7	19.3	23.7	25.1	3.98	3.25	3.07	14%	28%	17%
PM	Buy	10.00	12.00	20.0		428	492	534	0.72	0.82	0.89	5%	15%	8%	14.0	12.1	11.2	2.7	2.8	3.1	3.72	3.58	3.21	26%	27%	59%
TUF	Neutral	20.90	23.00	10.0	23.5	5,092	6,921	7,648	1.26	1.45	1.60	106%	15%	11%	16.6	14.4	13.0	10.1	11.5	13.1	2.08	1.82	1.59	14%	13%	13%
Health Care Services				**6.5**		**10,314**	**12,623**	**14,909**							**41.6**	**34.1**	**28.6**				**7.48**	**6.89**	**6.12**	**18%**	**19%**	**20%**
BDMS	Buy	20.90	24.00	14.8	21.6	7,109	8,948	10,642	0.46	0.58	0.69	16%	26%	19%	45.5	36.2	30.4	3.2	3.4	3.9	6.61	6.08	5.41	16%	18%	19%
BH	Sell	149.00	120.00	(19.5)	142.6	2,684	2,991	3,396	3.68	4.11	4.66	9%	11%	14%	40.4	36.3	32.0	13.0	14.2	16.2	11.48	10.48	9.17	26%	25%	26%
BCH	Buy	8.15	9.20	12.9	9.1	522	684	872	0.21	0.27	0.35	-11%	31%	27%	38.9	29.7	23.3	1.9	2.0	2.2	4.35	4.11	3.78	11%	14%	17%
Information & Communication Technology				**18.3**		**62,604**	**80,930**	**100,076**							**19.3**	**20.9**	**14.9**				**6.41**	**6.00**	**5.63**	**28%**	**39%**	**43%**
Mobile																										
ADVANC	Buy	249.00	300.00	20.5	256.9	36,033	41,784	49,285	12.12	14.05	16.58	-1%	16%	18%	20.5	17.7	15.0	15.8	16.7	18.0	15.80	14.88	13.86	78%	87%	96%
DTAC	Neutral	85.75	88.00	2.6	102.6	10,735	10,462	11,943	4.53	4.42	5.04	-1%	-3%	14%	18.9	19.4	17.0	13.8	15.4	17.0	6.23	5.56	5.04	33%	30%	31%
TRUE	Buy	12.90	17.00	31.8	12.1	-3,626	4,268	10,562	-0.15	0.17	0.43	84%	n.m.	147%	n.m.	74.1	30.0	2.9	3.2	3.5	4.46	4.02	3.72	-10%	6%	13%
Internet																										
CSL	Buy	7.20	13.00	80.6	8.0	-150	499	534	-0.25	0.84	0.90	n.m.	n.m.	7%	n.m.	8.6	8.0	2.1	2.2	2.3	3.40	3.25	3.13	-12%	39%	40%
THCOM	Buy	34.75	46.00	32.4	48.4	1,601	2,309	2,804	1.46	2.11	2.56	11%	44%	21%	23.8	16.5	13.6	15.5	16.8	18.4	2.24	2.06	1.88	10%	13%	15%
Other																										
INTUCH	Buy	81.00	90.00	11.1	94.7	14,761	17,204	20,132	4.60	5.37	6.28	9%	17%	17%	17.6	15.1	12.9	4.4	4.4	4.4	18.23	18.23	18.23	104%	121%	141%
JMART	Neutral	11.50	15.00	30.4	14.7	350	535	643	0.92	1.02	1.23	-5%	11%	20%	12.5	11.3	9.4	4.2	4.8	5.5	2.75	2.41	2.11	17%	21%	22%
SAMART	Buy	32.75	24.00	(26.7)	38.3	1,484	1,693	1,756	1.48	1.69	1.75	1%	14%	4%	22.1	19.4	18.7	10.0	11.8	14.1	3.27	2.77	2.33	16%	15%	14%
SAMTEL	Buy	25.00	18.00	(28.0)	21.0	705	923	948	1.14	1.50	1.54	-9%	31%	3%	21.9	16.7	16.3	5.9	6.6	7.4	4.24	3.77	3.37	21%	24%	22%
SIM	Buy	2.78	4.50	61.9	3.5	710	1,254	1,468	0.16	0.29	0.33	-12%	77%	17%	17.2	9.8	8.3	0.8	0.9	1.1	3.46	3.03	2.64	21%	33%	34%
Insurance				**(13.5)**		**1,080**	**5,051**	**5,842**							**27.6**	**19.5**	**16.5**				**4.61**	**3.97**	**3.42**	**-5%**	**22%**	**22%**
BLA	Sell	51.00	40.00	(21.6)	55.1	2,662	3,837	4,328	1.57	2.26	2.55	-39%	44%	13%	32.5	22.6	20.0	15.1	16.7	18.7	3.39	3.05	2.73	11%	14%	14%
THRE	Buy	3.00	3.70	23.3	3.6	-1,953	788	1,018	-0.46	0.19	0.24	42%	n.m.	29%	n.m.	16.0	12.4	0.9	1.1	1.4	3.34	2.63	2.10	-59%	18%	19%
THREL	Neutral	14.10	16.00	13.5	14.3	372	426	496	0.62	0.71	0.83	-3%	15%	17%	22.8	19.9	17.1	2.0	2.3	2.6	7.11	6.24	5.45	33%	33%	34%
Media & Publishing				**24.0**		**6,082**	**5,959**	**7,143**							**21.6**	**20.6**	**17.9**				**4.90**	**4.84**	**4.38**	**25%**	**25%**	**28%**
TV broadcasting																										
BEC	Neutral	38.75	52.00	34.2	45.3	4,594	4,194	5,120	2.30	2.10	2.56	-18%	-9%	22%	16.9	18.5	15.1	4.3	4.3	5.0	9.11	9.04	7.82	52%	49%	55%
MCOT	Sell	14.50	14.00	(3.4)	17.6	503	448	484	0.73	0.65	0.70	-67%	-11%	8%	19.8	22.2	20.6	11.7	11.7	11.8	1.24	1.24	1.23	6%	6%	6%
Cinema																										
MAJOR	Buy	31.25	33.00	5.6	31.9	984	1,317	1,539	1.11	1.48	1.73	11%	34%	17%	28.2	21.1	18.0	7.2	7.4	7.7	4.34	4.25	4.08	16%	20%	23%
Petrochemicals & Chemicals				**27.4**		**14,455**	**40,206**	**42,715**							**1359.0**	**16.0**	**12.4**				**1.33**	**1.25**	**1.17**	**3%**	**10%**	**11%**
IVL	Neutral	24.80	27.00	8.9	26.8	44	4,764	6,637	0.01	0.99	1.38	n.m.	10676%	39%	2700.8	25.1	18.0	15.3	15.9	16.9	1.62	1.56	1.47	0%	6%	8%
PTTGC	Buy	55.00	75.00	36.4	64.9	14,411	35,443	36,078	3.20	7.86	8.00	-57%	146%	2%	17.2	7.0	6.9	53.1	58.3	63.2	1.04	0.94	0.87	6%	14%	13%
Property Development				**27.4**		**36,141**	**41,269**	**45,787**							**14.5**	**13.6**	**12.5**				**2.32**	**2.06**	**1.83**	**18%**	**19%**	**18%**
Industrial Estate																										
AMATA	Buy	17.10	19.50	14.0	20.3	2,224	1,204	1,425	2.08	1.13	1.34	47%	-46%	18%	8.2	15.1	12.8	11.4	11.8	12.7	1.49	1.45	1.35	20%	10%	11%
HEMRAJ	Neutral	4.50	4.50	-	4.4	2,961	2,508	2,517	0.31	0.26	0.26	3%	-15%	0%	14.8	17.4	17.3	1.5	1.7	1.9	2.91	2.66	2.43	20%	16%	15%
ROJNA	Neutral	9.00	7.30	(18.9)	8.3	644	418	418	0.37	0.24	0.24	n.m.	-35%	0%	24.5	37.8	37.8	7.7	7.8	7.8	1.17	1.15	1.15	6%	3%	0%
TICON	Neutral	16.30	19.50	19.6	19.2	762	1,608	1,702	0.77	1.46	1.55	-51%	91%	6%	21.3	11.1	10.5	11.5	11.4	11.9	1.41	1.43	1.37	8%	13%	13%
WHA	Buy	34.00	40.00	17.6	36.6	979	1,845	2,202	1.02	1.91	2.28	-33%	89%	19%	33.5	17.8	14.9	4.6	5.6	6.7	7.32	6.07	5.04	23%	37%	37%
Residential																										
AP	Buy	7.25	9.00	24.1	7.9	2,613	2,883	3,278	0.83	0.92	1.04	43%	10%	14%	8.7	7.9	7.0	5.0	5.7	6.5	1.44	1.27	1.12	18%	17%	17%
LH	Buy	9.85	12.50	26.9	11.2	6,947	7,800	9,459	0.63	0.71	0.86	-2%	12%	21%	15.6	13.9	11.4	3.9	4.0	4.3	2.53	2.47	2.30	18%	18%	21%
LPN	Buy	17.60	27.00	53.4	22.8	2,021	2,777	3,309	1.37	1.88	2.24	-13%	37%	19%	12.9	9.4	7.8	7.1	8.1	9.4	2.50	2.16	1.87	20%	25%	26%
PS	Buy	29.00	39.00	34.5	36.9	6,654	7,812	8,664	2.99	3.51	3.89	15%	17%	11%	9.7	8.3	7.5	13.3	15.8	18.6	2.17	1.83	1.56	24%	24%	23%
QH	Buy	3.78	6.00	58.7	4.9	3,329	4,096	4,930	0.36	0.45	0.54	3%	23%	20%	10.4	8.5	7.0	2.1	2.5	2.8	1.81	1.50	1.33	18%	19%	20%
SIRI	Buy	1.82	2.40	31.9	2.1	2,530	3,108	3,151	0.28	0.22	0.22	18%	-22%	1%	6.5	8.3	8.2	1.8	1.9	2.0	1.00	0.96	0.91	12%	12%	11%
SPALI	Buy	21.70	31.00	42.9	28.4	4,478	5,210	4,734	2.61	3.04	2.76	55%	16%	-9%	8.3	7.1	7.9	10.2	12.1	13.8	2.14	1.79	1.57	28%	27%	21%
Property Fund						**6,229**	**6,320**	**6,779**													**0.88**	**0.73**	**0.73**			
Commercial																										

คำแนะนำการลงทุน

ราคา ณ วันที่ : 20 มี.ค. 58

SCB หลักทรัพย์ไทยพาณิชย์

Company	Rec.	Price (Bt)	12-mth Target Price	% Up/(Down)	12-mth BB-CON	Core Profit (Btm) 14A	15F	16F	Core EPS (Bt) 14A	15F	16F	Core EPS growth (%) 14A	15F	16F	Core PER (x) 14A	15F	16F	BVPS(Bt) 14A	15F	16F	P/BV (x) 14A	15F	16F	ROE (%) 14A	15F	16F
CPNRF	Buy	16.00	21.00	31.3	18.0	3,466	3,457	3,784	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	12.5	12.6	12.7	1.28	1.27	1.26	n.a.	n.a.	n.a.
LHSC	Buy	10.20	12.00	17.6			344	371	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.		5008.5	5045.4		0.00	0.00	n.a.	n.a.	n.a.
Industrial																										
TFUND	Sell	10.30	11.00	6.8		775	826	871	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	11.0	11.0	11.0	0.94	0.94	0.93	n.a.	n.a.	n.a.
TLOGIS	Buy	12.20	13.00	6.6		346	361	378	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	11.6	11.7	11.8	1.05	1.04	1.03	n.a.	n.a.	n.a.
WHAPF	Buy	9.95	14.00	40.7		550	706	728	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	10.4	10.8	11.1	0.95	0.92	0.90	n.a.	n.a.	n.a.
Office																										
QHPF	Buy	9.20	10.50	14.1		698	252	259	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	10.9	10.9	10.9	0.84	0.84	0.84	n.a.	n.a.	n.a.
POPF	Buy	12.00	12.00	-		395	374	386	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	61.2	93.2	93.2	0.20	0.13	0.13	n.a.	n.a.	n.a.
Tourism & Leisure				**32.9**		**932**	**1,935**	**2,492**							**38.9**	**28.7**	**21.9**				**3.01**	**2.74**	**2.54**	**3%**	**10%**	**12%**
CENTEL	Buy	31.25	40.00	28.0	39.9	1,085	1,554	1,981	0.80	1.15	1.47	-20%	43%	27%	38.9	27.1	21.3	8.7	9.4	10.2	3.60	3.34	3.05	9%	13%	15%
ERW	Buy	4.64	7.00	50.9	5.6	-154	381	511	-0.06	0.15	0.21	n.m.	n.m.	34%	n.m.	30.2	22.5	1.9	2.2	2.3	2.43	2.15	2.02	-3%	8%	9%
Transportation & Logistics				**15.1**		**-3,219**	**28,038**	**37,668**							**60.8**	**18.4**	**13.8**				**1.89**	**1.83**	**1.75**	**-2%**	**8%**	**10%**
Aviation																										
AAV	Buy	5.75	7.50	30.4	6.2	114	1,764	1,877	0.02	0.36	0.39	-87%	1449%	6%	244.9	15.8	14.9	4.0	4.4	4.7	1.43	1.31	1.23	1%	9%	9%
AOT	Neutral	297.00	330.00	11.1	309.6	12,814	15,813	18,505	8.97	11.07	12.95	23%	23%	17%	33.1	26.8	22.9	69.7	76.8	85.3	4.26	3.87	3.48	13%	15%	16%
NOK	Buy	13.20	25.00	89.4	18.8	-472	838	1,168	-0.75	1.34	1.87	n.m.	n.m.	39%	n.m.	9.8	7.1	6.0	7.4	8.6	2.19	1.79	1.54	-11%	20%	23%
THAI	Neutral	11.50	18.00	56.5	15.2	-21,892	1,004	4,103	-10.02	0.46	1.88	-484%	n.m.	309%	n.m.	25.0	6.1	18.9	17.5	19.4	0.61	0.66	0.59	-45%	3%	10%
Mass Transit																										
BMCL	Neutral	1.98	1.40	(29.3)	1.7	-461	-434	-55	-0.02	-0.02	0.00	64%	6%	87%	n.m.	n.m.	n.m.	0.4	0.4	0.4	4.89	5.16	5.20	-5%	-5%	-1%
BTS	Buy	9.30	12.50	34.4	11.0	2,327	2,532	2,829	0.20	0.21	0.24	29%	9%	12%	47.1	43.4	38.8	4.9	4.6	4.4	1.88	2.02	2.12	4%	5%	5%
Shipping																										
PSL	Neutral	15.00	15.50	3.3	19.9	334	1,587	3,240	0.32	1.53	3.12	n.m.	374%	104%	46.6	9.8	4.8	15.3	16.1	17.6	0.98	0.93	0.85	2%	10%	18%
RCL	Neutral	9.70	7.60	(21.6)	11.7	362	750	750	0.44	0.90	0.90	n.m.	107%	0%	22.2	10.7	10.7	13.8	14.6	14.6	0.70	0.66	0.66	3%	6%	0%
TTA	Neutral	14.00	16.00	14.3	22.0	920	1,422	2,240	0.71	1.09	1.72	n.m.	55%	57%	19.8	12.8	8.1	25.2	24.3	25.6	0.56	0.58	0.55	3%	4%	7%
Tollroads																										
BECL	Neutral	41.00	44.00	7.3	43.7	2,734	2,763	3,011	3.55	3.59	3.91	28%	1%	9%	11.5	11.4	10.5	28.1	30.5	31.9	1.46	1.34	1.28	14%	12%	13%
Infrastructure Fund																										
TRUEIF	Buy	11.60	14.00	20.7	13.3	4,108	6,827	6,026										13.7	13.6	13.6	0.85	0.86	0.85			
mai						**1,626**	**4,144**	**5,602**							**48.0**	**22.0**	**16.5**				**6.87**	**4.75**	**3.48**	**11%**	**30%**	**31%**
AGE	Buy	2.98	2.70	(9.4)		-36	222	276	0.11	0.15	0.18	78%	27%	24%	26.1	20.5	16.5	3.7	4.1	4.5	0.81	0.73	0.66	-3%	15%	17%
EA	Neutral	27.75	24.00	(13.5)	25.2	1,608	3,593	4,863	0.43	0.96	1.30	500%	123%	35%	64.4	28.8	21.3	1.6	2.4	3.4	17.36	11.46	8.08	31%	48%	45%
UAC	Buy	9.85	11.50	16.8		54	329	463	0.18	0.59	0.83	-23%	223%	41%	53.7	16.6	11.8	4.0	4.8	5.8	2.45	2.06	1.70	5%	27%	32%
SCBS Coverage		**1529.96**		**17.8**		**579,585**	**737,752**	**856,119**	**74.44**	**94.75**	**109.95**	**-11.5%**	**27.3%**	**16.0%**	**20.6**	**16.1**	**13.9**				**2.1**	**2.0**	**1.8**	**12%**	**14%**	**14%**

คำแนะนำการลงทุน

ราคา ณ วันที่ : 20 มี.ค. 58

SCB หลักทรัพย์ไทยพาณิชย์

Company	Rec.	Price (Bt)	12-mth Target Price	% Up/(Down)	12-mth BB-CON	DPS (Bt) 14A	DPS (Bt) 15F	DPS (Bt) 16F	Dividend Yield (%) 14A	Dividend Yield (%) 15F	Dividend Yield (%) 16F	EV/EBITDA (x) 14A	EV/EBITDA (x) 15F	EV/EBITDA (x) 16F	EBITDA Growth (%) 14A	EBITDA Growth (%) 15F	EBITDA Growth (%) 16F	Net Debt (Btm) 14A	Net Debt (Btm) 15F	Net Debt (Btm) 16F	Shares (m Shrs.)	Mkt. Cap. (Btm)	%Mkt.Cap / SET
Agribusiness				**68.1**					**3.36**	**4.24**	**4.54**	**6.67**	**5.94**	**5.37**	**21.46**	**4.96**	**4.75**	**4,380**	**3,141**	**2,186**		**14,920**	**0.10**
GFPT	Neutral	11.90	20.00	68.1	17.7	0.40	0.50	0.54	3.36	4.24	4.54	6.67	5.94	5.37	21.46	4.96	4.75	4,380	3,141	2,186	1,254	14,920	0.10
Automotive				**9.7**					**2.65**	**3.65**	**4.36**	**6.04**	**5.01**	**4.23**	**-22.31**	**15.29**	**10.55**	**1,856**	**416**	**-1,367**		**28,495**	**0.20**
AH	Sell	14.20	16.00	12.7	16.7	0.30	0.56	0.70	2.11	3.98	4.96	6.53	5.36	4.65	-46.47	17.55	4.62	3,496	3,213	2,492	323	4,581	0.03
SAT	Neutral	19.30	19.00	(1.6)	20.9	0.63	0.70	0.80	3.26	3.61	4.12	6.08	5.34	4.43	-8.25	3.15	9.68	1,798	855	46	425	8,206	0.06
STANLY	Neutral	205.00	235.00	14.6	225.9	5.25	6.88	8.18	2.56	3.35	3.99	5.52	4.34	3.62	-12.22	25.16	17.36	(3,438)	(3,652)	(3,905)	77	15,708	0.11
Banking				**21.7**					**3.04**	**3.37**	**3.73**											**2,419,576**	**16.89**
Large Banks																							
BBL	Buy	183.00	250.00	36.6	217.5	6.66	7.58	8.04	3.64	4.14	4.39							-	-	-	1,909	349,318	2.44
KBANK	Buy	228.00	270.00	18.4	260.2	4.00	4.50	5.00	1.75	1.97	2.19							-	-	-	2,393	545,663	3.81
KTB	Buy	22.90	27.00	17.9	25.9	0.90	0.98	1.08	3.93	4.26	4.73							-	-	-	13,976	320,052	2.23
SCB	No rec	175.00			201.3	6.28	6.82	7.78	3.59	3.90	4.45							-	-	-	3,394	594,011	4.15
Mid/small banks																							
BAY	Sell	46.25	33.00	(28.6)	39.1	0.70	0.77	0.98	1.51	1.67	2.11							-	-	-	7,356	340,204	2.38
KKP	Neutral	38.75	42.00	8.4	42.9	1.56	1.98	2.34	4.04	5.12	6.04							-	-	-	843	32,682	0.23
LHBANK	Sell	1.92	1.30	(32.3)	1.6	0.04	0.04	0.04	1.90	2.04	2.17										13,199	25,342	0.18
TCAP	Buy	34.25	44.00	28.5	36.8	1.20	1.26	1.32	3.51	3.67	3.86							-	-	-	1,278	43,765	0.31
TISCO	Buy	45.75	55.00	20.2	48.7	2.00	2.14	2.19	4.37	4.69	4.80							-	-	-	801	36,628	0.26
TMB	Sell	3.02	3.00	(0.7)	3.1	0.07	0.07	0.08	2.17	2.27	2.52							-	-	-	43,679	131,910	0.92
Commerce				**26.0**					**1.42**	**1.38**	**1.59**	**17.64**	**15.18**	**13.29**	**13.31**	**16.57**	**14.87**	**192,891**	**194,239**	**183,821**		**886,931**	**6.19**
BIGC	Neutral	227.00	250.00	10.1	229.6	2.62	2.96	3.30	1.15	1.30	1.46	14.56	13.20	11.84	2.89	8.16	8.24	13,668	9,722	3,941	825	187,275	1.31
CPALL	Buy	38.25	52.00	35.9	47.9	0.80	0.70	0.91	2.09	1.83	2.38	18.85	16.24	14.09	33.68	16.30	13.65	164,983	166,103	158,930	8,983	343,604	2.40
GLOBAL	Buy	9.50	13.50	42.1	12.8	0.02	0.01	0.02	0.17	0.15	0.20	20.12	17.31	15.69	4.49	17.11	19.39	936	1,185	4,000	3,049	28,963	0.20
HMPRO	Neutral	8.40	9.60	14.3	9.9	0.09	0.06	0.07	1.02	0.72	0.83	16.71	14.57	12.68	18.99	15.76	14.58	11,431	12,533	12,157	12,329	103,566	0.72
MAKRO	Buy	35.75	45.00	25.9	37.3	0.77	0.75	0.75	2.15	2.10	2.11	22.23	18.46	15.52	13.57	21.92	18.53	1,140	3,204	2,668	4,800	171,600	1.20
ROBINS	Buy	46.75	62.00	32.6	55.5	0.90	1.01	1.21	1.93	2.17	2.60	13.37	11.28	9.95	6.25	20.18	14.80	732	1,492	2,126	1,111	51,923	0.36
Construction Materials				**8.4**					**2.80**	**3.31**	**3.81**	**15.93**	**13.18**	**10.68**	**-1.78**	**20.11**	**19.13**	**208,982**	**198,872**	**189,559**		**832,949**	**5.82**
Cement																							
SCC	Buy	526.00	570.00	8.4	545.2	12.50	15.16	16.97	2.38	2.88	3.23	11.90	10.14	9.01	1.03	16.69	12.07	168,905	164,403	161,253	1,200	631,200	4.41
SCCC	Buy	400.00	500.00	25.0	418.6	15.00	17.47	19.99	3.75	4.37	5.00	12.70	11.02	9.32	5.64	14.01	12.13	5,343	4,310	-607	230	92,000	0.64
TPIPL	Sell	2.72	2.30	(15.4)	7.9	0.01	0.01	0.01	0.36	0.42	0.37	25.50	17.71	14.32	-3.56	43.74	22.27	26,301	26,141	25,257	20,190	54,917	0.38
Ceramics																							
DCC	Buy	6.15	6.80	10.6	6.2	0.30	0.36	0.40	4.89	5.84	6.53	14.08	11.80	10.51	-1.59	17.06	11.76	1,145	649	524	4,080	25,092	0.18
DRT	Sell	5.00	5.00	-	5.3	0.27	0.27	0.29	5.40	5.31	5.80	8.73	7.94	7.43	-17.34	7.96	5.37	1,212	1,097	1,009	1,048	5,240	0.04
Others																							
EPG	Buy	8.75	10.00	14.3	9.3	0.00	0.09	0.17	0.00	1.03	1.94	22.66	20.47	13.47	5.11	21.19	51.17	6,075	2,272	2,123	2,800	24,500	0.17
Construction Services				**38.9**					**0.97**	**2.94**	**3.40**	**17.35**	**10.72**	**10.02**	**-21.66**	**52.97**	**8.06**	**74,480**	**63,184**	**66,361**		**130,280**	**0.91**
BJCHI	Buy	34.00	53.00	55.9	46.8	0.25	2.40	2.40	0.74	7.06	7.06	8.92	6.42	5.45	-16.14	22.84	13.15	-1,061	-2,195	-2,544	320	10,880	0.08
CK	Buy	24.70	34.00	37.7	31.2	0.55	0.44	0.44	2.23	1.80	1.80	21.27	16.41	15.67	-12.97	28.59	5.98	36,602	35,985	36,877	1,694	41,839	0.29
ITD	Buy	7.65	10.40	35.9	8.7	0.00	0.09	0.16	0.00	1.23	2.07	28.59	14.51	12.34	-49.68	81.11	19.12	37,475	31,184	32,112	5,280	40,391	0.28
NWR	Neutral	1.93	2.20	14.0	2.3	0.00	0.04	0.07	0.00	2.25	3.70	15.13	5.88	6.03	-33.02	118.20	-2.85	3,266	2,380	2,023	2,585	4,990	0.03
STEC	Buy	21.10	30.00	42.2	27.7	0.40	0.50	0.50	1.90	2.37	2.37	12.85	10.38	10.62	3.51	14.10	4.91	-1,802	-4,170	-2,108	1,525	32,180	0.22
Electronic Components				**(24.0)**					**2.33**	**3.83**	**2.76**	**7.10**	**8.51**	**7.61**	**141.57**	**12.28**	**9.44**	**-2,457**	**-7,680**	**-12,926**		**194,767**	**1.36**
CCET	Neutral	4.28	3.90	(8.9)		0.08	0.22	0.27	1.98	5.10	6.31	7.84	6.62	5.83	45.62	13.42	12.45	16,371	14,920	14,583	4,288	18,353	0.13
DELTA	Buy	75.75	60.00	(20.8)	70.6	3.00	3.00	0.00	3.96	3.96	0.00	12.50	10.55	9.47	15.69	9.57	7.38	-14,897	-16,589	-19,371	1,247	94,489	0.66
HANA	Buy	46.00	30.00	(34.8)	44.3	2.00	1.50	1.61	4.35	3.26	3.50	6.92	6.95	6.11	33.86	8.58	8.15	-8,322	-9,634	-11,004	805	37,024	0.26
KCE	Buy	54.00	34.00	(37.0)	53.8	1.10	0.75	0.80	2.04	1.39	1.48	15.44	13.48	11.62	13.24	14.36	12.50	4,868	4,817	3,885	569	30,710	0.21
SMT	Sell	8.25	7.00	(15.2)	10.4	0.00	0.42	0.00	0.00	5.03	0.00	7.51	6.61	6.61	726.20	10.92	0.00	1,067	960	960	418	3,450	0.02
SVI	Buy	4.74	4.40	(7.2)	4.4	0.08	0.20	0.25	1.69	4.22	5.27	-7.63	6.86	6.03	14.80	16.80	16.18	-1,544	-2,154	-1,978	2,266	10,740	0.07
Energy & Utilities				**9.8**					**2.94**	**3.06**	**3.47**	**17.50**	**14.81**	**13.42**	**1.27**	**106.14**	**7.27**	**622,719**	**655,654**	**631,748**		**2,049,319**	**14.31**
Oil & Gas and Coal																							
BANPU	Buy	29.00	34.00	17.2	31.0	1.20	0.60	0.90	4.14	2.07	3.10	10.24	8.79	7.49	7.75	6.90	9.27	93,759	79,972	69,217	2,582	74,874	0.52
PTT	Neutral	322.00	360.00	11.8	373.3	13.00	11.00	12.00	4.04	3.42	3.73	4.51	4.60	4.17	11.84	-2.86	9.39	251,044	240,420	229,862	2,856	919,728	6.42
PTTEP	Buy	106.50	130.00	22.1	127.0	4.50	2.90	3.40	4.23	2.72	3.19	2.45	3.91	3.67	8.78	-29.07	12.68	9,646	66,246	95,101	3,970	422,803	2.95
Refineries																							
BCP	Buy	33.75	39.00	15.6	37.3	1.00	1.50	1.60	2.96	4.44	4.74	14.89	5.76	5.41	-52.10	133.36	0.83	21,621	15,018	11,741	1,377	46,471	0.32
ESSO	Sell	6.35	4.40	(30.7)	6.2	0.00	0.10	0.10	0.00	1.57	1.57	-5.96	15.06	13.61	n.m.	n.m.	4.51	39,306	38,031	34,730	3,461	21,976	0.15
IRPC	Sell	4.04	3.40	(15.8)	4.0	0.00	0.04	0.11	0.00	0.99	2.72	-24.00	14.58	10.14	n.m.	n.m.	42.01	58,782	67,785	66,019	20,434	82,555	0.58
TOP	Neutral	53.25	46.00	(13.6)	53.7	1.16	1.70	2.00	2.18	3.19	3.76	68.92	6.97	5.90	-91.60	931.77	8.02	22,029	27,639	15,967	2,040	108,631	0.76
Utilities																							
EGCO	Neutral	150.00	172.00	14.7	177.7	6.25	6.25	6.30	4.17	4.17	4.20	18.39	19.89	17.78	14.49	-7.93	9.88	66,714	66,090	63,558	526	78,970	0.55
GLOW	Neutral	85.50	95.00	11.1	93.6	3.31	3.50	3.70	3.87	4.09	4.33	8.93	9.27	9.06	6.40	-9.83	-1.95	47,693	36,569	29,854	1,463	125,075	0.87
GUNKUL	Neutral	36.75	18.00	(51.0)	36.1	0.16	0.19	0.21	0.44	0.52	0.57	91.09	67.97	60.45	89.89	33.57	12.03	-77	-182	-301	880	32,340	0.23

คำแนะนำการลงทุน

ราคา ณ วันที่ : 20 มี.ค. 58

SCB หลักทรัพย์ไทยพาณิชย์

Company	Rec.	Price (Bt)	12-mth Target Price	% Up/(Down)	12-mth BB-CON	DPS (Bt) 14A	DPS (Bt) 15F	DPS (Bt) 16F	Dividend Yield (%) 14A	Dividend Yield (%) 15F	Dividend Yield (%) 16F	EV/EBITDA (x) 14A	EV/EBITDA (x) 15F	EV/EBITDA (x) 16F	EBITDA Growth (%) 14A	EBITDA Growth (%) 15F	EBITDA Growth (%) 16F	Net Debt (Btm) 14A	Net Debt (Btm) 15F	Net Debt (Btm) 16F	Shares (m Shrs.)	Mkt. Cap. (Btm)	%Mkt.Cap / SET
RATCH	Neutral	61.25	60.00	(2.0)	67.0	2.30	2.30	2.30	3.76	3.76	3.76	9.98	9.96	12.72	7.29	3.49	-23.49	11,710	14,924	12,564	1,450	88,813	0.62
TTW	Neutral	11.80	13.30	12.7	12.3	0.65	0.68	0.70	5.51	5.80	5.96	10.59	10.96	10.60	9.96	1.98	4.06	490	3,141	3,437	3,990	47,082	0.33
Finance & Securities				**8.9**					**5.23**	**5.96**	**6.50**											**73,689**	**0.51**
Credit card																							
AEONTS	Buy	107.50	130.00	20.9	136.5	3.45	3.89	4.66	3.21	3.62	4.34										250	26,875	0.19
KTC	Neutral	96.00	85.00	(11.5)	96.4	2.75	3.16	3.48	2.86	3.29	3.63										258	24,752	0.17
Securities																							
ASP	Buy	4.08	5.50	34.8	5.4	0.32	0.39	0.42	7.84	9.47	10.31										2,106	8,591	0.06
MBKET	Neutral	23.60	25.00	5.9	28.7	1.65	1.76	1.83	6.99	7.46	7.74										571	13,471	0.09
Food & Beverage				**42.6**					**3.12**	**4.32**	**4.28**	**13.84**	**10.95**	**9.82**	**46.62**	**32.13**	**9.98**	**219,540**	**232,983**	**228,439**		**428,150**	**2.99**
CPF	Buy	21.30	42.00	97.2	30.4	0.75	1.60	1.70	3.52	7.51	7.98	10.60	8.64	8.07	159.84	25.04	7.02	148,549	162,148	161,925	7,743	164,925	1.15
MINT	Neutral	35.75	38.00	6.3	38.8	0.25	0.43	0.51	0.70	1.19	1.43	23.22	19.59	17.22	6.48	19.45	13.32	28,677	30,088	29,402	4,002	143,075	1.00
OISHI	Sell	77.00	88.00	14.3		1.60	3.01	2.06	2.08	3.91	2.67	12.67	5.72	4.81	-9.31	81.40	13.26	2,331	(707)	(1,346)	188	14,438	0.10
PM	Buy	10.00	12.00	20.0		0.63	0.55	0.55	6.30	5.50	5.50	11.13	9.16	8.41	3.07	22.09	8.72	(63)	(34)	(45)	598	5,982	0.04
TUF	Neutral	20.90	23.00	10.0	23.5	0.63	0.73	0.80	3.01	3.47	3.83	11.56	11.63	10.59	73.01	12.69	7.57	40,046	41,488	38,504	4,772	99,731	0.70
Health Care Services				**6.5**					**1.03**	**1.39**	**1.67**	**24.86**	**19.08**	**16.63**	**1.92**	**29.28**	**13.16**	**28,466**	**24,941**	**19,098**		**452,650**	**3.16**
BDMS	Buy	20.90	24.00	14.8	21.6	0.19	0.23	0.27	0.91	1.11	1.31	27.62	23.00	19.46	13.80	19.09	16.49	25,980	23,081	18,045	15,491	323,761	2.26
BH	Sell	149.00	120.00	(19.5)	142.6	1.95	2.05	2.33	1.31	1.38	1.56	30.16	20.49	18.99	-13.44	46.26	8.16	(1,076)	(1,758)	(1,475)	729	108,565	0.76
BCH	Buy	8.15	9.20	12.9	9.1	0.07	0.14	0.17	0.86	1.68	2.14	16.79	13.74	11.42	5.39	22.51	14.82	3,561	3,618	2,528	2,494	20,324	0.14
Information & Communication Technology				**18.3**					**4.56**	**4.72**	**5.31**	**10.06**	**9.01**	**7.81**	**17.11**	**12.56**	**11.51**	**96,782**	**105,613**	**69,448**		**1,629,544**	**11.38**
Mobile																							
ADVANC	Buy	249.00	300.00	20.5	256.9	12.00	14.06	16.58	4.82	5.64	6.66	11.37	10.16	9.50	3.98	12.99	5.44	6,303	13,327	2,636	2,973	740,301	5.17
DTAC	Neutral	85.75	88.00	2.6	102.6	6.91	4.86	5.55	8.06	5.67	6.47	7.50	7.00	5.98	3.95	4.91	5.80	27,841	23,000	1,368	2,368	203,040	1.42
TRUE	Buy	12.90	17.00	31.8	12.1	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	16.83	13.86	10.61	32.52	23.85	31.74	47,995	56,207	59,313	24,608	317,442	2.22
Internet																							
CSL	Buy	7.20	13.00	80.6	8.0	0.72	0.76	0.86	10.00	10.56	11.94	5.25	4.80	4.40	11.06	5.42	5.53	-180	-330	-455	595	4,281	0.03
THCOM	Buy	34.75	46.00	32.4	48.4	0.78	0.95	1.28	2.25	2.73	3.68	7.47	6.30	5.18	39.88	14.25	13.47	1,081	-312	-2,836	1,096	38,084	0.27
Other																							
INTUCH	Buy	81.00	90.00	11.1	94.7	4.56	5.37	6.28	5.63	6.62	7.75	17.59	14.97	12.79	7.78	17.53	17.01	-2,132	-2,123	-2,112	3,206	259,720	1.81
JMART	Neutral	11.50	15.00	30.4	14.7	0.46	0.51	0.61	3.99	4.43	5.33	8.01	8.91	8.00	13.38	16.79	16.72	1,653	1,803	2,175	524	6,031	0.04
SAMART	Buy	32.75	24.00	(26.7)	38.3	0.80	0.80	0.35	2.44	2.44	1.07	8.45	8.04	7.05	11.44	4.29	4.18	6,858	6,580	3,174	1,007	32,963	0.23
SAMTEL	Buy	25.00	18.00	(28.0)	21.0	0.75	0.75	0.75	3.00	3.00	3.00	8.15	7.90	7.33	12.58	4.06	0.18	5,003	5,176	3,730	618	15,450	0.11
SIM	Buy	2.78	4.50	61.9	3.5	0.15	0.17	0.20	5.40	6.15	7.20	10.02	8.21	7.22	34.50	21.50	15.02	2,360	2,284	2,455	4,400	12,233	0.09
Insurance				**(13.5)**					**1.36**	**1.83**	**2.41**											**107,695**	**0.75**
BLA	Sell	51.00	40.00	(21.6)	55.1	0.51	0.68	0.76	1.00	1.33	1.50										1,698	86,590	0.60
THRE	Buy	3.00	3.70	23.3	3.6	0.00	0.02	0.05	0.00	0.62	1.61										4,215	12,645	0.09
THREL	Neutral	14.10	16.00	13.5	14.3	0.43	0.50	0.58	3.08	3.52	4.11										600	8,460	0.06
Media & Publishing				**24.0**					**4.46**	**4.38**	**5.09**	**11.70**	**11.41**	**10.48**	**-19.79**	**3.72**	**9.27**	**10,021**	**11,343**	**10,645**		**115,277**	**0.80**
TV broadcasting																							
BEC	Neutral	38.75	52.00	34.2	45.3	2.07	1.89	2.30	5.34	4.87	5.95	9.89	10.54	9.30	-11.38	-4.94	12.51	3,319	4,420	3,756	2,000	77,500	0.54
MCOT	Sell	14.50	14.00	(3.4)	17.6	0.66	0.59	0.63	4.55	4.05	4.37	11.31	11.75	11.57	-53.61	1.03	3.29	2,741	3,365	3,596	687	9,963	0.07
Cinema																							
MAJOR	Buy	31.25	33.00	5.6	31.9	1.09	1.32	1.55	3.49	4.23	4.95	13.91	11.94	10.57	5.62	15.05	12.01	3,961	3,558	3,293	890	27,814	0.19
Petrochemicals & Chemicals				**27.4**					**2.92**	**3.52**	**3.88**	**10.51**	**6.61**	**6.14**	**-10.84**	**55.20**	**3.54**	**131,358**	**103,851**	**87,825**		**367,380**	**2.56**
IVL	Neutral	24.80	27.00	8.9	26.8	0.38	0.35	0.48	1.53	1.41	1.94	12.18	8.41	7.60	16.61	35.45	8.67	62,751	50,908	47,987	4,814	119,394	0.83
PTTGC	Buy	55.00	75.00	36.4	64.9	2.37	3.10	3.20	4.31	5.64	5.82	8.85	4.81	4.67	-38.29	74.95	-1.59	68,607	52,943	39,838	4,509	247,987	1.73
Property Development				**27.4**					**3.55**	**4.22**	**4.63**	**13.60**	**12.76**	**11.90**	**12.00**	**13.10**	**10.03**	**198,306**	**212,964**	**223,593**		**460,842**	**3.22**
Industrial Estate																							
AMATA	Buy	17.10	19.50	14.0	20.3	0.81	0.44	0.52	4.76	2.58	3.05	6.91	11.22	9.89	20.65	-39.27	13.40	5,212	4,895	4,871	1,067	18,246	0.13
HEMRAJ	Neutral	4.50	4.50	-	4.4	0.12	0.10	0.10	2.56	2.17	2.18	12.91	15.17	14.71	1.97	-10.40	3.34	13,381	16,370	16,498	9,705	43,673	0.30
ROJNA	Neutral	9.00	7.30	(18.9)	8.3	0.02	0.13	0.00	0.22	1.46	0.00	24.17	24.63	24.63	34.84	-19.50	0.00	22,117	15,306	15,306	1,844	16,593	0.12
TICON	Neutral	16.30	19.50	19.6	19.2	0.50	1.06	1.12	3.07	6.47	6.85	18.89	14.98	14.68	-28.72	46.15	7.21	16,057	19,496	21,393	1,099	17,916	0.13
WHA	Buy	34.00	40.00	17.6	36.6	0.00	0.96	1.14	0.00	2.82	3.36	21.91	16.96	14.93	-17.10	59.69	20.38	4,081	12,777	15,511	1,314	44,690	0.31
Residential																							
AP	Buy	7.25	9.00	24.1	7.9	0.28	0.27	0.34	3.86	3.79	4.74	10.20	9.82	9.30	25.60	12.04	9.93	14,242	17,161	18,810	3,146	22,808	0.16
LH	Buy	9.85	12.50	26.9	11.2	0.65	0.57	0.69	6.60	5.77	6.99	13.31	13.88	11.55	17.55	-0.28	20.97	28,364	33,838	34,726	10,996	108,313	0.76
LPN	Buy	17.60	27.00	53.4	22.8	0.80	0.94	1.12	4.55	5.35	6.37	12.03	8.40	7.03	-12.99	35.12	18.87	5,445	3,692	3,521	1,476	25,972	0.18
PS	Buy	29.00	39.00	34.5	36.9	1.00	1.17	1.30	3.45	4.05	4.49	9.35	8.13	7.53	15.04	14.99	11.05	21,323	21,327	23,794	2,231	64,692	0.45
QH	Buy	3.78	6.00	58.7	4.9	0.09	0.21	0.25	2.34	5.43	6.53	13.73	10.96	9.08	2.70	23.77	19.28	24,128	23,401	22,751	9,184	34,715	0.24
SIRI	Buy	1.82	2.40	31.9	2.1	0.12	0.11	0.11	6.59	5.87	5.95	11.66	12.12	12.11	28.41	17.57	2.68	32,013	33,336	34,787	14,273	25,977	0.18
SPALI	Buy	21.70	31.00	42.9	28.4	1.00	1.06	1.10	4.61	4.90	5.08	8.17	6.88	7.42	56.11	17.37	-6.78	11,942	11,366	11,627	1,717	37,249	0.26
Property Fund									**7.30**	**6.96**	**7.21**											**79,723**	**0.56**
Commercial																							

คำแนะนำการลงทุน

ราคา ณ วันที่ : 20 มี.ค. 58

SCB หลักทรัพย์ไทยพาณิชย์

Company	Rec.	Price (Bt)	12-mth Target Price	% Up/(Down)	12-mth BB-CON	DPS (Bt) 14A	DPS (Bt) 15F	DPS (Bt) 16F	Dividend Yield (%) 14A	Dividend Yield (%) 15F	Dividend Yield (%) 16F	EV/EBITDA (x) 14A	EV/EBITDA (x) 15F	EV/EBITDA (x) 16F	EBITDA Growth (%) 14A	EBITDA Growth (%) 15F	EBITDA Growth (%) 16F	Net Debt (Btm) 14A	Net Debt (Btm) 15F	Net Debt (Btm) 16F	Shares (m Shrs.)	Mkt. Cap. (Btm)	%Mkt.Cap / SET
CPNRF	Buy	16.00	21.00	31.3	18.0	1.41	1.41	1.54	8.81	8.79	9.62	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	2,212	35,400	0.25
LHSC	Buy	10.20	12.00	17.6			0.74	0.76		7.28	7.46	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	488	4,978	0.03
Industrial																							
TFUND	Sell	10.30	11.00	6.8		0.76	0.69	0.72	7.38	6.71	6.98	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	1,150	11,840	0.08
TLOGIS	Buy	12.20	13.00	6.6		0.75	0.78	0.82	6.16	6.43	6.75	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	414	5,049	0.04
WHAPF	Buy	9.95	14.00	40.7		0.66	0.73	0.70	6.67	7.33	7.07	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	939	9,344	0.07
Office																							
QHPF	Buy	9.20	10.50	14.1		0.77	0.31	0.32	8.40	3.37	3.46	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	797	7,332	0.05
POPF	Buy	12.00	12.00	-		0.76	1.06	1.10	6.35	8.83	9.13	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	482	5,780	0.04
Tourism & Leisure				**32.9**					**0.64**	**1.32**	**1.72**	**17.78**	**11.58**	**10.31**	**-16.70**	**55.33**	**13.31**	**17,253**	**17,653**	**18,046**		**53,703**	**0.37**
CENTEL	Buy	31.25	40.00	28.0	39.9	0.40	0.46	0.59	1.28	1.47	1.88	13.62	11.99	10.50	-2.76	14.54	14.24	9,489	9,934	9,955	1,350	42,188	0.29
ERW	Buy	4.64	7.00	50.9	5.6	0.00	0.05	0.07	0.00	1.16	1.56	21.94	11.16	10.13	-30.65	96.12	12.37	7,765	7,719	8,091	2,482	11,516	0.08
Transportation & Logistics				**15.1**					**1.80**	**3.19**	**3.96**	**21.91**	**16.47**	**12.79**	**6.95**	**130.03**	**24.97**	**194,695**	**245,528**	**251,138**		**710,382**	**4.96**
Aviation																							
AAV	Buy	5.75	7.50	30.4	6.2	0.00	0.09	0.10	0.00	1.58	1.68	25.23	6.36	5.87	-53.63	311.30	8.46	5,789	7,025	7,079	4,850	27,888	0.19
AOT	Neutral	297.00	330.00	11.1	309.6	3.61	4.43	5.18	1.22	1.49	1.74	18.02	16.59	15.10	7.94	15.92	12.04	16	28,539	37,403	1,429	424,285	2.96
NOK	Buy	13.20	25.00	89.4	18.8	0.00	0.67	0.93	0.00	5.08	7.08	-8.46	10.16	4.81	n.m.	n.m.	92.38	-3,227	-1,326	-1,948	625	8,250	0.06
THAI	Neutral	11.50	18.00	56.5	15.2	0.00	0.00	0.47	0.00	0.00	4.08	55.08	7.16	5.87	-82.96	660.52	12.52	168,386	166,098	151,402	2,183	25,102	0.18
Mass Transit																							
BMCL	Neutral	1.98	1.40	(29.3)	1.7	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	68.81	70.66	43.48	-14.81	-2.15	62.44	8,948	9,186	9,166	20,500	40,590	0.28
BTS	Buy	9.30	12.50	34.4	11.0	0.59	0.66	0.28	6.39	7.06	3.02	22.64	23.82	25.73	-7.64	-2.48	2.14	-26,319	-24,401	-15,587	11,919	110,849	0.77
Shipping																							
PSL	Neutral	15.00	15.50	3.3	19.9	0.29	0.76	1.56	1.91	5.09	10.39	11.00	7.66	5.33	87.79	95.40	50.06	8,150	16,725	18,143	1,040	15,593	0.11
RCL	Neutral	9.70	7.60	(21.6)	11.7	0.03	0.23	0.00	0.32	2.33	0.00	11.15	7.36	7.36	69.54	45.75	0.00	6,915	6,344	6,344	829	8,039	0.06
TTA	Neutral	14.00	16.00	14.3	22.0	0.29	0.44	0.69	2.06	3.13	4.93	7.29	6.59	6.30	48.56	35.42	1.17	5,991	11,421	10,451	1,301	18,216	0.13
Tollroads																							
BECL	Neutral	41.00	44.00	7.3	43.7	2.50	2.51	2.74	6.10	6.13	6.68	8.32	8.38	8.10	7.76	10.62	8.43	20,046	25,916	28,684	770	31,570	0.22
Infrastructure Fund																							
TRUEIF	Buy	11.60	14.00	20.7	13.3	0.88	1.23	1.00	7.58	10.56	8.60										5,808	67,373	0.47
mai									**0.93**	**1.80**	**2.42**	**27.39**	**20.24**	**15.91**	**168.25**	**120.95**	**33.00**	**13,724**	**28,479**	**24,760**		**113,527**	**0.79**
AGE	Buy	2.98	2.70	(9.4)		0.05	0.06	0.07	1.53	1.95	2.42	4.64	19.04	17.75	43.64	19.03	17.30	2,303	2,114	2,740	1,530	4,560	0.03
EA	Neutral	27.75	24.00	(13.5)	25.2	0.14	0.29	0.40	0.50	1.05	1.44	46.59	23.94	15.84	418.75	119.23	45.40	10,753	25,224	20,310	3,730	103,508	0.72
UAC	Buy	9.85	11.50	16.8		0.07	0.24	0.33	0.75	2.41	3.39	30.95	17.74	14.13	42.36	224.59	36.31	668	1,141	1,709	554	5,459	0.04
SCBS Coverage		**1529.96**		**17.8**					**3.0%**	**3.3%**	**3.6%**	**12.28**	**11.00**	**9.92**	**1.06**	**13.06**	**10.08**	**1,999,271**	**2,062,702**	**1,967,614**		**10,826,272**	**75.58**

Disclaimer:

ข้อมูลในรายงานนี้เป็นข้อมูลที่มีการเปิดเผยต่อสาธารณะ ซึ่งนักลงทุนสามารถเข้าถึงได้โดยทั่วไป และเป็นข้อมูลที่เชื่อว่าน่าจะเชื่อถือได้ แต่ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ไทยพาณิชย์ จำกัด ("บริษัท") มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความถูกต้อง หรือสมบูรณ์ของข้อมูลดังกล่าวแต่อย่างใด ความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานนี้เป็นเพียงการนำเสนอในมุมมองของบริษัท และเป็นความคิดเห็น ณ วันที่ที่ปรากฏในรายงานเท่านั้น ซึ่งอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว โดยบริษัทไม่จำเป็นต้องแจ้งให้สาธารณชน หรือนักลงทุนทราบ รายงานนี้จัดทำขึ้นเพื่อเผยแพร่ข้อมูลให้แก่นักลงทุนเท่านั้น บริษัทไม่รับผิดชอบต่อการนำข้อมูลหรือความคิดเห็นใดๆไปใช้ในทุกกรณี ดังนั้นนักลงทุนจึงควรใช้ดุลพินิจในการพิจารณาตัดสินใจก่อนการลงทุน นอกจากนี้ บริษัท และ/หรือ บริษัทในเครือของบริษัทอาจมีส่วนเกี่ยวข้องหรือผลประโยชน์ใดๆกับบริษัทใดๆที่ถูกกล่าวถึงในรายงานนี้ก็ได้

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

เอกสารฉบับนี้จัดทำโดย บริษัทหลักทรัพย์ไทยพาณิชย์ จำกัด ("SCBS") ซึ่งมีธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) ("ธนาคารฯ") เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่แต่เพียงผู้เดียว โดยธนาคารฯ ได้ทำหน้าที่เป็นที่ปรึกษาทางการเงินร่วมของ บริษัท อมตะ วีเอ็น จำกัด (มหาชน) SCBS ได้รับการแต่งตั้งเป็นผู้จัดการร่วมการจัดจำหน่ายและรับประกันการจำหน่ายหุ้นของ บริษัท อมตะ วีเอ็น จำกัด (มหาชน) ความเห็น ข่าว บทวิจัย บทวิเคราะห์ ราคา ข้อความ การคาดการณ์ การประเมิน และ/หรือ ข้อมูลอื่นที่ระบุในเอกสารฉบับนี้ ("ข้อมูล") มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้เป็นข้อมูลทั่วไปเท่านั้น และไม่อาจตีความได้ว่าเป็นการให้คำแนะนำแก่บุคคลใดๆ หรือเป็นการเสนอซื้อ หรือเสนอขาย หรือชักชวนให้เสนอซื้อหรือเสนอขายหลักทรัพย์ โดย SCBS และ/หรือกรรมการ พนักงาน และลูกจ้างของ SCBS ย่อมไม่ต้องรับผิดต่อความเสียหายใดๆ ทั้งความเสียหายทางตรง ความเสียหายทางอ้อม ความเสียหายจากการผิดสัญญา หรือความเสียหายอันสืบเนื่อง อันเป็นผลมาจากการใช้หรือการเชื่อถือต่อการใช้ข้อมูล ทั้งนี้ รวมถึงแต่ไม่จำกัดเพียงการสูญเสียผลกำไร นักลงทุนพึงใช้ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ประกอบข้อมูลและความเห็นอื่นๆ รวมถึงวิจารณญาณของตนในการตัดสินใจลงทุน ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นจากแหล่งข้อมูลที่ SCBS เห็นว่าน่าเชื่อถือ โดย SCBS ไม่รับรองถึงความถูกต้อง สมบูรณ์ และ/หรือ ครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว

SCBS สงวนสิทธิ์ในการใช้ดุลพินิจของตนแต่เพียงผู้เดียวในการแก้ไขเพิ่มเติมข้อมูลเป็นครั้งคราวโดยไม่ต้องบอกกล่าว เอกสารฉบับนี้จัดส่งให้แก่เฉพาะบุคคลที่กำหนดเท่านั้น และห้ามมิให้มีการทำซ้ำ ดัดแปลง เผยแพร่ ขาย จำหน่าย พิมพ์ซ้ำ ส่งต่อ หรือแสวงหาประโยชน์ในเชิงพาณิชย์ไม่ว่าในลักษณะใดๆ เว้นแต่จะได้รับความยินยอมเป็นลายลักษณ์อักษรจาก SCBS ก่อน

เอกสารฉบับนี้จัดทำโดย บริษัทหลักทรัพย์ไทยพาณิชย์ จำกัด ("SCBS") ซึ่งมีธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) ("ธนาคารฯ") เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่แต่เพียงผู้เดียว โดยธนาคารฯ ได้ทำหน้าที่เป็นที่ปรึกษาทางการเงินของบริษัท ดับบลิวเอชเอ คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) ความเห็น ข่าว บทวิจัย บทวิเคราะห์ ราคา ข้อความ การคาดการณ์ การประเมิน และ/หรือ ข้อมูลอื่นที่ระบุในเอกสารฉบับนี้ ("ข้อมูล") มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้เป็นข้อมูลทั่วไปเท่านั้น และไม่อาจตีความได้ว่าเป็นการให้คำแนะนำแก่บุคคลใดๆ หรือเป็นการเสนอซื้อ หรือเสนอขาย หรือชักชวนให้เสนอซื้อหรือเสนอขายหลักทรัพย์ โดย SCBS และ/หรือกรรมการ พนักงาน และลูกจ้างของ SCBS ย่อมไม่ต้องรับผิดต่อความเสียหายใดๆ ทั้งความเสียหายทางตรง ความเสียหายทางอ้อม ความเสียหายจากการผิดสัญญา หรือความเสียหายอันสืบเนื่อง อันเป็นผลมาจากการใช้หรือการเชื่อถือต่อการใช้ข้อมูล ทั้งนี้ รวมถึงแต่ไม่จำกัดเพียงการสูญเสียผลกำไร นักลงทุนพึงใช้ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ประกอบข้อมูลและความเห็นอื่นๆ รวมถึงวิจารณญาณของตนในการตัดสินใจลงทุน ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นจากแหล่งข้อมูลที่ SCBS เห็นว่าน่าเชื่อถือ โดย SCBS ไม่รับรองถึงความถูกต้อง สมบูรณ์ และ/หรือ ครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว

SCBS สงวนสิทธิ์ในการใช้ดุลพินิจของตนแต่เพียงผู้เดียวในการแก้ไขเพิ่มเติมข้อมูลเป็นครั้งคราวโดยไม่ต้องบอกกล่าว เอกสารฉบับนี้จัดส่งให้แก่เฉพาะบุคคลที่กำหนดเท่านั้น และห้ามมิให้มีการทำซ้ำ ดัดแปลง เผยแพร่ ขาย จำหน่าย พิมพ์ซ้ำ ส่งต่อ หรือแสวงหาประโยชน์ในเชิงพาณิชย์ไม่ว่าในลักษณะใดๆ เว้นแต่จะได้รับความยินยอมเป็นลายลักษณ์อักษรจาก SCBS ก่อน

บริษัทหลักทรัพย์ไทยพาณิชย์ จำกัด ("SCBS") ทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) ในหุ้นสามัญของ AAV, ADVANC, AOT, BANPU, BBL, BCH, BCP, BDMS, BJCHI, BLAND, BMCL, BTS, CENTEL, CK, DTAC, EGCO, INTUCH, IRPC, ITD, IVL, KBANK, KCE, KKP, KTB, LPN, MINT, PS, PSL, PTT, PTTEP, PTTGC, QH, SCC, SGP, SIRI, SRICHA, STEC, STPI, THAI, TICON, TISCO, TMB, TOP, TPIPL, TRUE, TTA, UV

นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวอย่างรอบคอบก่อนตัดสินใจลงทุน ทั้งนี้ ความเห็น ข่าว บทวิจัย บทวิเคราะห์ ราคา ข้อความ การคาดการณ์ การประเมิน และ/หรือ ข้อมูลอื่นที่ระบุในเอกสารฉบับนี้ ("ข้อมูล") มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้เป็นข้อมูลทั่วไปเท่านั้น และไม่อาจนำไปตีความว่า เป็นการให้คำแนะนำแก่บุคคลใด ๆ หรือเป็นการเสนอซื้อ หรือเสนอขาย หรือชักชวนให้เสนอซื้อหรือเสนอขายซึ่งหลักทรัพย์ โดย SCBS และ/หรือกรรมการ พนักงาน ลูกจ้าง และตัวแทนของ SCBS จะไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใด ๆ ทั้งความเสียหายทางตรง ความเสียหายทางอ้อม ความเสียหายจากการผิดสัญญา ความเสียหายพิเศษ หรือความเสียหายที่เป็นผลสืบเนื่อง อันมีเหตุมาจากการใช้หรือการเชื่อถือในข้อมูลดังกล่าว ซึ่งรวมถึงแต่ไม่จำกัดเพียงการสูญเสียผลกำไร นักลงทุนพึงใช้ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ประกอบร่วมกับข้อมูลและความเห็นอื่น ๆ รวมถึงวิจารณญาณของตนเองในการตัดสินใจลงทุน โดยข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ได้รับมาจากแหล่งข้อมูลที่ SCBS เห็นว่าน่าเชื่อถือ ซึ่ง SCBS ไม่สามารถรับรองถึงความถูกต้อง ความสมบูรณ์ และ/หรือ ความครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าวได้

SCBS สงวนสิทธิ์ในการใช้ดุลพินิจแต่เพียงผู้เดียวในการแก้ไขเพิ่มเติมข้อมูลเป็นครั้งคราวโดยไม่ต้องบอกกล่าว ทั้งนี้ เอกสารฉบับนี้จัดส่งให้แก่เฉพาะบุคคลตามที่กำหนดไว้เท่านั้น และห้ามมิให้มีการทำซ้ำ ดัดแปลง เผยแพร่ ขาย จำหน่าย พิมพ์ซ้ำ ส่งต่อ หรือแสวงหาประโยชน์ในเชิงพาณิชย์ไม่ว่าในลักษณะใด ๆ เว้นแต่จะได้รับความยินยอมเป็นลายลักษณ์อักษรจาก SCBS ก่อน

CG Rating 2014	Companies with CG Rating
★★★★★★	BAFS, BCP, BTS, CPN, EGCO, GRAMMY, HANA, INTUCH, IRPC, IVL, KBANK, KKP, KTB, MINT, PSL, PTT, PTTEP, PTTGC, SAMART, SAMTEL, SAT, SC, SCB, SE-ED, SIM, SPALI, TISCO, TMB, TOP
★★★★	AAV, ACAP, ADVANC, ANAN, AOT, ASIMAR, ASK, ASP, BANPU, BAY, BBL, BECL, BIGC, BKI, BLA, BMCL, BROOK, CENTEL, CFRESH, CIMBT, CK, CNT, CPF, CSL, DELTA, DRT, DTAC, DTC, EASTW, EE, ERW, GBX, GC, GFPT, GUNKUL, HEMRAJ, HMPRO, ICC, KCE, KSL, LANNA, LH, LHBANK, LOXLEY, LPN, MACO, MC, MCOT, NBC, NCH, NINE, NKI, NMG, NSI, OCC, OFM, PAP, PE, PG, PHOL, PJW, PM, PPS, PR, PRANDA, PS, PT, QH, RATCH, ROBINS, RS, S & J, SAMCO, SCC, SINGER, SIS, SITHAI, SNC, SNP, SPI, SSF, SSI, SSSC, STA, SVI, TCAP, TF, THAI, THANI, THCOM, TIP, TIPCO, TK, TKT, TNITY, TNL, TOG, TRC, TRUE, TSTE, TSTH, TTA, TTW, TVO, UAC, VGI, VNT, WACOAL
★★★	2S, AF, AH, AHC, AIT, AJ, AKP, AKR, AMANAH, AMARIN, AMATA, AP, APCO, APCS, AQUA, ARIP, AS, ASIA, AYUD, BEAUTY, BEC, BFIT, BH, BJC, BJCHI, BOL, BTNC, BWG, CCET, CGD, CGS, CHOW, CI, CKP, CM, CMR, CSC, CSP, CSS, DCC, DEMCO, DNA, EA, ESSO, FE, FORTH, FPI, GENCO, GL, GLOBAL, GLOW, GOLD, HOTPOT, HTC, HTECH, HYDRO, IFS, IHL, INET, IRC, IRCP, ITD, KBS, KGI, KKC, KTC, L&E, LRH, LST, MAJOR, MAKRO, MATCH, MBK, MBKET, MEGA, MFC, MFEC, MJD, MODERN, MONO, MOONG, MPG, MTI, NC, NTV, NUSA, NWR, NYT, OGC, OISHI, PACE, PATO, PB, PDI, PICO, PPM, PPP, PREB, PRG, PRIN, PTG, QLT, QTC, RCL, SABINA, SALEE, SCBLIF, SCCC, SCG, SEAFCO, SEAOIL, SFP, SIAM, SIRI, SKR, SMG, SMK, SMPC, SMT, SOLAR, SPC, SPCG, SPPT, SST, STANLY, STEC, STPI, SUC, SWC, SYMC, SYNEX, SYNTEC, TASCO, TBSP, TEAM, TFD, TFI, THANA, THIP, THREL, TIC, TICON, TIW, TKS, TLUXE, TMI, TMT, TNDT, TPC, TPCORP, TRT, TRU, TSC, TTCL, TUF, TVD, TWFP, UMI, UP, UPF, UPOIC, UT, UV, UWC, VIH, WAVE, WHA, WIN, WINNER, YUASA, ZMICO

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.

กรุงเทพฯ – 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

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

กรุงเทพฯ – สาขาสินธร
130-132 อาคารสินธร ทาวเวอร์ 1 ชั้น G ถ.วิทยุ แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน กรุงเทพฯ 10330
โทรศัพท์ : 0 2686 2068
โทรสาร: 0 2263 3822

กรุงเทพฯ – สาขาเฉลิมนคร
269 มุมถนนเจริญกรุง-วรจักร แขวงป้อมปราบ เขตป้อมปราบศัตรูพ่าย กรุงเทพฯ 10100
โทรศัพท์: 0 2688 9200
โทรสาร: 0 2688 9020

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

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

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

เชียงใหม่ – สาขาคณะแพทย์ศาสตร์เชียงใหม่
110 ชั้น 2 อาคารจอดรถยนต์คณะแพทย์ศาสตร์เชียงใหม่ ถ.อินทวโรรส ต.ศรีภูมิ อ.เมืองเชียงใหม่ จ.เชียงใหม่ 50000
โทรศัพท์: 0 5389 4094
โทรสาร : 0 5389 4090

หาดใหญ่ – สาขาถนนราษฎร์ยินดี (หาดใหญ่)
16/4 ชั้น 2 ถ.ราษฎร์ยินดี ต.หาดใหญ่ อ.หาดใหญ่ จ.สงขลา 90110
โทรศัพท์: 0 7420 9788
โทรสาร: 0 7420 9737