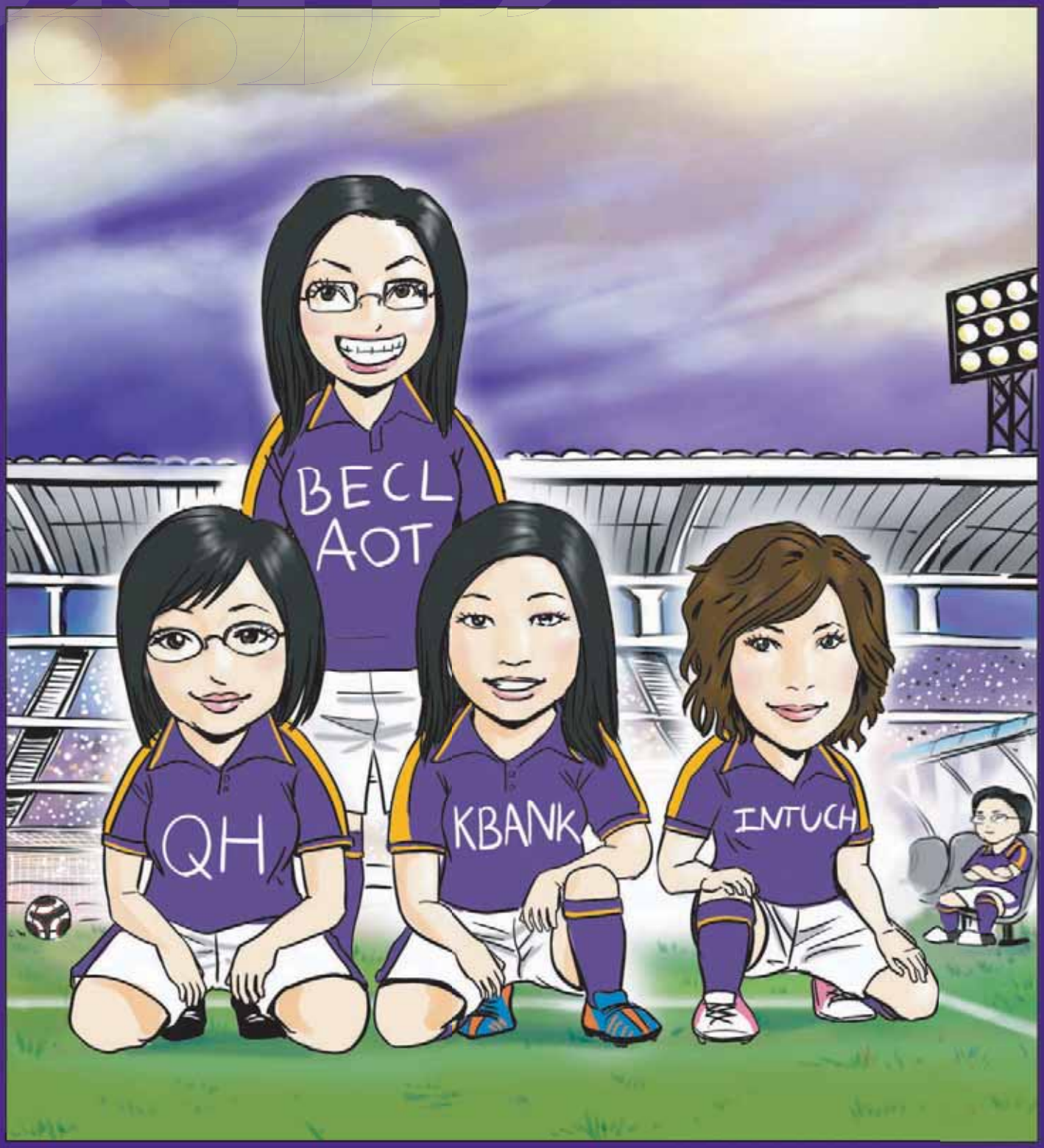
Market Strategy
มิถุนายน 2555

SCB
หลักทรัพย์ไทยพาณิชย์

แนวโน้มตลาดหุ้นไทยไตรมาส 3/55



เน้นหุ้นที่มีปัจจัยเฉพาะตัว

กรรมการผู้จัดการ สายงานวิจัย
เกียรติศักดิ์ (แอนดี้) เจนวิภากุล, CFA
andy@scb.co.th, (662) 949-1010

อสังหาริมทรัพย์ นิคมอุตสาหกรรม
ยุพเรศ ลิขิตแสนสุข
yupharet.likitsansuk@scb.co.th, (662) 949-1020

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

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

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

พาณิชย์ อาหาร รับเหมาก่อสร้าง
กาญจัน คานิยอ
kanchan.khanijou@scb.co.th, (662) 949-1006

เทคโนโลยีสารสนเทศและสื่อสาร ชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์
ศลยา ณ สงขลา
solaya.na_songkhla@scb.co.th, (662) 949-1007

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

ผู้ช่วยนักวิเคราะห์
นรฤทธิ์ วิสิฐนรภัทร
norarit.wisitnorapatt@scb.co.th, (662) 949-1008

ผู้ช่วยนักวิเคราะห์
กิตติวุฒิ ภัทราประยูร
kittiwut.phattraprayoon@scb.co.th, (662) 949-1014

ผู้อำนวยการอาวุโส ฝ่ายกลยุทธ์การลงทุน
สุกิจ อุดมศิริกุล
sukit.udomsirikul@scb.co.th, (662) 949-1009

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

กลยุทธ์การลงทุนลูกค้าบุคคล
นราธิป วงศ์ศิวรางกูร
naratip.wongsiwarangkoon@scb.co.th, (662) 949-1019

ฐานข้อมูล
ธานินทร์ คลามานนท์
thanin.klamanont@scb.co.th, (662) 949-1023

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

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

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

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

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

ผู้ช่วย
เงาทราย สุทธิพงศธร
ngaosai.suthipongsatorn@scb.co.th, (662) 949-1015

SCBS Market Strategy Report

ดูข้อสงวนสิทธิ์และปฏิเสธความรับผิดสำหรับบทวิเคราะห์ได้
ในส่วนท้ายของรายงานฉบับนี้

สารบัญ

เน้นหุ้นที่มีปัจจัยเฉพาะตัว 1
แนวโน้มการขยายตัวทางเศรษฐกิจและการลงทุน 2

Stock Picks

ท่าอากาศยานไทย (AOT) 19
ทางด่วนกรุงเทพ (BECL) 23
ชิน คอร์ปอเรชั่น (INTUCH) 27
ธนาคารกสิกรไทย (KBANK) 31
ควอลิตี้เฮ้าส์ (QH) 35

กลุ่มอุตสาหกรรม

ยานยนต์ 41
ธนาคาร 43
วัสดุก่อสร้าง 45
รับเหมาก่อสร้าง 47
ชิ้นส่วนอิเลคทรอนิกส์ 49
พลังงาน 51
เงินทุนและหลักทรัพย์ 53
การแพทย์ 55
นิคมอุตสาหกรรม 57
สื่อ 59
ปิโตรเคมี 61
พัฒนาโครงการที่อยู่อาศัย 63
ค้าปลีก 65
สื่อสาร 67
ขนส่ง 69
สาธารณูปโภค 71
SCBS Stock Universe 73

This page is left blank intentionally

เน้นหุ้นที่มีปัจจัยเฉพาะตัว

เกียรติศักดิ์ เจนวิภากุล CFA
0-2949-1010
andy@scb.co.th

การวางกลยุทธ์การลงทุนท่ามกลางความผันผวนของภาวะเศรษฐกิจโลกในขณะนี้อาจรู้สึกเหมือนการทายผลการแข่งขันฟุตบอลยูโร 2555 เราจึงแนะนำให้หลีกเลี่ยงการลงทุนในหุ้นที่อ่อนไหวต่อปัจจัยมหภาคและเน้นหุ้นที่มีปัจจัยเฉพาะตัว หุ้นที่เราชอบสำหรับรอบการลงทุนนี้ ได้แก่ AOT BECL INTUCH KBANK และ QH

หลีกเลี่ยงหุ้นที่เกี่ยวข้องกับปัจจัยมหภาค สภาวะเศรษฐกิจและตลาดทั่วโลกในไตรมาส 2 ปี 2555 มีทิศทางตรงข้ามกับกลยุทธ์การลงทุนของเราที่เน้นหุ้นในกลุ่มพลังงาน ซึ่งในช่วงดังกล่าว ปัจจัยความไม่แน่นอนเชิงมหภาคได้ปรับตัวเพิ่มขึ้น และราคาน้ำมันได้ปรับตัวลดลงอย่างรุนแรงไม่สอดคล้องกับปัจจัยพื้นฐานในแง่อุปสงค์และอุปทานในระยะยาว ราคาน้ำมันเบรนท์ที่ปรับตัวลดลง 27% ตั้งแต่ต้นไตรมาส 2 ถึงปัจจุบัน จะมีผลกระทบเชิงลบอย่างมากกับผลประกอบการในไตรมาส 2 ปี 2555 สำหรับหุ้นในกลุ่มพลังงาน แม้ว่าการปรับตัวขึ้นของราคาเบรนท์เชิงเทคนิคจะมีความเป็นไปได้หลังจากที่ปรับลดลงแรงในช่วงที่ผ่านมา เรามองว่ามีเหตุผลน้อยมากที่ตลาดจะมีมุมมองที่ชัดเจนเกี่ยวกับแนวโน้มราคาน้ำมันในระยะสั้น ดังนั้น เราจึงถอดหุ้นกลุ่มพลังงานออกจากกลยุทธ์ของเราในไตรมาส 3 ปี 2555

เน้นหุ้นที่เกี่ยวข้องกับปัจจัยจุลภาค กลยุทธ์การลงทุนของเราในไตรมาส 3 ปี 2555 ได้แก่ การให้น้ำหนักการลงทุนกับหุ้นที่มีแรงผลักดันจากปัจจัยเฉพาะตัวที่โดดเด่น และมีผลกระทบน้อยจากปัจจัยภายนอก โดยหุ้นเด่นของเรา มีดังนี้

กลยุทธ์ในไตรมาส 3 ปี 2555 และหุ้นเด่น:

- **AOT** แนวโน้มการปรับประมาณการจากเรื่องการขอขึ้นภาษีสนามบิน (รอผลการอนุมัติใน 2-3 เดือนข้างหน้า) และการย้ายไปสนามบินดอนเมือง (คลี่คลายปัญหาสนามบินแออัด และช่วยเพิ่มอัตราการเติบโตของปริมาณการจราจร) ราคาเป้าหมายของเราอยู่ที่ 67 บาท คิดเป็นอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนรวมที่ 20%
- **BECL** การเซ็นสัญญาสัมปทานทางด่วนใหม่ (ในเร็วๆ นี้) จะเป็นปัจจัยบวกให้ทั้งตลาดต้องปรับประมาณการราคาเป้าหมายขึ้น เราคาดมูลค่าเพิ่มจากทางด่วนใหม่ที่ 4 บาท/หุ้น คิดเป็น 17% ของราคาหุ้น ณ ปัจจุบัน ราคาเป้าหมายของเราอยู่ที่ 30 บาท คิดเป็นอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนรวมที่ 34%
- **INTUCH** มีแนวโน้มได้รับใบอนุญาตใหม่ 3 ใบ ในช่วงเวลา 12 เดือนข้างหน้า: 1) ใบอนุญาตประกอบกิจการ 3G ในเดือนต.ค. 2555 2) ใบอนุญาตประกอบกิจการดาวเทียมในปี 2556 และ 3) ใบอนุญาตประกอบกิจการ digital TV ในปี 2555-2556 ราคาหุ้นยังซื้อขายแบบมีส่วนลด 14% จาก NAV ราคาเป้าหมายของเราอยู่ที่ 75 บาท คิดเป็นอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนรวมที่ 34%
- **KBANK** รายได้ค่าธรรมเนียมและประกันภัยมีแนวโน้มเร่งตัวต่อเนื่องในช่วงครึ่งปีหลังของปี 2555 สนับสนุนจากการฟื้นตัวของตลาด SME และผลจากการปรับปรุงระบบไอที เราเชื่อว่าอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ และอัตราผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้นของ KBANK จะแตะระดับสูงสุด ราคาเป้าหมายของเราอยู่ที่ 200 บาท คิดเป็นอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนรวมที่ 30%
- **QH** มีความเป็นไปได้ในการบันทึกกำไรทางการเงินจากการขายสินทรัพย์ เราเชื่อว่าเรื่องดังกล่าวจะช่วยเผยมูลค่าของ QH ได้มากขึ้น ราคาเป้าหมายของเราอยู่ที่ 3.3 บาท คิดเป็นอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนรวมที่ 102%

3Q12 Top picks – Valuation Summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					11A	12F	13F	11A	12F	13F	11A	12F	13F	11A	12F	13F	11A	12F	13F	11A	12F	13F
AOT	Buy	57.50	67.0	19.7	21.3	16.9	13.7	106.5	26.4	23.6	1.15	1.08	1.03	5.4	6.6	7.7	1.4	3.2	3.3	7.6	7.1	7.3
BECL	Buy	23.30	30.0	34.4	14.0	12.1	10.1	(27.9)	15.4	20.1	0.96	0.90	0.86	6.8	7.6	8.7	5.6	5.6	6.7	6.5	6.1	5.3
INTUCH	Buy	58.75	75.0	33.8	18.8	16.3	13.9	(53.7)	15.0	17.5	13.12	13.12	13.12	69.9	80.5	94.6	9.4	6.1	7.2	17.8	16.1	13.7
KBANK	Buy	156.50	200.0	30.1	15.5	10.9	9.0	20.8	41.3	21.6	2.42	2.05	1.73	16.7	20.3	20.9	1.6	2.3	2.8	0.0	0.0	0.0
QH	Buy	1.68	3.3	102.2	18.6	12.5	8.4	(56.8)	48.6	48.7	1.08	0.98	0.93	5.8	8.6	11.4	0.6	5.8	6.0	43.9	36.4	26.3
Average					**17.6**	**13.8**	**11.0**	**(2.2)**	**29.3**	**26.3**	**3.75**	**3.63**	**3.54**	**20.9**	**24.7**	**28.6**	**3.7**	**4.6**	**5.2**	**15.2**	**13.2**	**10.5**

Source: SCBS Investment Research

แนวโน้มการขยายตัวทางเศรษฐกิจและนโยบาย

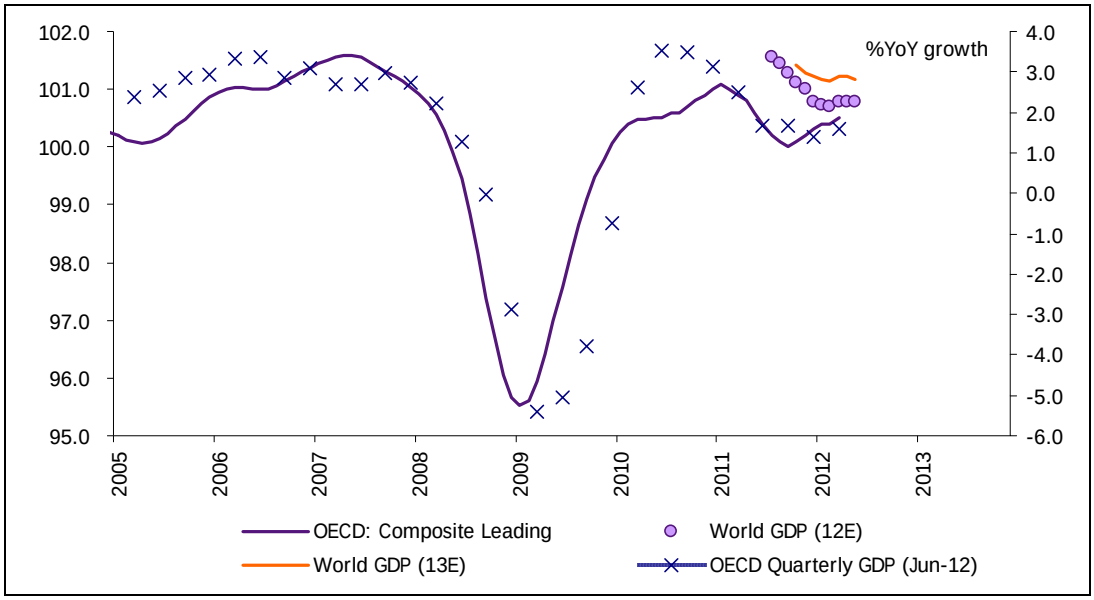
สุกิจ อุดมศิริกุล
0-2949-1009
sukit.udomsirikul@scb.co.th
Assisted by:
นรฤทธิ์ วิสิฐนรภัทร
Research Assistant
(66-2) 949-1008
norarit.wisitnorapatt @scb.co.th

กิตติวุฒิ ภัทราประยูร
Research Assistant
(662) 949-1014
kittiwut.phattraprayoon
@scb.co.th

เศรษฐกิจโลกชะลอตัวในไตรมาส 2 ปี 2555 หลังจากขยายตัวได้ดีมากในไตรมาส 1 ปี 2555 จนทำให้นักเศรษฐศาสตร์ปรับประมาณการอัตราการขยายตัวของ GDP โลกปี 2555 เพิ่มขึ้นจาก 2.14% สู่ 2.25% ยุโรปและจีนเป็นส่วนสำคัญที่ส่งผลทำให้เศรษฐกิจโลกชะลอตัวในครั้งนี้ เปลี่ยนจากสหรัฐฯ ที่เกิดวิกฤตการเงินจนเป็นสาเหตุทำให้เศรษฐกิจโลกชะลอตัวในปี 2550-2551 ภาวะชะลอตัวทางเศรษฐกิจในระยะหลังนี้มีสาเหตุหลักมาจากการดำเนินนโยบายของแต่ละประเทศเอง เช่น นโยบายการเงินตึงตัวในจีน และมาตรการรัดเข็มขัดในยุโรปที่เริ่มต้นมาตั้งแต่ปี 2553 สำหรับสหรัฐฯ นั้น แม้ตัวเลขเศรษฐกิจปรับตัวแย่ลงมาตั้งแต่เดือน มี.ค. โดยเฉพาะอย่างยิ่งอัตราการว่างงาน และการจ้างงานนอกภาคเกษตร (Non-farm payroll) แต่เรามองว่าสะท้อนถึงการปรับเปลี่ยนไม่ใช่การชะลอตัวอย่างแท้จริง เนื่องจากตัวเลขเศรษฐกิจสหรัฐค่อนข้างผันผวน แม้ GDP ไตรมาส 1 ปี 2555 ในสหรัฐฯ และยุโรป ต่ำกว่าคาด และวิกฤตหนี้ยุโรปปรากฏให้เห็นชัดเจนมากขึ้น แต่เฟดและธนาคารกลางยุโรปก็ยังคงจุดยืนในแง่ของนโยบายการเงิน ในขณะที่ระบุถึงความพร้อมที่จะดำเนินมาตรการเพิ่มเติมหากจำเป็น สิ่งที่น่าสนใจจับตามากกว่า คือ เศรษฐกิจจีน หลังจาก GDP ไตรมาส 1 ปี 2555 ต่ำกว่าคาดโดยขยายตัว 8.1% จากช่วงเดียวกันของปีก่อน ตลาดคาดว่า GDP ไตรมาส 2 ปี 2555 ของจีนจะชะลอตัวลงต่อไปอีกสู่ระดับที่มีอัตราการขยายตัว 7.9% จากช่วงเดียวกันของปีก่อน แม้ธนาคารกลางจีน (PBOC) ลดสัดส่วนการกันสำรองของธนาคารพาณิชย์ (RRR) ลงแล้ว 3 ครั้งด้วยกันรวม 1.50% นับตั้งแต่เดือน ธ.ค. 2554 แต่ก็ยังไม่ได้ผลที่น่าพอใจ ส่งผลทำให้ PBOC เลือกใช้เครื่องมือเชิงรุกมากขึ้นด้วยการลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลง 0.25% ตอนต้นเดือน มิ.ย. ซึ่งเป็นการปรับอัตราดอกเบี้ยนโยบายลดลงครั้งแรกในรอบเกือบ 3 ปี

ในไตรมาส 3 ปี 2555 เราคาดว่ากิจกรรมทางเศรษฐกิจทั่วโลกจะขยายตัวปานกลาง แต่อัตราการขยายตัวมีแนวโน้มที่จะปรับตัวเพิ่มขึ้นจากไตรมาส 2 ปี 2555 เพื่อสะท้อนถึงการดำเนินนโยบายการเงินแบบผ่อนคลายของจีนและการฟื้นตัวอย่างต่อเนื่องจากการผลิตภาคอุตสาหกรรมของญี่ปุ่น ขณะที่การเติบโตของเศรษฐกิจในสหรัฐฯ และยุโรป ขึ้นอยู่กับการเปลี่ยนแปลงด้านนโยบาย นโยบายในยุโรปดูน่าสนใจมากขึ้นเพราะมีผู้นำใหม่ทั้งในฝรั่งเศสและกรีซ เนื่องจากเราคาดว่าผู้นำในยูโรโซน คือ เยอรมนี และฝรั่งเศส อาจจะต้องปรับแก้มาตรการรัดเข็มขัด เราคาดว่าผลการเลือกตั้งในยุโรปแสดงให้เห็นอย่างชัดเจนว่าประชาชนไม่พอใจมาตรการรัดเข็มขัด ซึ่งเป็นสิ่งที่ผู้นำประเทศยุโรปต้องยอมรับด้วยเช่นกัน โดยเฉพาะอย่างยิ่งประเทศที่กำลังจะมีการเลือกตั้ง เช่น เยอรมนี ที่จะจัดเลือกตั้งในปี 2556 เราเห็นด้วยกับนโยบายของนายฟรังซัวส์ ออลลองด์ ที่มุ่งเน้นไปที่การขยายตัวทางเศรษฐกิจ เนื่องจากเราตระหนักดีว่าการใช้มาตรการรัดเข็มขัดอย่างเข้มงวดเป็นสาเหตุหลักอย่างหนึ่งที่ทำให้เศรษฐกิจยูโรโซนเข้าสู่ภาวะถดถอย เราคาดว่าในที่สุดแล้ว นางแองเจล่า มาร์เคิล นายกรัฐมนตรีเยอรมนี จะเห็นด้วยกับนโยบายของนายฟรังซัวส์ ออลลองด์ โดยปรับนโยบายจากเดิมที่สนับสนุนมาตรการรัดเข็มขัดมาเน้นการขยายตัวทางเศรษฐกิจ ซึ่งจะช่วยหนุนให้แนวโน้มเศรษฐกิจของประเทศในยูโรโซนสดใสขึ้น โดยเฉพาะสเปนซึ่งเป็นประเทศที่มีขาดดุลงบประมาณสูงสุดที่ 8% ของ GDP ในปี 2554

Figure 1: การปรับประมาณการ GDP โลก และ OECD leading indicators



Source: Bloomberg

Figure 2: ประมาณการอัตราการขยายตัวของ GDP

	2008	2009	2010	2011	2012F	2013F	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12F	3Q12F	4Q12F
G7																		
Canada **	0.7	-2.8	3.2	1.9	2.1	2.3	5.6	2.3	2.5	3.1	3.6	-1.0	4.5	1.9	1.9	2.0	2.2	2.1
France	-0.1	-2.7	1.5	1.7	0.3	0.9	1.0	1.6	1.9	1.8	2.4	1.7	1.5	1.2	0.3	0.4	0.2	0.3
Germany	1.1	-5.1	3.7	3.0	0.9	1.4	2.5	4.0	4.0	3.7	4.7	2.9	2.7	2.0	1.2	0.9	0.6	1.2
Italy	-1.2	-5.5	1.8	0.4	-1.8	0.0	1.0	1.6	1.5	1.6	1.2	1.0	0.4	-0.4	-1.3	-2.3	-2.3	-1.7
Japan *	-1.0	-5.5	4.5	-0.7	2.5	1.5	6.5	4.6	2.0	0.1	-7.9	-1.2	7.6	0.1	4.1	2.0	1.6	1.6
United Kingdom	-1.1	-4.4	2.1	0.7	0.2	1.7	2.4	5.0	6.0	3.4	3.0	0.8	0.6	1.0	-0.2	0.1	0.1	0.7
United States **	-0.3	-3.5	3.0	1.9	2.2	2.4	3.9	3.8	2.5	2.3	0.4	1.3	1.8	3.0	1.9	2.1	2.3	2.5
Simple average	**-0.3**	**-4.2**	**2.8**	**1.3**	**0.9**	**1.5**	**3.3**	**3.3**	**2.9**	**2.3**	**1.1**	**0.8**	**2.7**	**1.3**	**1.1**	**0.8**	**0.7**	**0.9**
BRIC																		
Brazil	5.2	-0.3	7.6	2.8	2.8	4.5	9.3	8.8	6.9	5.3	4.2	3.3	2.1	1.4	0.8	2.0	3.4	4.5
China	9.6	9.2	10.4	9.2	8.2	8.4	11.9	10.3	9.6	9.8	9.7	9.5	9.1	8.9	8.1	7.9	8.3	8.5
India	7.5	6.8	8.5	7.1	6.6	7.8	9.4	8.5	7.6	8.2	9.2	8.0	6.7	6.1	5.3	6.5	7.0	7.2
Russia	5.2	-7.8	4.3	4.3	3.7	3.9	3.5	5.0	3.1	4.5	4.1	3.4	4.8	4.8	4.9	4.3	3.3	3.0
Simple average	**6.9**	**2.0**	**7.7**	**5.8**	**5.3**	**6.1**	**8.5**	**8.1**	**6.8**	**7.0**	**6.8**	**6.1**	**5.7**	**5.3**	**4.8**	**5.2**	**5.5**	**5.8**
North Asia																		
China	9.6	9.2	10.4	9.2	8.2	8.4	11.9	10.3	9.6	9.8	9.7	9.5	9.1	8.9	8.1	7.9	8.3	8.5
Hong Kong	2.3	-2.7	7.0	5.0	3.0	4.5	8.1	6.8	6.9	6.7	7.6	5.4	4.4	3.0	0.4	2.4	3.5	4.6
Korea	2.3	0.3	6.2	3.6	3.5	4.3	8.5	7.5	4.4	4.7	4.2	3.5	3.6	3.3	2.8	3.2	3.5	4.0
Taiwan	0.7	-1.8	10.7	4.0	2.8	4.5	12.9	13.0	11.2	6.5	6.6	4.5	3.5	1.9	0.4	2.1	4.3	6.0
Simple average	**3.7**	**1.2**	**8.6**	**5.5**	**4.4**	**5.4**	**10.4**	**9.4**	**8.0**	**6.9**	**7.0**	**5.7**	**5.1**	**4.3**	**2.9**	**3.9**	**4.9**	**5.8**
ASEAN																		
Indonesia	6.0	4.6	6.2	6.5	6.2	6.5	5.6	6.1	5.8	6.9	6.4	6.5	6.5	6.5	6.3	6.1	6.1	6.3
Malaysia	4.8	-1.6	7.2	5.1	4.0	5.3	10.1	9.0	5.3	4.8	5.2	4.3	5.8	5.2	4.7	3.8	4.8	5.3
Philippines	3.9	1.1	7.7	3.8	4.2	4.9	8.4	8.9	7.3	6.1	4.6	3.1	3.6	3.7	2.8	4.2	4.7	4.8
Singapore	1.9	-0.8	14.6	5.0	3.0	4.0	16.5	19.8	10.6	12.5	9.1	1.2	6.0	3.6	1.6	2.7	3.8	5.4
Thailand	2.5	-2.3	7.8	0.1	5.1	5.0	12.0	9.2	6.6	3.8	3.2	2.7	3.7	-8.9	0.3	3.4	3.9	16.2
Simple average	**3.8**	**0.2**	**8.7**	**4.1**	**4.5**	**5.1**	**10.5**	**10.6**	**7.1**	**6.8**	**5.7**	**3.6**	**5.1**	**2.0**	**3.1**	**4.0**	**4.6**	**7.6**

Note: ** United States, Canada and Japan using %QoQ SAAR and %YoY estimates
Source: Bloomberg consensus, Date as of 20 June 2012

สหรัฐฯ

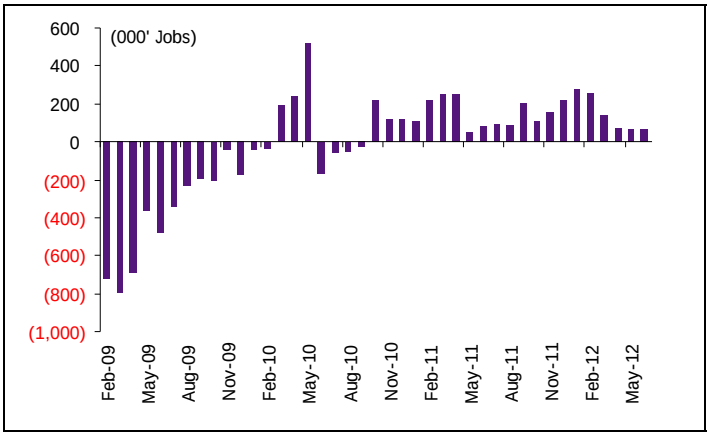
GDP ของสหรัฐฯ มีอัตราการขยายตัว (อัตรารายปีปรับฤดูกาล หรือ SAAR) 1.9% ในไตรมาส 1 ปี 2555 ชะลอตัวลงจากที่มีอัตราการขยายตัว 3.0% ในไตรมาส 4 ปี 2554 การเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจได้รับปัจจัยหนุนจากการใช้จ่ายอุปโภคบริโภคที่เติบโตอย่างแข็งแกร่ง โดยเพิ่มขึ้น 2.7% หลังจากเพิ่มขึ้น 2.1% ในไตรมาสสุดท้ายของปีที่ผ่านมา นอกจากนี้การขยายตัวของเศรษฐกิจในไตรมาสแรกของปีนี้ยังได้รับปัจจัยหนุนจากการส่งออกและการลงทุนซึ่งถูกหักลบไปเล็กน้อยด้วยการใช้จ่ายภาครัฐ และยังถูกหักลบด้วยการนำเข้าที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นเมื่อเทียบกับไตรมาสก่อนหน้าในขณะที่การส่งออกหดตัวลง

ดัชนี ISM ภาคการผลิตในเดือน พ.ค. ของสหรัฐฯ อยู่ที่ระดับ 53.5 และแกว่งตัวอยู่ที่ระดับนี้มาตั้งแต่เดือน มิ.ย. 2554 ซึ่งเรามองว่าเป็นระดับที่ค่อนข้างมีเสถียรภาพ ขณะที่ตัวชี้วัดเศรษฐกิจอื่นๆ ชี้ให้เห็นว่าการจ้างงานนอกภาคเกษตร (Non-farm payroll) เพิ่มขึ้นเพียงเล็กน้อย และอัตราการว่างงานอยู่ที่ระดับ 8.2%

ในด้านของภาคการเงิน ธนาคารกลางสหรัฐเลือกต่ออายุโครงการซื้อตราสารเพื่อกดอัตราดอกเบี้ยระยะยาว (The Maturity Extension Program) ด้วยการขยายระยะเวลาการใช้มาตรการ Operation Twist วงเงิน 267 พันล้านดอลลาร์สหรัฐออกไปจนถึงสิ้นปี 2555 การเคลื่อนไหวครั้งนี้เป็นการยืนยันถึงจุดยืนของธนาคารกลางสหรัฐที่จะคงนโยบายอัตราดอกเบี้ยต่ำไปจนถึงสิ้นปี 2557 การประกาศขยายระยะเวลาการใช้มาตรการ Operation Twist ครั้งนี้เกิดขึ้นพร้อมกับการปรับประมาณการอัตราการขยายตัวของ GDP ปี 2555 ลดลงจากระดับที่คาดการณ์ไว้เดิมที่ 2.4-2.9% ในเดือน เม.ย. สู่ระดับ 1.9-2.4% ในเดือน มิ.ย. นอกจากนี้ก็ปรับประมาณการอัตราการว่างงานเพิ่มขึ้นจากระดับที่คาดการณ์ไว้ที่ 7.8-8.0% ในเดือน เม.ย. สู่ระดับ 8.0-8.2% ด้วย การปรับประมาณการครั้งนี้ชี้ให้เห็นว่าธนาคารกลางสหรัฐมองว่าเศรษฐกิจจะขยายตัวต่อเนื่อง แต่จะไม่เติบโตในอัตราที่คาดการณ์ไว้ก่อนหน้านี้ มุมมองนี้ได้รับการยืนยันจากอัตราการว่างงานที่ยังอยู่ในระดับสูง

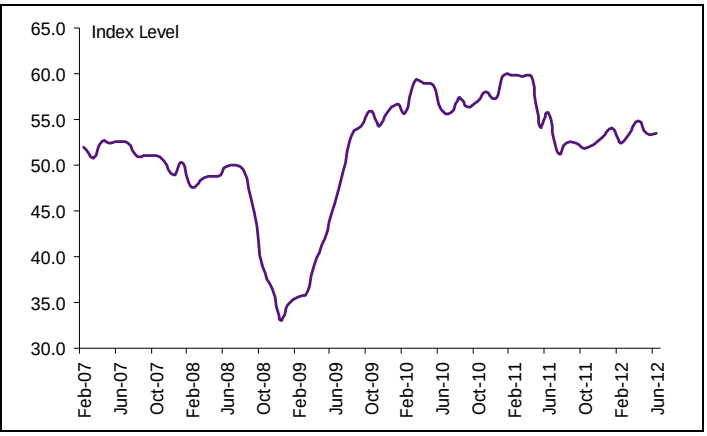
เมื่ออิงกับความเคลื่อนไหวในระยะหลังนี้ ทำให้เราไม่คิดว่าธนาคารกลางสหรัฐจะประกาศมาตรการ QE3 ในอนาคตอันใกล้นี้ เนื่องจากเป็นแค่การคาดเดาว่าธนาคารกลางสหรัฐอาจจะต้องประกาศมาตรการ QE3 ถ้าผลการเลือกตั้งในกรีซไม่เป็นที่น่าพอใจ แต่ก็ไม่ได้มีเหตุการณ์ดังกล่าวเกิดขึ้น แม้เศรษฐกิจสหรัฐฯ ไม่ได้แกว่งตัวหรือปรับตัวเร่งขึ้น แต่เราก็ยังต้องระวังความเสี่ยง downside จากการเปลี่ยนแปลงแนวโน้ม ดังนั้นไตรมาส 3 ปี 2555 จึงน่าจะยังคงเป็นช่วงที่ค่อนข้างเงียบก่อนที่จะมีการเปลี่ยนแปลงใดๆ เกิดขึ้นจากผลการประชุมธนาคารกลางสหรัฐในช่วงปลายเดือน ก.ค. และกลางเดือน ส.ค.

Figure 3 : การจ้างงานนอกภาคเกษตร (Non-farm payroll) สหรัฐ



Source: SCBS Investment Research, Bloomberg

Figure 4 : ดัชนี ISM ภาคการผลิตสหรัฐ



Source: SCBS Investment Research, Bloomberg

ยุโรป

ความเสี่ยงในยุโรปยังไม่ลดลง GDP ในยูโรโซนหดตัวลงอีกครั้งในไตรมาส 2 ปี 2555 ที่ระดับ -0.1% โดยมีเพียงเยอรมนีที่ GDP ปรับตัวเพิ่มขึ้น เนื่องจากในตอนนี้เศรษฐกิจฝรั่งเศสก็ดูมีเสถียรภาพน้อยลง วิกฤตหนี้ขยายวงกว้างในยุโรปอย่างต่อเนื่อง โดยสเปนเป็นประเทศล่าสุดที่จำเป็นต้องขอรับความช่วยเหลือทางการเงินเพื่อสนับสนุนระบบธนาคาร ในเวลาเดียวกันกรีซก็ถูกขอให้รักษาคำมั่นที่ให้ไว้กับยูโรด้วยการดำเนินการตัดลดงบประมาณจำนวนมาก นายฟรังซัวส์ ออลลองด์ ประธานาธิบดีคนใหม่ของฝรั่งเศสสนับสนุนให้มีการเจรจาใหม่เกี่ยวกับความตกลงด้านการคลัง (Fiscal Pact) โดยรวมมาตรการเรื่องการขยายตัวทางเศรษฐกิจเข้ามา นอกจากนี้กระแสการสนับสนุนนโยบายการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจก็เริ่มมีให้เห็นในเยอรมนีจากพรรคฝ่ายค้านที่อยู่ตรงข้ามกับนางแองเจล่า มาร์เคิล นายกรัฐมนตรีเยอรมนี ซึ่งอาจจะทำให้มีการเปลี่ยนแปลงเกิดขึ้นในการเลือกตั้งของเยอรมนีในปี 2556 ความต่อเนื่องของมาตรการคุมเข้มงบประมาณค่อยๆ ถูกคัดค้าน เนื่องจากมีกระแสสนับสนุนการขยายตัวทางเศรษฐกิจเพิ่มมากขึ้น การโต้เถียงกันด้วยเรื่องมาตรการรัดเข็มขัดเป็นสาเหตุที่ทำให้กรีซต้องจัดการเลือกตั้งถึง 2 ครั้งด้วยกันในรอบ 2 เดือน ช่วงครึ่งแรกของปี 2555 แสดงให้เห็นว่ามาตรการรัดเข็มขัดอาจจะเป็นยาที่ดีสำหรับผู้ป่วย แต่จะไม่เห็นผลถ้าผู้ป่วยปฏิเสธที่จะใช้ ดังนั้นในไตรมาสที่ 3 นี้ การเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจจึงมีแนวโน้มที่จะเป็นประเด็นสำคัญที่อาจจะนำมาพูดคุยกันในกลุ่มประเทศสมาชิกสหภาพยุโรป IMF และธนาคารกลางยุโรป เพื่อผ่อนปรนมาตรการคุมเข้มงบประมาณที่ใช้อยู่ในปัจจุบัน เราเชื่อว่าเหตุการณ์เช่นนี้มีแนวโน้มที่จะเกิดขึ้น เนื่องจากมาตรการรัดเข็มขัดอย่างเข้มงวดได้สร้างแรงกดดันให้กรีซเกือบจะถอนตัวออกจากกลุ่มยูโรโซน และหากไม่มีการปรับลดเป้าลง ก็จะมีแรงกดดันเพิ่มมากขึ้นให้กรีซถอนตัวออกจากกลุ่มยูโรโซนตามมาอย่างแน่นอน

ในส่วนของปัจจัยบวกนั้น ในไตรมาส 3 ปี 2555 เราจะเห็นกองทุนกลไกรักษาเสถียรภาพยุโรป (ESM) วงเงิน 500 พันล้านยูโร มีผลบังคับใช้ตั้งแต่เดือน ก.ค. กองทุน ESM เป็นกองทุนที่จัดตั้งขึ้นใหม่ เนื่องจากมีเงินกู้ที่ได้มีการอนุมัติให้กับโปรตุเกส ไอร์แลนด์ และกรีซไว้แล้วภายใต้กองทุนรักษาเสถียรภาพการเงินยุโรป (EFSF) วงเงินรวม 440 พันล้านยูโร เพื่อป้องกันไม่ให้ปัญหาลุกลาม เงินส่วนที่เหลืออยู่ 200 พันล้านยูโรจากกองทุน EFSF และเงิน 500 พันล้านยูโรจากกองทุน ESM รวมกันเป็น 700 พันล้านยูโรจะมีไว้เพื่อรองรับวิกฤตเศรษฐกิจ

เนื่องจากอัตราการขยายตัวของเศรษฐกิจยูโรโซนมีแนวโน้มที่จะหดตัวลงสู่ระดับ -0.3% ถึง -0.5% ในปี 2555 ดังนั้นวิวาทะว่าด้วยเรื่องของการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจจะกลายเป็นหัวข้อหลัก เนื่องจากฝรั่งเศส รวมถึงกรีซ และสเปน พยายามที่จะกดดันเยอรมนีให้เข้าร่วมวงหารือถึงความเป็นไปได้ในการปรับขาดดุลงบประมาณและลดเป้าลงเพื่อสนับสนุนการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ วิวาทะด้วยเรื่องการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจและการเปิดใช้กองทุน ESM น่าจะช่วยหันเหความสนใจและป้องกันไม่ให้ต้นทุนการกู้ยืมของประเทศที่มีปัญหาปรับตัวสูงขึ้น ทั้งนี้แต่ละประเทศในยูโรโซนต่างก็มีปัญหาของตนเองและก็ไม่ได้มีทางออกเดียวสำหรับทุกประเทศ

ปัญหาในสเปน

สเปนซึ่งสร้างส่วนแบ่งประมาณ 11% ของ GDP ในสหภาพยุโรป เป็นประเทศล่าสุดที่ขอรับเงินช่วยเหลือภาคธนาคาร 100 พันล้านยูโร ทำให้สเปนเป็นประเทศที่ 4 ในสหภาพยุโรป และในกลุ่ม PIGS ที่จำเป็นต้องขอเงินช่วยเหลือ ปัญหาในภาคธนาคารเป็นแค่ปัญหาส่วนหนึ่งเท่านั้น เนื่องจากปัญหาของสเปนยังมีมากกว่านั้น

การตรวจสอบเศรษฐกิจสเปนลึกลงไปกว่านั้นพบว่า อัตราการขยายตัวทางเศรษฐกิจของสเปนหดตัวลงจากระดับ 0.8% ในไตรมาส 3 ปี 2554 สู่ระดับ -0.4% ในไตรมาส 1 ปี 2555 อัตราการว่างงานของสเปนอยู่ที่ 24.4% ผลผลิตอุตสาหกรรมปรับตัวลดลง 8.2% จากปีก่อน และสเปนก็ปรับเพิ่มตัวเลขขาดดุลงบประมาณเป็น 8.5% อย่างไรก็ดี สเปนกำลังพยายามที่จะลดขาดดุลงบประมาณลงสู่ระดับ 5.3% แต่คาดว่าจะทำได้ไม่ถึงเป้าที่วางไว้ ปัญหาเศรษฐกิจของสเปนส่งผลทำให้

ผลตอบแทนพันธบัตรของสเปนปรับตัวเพิ่มขึ้นสู่ระดับสูงกว่า 7% ในเดือน มิ.ย. สูงที่สุดนับตั้งแต่จัดตั้งสหภาพยุโรปในปี 2542 และสะท้อนให้เห็นว่าอันดับความน่าเชื่อถือของสเปนถูกปรับลดลงมาอย่างมาก ทำให้สเปนจำเป็นต้องขอความช่วยเหลือทางการเงิน เงื่อนไขการขอรับเงินช่วยเหลือยังไม่ได้ถูกกำหนดโดยจะขึ้นอยู่กับผลการทำ stress test โดยคาดว่าสเปนจะได้รับความช่วยเหลือทางการเงินเพื่อกอบกู้ภาคธนาคาร แต่ยังไม่ทราบว่าจะได้เงินชวยเหลือจากกองทุน EFSF หรือกองทุน ESM

กองทุนกลไกรักษาเสถียรภาพยุโรป (ESM)

กองทุน ESM มีกำหนดเปิดใช้ในเดือน ก.ค. 2555 ด้วยวงเงิน 500 พันล้านยูโร กองทุน ESM จะได้รับประโยชน์จากการมีสถานะเป็นเจ้าหนี้บุริมสิทธิคล้ายกับ IMF ขณะที่กองทุน EFSF ถูกจัดตั้งขึ้นในฐานะบริษัทเอกชนเพื่อให้ความช่วยเหลือทางการเงินแก่ประเทศไอร์แลนด์ โปรตุเกส และกรีซ จนกว่าหนี้สินคงค้างของประเทศเหล่านี้จะถูกชำระคืนหมด กองทุน ESM อาจจะออกตราสารหนี้ที่ได้รับการจัดอันดับความน่าเชื่อถือจากสถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อชั้นนำ โดยรวมแล้วการอนุมัติเงินช่วยเหลือจากกองทุน ESM จะทำได้ง่ายกว่าเนื่องจากสามารถขอความเห็นชอบจากคณะกรรมการบริหารได้ นอกจากนี้แล้ววงเงินปล่อยกู้เดิมส่วนที่เหลือจากการเบิกจ่ายหรือยังไม่ได้นำไปใช้จะสามารถโอนให้กับกองทุน ESM ได้ด้วยซึ่งจะส่งผลทำให้กองทุน ESM มีขนาดเพิ่มขึ้นสู่จำนวนกว่า 700 พันล้านยูโร

Figure 5: เปรียบเทียบกองทุน EFSF กับกองทุน ESM

	กองทุน EFSF	กองทุน ESM
รูปแบบการก่อตั้ง	ก่อตั้งเป็นบริษัทเอกชนโดยมีประเทศในกลุ่มยูโรเป็นผู้ ถือหุ้น	องค์กรระหว่างรัฐบาล
ทุนก่อตั้ง	440 พันล้านยูโร: 17.7 พันล้านยูโร สำหรับไอร์แลนด์ (บวกกับ 4.8 พันล้านยูโรในรูปเงินกู้แบบทวิภาคี) 26 พันล้านยูโร สำหรับโปรตุเกส 192 พันล้านยูโร สำหรับกรีซ	500 พันล้านยูโร N/A N/A
เครื่องมือ	เงินกู้ และพันธบัตร	เงินกู้ และพันธบัตร
ระยะเวลา	ถึงสิ้นเดือนมิถุนายน 2555 แต่ยังคงดำเนินจนกว่าหนี้สินทั้งหมดได้ถูกชำระ	ก่อตั้งเป็นกองทุนถาวร และรับช่วงบริหาร EFSF ตั้งแต่ กรกฎาคม 2555 เป็นต้นไป
ความเกี่ยวข้องของ ECB	เกี่ยวข้องในการออกแบบและตรวจสอบโครงการ และมีฐานะเป็นตัวแทนสั่งจ่ายเงิน	เกี่ยวข้องในการออกแบบและตรวจสอบโครงการ และมีฐานะเป็นตัวแทนสั่งจ่ายเงิน
หน่วยงานหลักที่มีอำนาจตัดสินใจ	ประเทศในกลุ่มยูโรโซน / กรรมการกองทุนEFSF	ประเทศในกลุ่มยูโรโซน / คณะกรรมการบริหารกองทุน และกรรมการกองทุน ESM
ด้านกฎหมาย		
การให้ความช่วยเหลือทางการเงิน	การตัดสินใจระหว่างรัฐบาล	สนธิสัญญาระหว่างรัฐบาลตามมาตรา 136
เงื่อนไข	ข้อตกลงตามกรอบสัญญา EFSF ตาม MOU และ EU Council Decision	ยึดหลักเกณฑ์ของ EU ตามที่ระบุไว้ในมาตรา 136
วันที่มีผลบังคับใช้	มีผลบังคับใช้แล้ว	กรกฎาคม 2555

Source: European Central Bank

Figure 6: เหตุการณ์สำคัญในยุโรปในช่วงครึ่งหลังปี 2555

July	August	September	October	November	December
1/07: ESM is set to activate / CPI **5/07:** ECB Meeting (Int Rate) **12/07:** EUR 16B French Treasury Note BTAN Due **16/07:** Italy Due EUR 10.4 Bn **30/07**: Spain Government Bond Due EUR 12.8 B	**2/08:** ECB Meeting (Int Rate) **10/08:** CPI **During Month:** Greece IMF Review	**6/09:** ECB Meeting (Interest Rate) **12/09:** CPI **During month:** Portugal and Ireland IMF review	**11/10:** CPI **14/10:** ECB Meeting (Interest Rate) **12/10:** EUR 18.4 Bn German Redemption **15/10**: EUR 18.4Bn Italy bond redemption **18-19/06:** EU council summit Meeting **25/10** : France Government Bond OAT Due EUR 20B **31/10**: Spain Govt Bond Due EUR 14B	**8/11:** ECB Meeting (Interest Rate) **9/11:** CPI **During Month:** Greece IMF review	**6/12:** ECB Meeting (Interest Rate) **15/12:** EUR 18.6 Bn Italy bond redemption **During Month:** Portugal, Ireland IMF review.

Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

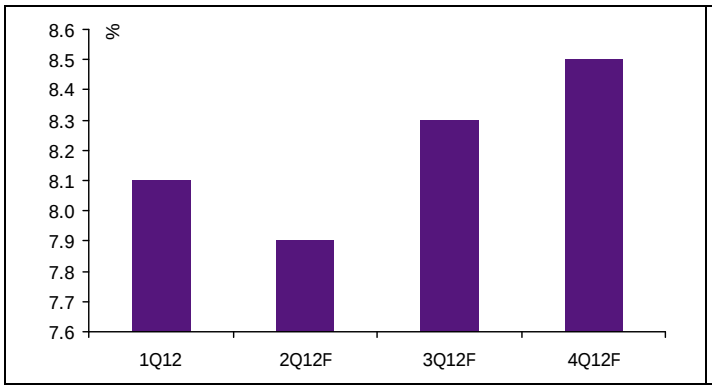
จีน

ตัวเลขเศรษฐกิจจีนในเดือน เม.ย.-พ.ค. แสดงสัญญาณการเติบโตที่ชะลอตัวลง ทำให้เกิดความกังวลว่าอัตราการขยายตัวทางเศรษฐกิจของประเทศจีนอาจจะลดลงสู่ระดับต่ำกว่า 8% ดังนั้นธนาคารกลางจีน (PBOC) จึงลดสัดส่วนการกันสำรองของสถาบันการเงินขนาดใหญ่ (RRR) ลงเป็นครั้งที่ 3 อีก 0.50% ในเดือน พ.ค. สู่ระดับ 20.0% นักเศรษฐศาสตร์ส่วนใหญ่คาดการณ์ว่าการลด RRR ลงทุกๆ 0.50% จะทำให้ธนาคารพาณิชย์จีนปล่อยกู้ในระบบการเงินได้เพิ่มขึ้น 4 แสนล้านหยวน นอกจากนี้จีนยังปรับลดอัตราดอกเบี้ยเงินกู้และอัตราดอกเบี้ยเงินฝากระยะ 1 ปีลง 0.25% ด้วย ซึ่งเป็นการปรับลงครั้งแรกนับตั้งแต่เกิดวิกฤตการเงินในปี 2551/2552

หากมองเข้าไปในองค์ประกอบทางเศรษฐกิจของประเทศจีน เราเชื่อว่าการอุปโภคบริโภคยังอยู่ในระดับทรงตัว ในขณะที่การใช้จ่ายภาครัฐและการส่งออกน่าจะปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างมากในระหว่างเดือน เม.ย.-พ.ค. ทั้งนี้มีการวิพากษ์วิจารณ์กันว่าการใช้จ่ายภาครัฐและการส่งออกที่เพิ่มขึ้นน่าจะเป็นผลมาจากความพยายามของรัฐบาลที่จะรักษาอัตราการขยายตัวทางเศรษฐกิจเอาไว้ให้อยู่ในระดับสูงกว่า 8% ซึ่งเป็นเป้าหมายที่นักเศรษฐศาสตร์ส่วนใหญ่เชื่อว่าจีนจะไม่สามารถทำได้ นับถึงปัจจุบันการพึ่งพาการลงทุนภายในประเทศเป็นปัจจัยสำคัญที่ช่วยพยุงอัตราการขยายตัวทางเศรษฐกิจเอาไว้ที่ระดับดังกล่าว แต่ตอนนี้อาจจะไม่เป็นเช่นนั้น เนื่องจากหากมองดูที่อัตราการขยายตัวของสินเชื่อธนาคารและกรอบเวลาในการประกาศลด RRR ลง ดูเหมือนว่าการปล่อยกู้ของภาคธนาคารยังอยู่ในระดับที่ค่อนข้างทรงตัวแทนที่จะขยายตัวตามนโยบายการเงินแบบผ่อนปรน

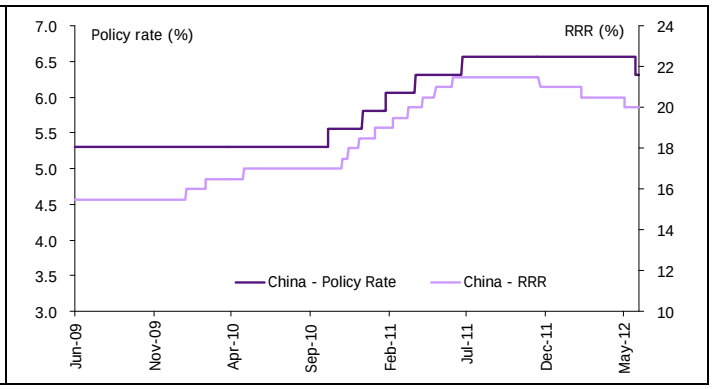
จีนระบุไว้ในรายงานการดำเนินงานว่าจีนตั้งเป้าที่จะรักษาอัตราการขยายตัวทางเศรษฐกิจในปี 2555 ไว้ที่ระดับสูงกว่า 7.5% โดยมีเครื่องมือหลัก 2 อย่างที่จีนจะนำมาใช้เพื่อให้บรรลุเป้าหมายนี้ คือ 1) ออกมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจครั้งใหญ่เหมือนในปี 2551 หรือ 2) ลด RRR ลงอย่างต่อเนื่องตลอดปี 2555 ร่วมกับการลดอัตราดอกเบี้ย เรามองกรณีแรกว่าจะทำให้มีภาระหนี้สินตามมา และความเสี่ยงเงินเฟ้อมีแนวโน้มที่จะเป็นอุปสรรคที่ขัดขวางไม่ให้จีนเลือกใช้วิธีการดังกล่าว เราเชื่อว่ากรณีหลังมีความเป็นไปได้มากที่สุดเมื่อพิจารณาจากอัตราดอกเบี้ยระดับสูงของจีน พร้อมกับโอกาสที่จะขจัดความเสี่ยงเงินเฟ้อ การลด RRR ลงทุกไตรมาสจนถึงไตรมาส 4 ปี 2554 ประกอบกับการลดอัตราดอกเบี้ยเงินกู้และเงินฝากลงเป็นเครื่องชี้ว่าจีนมีความพร้อมและเต็มใจที่จะดำเนินมาตรการเพิ่มเติมเมื่อจำเป็น ดังนั้นหากอัตราการขยายตัวทางเศรษฐกิจในไตรมาส 2 ปี 2555 ปรับตัวลดลงต่ำกว่าระดับ 8% จริงๆ เราก็น่าจะเห็นอัตราการขยายตัวทางเศรษฐกิจฟื้นตัวดีขึ้นถ้าได้รับการสนับสนุนจากนโยบายที่เหมาะสมในงวดครึ่งหลังปี 2555

Figure 7: ประมาณการ GDP จีนรายไตรมาส



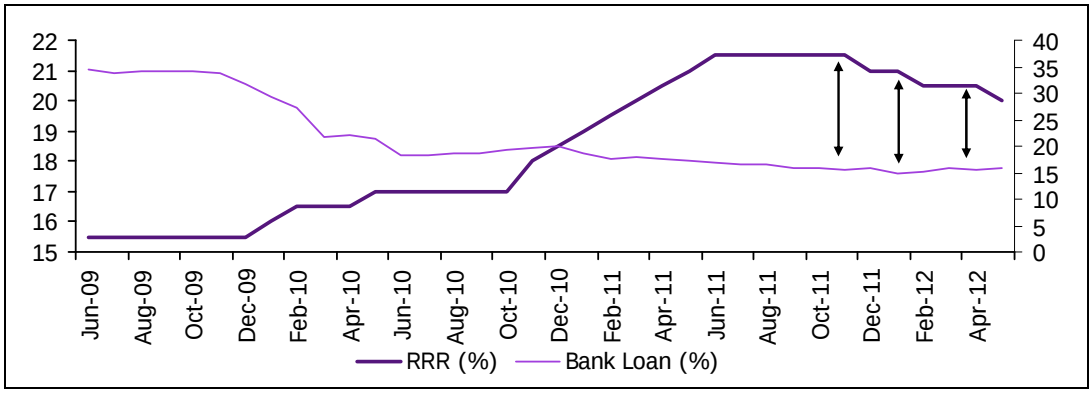
Source: SCBS Investment Research, Bloomberg

Figure 8: อัตราดอกเบี้ยนโยบาย และ RRR



Source: SCBS Investment Research, Bloomberg

Figure 9: RRR เทียบกับสินเชื่อธนาคาร



Source: SCBS Investment research

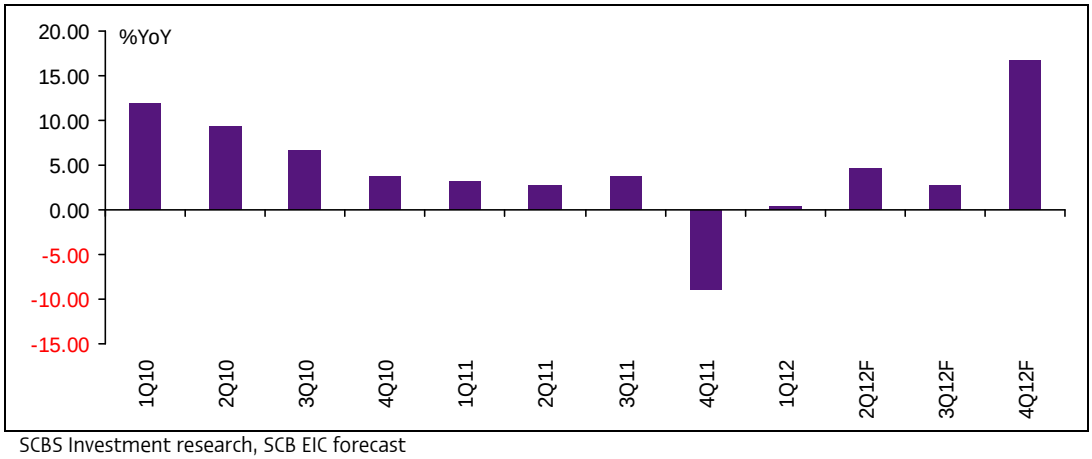
เศรษฐกิจไทย

เศรษฐกิจไทยฟื้นตัวเร็วกว่าคาดในไตรมาส 1 ปี 2555 เนื่องจากหดตัวลงเพียง 0.5% จากช่วงเดียวกันของปีก่อน โดยได้รับปัจจัยหนุนจากอุปสงค์ในประเทศที่แข็งแกร่งและการฟื้นตัวของผลผลิตภาคอุตสาหกรรมหลังจากสถานการณ์น้ำท่วมคลี่คลายลง โดยเฉพาะอย่างยิ่งในธุรกิจยานยนต์และอาหารกับเครื่องดื่ม อัตราการใช้กำลังการผลิตภาคอุตสาหกรรมฟื้นตัวกลับขึ้นมาโดยใช้เวลาเพียง 2 เดือนสู่ระดับสูงกว่า 60% ใกล้เคียงกับค่าเฉลี่ยของปีก่อน

การฟื้นตัวเร็วกว่าคาดของ GDP ไตรมาส 1 ปี 2555 สนับสนุนให้ SCB EIC ปรับเพิ่มประมาณการ GDP ปี 2555 ของประเทศไทยขึ้นสู่ระดับ 5.6-5.8% ซึ่งประกอบด้วยอัตราการขยายตัวของการใช้จ่ายอุปโภคบริโภคที่ 4.2% การลงทุนภาคเอกชนที่ 12% และการส่งออกที่ 13% อย่างไรก็ตาม เศรษฐกิจไทยอาจจะฟื้นตัวช้าลงถ้าเศรษฐกิจของประเทศยุโรปหดตัวลงมากกว่าระดับที่เราตั้งสมมติฐานไว้ที่ระดับ -0.5% เนื่องจากจะส่งผลกระทบต่ออัตราการขยายตัวของการส่งออกที่เราคาดการณ์ไว้ที่ระดับ 13% และส่งผลกระทบต่อผลผลิตภาคอุตสาหกรรมด้วย ในกรณีเลวร้าย ถ้าอัตราการขยายตัวของเศรษฐกิจยุโรปหดตัวลงจากระดับ -0.5% สู่ระดับ -2% อัตราการขยายตัวของ GDP ประเทศไทยก็จะปรับลดลงจาก 5.6-5.8% สู่ 5% ในปี 2555 อย่างไรก็ดี เศรษฐกิจจะได้รับการสนับสนุนจากการลงทุนภาครัฐที่น่าจะปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างมากในช่วงครึ่งหลังของปีนี้เมื่อมีการเบิกจ่ายเงินจากพ.ร.ก.บริหารจัดการน้ำ วงเงิน 3.5 แสนล้านบาท และเงินจากกองทุนส่งเสริมการประกันภัยพิบัติวงเงิน 5 หมื่นล้านบาท ซึ่งจะช่วยชดเชยความต้องการสินค้าส่งออกที่ปรับตัวลดลง

ในด้านของเสถียรภาพทางเศรษฐกิจนั้น อัตราเงินเฟ้อยังอยู่ในกรอบที่เราคาดการณ์ อัตราเงินเฟ้อทั่วไปตั้งแต่เดือน ม.ค. ถึงเดือน พ.ค. มีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 3.04% ใกล้เคียงกับประมาณการอัตราเงินเฟ้อของเราในปีนี้ที่ 3.5-4% และยังอยู่ในระดับต่ำเมื่อเทียบกับอัตราเงินเฟ้อปี 2554 ที่ 3.8% อย่างไรก็ตาม อัตราเงินเฟ้อพื้นฐานน่าจะเพิ่มขึ้นจากระดับ 2.4% ในปี 2554 สู่ระดับ 2.5-3.0% ในปี 2555 ดังนั้น SCB EIC จึงคาดว่า กนง.จะตรึงอัตราดอกเบี้ยนโยบายไว้ที่ระดับ 3% ตลอดทั้งปีนี้ และมีแนวโน้มที่จะขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายในไตรมาส 1 ปี 2556

Figure 10: GDP ไทยรายไตรมาส



SCBS Investment research, SCB EIC forecast

Figure 11: สรุปตัวเลขประมาณการเศรษฐกิจของ SCB EIC

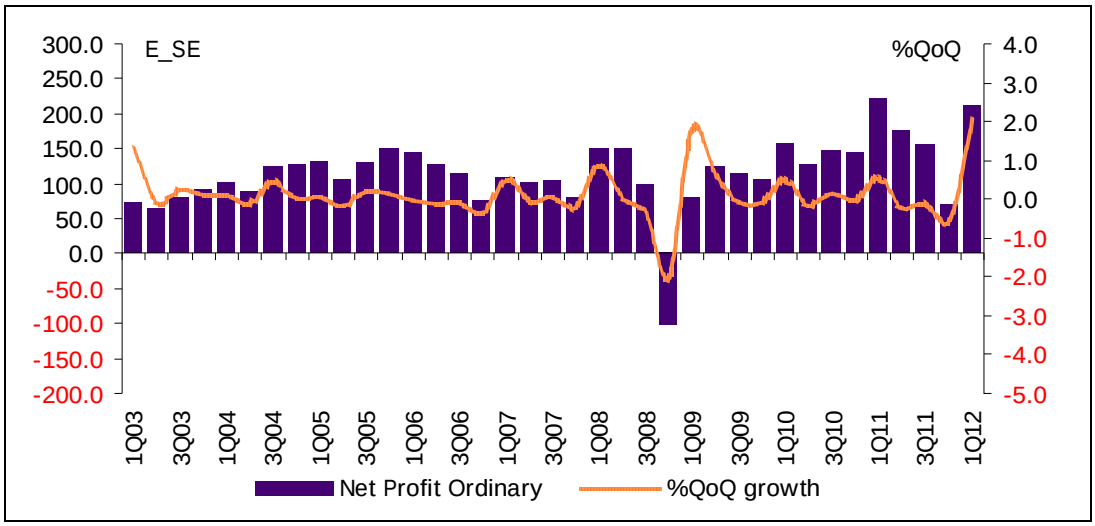
Key indicators	2011	Unit	Actual	SCB EIC forecast					Consensus	BOT
	Share (%)		2011	12Q1	12Q2	12Q3	12Q4	2012	2012	2012
Real GDP growth		% YOY	0.1%	-0.5%	4.7%	2.6%	16.8%	5.6-5.8%	5.3%	4.9%
Demand-side										
Private consumption	52.0%	% YOY	1.3%	3.2%	2.5%	3.8%	7.3%	4.2%	4.0%	4.0%
Public consumption	10.1%	% YOY	1.4%	5.0%	4.0%	3.0%	7.0%	4.4%		8.3%
Investment (GFCF)	21.5%	% YOY	3.3%	9.5%	11.6%	10.6%	16.6%	11.9%	10.5%	
Private investment	16.8%	% YOY	7.2%	10.7%	12.0%	10.8%	14.6%	12.0%		11.5%
Public investment	4.7%	% YOY	-8.7%	5.0%	10.0%	10.0%	25.0%	11.8%		20%
Supply-side										
Agriculture	8.6%	% YOY	3.8%	0.1%	0.2%	1.3%	1.2%	0.7%		
Manufacturing	39.0%	% YOY	-4.3%	-4.0%	5.0%	2.5%	37.0%	8.5%		
Services	52.4%	% YOY	2.9%	2.3%	5.2%	2.8%	7.4%	4.4%		
External sector										
Export growth excl. gold (USD)		% YOY	17%	-1%	6%	6%	43%	13%	10%	6%
Import growth excl. gold (USD)		% YOY	20%	7%	16%	18%	35%	19%	15%	11%
Current account		USD bln	11.9	2.9	-1.4	-2.1	5.5	4.9	6.1	-4.9
Key rates										
Headline inflation		% YOY	3.8%	3.4%	3.4%	3.7%	4.2%	3.5-4.0%	3.3%	3.2%
Core inflation		% YOY	2.4%	2.7%	2.5%	2.6%	2.7%	2.5-3.0%		2.2%
Policy rate (RP-1D) (end period)		% p.a.	3.25%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%		
THB/USD (period average)		THB/USD	30.5	31.0	31.0	30.5	30.0	30.6		
THB/USD (end period)		THB/USD	31.2	30.7	31.0	30.5	30.0	30.0		
THB/EUR (end period)		THB/EUR	41.0	40.0	40.1	40.1	41.7	41.7		
THB/JPY (end period)		THB/100JPY	40.2	41.3	41.2	40.7	40.6	40.6		
THB/CNY (end period)		THB/CNY	4.9	4.9	5.0	4.9	5.0	5.0		
Oil prices –Brent (period average)		USD/bbl	111.1	120	118	118	120	119		
International tourists		%YOY	14%	1.0%	0.7%	1.3%	17.3%	4.8%		

Sources: SCB EIC forecasts (25 April 2012), Asia Pacific Consensus Forecasts (April 2012), Bank of Thailand's Inflation Report (February 2012) and Foreign research houses.

ผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียน

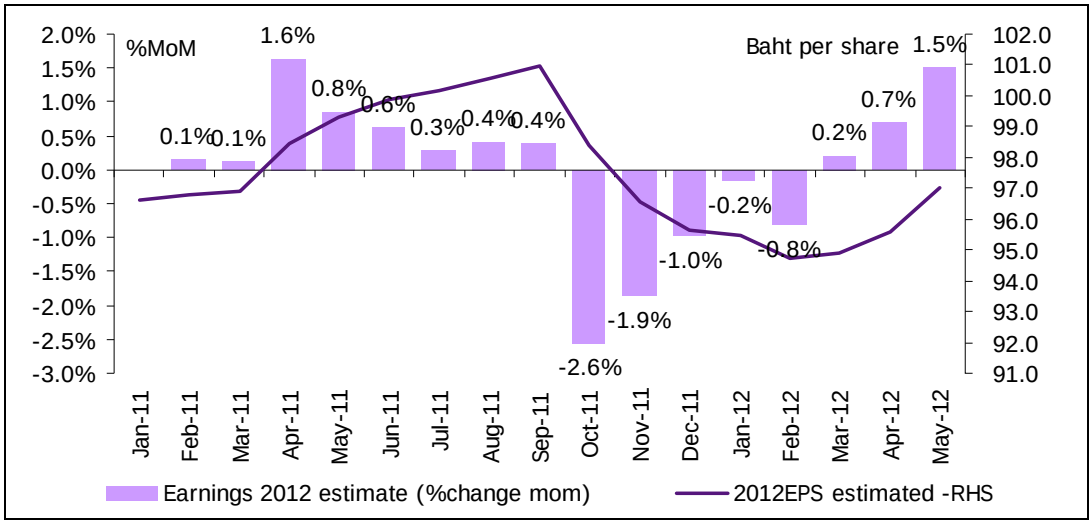
บริษัทจดทะเบียนรายงานกำไรสุทธิไตรมาส 1 ปี 2555 รวม 212.93 พันล้านบาท ลดลง 4.7% จากช่วงเดียวกันของปีก่อน แต่เพิ่มขึ้น 174% จากไตรมาสก่อนหน้า ดีกว่าที่ SCBS และตลาดคาดการณ์ไว้เล็กน้อย (Figure 12) ส่งผลทำให้ SCBS ปรับประมาณการกำไรสุทธิปี 2555 ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดฯ เพิ่มขึ้นจากประมาณการในเดือน มี.ค.อีก 2% ซึ่งสอดคล้องกับประมาณการ EPS ปี 2555 ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดฯ ที่รวบรวมได้จาก Bloomberg ที่ 97 บาท/หุ้น เพิ่มขึ้น 2.2% จากระดับ 95 บาท/หุ้นเมื่อสิ้นเดือน มี.ค. และยังช่วยยืนยันการคาดการณ์ของเราที่ว่าการปรับประมาณการกำไรปี 2555 ปรับลดลงมาถึงจุดต่ำสุดแล้วในไตรมาส 1 ปี 2555 (Figure 13) เมื่อดูเป็นรายกลุ่มธุรกิจพบว่า กลุ่มขนส่ง ไอซีที และอสังหาริมทรัพย์ เป็นกลุ่มที่ SCBS ปรับประมาณการกำไรเพิ่มขึ้นมากที่สุด 3 อันดับแรกที่ระดับ 13.6% 7.43% และ 5.94% ตามลำดับ ส่วนกลุ่มที่ถูกปรับประมาณการกำไรลดลงมากที่สุด 3 อันดับแรก คือ กลุ่มธุรกิจการเกษตร วัสดุก่อสร้าง และปิโตรเคมี

Figure 12: กำไรสุทธิรายไตรมาส (%YoY)



Source: SCBS Investment research

Figure 13: การปรับประมาณการกำไรปี 2555



Source: SCBS Investment Research, Bloomberg

สำหรับปี 2555 SCBS คาดว่ากำไรจากการดำเนินธุรกิจปกติของบริษัทจดทะเบียนจะปรับตัวเพิ่มขึ้น 24.6% จากปีก่อน โดยได้รับปัจจัยหนุนจากกลุ่มธนาคาร อสังหาริมทรัพย์ พาณิชย์ และอาหาร (ดู Figure 14) อย่างไรก็ดี กำไรของกลุ่มอสังหาริมทรัพย์อาจจะออกมาดีกว่าตลาดคาดเมื่อเทียบกับแนวโน้มที่เป็นบวกของ Presales ในช่วง 4 เดือนที่ผ่านมา

บริษัทจดทะเบียนน่าจะรายงานกำไรไตรมาส 2 ปี 2555 เพิ่มขึ้น 7% จากช่วงเดียวกันของปีก่อน แต่ลดลง 9% จากไตรมาสก่อนหน้าเมื่อเทียบกับตัวเลขคาดการณ์ของตลาดที่ได้มาจาก Bloomberg เมื่อดูเป็นรายกลุ่ม เราคาดว่าส่วนใหญ่จะรายงานกำไรเพิ่มขึ้นในไตรมาส 2 ปี 2555 โดยกลุ่มธนาคารและพาณิชย์จะมีกำไรเติบโตสูงที่สุด เนื่องจากเป็นกลุ่มที่เกี่ยวข้องกับเศรษฐกิจในประเทศ ส่วนกลุ่มพลังงานและปิโตรเคมีน่าจะรายงานกำไรลดลงเพราะได้รับผลกระทบจากขาดทุนสินค้าคงคลัง

Figure 14: Valuation และประมาณการแยกตามกลุ่มธุรกิจ

	Core PE (x)			Core Profit Growth (%)			PBV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)		
	11A	12F	13F	11A	12F	13F	11A	12F	13F	11A	12F	13F	11A	12F	13F
Agribusiness	10.05	10.79	8.09	3.4	(6.8)	33.4	2.04	1.81	1.60	21.39	17.81	21.06	3.42	4.46	5.18
Automotive	20.92	10.38	8.59	(35.6)	69.7	20.8	1.67	1.49	1.34	7.90	15.14	16.39	1.50	3.26	3.91
Banking	13.28	10.91	9.11	20.7	21.7	19.7	1.79	1.60	1.43	14.17	15.49	16.53	0.61	0.68	0.80
Commerce	36.30	26.44	21.11	32.5	37.3	25.2	10.34	8.49	7.23	30.72	35.26	36.99	1.64	2.59	3.35
Construction Materials	15.05	14.45	11.64	2.4	4.1	24.1	2.11	1.97	1.80	14.33	14.08	16.15	3.84	3.56	4.38
Electronic Components	11.63	11.26	8.25	(41.2)	8.2	30.7	1.18	1.02	0.96	9.98	9.68	11.95	4.65	5.77	6.29
Energy & Utilities	9.93	8.57	8.47	25.0	15.8	1.2	1.63	1.44	1.30	17.57	17.89	16.16	3.92	4.74	5.04
Finance & Securities	57.70	10.45	9.11	(38.8)	28.9	14.8	1.34	1.29	1.23	2.19	12.59	13.82	7.00	6.69	7.11
Food & Beverage	21.01	12.99	10.99	23.2	61.7	18.2	4.72	3.46	2.94	23.49	30.73	28.91	3.10	4.05	4.60
Health Care Services	34.14	25.41	21.71	44.9	34.3	17.0	4.75	4.22	3.82	19.26	21.39	21.79	1.40	2.26	2.15
ICT	21.32	17.85	16.98	7.4	20.7	3.2	6.08	5.64	5.72	30.21	35.63	34.65	8.96	6.08	6.28
Insurance	16.68	15.47	12.34	22.2	7.9	25.4	4.24	3.48	2.82	28.07	24.72	25.24	1.52	1.62	2.03
Media & Publishing	24.14	21.07	19.02	6.0	14.6	10.8	6.46	6.23	5.94	26.79	30.12	31.99	4.17	4.43	4.91
Petrochemicals & Chemicals	9.41	8.67	7.13	113.6	8.6	21.5	1.46	1.31	1.16	15.65	15.91	17.23	4.20	4.34	5.19
Property Development	20.71	12.14	10.24	(8.5)	35.9	18.6	2.18	1.95	1.79	10.80	16.95	18.21	3.38	4.87	5.51
Steel	n.m.	n.m.	5.58	n.m.	0.1	n.m.	0.48	0.60	0.54	(24.14)	(22.30)	10.23	-	-	4.48
Transportation & Logistics	n.m.	23.77	15.93	(17.6)	n.m.	26.7	0.94	0.90	0.88	(1.49)	3.87	5.59	2.16	3.13	2.96
SCBS Universe	**16.04**	**12.98**	**11.42**	**14.8**	**23.6**	**13.7**	**2.15**	**1.92**	**1.74**	**15.14**	**16.94**	**17.34**	**3.91**	**4.16**	**4.64**

Source: SCBS Investment Research

Figure 15: แนวโน้มผลการดำเนินงานไตรมาส 1-4 ปี 2555

	% YoY growth				% QoQ growth				
	1Q12A	2Q12F	3Q12F	4Q12F	1Q12A	2Q12F	3Q12F	4Q12F	Comment
Agribusiness									
GFPT	-106	-50	48	85	nm	nm	206	-26	ผลประกอบการสูงขึ้นจากจากไตรมาสก่อน เนื่องมาจาก 1) รายได้จากอาหารสัตว์และราคาไก่เนื้อที่สูงขึ้น 10% 2) อัตรากำไรขั้นต้นกลับมาที่ระดับ11-12% จาก 6% ใน ไตรมาส 1/55 และ 3) ขาดทุนใน GFN ลดลง
Automotive									
AH	-	+	+	nm	nm	-	+	-	ผลประกอบการลดลงจากไตรมาสก่อน จากปัจจัยทางฤดูกาลและการเพิ่มขึ้นของค่าแรงขั้นต่ำ ผลประกอบการน่าจะเติบโตจากปีก่อน เนื่องจากฐานที่ต่ำจากเหตุการณ์สึนามิที่ญี่ปุ่น
SAT	-	+	+	nm	nm	-	+	-	ผลประกอบการลดลงจากไตรมาสก่อน จากปัจจัยทางฤดูกาลและการเพิ่มขึ้นของค่าแรงขั้นต่ำ ผลประกอบการน่าจะเติบโตจากปีก่อน เนื่องจากฐานที่ต่ำจากเหตุการณ์สึนามิที่ญี่ปุ่น
STANLY	-	+	+	nm	nm	+	+	-	STANLY น่าจะมีผลประกอบการเติบโตจากไตรมาสก่อน จากการกลับมาผลิตรถยนต์อีกครั้งของฮอนด้า ซึ่งเป็นลูกค้ารายใหญ่ คิดเป็น 45% ของรายได้ทั้งหมด
Banking									
BAY	22	28	31	611	619	11	4	-14	การเติบโตของสินเชื่อส่วนใหญ่มาจากเช่าซื้อรถยนต์ การฟื้นตัวในส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยสุทธิฟื้นตัวช้าจากไตรมาสที่ผ่านมา ในช่วง2Q12F-4Q12F; กำไรจากการขาย AACP บันทึกใน 2Q12F; ค่าใช้จ่ายตามเครดิตลดลง YoYและค่าใช้จ่ายต่อรายได้เป็นปัจจัยสำคัญในการปรับปรุง ROE
BBL	25	9	11	26	37	0	4	-11	การเติบโตต่อของสินเชื่อที่ดีขึ้นเมื่อเทียบไตรมาสต่อไตรมาสตามวัฏจักรการลงทุน การฟื้นตัวในส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยสุทธิฟื้นตัวช้า; รายได้ค่าธรรมเนียมเพิ่มขึ้นระหว่างไตรมาส 2/ 55 ถึง ไตรมาส 4/ 55
KBANK	47	18	12	165	196	-4	1	-7	การเติบโตของสินเชื่อดีขึ้นเมื่อเทียบกับไตรมาสก่อน โดยมีแรงหนุนจากวัฏจักรการลงทุนและการเปลี่ยนแปลงตามฤดูกาล SME; NIM ฟื้นตัวช้า ; ค่าธรรมเนียมรายได้ที่เพิ่มขึ้น QoQ; OPEX เพิ่มขึ้นตามฤดูกาล QoQ ในไตรมาส 2/ 55 ถึง ไตรมาส 4/ 55
KK	-5	-13	-11	-8	-32	5	4	25	การเติบโตของสินเชื่อเร่งตัวจากสินเชื่อเช่าซื้อรถยนต์;ยอดขาย NPAดีขึ้น; ส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยสุทธิฟื้นตัวช้าเมื่อเทียบกับไตรมาสที่ผ่านมาสำหรับ ในช่วงไตรมาส 2/ 55 ถึง ไตรมาส 4/ 55
KTB	16	6	17	317	692	-13	16	-48	การเติบโตของสินเชื่อที่ดีโดยเฉพาะอย่างยิ่งจากภาครัฐบาล; ส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยสุทธิฟื้นตัวช้า ในไตรมาส 2/ 55 ถึง ไตรมาส 4/ 55
LHBANK	54	23	24	1	6	-2	0	-2	สินเชื่อมีการเติบโตดีขึ้นจากการเข้าไปในตลาดสินเชื่อรายใหญ่ และ SME; ส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยสุทธิฟื้นตัวช้า ในไตรมาส 2/ 55 ถึง ไตรมาส 4/ 55
SCB	-21	23	24	50	54	-3	4	-2	สินเชื่อยังคงขยายตัวดี บวกกับการเพิ่มขึ้นเล็กน้อยใน NIM จากไตรมาสที่ผ่านมา
TCAP	4	-31	-18	33	27	-9	1	13	การเติบโตของสินเชื่อ และ ส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยสุทธิเพิ่มขึ้นเล็กน้อยจากไตรมาสที่ผ่านมา การตั้งสำรองเพิ่มขึ้น ในขณะที่ opex ดีขึ้นใน ในช่วงไตรมาส 2/ 55 ถึง ไตรมาส 4/ 55
TISCO	1	-9	-11	22	24	-6	2	3	มีการเติบโตจากไตรมาสก่อน จาก สินเชื่อเช่าซื้อรถยนต์
TMB	-6	3	50	17	7	19	-8	1	การเติบโตของสินเชื่อเพิ่มขึ้นไตรมาสต่อไตรมาสโดยมีแรงหนุนจากวัฏจักรการลงทุนและการเปลี่ยนแปลงตามฤดูกาลของ SME
Commerce									
BIGC	89	36	60	-11	-27	-17	-12	68	ผลประกอบการปรับตัวเพิ่มขึ้นจากปีที่ผ่านมา และไม่มีค่าใช้จ่ายในการควบรวม
CPALL	35	27	42	101	81	-2	12	2	อัตราการขยายตัวของยอดขายสาขาเดิมปรับตัวเพิ่มขึ้นจากยอดขายเครื่องดื่ม(ทำให้อัตรากำไรขั้นต้นดีขึ้นด้วย)
HMPRO	50	18	50	48	-1	-7	33	22	ผลประกอบการปรับเพิ่มขึ้นจากปีที่ผ่านมาจาก ผลประโยชน์เครือข่ายสาขา ที่เพิ่มขึ้น และอัตรากำไรขั้นต้นที่ดีขึ้น
MAKRO	26	17	12	73	27	-22	12	57	ผลประกอบการปรับเพิ่มขึ้นจากปีที่ผ่านมาจาก ผลประโยชน์เครือข่ายสาขา ที่เพิ่มขึ้น และประสิทธิภาพที่ดีขึ้น

	% YoY growth				% QoQ growth				
	1Q12A	2Q12F	3Q12F	4Q12F	1Q12A	2Q12F	3Q12F	4Q12F	Comment
Construction Materials									
DCC	+	+	+	+	+	-	-	-	ลดลงจากไตรมาสก่อน ตามปัจจัยฤดูกาล แต่เพิ่มขึ้น YoY จากปริมาณยอดขายที่แข็งแกร่ง
DRT	+	+	+	+	+	-	-	-	ลดลงจากไตรมาสก่อน ตามปัจจัยฤดูกาล แต่เพิ่มขึ้น YoY จากปริมาณยอดขายที่แข็งแกร่ง
SCC	-	-	+	+	+	-	+	+	ลดลงจากไตรมาสก่อนและจากปีก่อน จากการขาดทุนของสินค้าคงคลังในธุรกิจปิโตรเคมี และ ผลกระทบจากการระเบิดที่ BST
SCCC	+	+	+	+	+	-	-	-	ลดลง จากไตรมาสก่อนตามปัจจัยฤดูกาล แต่เพิ่มขึ้นจากปีก่อนจากปริมาณยอดขายที่แข็งแกร่ง
TPIPL	-	-	-	+	+	-	+	+	ลดลงเนื่องมาจาก ราคาส่วนต่างปิโตรเคมีที่ลดลง (LDPE-Ethylene) และการขาดทุนของสินค้าคงคลังในธุรกิจปิโตรเคมี
Energy & Utilities									
BANPU	-	+	+	-	-	+	+	-	ปริมาณการขายสูงขึ้นและอัตรากำไรที่ดีขึ้นโดยเฉพาะในประเทศออสเตรเลียเนื่องจากค่าใช้จ่ายเพิ่มเติมในไตรมาส 1 / 55
BCP	+	-	+	+	+	-	+	+	มีการปิดโรงงาน และมีการขาดทุนสต็อก แต่คาดว่าจะได้ กำไรจากการป้องกันความเสี่ยงบางส่วน
EGCO	+	-	-	+	+	-	+	-	กำไรจากอัตราแลกเปลี่ยนลดลง ในขณะที่กำไรจากโรงไฟฟ้าที่สำคัญอยู่ในขาลง
ESSO	-	-	n.m.	n.m.	n.m.	-	+	+	ขาดทุนสต็อกจากไตรมาสที่ผ่านมา แต่ การดำเนินงานมีการพัฒนาขึ้น หลังจากทำการปรับปรุงเป็น Euro 4
GLOW	+	+	+	+	+	+	+	-	ค่า Ft ปรับเพิ่มขึ้น และ อุปสงค์ที่สูงขึ้นจากลูกค้าอุตสาหกรรม
IRPC	-	-	n.m.	n.m.	n.m.	-	+	+	มีการขาดทุนสต็อก แต่ ส่วนต่างกำไรปปรับตัวดีขึ้น
PTT	+	-	+	+	+	-	+	+	กำไรลดลงจาก บริษัทลูก และ มี การขาดทุนสต็อก
PTTEP	+	+	+	-	+	-	+	+	ราคาน้ำมันต่ำลง แต่ราคาก๊าซยังคงสูงขึ้น และปริมาณขายที่มากขึ้นจากโครงการบงกชใต้
RATCH	+	-	+	+	+	+	-	-	ลดกำไรจากอัตราแลกเปลี่ยนเมื่อเทียบกับไตรมาสก่อน แต่หักล้างด้วยรายได้ที่สูงขึ้นจากที่ AP มีการปิดใน ไตรมาส 1 / 55
TOP	-	-	+	+	+	-	+	+	ขาดทุนสต็อก และ ส่วนต่างราคาของ PX ปรับตัวลดลง
TTW	+	+	-	+	+	-	-	=	ลดลงจากไตรมาสก่อน ถ้าไม่รวม รายได้พิเศษ จากไตรมาสที่แล้ว;แต่ผลประกอบการปรับตัวเพิ่มขึ้นจากปีก่อน เนื่องจาก ปริมาณและอัตราค่าน้ำประปาที่สูงขึ้น
Electronic Components									
CCET	+	+	+	+	+	+	+	-	ฟื้นตัวจากฐานรายได้ที่ต่ำ
DELTA	+	-	+	+	+	+	+	-	ปรับตัวเพิ่มขึ้นจากปีที่ผ่านมา เนื่องจาก 1)การเติบโตของยอดขายกลุ่มผลิตภัณฑ์เพาเวอร์ซัพพลายสำหรับservers 2) บริษัทไม่ได้ตั้งค่าเผื่อการลดมูลค่าของสินค้าคงเหลือ solar inverter ในเยอรมนี
HANA	-	-	-	+	-	+	+	+	จะเสร็จสิ้นการซ่อมแซมการผลกระทบน้ำท่วมในประมาณกลางปี และลูกค้าบางส่วนยังไม่กลับมา
KCE	-	-	-	+	+	+	+	+	เสร็จสิ้นการซ่อมแซมการผลกระทบน้ำท่วมในไตรมาส 2/55
									เสร็จสิ้นการซ่อมแซมการผลกระทบน้ำท่วมในไตรมาส 4/55
SMT	-	-	-	+	-	+	+	+	เสร็จสิ้นการซ่อมแซมการผลกระทบน้ำท่วมในไตรมาส 2/55 เสียลูกค้าหนึ่งรายหลังจากน้ำท่วม แต่ได้ลูกค้าใหม่ 4 ราย
SVI	-	-	-	+	+	+	+	+	ฟื้นตัวจากฐานรายได้ที่ต่ำ
Finance & Securities									
AEONTS	-9	-14	142	14	1	6	0	6	การขยายตัวของสินเชื่อปรับตัวเพิ่มขึ้นจากไตรมาสก่อน และได้รับผลประโยชน์จากค่าแรงที่เพิ่มขึ้น
ASP	-3	-22	2	0	86	-53	22	-7	รายได้ค่านายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ปรับตัวลดลงจากปีก่อนเนื่องจากการเปิดเสรี และกำไรจากการลงทุนปรับตัวลดลงจากไตรมาสก่อน
KTC	-358	-56	143	111	91	114	347	106	กลับมาทำกำไรได้ตั้งแต่ไตรมาส 2/55 หลังจากบันทึกผลกระทบจากน้ำท่วมในไตรมาส 4/54 และ 1/55 การลดต้นทุนเป็นปัจจัยหลักสำหรับผลประกอบการไตรมาส 3/55เป็นต้นไป
MBKET	-7	-32	-6	34	68	-31	30	-11	รายได้ค่านายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ปรับตัวลดลงจากปีก่อนเนื่องจากการเปิดเสรี
PHATRA	-27	-2	-35	94	27	73	-9	-2	รายได้ค่านายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์เติบโตต่อเนื่อง ถึงแม้จะเจอปัญหาเรื่องการเปิดเสรี คาดว่าจะเติบโตจากไตรมาสที่ผ่านมากจากกำไรจากการลงทุนในไตรมาส 2Q12 การควบรวมกับ KK จะเสร็จในไตรมาส 3Q12
Food & Beverage									
CPF	-15	22	84	233	37	155	50	-36	เติบโตจากไตรมาสก่อนเนื่องจากราคาไก่เนื้อได้ปรับตัวสูงขึ้น และรายได้จาก CPP(การเติบโตเป็นไปตามคาดและได้คำนวณเต็มไตรมาส เปรียบเทียบกับไตรมาส 1/55 รายได้เข้ามา 1 เดือน)
Health Care Services									
BGH	+	+	+	+	+	-	+	-	BGH มีรายการพิเศษในไตรมาส 1/55 กำไรปกติน่าจะลดลงจากไตรมาสก่อน เนื่องจากปัจจัยทางฤดูกาล แต่จะเติบโตจากปีก่อน จากจำนวนคนไข้และรายได้ต่อหัวที่เพิ่มขึ้น ประกอบกับได้ประโยชน์จากภาษีนิติบุคคลที่ลดลง
BH	+	+	+	+	+	-	+	-	กำไรปกติน่าจะลดลงจากไตรมาสก่อน เนื่องจากปัจจัยทางฤดูกาลและเป็นช่วงซบเซาของฤดูกาลท่องเที่ยว โดยคนไข้ต่างชาติคิดเป็น 60% ของรายได้ทั้งหมด ผลประกอบการจะเติบโตจากปีก่อน จากจำนวนคนไข้และรายได้ต่อหัวที่เพิ่มขึ้น ประกอบกับได้ประโยชน์จากภาษีนิติบุคคลที่ลดลง
KH	+	+	+	+	+	-	+	-	กำไรปกติน่าจะลดลงจากไตรมาสก่อน เนื่องจากปัจจัยทางฤดูกาล โดย KH น่าจะได้รับผลบวกจากลูกค้าเงินสดที่เพิ่มขึ้น และรายได้จากระบบประกันสังคมที่เพิ่มขึ้น

	% YoY growth				% QoQ growth				Comment
	1Q12A	2Q12F	3Q12F	4Q12F	1Q12A	2Q12F	3Q12F	4Q12F	
Information & Communication Technology									
ADVANC	+	+	+	+	+	-	+	+	เติบโตอย่างรวดเร็วในรายได้ non-voice โดยทั่วไปไตรมาสที่ดีที่สุดคือไตรมาส 3 -4 ได้ภาษีที่ลดลงทำให้เติบโตเพิ่มขึ้นจากปีที่ผ่านมา
CSL	=	=	+	+	+	+	+	+	ธุรกิจสมุดหน้าเหลืองมีขาดทุนจากการดำเนินงานขาดทุนในครึ่งปีแรก ค่า USOใหม่จะทำให้ได้รับผลกระทบเชิงลบต่อรายได้ทั้งหมดในครึ่งปีหลัง แต่รายได้ธุรกิจ Content เติบโตดีมาก
DTAC	-	-	+	+	-	-	+	+	การเติบโตสูงใน non-voice แต่ Voiceปรับตัวลดลง แผนปรับลดค่าใช้จ่ายจะเห็นผลในไตรมาส 3 เป็นต้นไป
INTUCH	+	+	+	+	+	-	+	+	มีแนวโน้มเช่นเดียวกับ ADVANC เติบโตสูงใน non-voice ได้ลดภาษีทำให้การเติบโตปี 2555 น่าประทับใจ
SAMART	-	-	+	+	+	+	+	+	โครงการหลายโครงการของรัฐบาลได้เลื่อนและยกเลิก เช่น NGN, CAT's USO ธุรกิจอื่นเช่นธุรกิจควบคุมการจราจรทางอากาศในกัมพูชา และ ธุรกิจ call centerเติบโตอย่างมาก
SAMTEL	-	-	+	+	-	+	+	+	โครงการหลายโครงการของรัฐบาลได้เลื่อนและยกเลิก เช่น NGN, CAT's USO
TRUE	-	-	+	+	+	+	+	+	เติบโตอย่างรวดเร็ว (แต่ยังคงเปราะบาง) จากการเติบโตของ 3G
Insurance									
BLA	-7	-32	-12	1,218	1,123	-5	8	5	ระวังผลกระทบเชิงลบจากการลดลงของอัตราผลตอบแทนของพันธบัตรในไตรมาส 2/55 ในแง่ของอัตราผลตอบแทนการลงทุน และ เบี้ยประกันเติบโตเล็กน้อย นอกจากนี้ เงินตั้งสำรองประกันชีวิต เพิ่มขึ้นจากปีก่อนในไตรมาส 2-3 ปี 55
Media & Publishing									
BEC	+	+	+	+	+	+	-	+	เข้าสู่ช่วงที่ดีในไตรมาส 2/55 คาดผลประกอบการดีขึ้นจากปีก่อน สนับสนุนโดยรายการกีฬาเช่น ฟุตบอลยูโร 2012 และการลดอัตราภาษีนิติบุคคล
MAJOR	-	-	+	+	+	+	+	+	คาดผลประกอบการดีขึ้นจากไตรมาสก่อน แต่จะลดลงจากปีก่อน เนื่องจากค่าจ้างพนักงานและค่าเช่าเครื่องฉายแบบดิจิตอลที่เพิ่มขึ้น
MCOT	-	-	+	+	+	-	+	+	ผลประกอบการน่าจะลดลงจากปีก่อนและจากไตรมาสก่อน จากผังรายการที่อ่อนแอ และค่าใช้จ่ายที่เพิ่มขึ้นจากการผลิตรายการของตนเองมากขึ้น เราคาดหวังผลประกอบการฟื้นตัวในไตรมาส 3/55 จากผังรายการใหม่ที่ออกมาในเดือน มิ.ย.
Petrochemicals & Chemicals									
IVL	-	-	-	n.m.	n.m.	+	+	+	ได้รับผลกระทบจากการซื้อกิจการของบริษัท Old World Industries และ ส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ PTA ที่ดีขึ้น
PTTGC	-	-	+	+	+	-	+	+	ขาดทุนจากสต็อก และ ส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ปรับตัวลดลง
Property Development									
AMATA	+	+	+	+	-	+	+	+	มองหายอดการโอนเพิ่มขึ้นเมื่อเทียบจากไตรมาสก่อนและปีก่อน
AP	+	=	+	+	+	+	+	+	เติบโตจากไตรมาสก่อนเนื่องจากการโอนมากขึ้น แต่คงที่จากปีก่อนเนื่องจากไม่มีการตัดจำหน่ายค่าความนิยม
CK	+	+	+	+	+	+	+	+	เพิ่มขึ้นจากไตรมาสก่อน เนื่องจากงานในมือเพิ่มขึ้น (โครงการไซยะบุรียังคงดำเนินการอยู่)
HEMRAJ	+	+	+	+	+	-	+	+	ผลประกอบการลดลงจากสัดส่วนรายได้ที่น้อยในโครงการ Gheco - 1เนื่องจากขาดทุนอัตราแลกเปลี่ยน และ ค่าชดเชยจำนวนน้อยจากผู้รับเหมา แต่เติบโตจากปีก่อนเนื่องจากการโอนมากขึ้น
ITD	+	+	+	+	+	+	+	+	ยังคงมีการขาดทุนจากรายได้หลักและความคืบหน้าในโครงการใหม่ช้า คาดว่าจะฟื้นตัวในครึ่งปีหลัง55
LH	-	+	+	+	+	-	+	+	ผลประกอบการลดลงจากไตรมาสเนื่องจากไม่มีการขายเข้ากองทุน LHPF แต่เติบโตจากปีก่อนจากยอดโอนที่เพิ่มขึ้นและภาษีที่ลดลง
LPN	-	-	-	+	+	-	+	+	ผลประกอบการลดลงจากทั้งไตรมาสและปีก่อน เนื่องจากไม่มีโครงการเสร็จ และ ยอดโอนที่น้อย
PS	-	=	+	+	+	+	+	+	ผลประกอบการเพิ่มขึ้นในไตรมาสจากการโอนเพิ่มขึ้น แต่คงที่เมื่อเทียบกับปีก่อนเนื่องจากการโอนลดลง แต่จ่ายภาษีลดลงด้วยเช่นกัน
QH	+	+	+	+	+	+	+	-	ผลประกอบการเพิ่มขึ้นจากทั้งไตรมาสจากการโอนเพิ่มขึ้น และกำไรขั้นต้นที่ดีขึ้นและจ่ายภาษีลดลง
ROJNA	+	-	+	+	+	-	+	+	ผลประกอบการลดลงจากไตรมาสก่อนเนื่องจากไม่มีรายการพิเศษ และลดลงเมื่อเทียบกับปีก่อนจากการโอนที่ลดลง
SIRI	+	+	+	+	-	=	+	+	ผลประกอบการคงที่จากไตรมาสก่อน เนื่องจากค่าใช้จ่ายการตลาดสูงในช่วงนี้ แต่ยังคงเติบโตเมื่อเทียบกับปีก่อน เนื่องจากโอนมากขึ้นและ ภาษีลดลง
SPALI	-	-	+	+	-	=	+	+	ผลประกอบการคงที่จากไตรมาสก่อนเนื่องจากส่วนใหญ่จะเป็นการโอนบ้านแนวราบ นอกจากนี้ผลประกอบการลดลงจากปีที่ผ่านมาเนื่องจากรายได้จะอยู่ช่วงท้ายของปี
STEC	81	9	-6	-2	26	-20	8	-10	งานในมือสูงสุดเป็นประวัติการณ์สนับสนุนทั้งรายได้และการเติบโตปี 2555
TICON	+	-	-	+	+	-	=	+	ผลประกอบการลดงลงจากทั้งไตรมาสและปีก่อน เนื่องจากไม่มีการขายสินทรัพย์เข้ากองทุน
Steel									
SSI	-	-	-	+	-	+	+	+	รายได้คาดว่าจะลดลง แต่ค่าใช้จ่ายคงที่สูงขึ้นจากการเริ่มการผลิตของ SSI UK ในกลางไตรมาส 2/55

	% YoY growth				% QoQ growth				
	1Q12A	2Q12F	3Q12F	4Q12F	1Q12A	2Q12F	3Q12F	4Q12F	Comment
Transportation & Logistics									
AOT	+	+	+	+	+	-	-	+	ผลประกอบการลดลงจากไตรมาสก่อน เนื่องมาจากปัจจัยฤดูกาล และ การบันทึกค่าใช้จ่ายซ่อมแซมที่ดอนเมือง แต่ แต่เพิ่มขึ้นเมื่อเทียบจากปีก่อนเนื่องจากจำนวนผู้โดยสารที่ดีขึ้น
BECL	-	+	+	+	+	+	-	-	ผลประกอบการเติบโตจากทั้งไตรมาสและปีก่อนมาก เนื่อกจากการขายการลงทุนใน SEAN และ ผู้ใช้บริการเติบโตดี
BMCL	-	+	+	+	+	-	+	-	ลดลงจากไตรมาสก่อน เนื่องมาจากปัจจัยฤดูกาล แต่เพิ่มขึ้นเมื่อเทียบจากปีก่อนเนื่องจากจำนวนผู้โดยสารที่ดีขึ้น
BTS	+	+	-	+	+	+	+	+	ผลประกอบการเพิ่มขึ้นจากทั้งไตรมาสและปีก่อน เนื่องมาจากจำนวนผู้โดยสารที่ดีขึ้น และ สัญญาโฆษณาฉบับใหม่
PSL	-	-	+	+	-	+	+	+	ผลประกอบการเพิ่มขึ้นจากไตรมาสก่อน เนื่องมาจากปัจจัยฤดูกาลแต่ ลดลงจากปีก่อนเนื่องมาจากค่าระวางเรือที่ลดลง
RCL	+	+	+	+	-	+	+	-	ผลประกอบการเพิ่มขึ้นจากไตรมาสก่อน เนื่องมาจากค่าระวางเรือที่ดีขึ้น และ ค่าต้นทุนค่าน้ำมันที่ลดลง
THAI	+	+	-	+	+	-	+	+	ผลประกอบการลดลงจากไตรมาสก่อน เนื่องมาจากปัจจัยฤดูกาล แต่เพิ่มขึ้นเมื่อเทียบจากปีก่อนเนื่องจากฐานรายได้ที่ต่ำในช่วงซึนามิที่ญี่ปุ่น
TTA	-	-	+	+	+	+	+	-	ผลประกอบการเพิ่มขึ้นจากไตรมาสก่อน เนื่องมาจากปัจจัยฤดูกาล แต่ ลดลงจากปีก่อนเนื่องมาจากค่าระวางเรือที่ลดลง และไม่มีรายการพิเศษ

Source: SCBS Investment Research

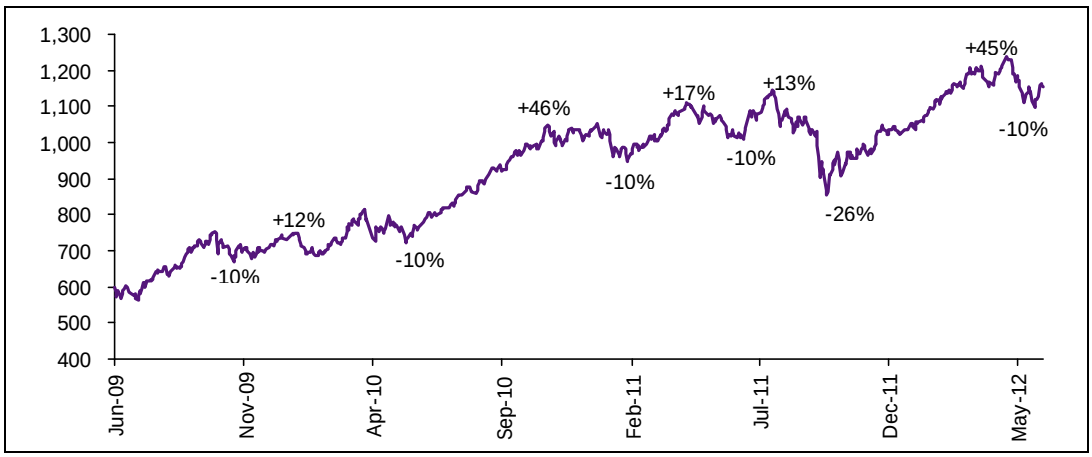
แนวโน้มตลาดหุ้น

สรุปภาวะตลาดไตรมาส 2 ปี 2555

SET index เริ่มปรับตัวขึ้นแรงในเดือน ต.ค. 2554 แล้วจบลงในเดือน เม.ย. 2555 ที่ระดับ 1,247 จุด โดยปรับตัวเพิ่มขึ้นรวม +48% ต่อจากนั้น SET index ก็เริ่มปรับตัวลดลงในเดือน พ.ค.เมื่อนักลงทุนขายทำกำไรหลังการประกาศผลประกอบการไตรมาส 1 ปี 2555 และยังถูกเสริมด้วยความล้มเหลวของกรีซในการจัดตั้งรัฐบาลภายหลังการเลือกตั้งเมื่อวันที่ 6 พ.ค. จนส่งผลทำให้กรีซต้องจัดเลือกตั้งขึ้นใหม่อีกครั้งในเดือน มิ.ย. อย่างไรก็ตาม SET index ปรับตัวลดลงมาเพียง 10% จากจุดสูงสูดมายังจุดต่ำสุด ดีกว่าไตรมาส 4 ปี 2554 ซึ่งเป็นช่วงที่ตลาดปรับตัวลดลง 26% จากจุดสูงสุดมายังจุดต่ำสุด (Figure 16) นอกจากนี้ SET ยังสามารถปรับตัว outperform ตลาด Asia ex-Japan ด้วย โดยปรับตัวเพิ่มขึ้น 14.4% มาตั้งแต่ต้นปี 2555 เทียบกับตลาด Asia ex-Japan ที่ปรับตัวเพิ่มขึ้น 5.4% มาตั้งแต่ต้นปี 2555 นักลงทุนต่างชาติขายสุทธิในตลาดหุ้นไทยจำนวน 1.4 หมื่นล้านบาทในเดือน พ.ค. ส่งผลทำให้ตั้งแต่ต้นปี 2555 นักลงทุนต่างชาติมียอดซื้อสุทธิรวม 5.9 หมื่นล้านบาท เราพบว่าเม็ดเงินต่างชาติไหลออกในไตรมาส 2 ปี 2555 มีจำนวนน้อยกว่าในไตรมาส 4 ปี 2554 อย่างมาก (Figure 17)

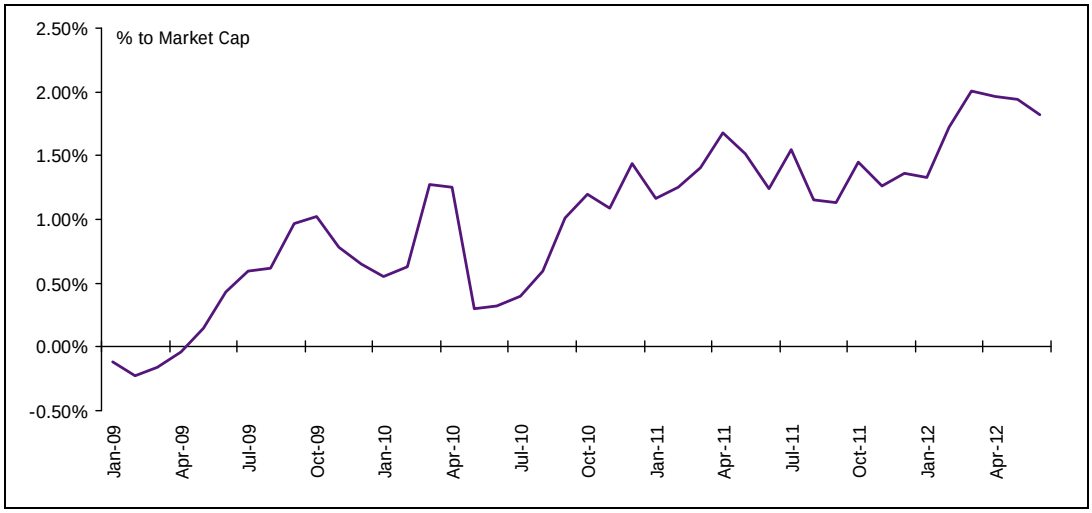
ในไตรมาส 2 ปี 2555 เราพบว่านักลงทุนดูเหมือนจะเสพติดกับมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจ เช่น QE หรือ LTRO และอ่อนไหวกับกระแสข่าวมากเกินไป แทนที่จะดูที่ปัจจัยพื้นฐานที่แท้จริง หรือนโยบายระยะกลาง เช่น มาตรการรัดเข็มขัด พฤติกรรมเหล่านี้เป็นสาเหตุทำให้ตลาดผันผวนและแกว่งตัวแบบไม่มีเหตุผล

Figure 16: SET index performance



Source: SCBS Investment Research, Bloomberg

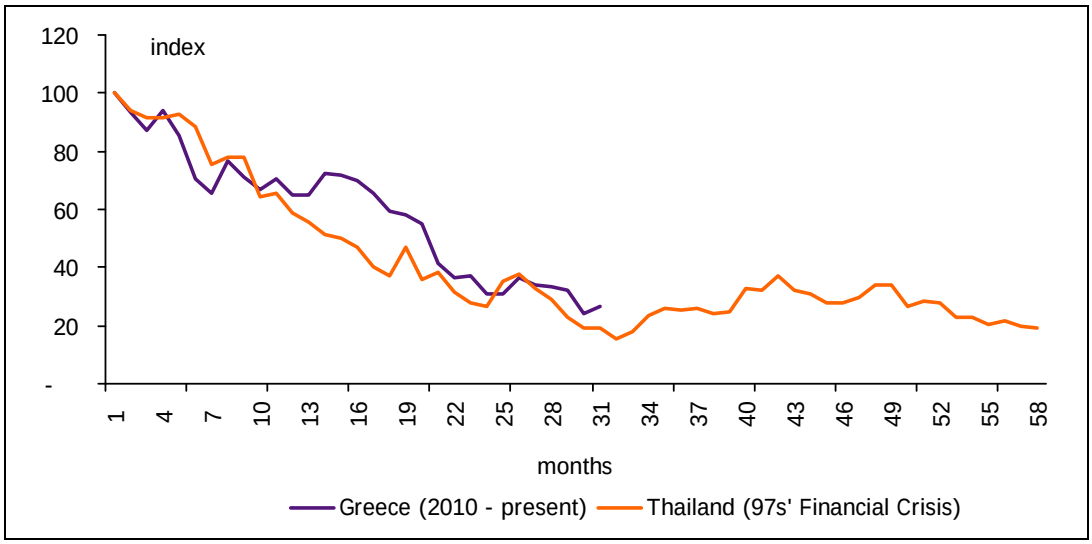
Figure 17: ยอดซื้อ/ขายสุทธิสะสมของนักลงทุนต่างชาติคิดเป็น % ของ market cap.



Source: SCBS Investment Research, Bloomberg

ตลาดหุ้นกรีซสะท้อนวิกฤตหนี้ไปแล้วหรือยัง? การศึกษาของเราพบว่าในช่วงที่เกิดวิกฤตการเงินและวิกฤตค่าเงินครั้งที่ผ่านๆ มา ตลาดหุ้นต่างๆ ปรับตัวลดลงเฉลี่ย 60-90% (ในสกุลดอลลาร์สหรัฐ) ในระยะเวลา 12 เดือน สิ่งที่เราศึกษาได้แก่ วิกฤตในเม็กซิโก (ปี 1994) อาร์เจนตินา (1999-2002) ไทย (1997-98) และรัสเซีย/LTCM (1998) Figure 18 แสดงให้เห็นว่าวิกฤตหนี้ของกรีซสะท้อนในตลาดหุ้นกรีซมาเป็นเวลา 31 เดือนแล้ว และตลาดหุ้นกรีซก็ปรับตัวลดลงมากถึง 74% จากจุดสูงสุดมายังจุดต่ำสุด ใกล้เคียงกับ SET index ที่ปรับตัวลดลง 85% ในช่วงที่เกิดวิกฤตการเงินในประเทศไทยในปี 1997-98 โดยปรับตัวลดลงจากจุดสูงสุดมายังจุดต่ำสุดในระยะเวลา 32 เดือนก่อนที่จะเริ่มฟื้นตัว ในตอนนั้นประเทศไทยประสบกับวิกฤตค่าเงินและการเงินซึ่งขยายวงกว้างจนกลายเป็นวิกฤตเศรษฐกิจและสุดท้ายก็ส่งผลกระทบทำให้ประเทศไทยต้องขอความช่วยเหลือทางการเงินจาก IMF ถ้าเราใช้วิกฤตการเงินของประเทศไทยเป็นตัวอ้างอิง ตลาดหุ้นกรีซอาจจะปรับตัวลดลงอีก 15% ในเดือนหน้า

Figure 18: เปรียบเทียบวิกฤตการเงินไทยกับวิกฤตหนี้กรีซ



Source: SCBS Investment Research, Bloomberg

แนวโน้มไตรมาส 3 ปี 2555

แนวโน้มการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจทั่วโลกในไตรมาส 3 ปี 2555 ที่ขาดทิศทางที่ชัดเจนและรอมาตรการกระตุ้นใหม่ๆ วิกฤตหนี้ในยุโรปที่ยังเกิดต่อเนื่อง และอุณหภูมิการเมืองที่ร้อนแรงมากขึ้นในประเทศไทย ทำให้เรามองตลาดหุ้นในด้านที่เป็นกลางในไตรมาส 3 ปี 2555 โดยคาดว่า SET จะแกว่งตัวอยู่ในกรอบ 1,100-1,250 จุด ในเวลาเดียวกัน เราก็ยังคงเป้าหมาย SET index ปลายปี 2555 ของเราไว้ที่ 1,300 จุด จากการคาดการณ์ว่าความไม่แน่นอนทั้งหมดจะมีความชัดเจนในไตรมาส 4 ปี 2555

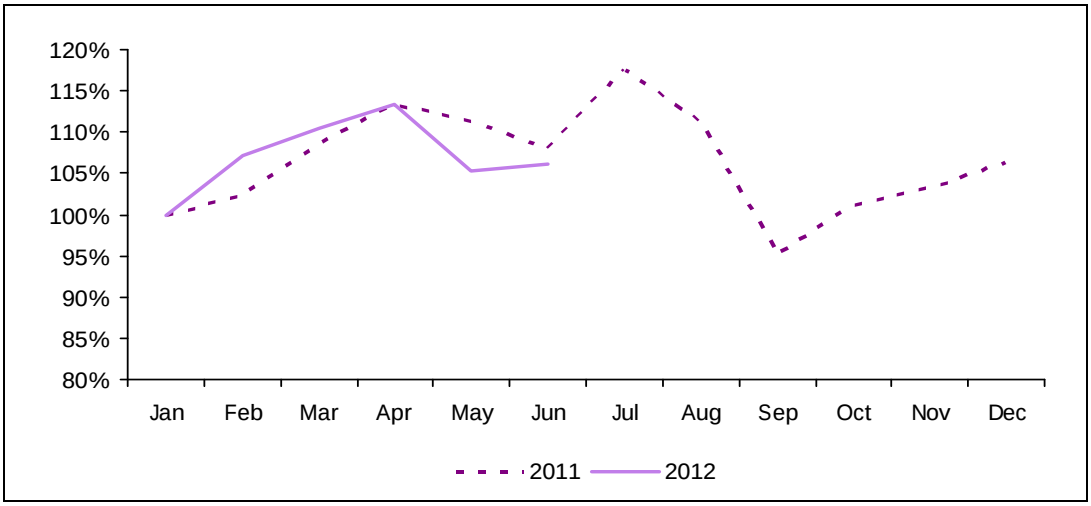
เราคาดว่า SET จะรีบาวด์ในเดือน ก.ค. ซึ่งเป็นแนวโน้มที่เกิดขึ้นเป็นปกติหลังจากปรับตัวลดลง (Figure 19) ดังนั้น SET index อาจจะปรับตัวเพิ่มขึ้นสู่ระดับ 1,250 จุดเมื่ออิงกับระดับการรีบาวด์เฉลี่ย 14% จากจุดต่ำสุดเมื่อครั้งที่ตลาดปรับตัวลดลงในอดีตที่ผ่านมา ประมาณการของเราจะได้รับการยืนยันถ้ากองทุนกลไกรักษาเสถียรภาพยุโรป (ESM) สามารถ

จัดตั้งและเริ่มดำเนินงานได้ตอนต้นเดือน ก.ค. ซึ่งจะเป็นปัจจัยบวกอย่างมากต่อตลาด เนื่องจากจะช่วยสร้างความมั่นใจให้กับนักลงทุนว่าสเปนและอิตาลีจะมีสภาพคล่องมากพอถ้ามีความจำเป็นต้องใช้ เมื่ออิงกับปัจจัยดังกล่าวทำให้เราคาดว่าตลาดหุ้นทั่วโลกและราคาสินค้า commodity จะปรับตัวเพิ่มขึ้น และดอลลาร์สหรัฐจะอ่อนค่าลง

กรีซจะยังคงมีปัญหาต่อไป และยังอาจจะเลือกถอนตัวออกจากประเทศกลุ่มยูโรโซน จีนมีกำหนดประกาศตัวเลข GDP ไตรมาส 2 ปี 2555 ในวันศุกร์ที่ 13 ก.ค. และถ้า GDP ออกมาต่ำกว่าเป้าที่รัฐบาลวางไว้ที่ 7.5% (ตลาดคาดการณ์ที่ 7.9%) ก็จะมีกระแสตอบรับด้านลบอย่างรุนแรงเกิดขึ้นกับตลาดหุ้นและราคาสินค้า commodity ในระยะสั้น อย่างไรก็ดี การดำเนินมาตรการเชิงรุกและรวดเร็วโดยรัฐบาลจีนจะช่วยจำกัดความเสี่ยง downside สำหรับปัจจัยภายในประเทศ อุณหภูมิทางการเมืองอาจจะร้อนแรงมากขึ้นในเดือน ส.ค. ถึง พ.ย. เมื่อเริ่มเปิดประชุมสภาฯ อีกครั้ง และไม่ต้องสงสัยเลยว่าประเด็นปรองดองจะถูกนำมาพูดถึงและเป็นสาเหตุทำให้เกิดความขัดแย้งทางการเมืองเพิ่มมากขึ้น

โดยสรุปแล้ว เรามีความมั่นใจค่อนข้าสูงในสิ่งที่เราคาดการณ์ว่าเดือน ก.ค.น่าจะเป็นเดือนที่ดีที่สุดสำหรับตลาดหุ้นในไตรมาส 3 ปี 2555 แต่แนวโน้มหลังจากนั้นจะขึ้นอยู่กับการเปลี่ยนแปลงของสถานการณ์ในยุโรป ทั้งนี้หากมองย้อนกลับไปในไตรมาส 3 ปี 2554 พบว่า SET index ปรับตัวเพิ่มขึ้นในเดือน ก.ค. และหลังจากนั้นก็ปรับตัวลดลงในเดือน ส.ค. และ ก.ย. (Figure 19) ก่อนที่จะฟื้นตัวในเดือน ต.ค.-ธ.ค.

Figure 19 : SET index ปี 2554 เทียบกับปี 2555



Source: SCBS Investment Research, Bloomberg

ปัจจัยสำคัญที่จะช่วยกระตุ้นตลาดให้ปรับตัวเพิ่มขึ้นในไตรมาส 3 ปี 2555

- **การจัดตั้งกองทุน ESM** – ถ้ากองทุน ESM จัดตั้งได้ตามกำหนด ตลาดก็จะมีความมั่นใจมากขึ้นว่าสเปนกับอิตาลีจะได้รับความช่วยเหลือทางการเงินถ้ามีความจำเป็น ดังนั้นตลาดจะมองเรื่องนี้เป็นบวก ซึ่งจะส่งผลทำให้มีการคาดการณ์ว่าความเสี่ยงเกี่ยวกับการขาดสภาพคล่องจะลดน้อยลง และจะช่วยให้ผลตอบแทนพันธบัตรของสเปนและอิตาลีปรับลดลง
- **การปรับแก้มาตรการรัดเข็มขัด** - เรามองว่าผลการเลือกตั้งในฝรั่งเศสและกรีซเมื่อไม่นานนี้เป็นการตอกย้ำว่าประชาชนส่วนใหญ่ในยุโรปไม่พอใจมาตรการรัดเข็มขัด ซึ่งเป็นสิ่งที่ผู้นำประเทศยุโรปต้องยอมรับด้วยเช่นกัน เพื่อนำมาปรับใช้เตรียมความพร้อมสำหรับการเลือกตั้งที่กำลังจะเกิดขึ้น เช่น เยอรมนี ที่จะจัดเลือกตั้งในปี 2556 เราเห็นด้วยกับนโยบายของนายฟรังซัวส์ ออลลองด์ ที่มุ่งเน้นไปที่การขยายตัวทางเศรษฐกิจ เพราะเชื่อว่าการใช้มาตรการรัดเข็มขัดอย่างเข้มงวดเป็นสาเหตุหลักอย่างหนึ่งที่ทำให้เศรษฐกิจยูโรโซนเข้าสู่ภาวะถดถอย เราคาดว่าในที่สุดแล้ว นางแองเจล่า มาร์เคิล นายกรัฐมนตรีเยอรมนี จะเห็นด้วยกับนโยบายของนายฟรังซัวส์ ออลลองด์ โดยปรับนโยบายจากเดิมที่สนับสนุนมาตรการรัดเข็มขัดมาเน้นการขยายตัวทางเศรษฐกิจ ซึ่งจะช่วยหนุนให้แนวโน้มเศรษฐกิจของประเทศในยูโรโซนสดใสขึ้น โดยเฉพาะสเปนซึ่งเป็นประเทศที่มีขาดดุลงบประมาณสูงสุดที่ 8% ของ GDP ในปี 2554
- **มาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจกลายเป็นปัจจัยสนับสนุนไม่ใช่ปัจจัยกระตุ้น** เรามองว่าหลังจากเกิดวิกฤตการเงินในสหรัฐฯ ในปี 2550-51 นักลงทุนก็เริ่มเสพติดกับมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจที่เริ่มต้นจากเฟดออกมาตรการ QE และต่อมาธนาคารกลางยุโรปก็ออกมาตรการ LTRO เรารู้สึกว่าธนาคารกลางทั้งสองแห่งนี้เริ่มที่จะใช้ความระมัดระวังมากขึ้นในการออกมาตรการกระตุ้นรอบใหม่และต้องมั่นใจว่าเป็นช่วงเวลาที่เหมาะสม ดังนั้นเราจึงปรับเปลี่ยนมุมมองที่เรามีต่อมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจว่าจะเป็นปัจจัยสนับสนุนไม่ใช่ปัจจัยกระตุ้นอย่างแต่ก่อน โดยมองว่าภาวะเศรษฐกิจโลกและตลาดการเงินปรับตัวดีขึ้นในช่วง 2 ปีที่ผ่านมา แม้ความเสี่ยงขาลงยังคงมีอยู่ มาตรการกระตุ้นที่เรารู้สึกว่ามีความจำเป็นจะมาจากจีน ซึ่งต้องดำเนินทั้งมาตรการการเงินและการคลังในไตรมาส 3 ปี 2555 เพื่อลดความเสี่ยงที่เศรษฐกิจจะปรับตัวลงแรง หรือ GDP ขยายตัวต่ำกว่า 7.5%

กลยุทธ์การลงทุนไตรมาส 3 ปี 2555

เนื่องจากเรามองตลาดหุ้นในด้านที่เป็นกลางในไตรมาส 3 ปี 2555 ดังนั้นเราจึงแนะนำนักลงทุนให้ซื้อเก็งกำไร หรือ ซื้อเมื่ออ่อนตัว เมื่อ SET index อยู่ที่ระดับ 1,100-1,250 จุด กลุ่มธุรกิจที่เราแนะนำ คือ ธนาคาร อสังหาริมทรัพย์ และขนส่ง เนื่องจากผลการดำเนินงานของกลุ่มเหล่านี้มีแนวโน้มแข็งแกร่งกว่ากลุ่มอื่น ๆ Valuation ถูก และยังมีปัจจัยบวกสนับสนุนในระยะสั้นด้วย

ประเด็นสำหรับการลงทุนในไตรมาส 3 ปี 2555 ไม่ใช่ทั้งหุ้น domestic play และหุ้น cyclical play เพราะประเด็นหุ้น domestic play ถูกพูดถึงมาตั้งแต่ปีที่แล้ว และเรารู้สึกว่า Valuation ค่อนข้างแพงแล้วโดยเฉพาะหุ้นกลุ่มค้าปลีก สำหรับหุ้น cyclical play นั้น แม้หุ้นส่วนใหญ่ในกลุ่มนี้ยังเทรดที่ Valuation ต่ำมาก แต่จะไม่มีปัจจัยกระตุ้นระยะสั้นจนกว่าจีนจะสามารถพิสูจน์ได้ว่าเศรษฐกิจกำลังมุ่งสู่ภาวะชะลอตัวอย่างค่อยเป็นค่อยไป (soft-landing) ดังนั้นหุ้นที่เราแนะนำในไตรมาส 3 ปี 2555 จึงเป็นหุ้นที่มีแนวโน้มถูกปรับประมาณการกำไรกับ Valuation เพิ่มขึ้น และราคาหุ้นมีแนวโน้มปรับตัว Outperform ตลาดในไตรมาส 3 ปี 2555 **หุ้น top picks ของเราคือ AOT BECL QH INTUCH และ KBANK**

Figure 20: น้ำหนักการลงทุนในแต่ละกลุ่มธุรกิจในไตรมาส 3 ปี 2555

กลุ่ม	น้ำหนัก	ปัจจัยบวก	ปัจจัยเสี่ยง	Stock pick
ธนาคาร	Overweight	การขยายสินเชื่อดีต่อเนื่อง	ความต้องการสินเชื่อลดลงเพราะเศรษฐกิจโลกชะลอตัวลง	KBANK
พัฒนาโครงการที่อยู่อาศัย	Overweight	ความต้องการซื้อฟื้นตัวเร็วกว่าคาด	ต้นทุนค่าแรงและค่าก่อสร้างสูงขึ้น	QH, SPALI
นิคมอุตสาหกรรม	Overweight	คาดยอดขายที่ดินสูงสุดเป็นประวัติการณ์ในปีนี้	สถานการณ์การเมืองไม่แน่นอน	HEMRAJ, AMATA
ขนส่ง (ทางอากาศ+ทางบก)	Overweight	ปริมาณการจราจรจะเพิ่มขึ้นจากปีก่อนและไตรมาสก่อนหน้า และราคาน้ำมันลดลง	GDP ทั่วโลกลดลง	AOT, BECL
อาหารและธุรกิจการเกษตร	Overweight	ราคาเนื้อสัตว์จะยืนอยู่ในระดับสูง	ราคาวัตถุดิบสูงขึ้น	CPF, GFPT
ไอซีที	Overweight	เข้าใกล้การประมูลใบอนุญาต 3G ในเดือน ต.ค.	การออกใบอนุญาต 3G-2.1Ghz ล่าช้า	INTUCH, DTAC
ยานยนต์	Overweight	ตลาดรถยนต์ในประเทศแข็งแกร่ง	การส่งออกรถยนต์ต่ำกว่าคาด	SAT
วัสดุก่อสร้าง	Overweight	ความต้องการฟื้นฟูซ่อมแซม	การควบคุมราคา	SCCC, SCC
พลังงาน	Market weight	ราคาน้ำมันมีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้นในงวดครึ่งหลังปี 55	ราคาน้ำมันดิบที่ปรับตัวลดลงแรงน่าจะเป็นสาเหตุทำให้มีขาดทุนจากสินค้าคงเหลือจำนวนมาก	PTT, TOP, BANPU
ปิโตรเคมี	Market weight	ความต้องการผลิตภัณฑ์ปิโตรเคมีเพื่อใช้ผลิตผลิตภัณฑ์สำเร็จรูปปรับตัวเพิ่มขึ้นตามฤดูกาลก่อนเข้าสู่เทศกาลวันหยุดในไตรมาส 4/55	อุปสงค์จากจีนต่ำกว่าคาด	PTTGC
ค้าปลีก	Market weight	ยอดขายสาขาเดิมเติบโตในอัตราเร่งโดยได้รับปัจจัยหนุนจากราคาอาหารที่สูงขึ้น	การขึ้นค่าจ้างขั้นต่ำทำให้มีต้นทุนสูงกว่าคาด	CPALL
สื่อ	Market weight	การใช้จ่ายอุปโภคบริโภคในประเทศ	ความเสี่ยงด้านหลักเกณฑ์ การชะลอตัวของเศรษฐกิจโลก	MAJOR
การแพทย์	Market weight	ผลการดำเนินงานแข็งแกร่ง	ขาดบุคลากร	BGH, KH
ชิ้นส่วนอิเลคทรอนิกส์	Underweight	High season ในไตรมาส 3/55	วิกฤตหนี้ยุโรป	SVI, DELTA
รับเหมาก่อสร้าง	Underweight	การสรุปสัญญาที่ 1 ของรถไฟฟ้าสายสีแดง	การขึ้นค่าจ้างขั้นต่ำ	STEC
ขนส่ง (เดินเรือ)	Underweight	อัตราค่าระวางเรือคอนเทนเนอร์น่าจะปรับตัวเพิ่มขึ้นเพราะเป็นช่วง high season ของธุรกิจ	อัตราค่าระวางเรือเทกองน่าจะปรับตัวลดลงเพราะเป็นช่วง low season ของธุรกิจ	-

Source: SCBS Investment Research

ปัจจัยเสี่ยงในไตรมาส 3 ปี 2555

- **ถ้า GDP ของจีนขยายตัวต่ำกว่า 7.5% ในไตรมาส 2 ปี 2555** เราจัดให้ตัวเลขเศรษฐกิจจีนเป็นปัจจัยเสี่ยงที่มีความสำคัญมากที่สุดในไตรมาส 3 ปี 2555 โดยเฉพาะ GDP ไตรมาส 2 ปี 2555 ที่จะประกาศในวันศุกร์ที่ 13 ก.ค. ถ้า GDP ออกมาต่ำกว่าระดับที่ตลาดคาดการณ์ไว้ที่ 7.9% หรือ ต่ำกว่า 7.5% ก็จะสร้าง sentiment ด้านลบต่อตลาดโดยเฉพาะอย่างยิ่งหุ้น commodity
- **ความเสี่ยงทางการเมือง** เหตุการณ์ความไม่สงบทางการเมืองเป็นปัจจัยเสี่ยงภายในประเทศที่สำคัญในงวดครึ่งหลังปี 2555 และเราคิดว่าความเสี่ยงทางการเมืองจะมีมากขึ้นเมื่อเปิดประชุมสภาฯ ในเดือน ส.ค. ถึง พ.ย.
- **ความเสี่ยงน้ำท่วม** ความเสี่ยงที่จะเกิดเหตุการณ์น้ำท่วมในปี 2555 ยังคงเป็นเรื่องที่น่าเป็นห่วง แต่ไม่มากนัก ทั้งนี้หลังจากเกิดเหตุอุทกภัยครั้งใหญ่ในปีที่ผ่านมา ครม.ก็ได้ริเริ่มโครงการมากกว่า 2,220 โครงการเพื่อป้องกันไม่ให้เกิดเหตุการณ์น้ำท่วมรุนแรงซ้ำในปีนี้ รัฐบาลกำลังดำเนินการสร้างคันกั้นน้ำและพนังกั้นน้ำระดับสูงล้อมรอบนิคมอุตสาหกรรม 6 แห่งที่ถูกน้ำท่วมในปีก่อน โดยคาดว่าจะก่อสร้างเสร็จภายในเดือน ส.ค. 2555 กระทรวงเกษตรและสหกรณ์ เปิดเผยว่า โครงการมากกว่า 3 ใน 4 ของโครงการทั้งหมดที่ออกแบบเพื่อป้องกันน้ำท่วมดำเนินการเสร็จแล้ว นอกจากนี้แล้วรัฐบาลก็วางแผนที่จะลดระดับน้ำในเขื่อนหลักๆ เช่น เขื่อนภูมิพล และเขื่อนสิริกิติ์ ลงต่ำกว่าระดับในปีที่แล้วเพื่อเตรียมพร้อมรับฤดูฝนที่กำลังจะมาถึง สำนักบริหารจัดการน้ำและอุทกวิทยาเปิดเผยว่า เขื่อนหลักทั้ง 2 เขื่อนนี้มีความสามารถในการรับน้ำได้อีก 1.2 หมื่นล้านลูกบาศก์เมตร จากการลดระดับน้ำลงสู่ระดับต่ำกว่าครึ่งหนึ่งของความสามารถในการกักเก็บน้ำของเขื่อน สำหรับแผนป้องกันระยะยาว ครม.ได้อนุมัติร่าง TOR การบริหารจัดการน้ำทั้งระบบไปแล้วเมื่อวันที่ 12 มิ.ย. 2555 โดยรัฐบาลจะว่าจ้างที่ปรึกษาด้านป้องกันน้ำท่วมในประเทศและต่างประเทศมาออกแบบแผนบริหารจัดการน้ำในระยะยาว โดยวางแผนเริ่มต้นการก่อสร้างตอนต้นปีหน้า
- **การปรับประมาณการกำไรลดลง** กำไรไตรมาส 2 ปี 2555 ของบริษัทจดทะเบียนน่าจะปรับตัวเพิ่มขึ้น 7% จากช่วงเดียวกันของปีก่อน แต่ลดลง 9% จากไตรมาสก่อนหน้า เมื่ออิงกับตัวเลขคาดการณ์ของตลาดที่ได้มาจาก Bloomberg ขณะที่หากดูเป็นรายกลุ่ม เราคาดว่าส่วนใหญ่จะรายงานกำไรเพิ่มขึ้นในไตรมาส 2 ปี 2555 โดยกลุ่มธนาคารและพาณิชย์จะมีกำไรเติบโตสูงที่สุด เนื่องจากเป็นกลุ่มที่เกี่ยวข้องกับเศรษฐกิจในประเทศ ส่วนกลุ่มพลังงานและปิโตรเคมีน่าจะรายงานกำไรลดลงเพราะได้รับผลกระทบจากขาดทุนสินค้าคงคลัง

Top Picks

This page is left blank intentionally

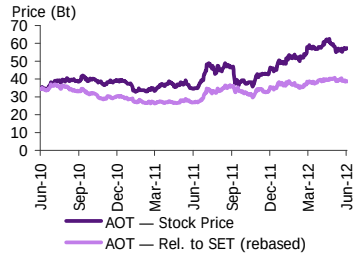
ซื้อ

Stock Data

Last close (Jun 20) (Bt)	58.00
12-m target price (Bt)	67.00
Upside (Downside) to TP (%)	15.52
Mkt cap (Btbn)	82.86
Mkt cap (US$mn)	2,636

Bloomberg code	AOT TB
Reuters code	AOT.BK
Risk rating	M
Mkt cap (%) SET	0.85
Sector % SET	2.67
Shares issued (mn)	1,429
Par value (Bt)	10
12-m high / low (Bt)	62.8 / 34.5
Avg. daily 6m (US$mn)	5.05
Foreign limit / actual (%)	30 / 10
Free float (%)	30.0
Dividend policy (%)	≥ 25

Price Performance



Source: SET, SCBS Investment Research

Share performance

	1M	3M	12M
Absolute	-0.4	-1.7	65.7
Relative to SET	-3.7	1.2	45.2

Source: SET, SCBS Investment Research

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

มีปัจจัยบวกกระตุ้นราคาหุ้นหลายอย่าง

มีปัจจัยระยะสั้นหลายอย่างด้วยกันที่จะช่วยกระตุ้นราคาหุ้น AOT อย่างแรกคือ การสรุปขึ้นค่าธรรมเนียมการใช้สนามบิน ที่กำลังรออนุมัติจากกรมการบินพลเรือนภายใน 2-3 เดือนข้างหน้า และคาดว่าจะขึ้นค่าธรรมเนียมดังกล่าวได้ภายในเดือน ก.ย. 2556 อย่างที่สอง คือ ความคืบหน้าในการย้ายกลับไปใช้สนามบินดอนเมือง ซึ่งจะช่วยหนุนให้ปริมาณการจราจรปรับตัวเพิ่มขึ้นได้ในระยะยาวจากการลดความแออัดในสนามบินสุวรรณภูมิ อย่างที่สาม คือ แนวโน้ม Upside จากปริมาณการจราจรที่กลับมามีอัตราเติบโตเป็นตัวเลขสองหลักหลังน้ำลด ซึ่งช่วยยืนยันการเปลี่ยนแปลงทางโครงสร้างในอุตสาหกรรมท่องเที่ยว เรายังคงคำแนะนำ "ซื้อ" AOT ด้วยราคาเป้าหมายกลางปี 2556 ซึ่งคำนวณจากวิธี DCF ได้ที่ 67 บาท

ปัจจัยกระตุ้นราคาหุ้น #1: การอนุมัติขึ้นค่าธรรมเนียมการใช้สนามบินในไม่ช้านี้ AOT เสนอขอปรับขึ้นค่าธรรมเนียมการใช้สนามบิน (PSC) เส้นทางต่างประเทศเป็น 800 บาท(+14%) และเส้นทางในประเทศเป็น 150 บาท (+50%) ให้กรมการบินพลเรือนพิจารณาแล้วตั้งแต่เดือน ก.พ. โดยอ้างถึงต้นทุนที่สูงขึ้น (เช่น ระบบไอทีและระบบปรับอากาศ) หลังจากเปิดใช้สนามบินสุวรรณภูมิ บริษัทคาดว่าจะทราบผลไม่เกินเดือน ก.ย. 2555 ถ้ากรมการบินพลเรือนอนุมัติ AOT จะต้องแจ้งให้สายการบินทราบล่วงหน้า 12 เดือนก่อนที่จะขึ้นค่าธรรมเนียมการใช้สนามบิน ซึ่งหมายความบริษัทจะปรับขึ้นค่าธรรมเนียมการใช้สนามบินได้อย่างเร็วภายในเดือน ก.ย. 2556 การขึ้นค่าธรรมเนียมการใช้สนามบินจะทำให้เราปรับประมาณการกำไรสุทธิปีบัญชี 2557 ของ AOT เพิ่มขึ้นได้อีก 1.8 พันล้านบาท (+27%) และปรับราคาเป้าหมายซึ่งคำนวณด้วยวิธีส่วนลดกระแสเงินสด (DCF) เพิ่มขึ้นได้อีกประมาณ 10 บาท/หุ้น (+15%) นอกจากนี้การเปลี่ยนแปลงดังกล่าวก็จะทำให้ Valuation ของ AOT น่าดึงดูดมากขึ้นด้วย โดยจะทำให้ PE ปีบัญชี 2557 ลดลงจาก 12.5 เท่า สู่ 9.8 เท่า และ EV/EBITDA ลดลงจาก 7.6 เท่า สู่ 6.7 เท่า

ปัจจัยกระตุ้นราคาหุ้น #2: การย้ายกลับไปใช้สนามบินดอนเมือง คณะกรรมการ AOT ให้ความเห็นชอบโครงการส่งเสริมและจูงใจสายการบินต้นทุนต่ำ (LCCs) และสายการบินที่ไม่มีการเชื่อมต่อ (Point to Point) ที่ย้ายจากสนามบินสุวรรณภูมิมาใช้บริการ ณ สนามบินดอนเมือง ทั้งนี้ มาตรการจะแบ่งเป็น 2 ระยะ คือ ระยะที่ 1 ตั้งแต่วันที่ 1 ส.ค. - 30 ก.ย. 2555 สายการบินจะได้รับส่วนลด 95% สำหรับค่าธรรมเนียมในการขึ้นลงของอากาศยาน ค่าธรรมเนียมที่เก็บอากาศยาน และค่าเช่า ส่วนระยะที่ 2 ตั้งแต่วันที่ 1 ต.ค. 2555 - 30 ก.ย. 2558 AOT จะให้ส่วนลดแบ่งเป็น 3 ช่วง คือ ช่วงที่ 1 ให้ส่วนลด 30% เริ่มตั้งแต่วันที่ 1 ต.ค. 2555 - 30 ก.ย. 2556 ช่วงที่ 2 ให้ส่วนลด 20% เริ่มตั้งแต่วันที่ 1 ต.ค. 2556 - 30 ก.ย. 2557 และช่วงที่ 3 ให้ส่วนลด 10% เริ่มตั้งแต่วันที่ 1 ต.ค. 2557 - 30 ก.ย. 2558 การย้ายกลับมาใช้สนามบินดอนเมืองจะเป็นปัจจัยบวกระยะกลางต่อ AOT เนื่องจากจะช่วยลดความแออัดของสนามบินสุวรรณภูมิ อย่างไรก็ตาม ค่าใช้จ่ายในการปรับปรุงซ่อมแซมเพื่อกลับมาเปิดสนามบินดอนเมืองเต็มรูปแบบและการให้ส่วนลดค่อนข้างมาก อาจจะส่งผลกระทบต่อกำไรในระยะสั้น ทั้งนี้เมื่ออิงกับการคาดการณ์ของเราพบว่า การย้ายกลับไปใช้สนามบินดอนเมืองครั้งนี้จะส่งผลทำให้กำไรของ AOT ปรับลดลงจากที่เราคาดการณ์ 3% ไว้ในปีบัญชี 2555 และ 2% ในปีบัญชี 2556 แต่จะทำให้กำไรปรับเพิ่มขึ้นจากที่เราคาดการณ์ไว้ 1% ในปีบัญชี 2557 3% ในปีบัญชี 2558 และ 7% ในปีบัญชี 2559 ในขณะที่มูลค่าเหมาะสมกลางปี 2556 ที่เราคำนวณได้จากวิธี DCF จะปรับเพิ่มขึ้นอีก 1 บาท/หุ้น

ปัจจัยกระตุ้นราคาหุ้น #3: ปริมาณการจราจรกลับมามีอัตราเติบโตเป็นตัวเลขสองหลัก ปริมาณการจราจรของ AOT กลับมามีอัตราเติบโตที่ดีขึ้นที่ระดับ 12% ในเดือน เม.ย.-พ.ค. 2555 เทียบกับอัตราเติบโต 5% ในเดือน ต.ค. 2554 – มี.ค. 2555 เพราะได้รับผลกระทบจากน้ำท่วม และใกล้เคียงกับอัตราเติบโต 15% ในปีบัญชี 2553-54 ซึ่งเป็นการช่วยยืนยันถึงการเปลี่ยนแปลงทางโครงสร้างในอุตสาหกรรมท่องเที่ยว โดยส่วนใหญ่มาจากตลาดภายในประเทศและตลาดเอเชียตะวันออก/อาเซียน (50% ของจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติทั้งหมด) เมื่อใช้สมมติฐานว่าปริมาณการจราจรในเดือน มิ.ย.-ก.ย. 2555 เติบโตที่ระดับ 12% อย่างต่อเนื่อง อัตราเติบโตของปริมาณการจราจรในปีบัญชี 2555 ก็จะปรับตัวเพิ่มขึ้นสู่ระดับ 8.5% (เทียบกับประมาณการปัจจุบันของเราที่ 6.0%) ซึ่งจะทำให้เราปรับประมาณการกำไรปีบัญชี 2555 ของ AOT เพิ่มขึ้นได้อีก 4.4% และมูลค่าเหมาะสมของ AOT ก็จะปรับเพิ่มขึ้นได้อีก 2.5 บาท/หุ้น ทั้งนี้ อัตราเติบโตของปริมาณการจราจรที่เพิ่มขึ้นทุกๆ 1% จะส่งผลทำให้กำไรของ AOT ปรับเพิ่มขึ้นได้ 2% และมูลค่าเหมาะสมปรับเพิ่มขึ้น 1 บาท/หุ้น

Forecasts and valuation

Year to 30 Sep	Unit	2010	2011	2012F	2013F	2014F
Revenue	(Btmn)	24,033	28,641	30,797	32,718	34,756
EBITDA	(Btmn)	12,652	15,644	16,023	16,603	17,317
Core profit	(Btmn)	1,863	3,848	4,862	6,008	6,597
Reported profit	(Btmn)	2,039	2,528	5,815	6,008	6,597
Core EPS	(Bt)	1.30	2.69	3.40	4.21	4.62
DPS	(Bt)	0.55	0.80	1.83	1.89	2.08
P/E, core	(x)	44.09	21.35	16.90	13.67	12.45
EPS growth, core	(%)	16.98	106.54	26.35	23.57	9.80
P/BV, core	(x)	1.18	1.15	1.08	1.03	0.99
ROE	(%)	2.60	5.44	6.59	7.73	8.11
Dividend yield	(%)	0.96	1.39	3.19	3.29	3.61
EV/EBITDA	(x)	9.59	7.56	7.15	7.30	7.56

Source: SCBS Investment Research

Financial statement

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY September 30	2010	2011	2012F	2013F	2014F
Total revenue	24,033	28,641	30,797	32,718	34,756
Cost of goods sold	(19,630)	(21,433)	(22,053)	(23,655)	(25,237)
Gross profit	**4,403**	**7,208**	**8,744**	**9,063**	**9,519**
SG&A	0	0	0	0	0
Other income	787	913	979	1,040	1,105
Interest expense	(2,390)	(2,224)	(2,404)	(2,366)	(2,445)
Pre-tax profit	**2,637**	**5,555**	**7,319**	**7,737**	**8,179**
Corporate tax	(801)	(1,751)	(2,505)	(1,780)	(1,636)
Equity a/c profits	0	0	0	0	0
Minority interests	27	44	47	50	53
Core profit	**1,863**	**3,848**	**4,862**	**6,008**	**6,597**
Extra-ordinary items	(133)	(243)	(6)	0	0
Net Profit	**2,039**	**2,528**	**5,815**	**6,008**	**6,597**
EBITDA	12,652	15,644	16,023	16,603	17,317
Core EPS (Bt)	**1.30**	**2.69**	**3.40**	**4.21**	**4.62**
Net EPS (Bt)	1.43	1.77	4.07	4.21	4.62
DPS (Bt)	0.55	0.80	1.83	1.89	2.08

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY September 30	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12
Total revenue	7,824	6,889	7,379	6,819	8,153
Cost of goods sold	(5,175)	(5,471)	(5,976)	(4,274)	(4,482)
Gross profit	**2,649**	**1,418**	**1,403**	**2,545**	**3,671**
SG&A	0	0	0	0	0
Other income	189	246	294	312	705
Interest expense	(554)	(550)	(545)	(535)	(517)
Pre-tax profit	**2,283**	**788**	**1,144**	**2,310**	**3,843**
Corporate tax	(742)	(270)	(575)	(999)	(1,505)
Equity a/c profits	0	0	0	0	0
Minority interests	11	19	5	8	(5)
Core profit	**1,552**	**537**	**573**	**1,319**	**2,332**
Extra-ordinary items	2	2	(232)	(6)	(352)
Net Profit	**1,713**	**(27)**	**(75)**	**1,272**	**2,996**
EBITDA	4,906	3,455	3,423	4,016	5,479
Core EPS (Bt)	**1.09**	**0.38**	**0.40**	**0.92**	**1.63**
Net EPS (Bt)	1.20	(0.02)	(0.05)	0.89	2.10

Balance Sheet (Btmn)

FY September 30	2010	2011	2012F	2013F	2014F
Total current assets	28,289	31,954	33,271	28,754	28,623
Total fixed assets	113,300	115,166	116,368	126,997	141,091
Total assets	**141,589**	**147,120**	**149,639**	**155,750**	**169,714**
Total loans	61,193	63,031	60,243	62,111	71,286
Total current liabilities	14,177	16,759	15,239	17,001	23,804
Total long-term liabilities	57,566	58,806	58,408	59,367	62,635
Total liabilities	**71,743**	**75,565**	**73,648**	**76,369**	**86,439**
Paid-up capital	14,286	14,286	14,286	14,286	14,286
Total equity	**69,846**	**71,555**	**75,991**	**79,382**	**83,275**
BVPS (Bt)	**48.89**	**50.09**	**53.19**	**55.57**	**58.29**

Balance Sheet (Btmn)

FY September 30	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12
Total current assets	28,624	29,741	31,954	36,143	36,199
Total fixed assets	116,459	117,170	115,166	114,494	110,504
Total assets	**145,083**	**146,910**	**147,120**	**150,637**	**146,702**
Total loans	59,856	61,536	63,031	62,471	56,316
Total current liabilities	13,979	14,039	16,759	16,438	16,886
Total long-term liabilities	55,400	57,198	58,806	60,617	54,312
Total liabilities	**69,379**	**71,237**	**75,565**	**77,055**	**71,198**
Paid-up capital	14,286	14,286	14,286	14,286	14,286
Total equity	**75,704**	**75,673**	**71,555**	**73,582**	**75,505**
BVPS (Bt)	**52.98**	**52.96**	**50.07**	**51.49**	**52.84**

Cash Flow Statement (Btmn)

FY September 30	2010	2011	2012F	2013F	2014F
Core Profit	1,863	3,848	4,862	6,008	6,597
Depreciation and amortization	7,625	7,866	6,300	6,500	6,693
Operating cash flow	14,693	13,538	12,622	13,019	13,825
Investing cash flow	(3,441)	(12,896)	(8,521)	(17,893)	(20,788)
Financing cash flow	(11,080)	1,018	(4,167)	(749)	6,471
Net cash flow	**172**	**1,661**	**(66)**	**(5,623)**	**(492)**

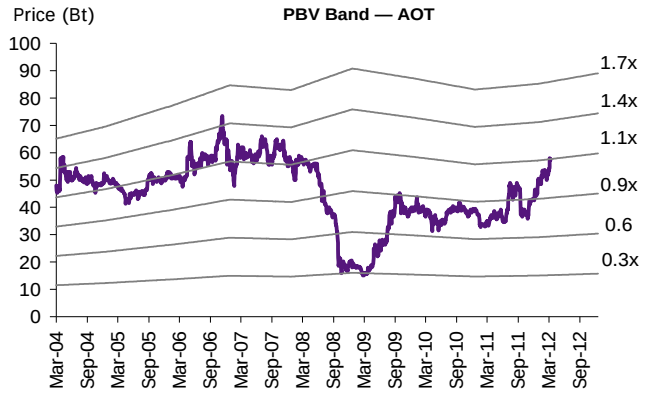
Main Assumptions

	2010	2011	2012F	2013F	2014F
Total passengers (mn)	57.4	66.3	70.3	74.5	79.0
Passenger growth (%)	14.7	15.5	6.0	6.0	6.0
Total aircraft movement ('000)	386	441	468	496	526
Aircraft growth (%)	11.3	14.4	6.0	6.0	6.0

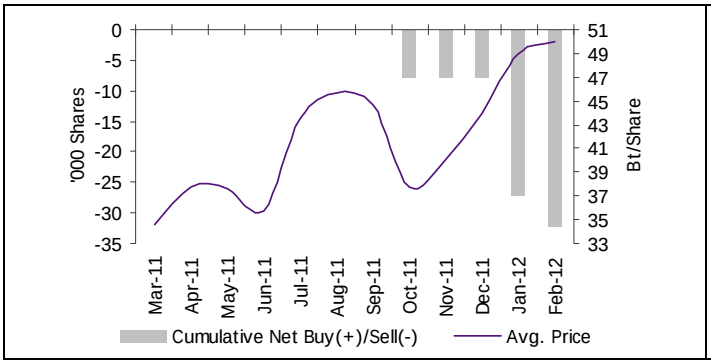
Key Financial Ratios

	2010	2011	2012F	2013F	2014F
Gross margin(%)	18.3	25.2	28.4	27.7	27.4
Operating margin(%)	18.3	25.2	28.4	27.7	27.4
EBITDA margin(%)	52.6	54.6	52.0	50.7	49.8
EBIT margin(%)	21.6	28.4	31.6	30.9	30.6
Net profit margin(%)	8.5	8.8	18.9	18.4	19.0
ROE (%)	2.9	3.5	7.7	7.6	7.9
ROA (%)	1.4	1.7	3.9	3.9	3.9
Net D/E (x)	0.9	0.9	0.8	0.8	0.9
Interest coverage (x)	5.3	7.0	6.7	7.0	7.1
Debt service coverage (x)	1.7	2.2	2.0	3.0	2.6
Payout Ratio (%)	38.5	45.2	45.0	45.0	45.0

PBV Band Chart

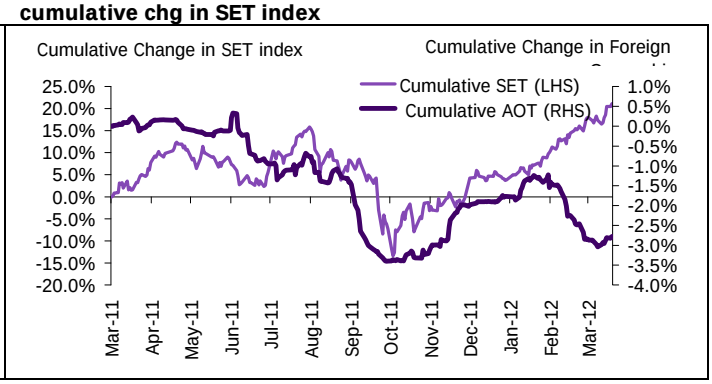


12-Month Cumulative directors trade



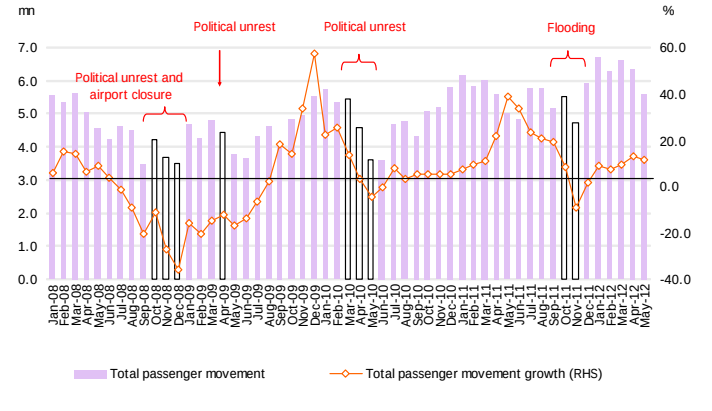
Source: SEC

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



Source: SET, SCBS Investment Research

Chart 1: A passenger movement growth returned to double-digit in April – May 2012



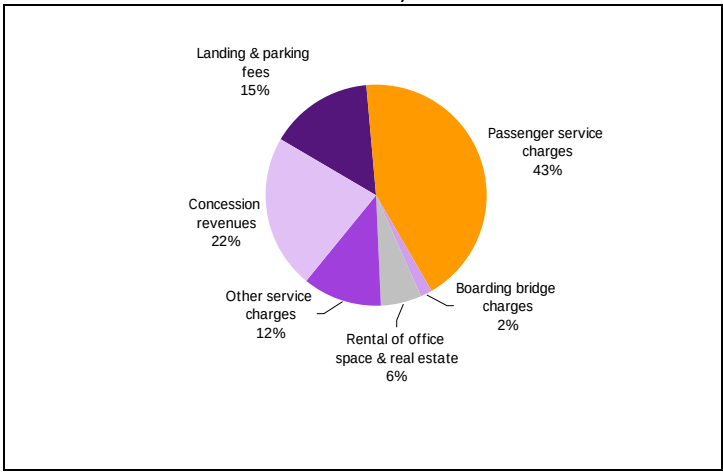
Source: Company data and SCBS Investment Research

Chart 2: Incentives for airlines/operators for moving back to Don Mueang

Period	Incentives at Don Mueang airport
1 Aug 2012 - 30 Sep 2012	95% discount on landing and parking fee, boarding bridge charges, rental fees and other services charges
1 Oct 2012 - 30 Sep 2013	30% discount on landing and parking fee and rental fees
1 Oct 2013 - 30 Sep 2014	20% discount on landing and parking fee and rental fees
1 Oct 2014 - 30 Sep 2015	10% discount on landing and parking fee and rental fees

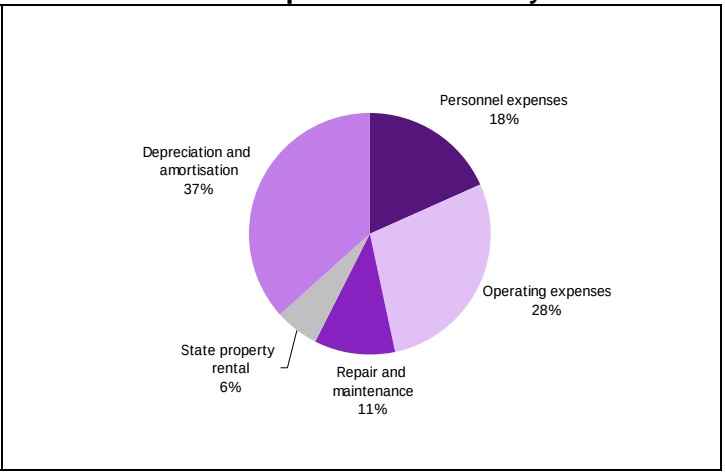
Source: Company data and SCBS Investment Research

Chart 3: Of total AOT's revenue, 43% comes from PSC



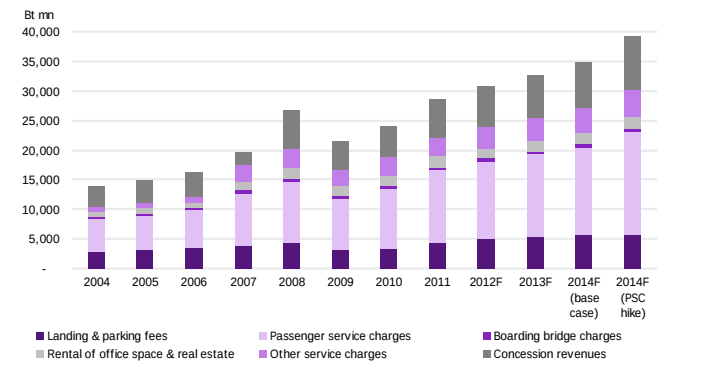
Source: Company data and SCBS Investment Research

Chart 4: Most of its expenses are relatively stable



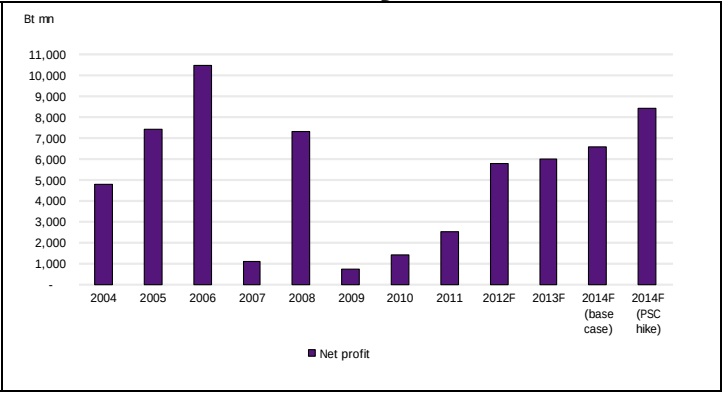
Source: Company data and SCBS Investment Research

Chart 5: AOT 's revenue already hit a record high



Source: Company data and SCBS Investment Research

Chart 6: Its earnings on the upward trend; In the case of PSC hike, its FY2014 earnings will close to FY2008's



Source: Company data and SCBS Investment Research

This page is left blank intentionally

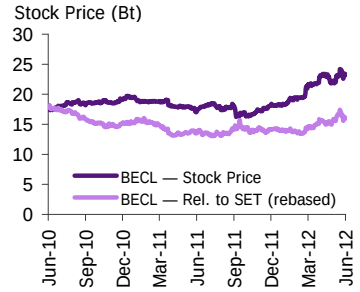
ซื้อ

Stock Data

Last close (Jun 21) (Bt)	23.30
12-m target price (Bt)	30.00
Upside (Downside) to TP (%)	28.76
Mkt cap (Btbn)	17.94
Mkt cap (US$mn)	564

Bloomberg code	BECL TB
Reuters code	BECL.BK
Risk rating	M
Mkt cap (%) SET	0.19
Sector % SET	2.70
Shares issued (mn)	770
Par value (Bt)	10
12-m high / low (Bt)	24.3 / 16.1
Avg. daily 6m (US$mn)	1.30
Foreign limit / actual (%)	49 / 30
Free float (%)	71.0
Dividend policy (%)	≥ 40

Price Performance



Source: SET, SCBS Investment Research

Share performance

	1M	3M	12M
Absolute	4.5	7.4	33.9
Relative to SET	2.0	10.3	18.3

Source: SET, SCBS Investment Research

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

ผลการดำเนินงานมีแนวโน้มปรับตัวดีขึ้นมาก

เนื่องจากการปรับส่วนแบ่งรายได้ผ่านพ้นไปแล้ว และจะมีการขึ้นอัตราค่าผ่านทางในอนาคต ดังนั้นกำไรของ BECL จึงน่าจะมีอัตราเติบโตเป็นตัวเลขสองหลักในระยะ 3 ปีข้างหน้า นอกจากนี้แล้ว ปัจจัยสำคัญที่จะช่วยสนับสนุนให้ราคาหุ้น BECL ปรับตัวเพิ่มขึ้น คือ สัมปทานทางด่วนใหม่ที่คาดว่า ครม.จะเซ็นอนุมัติในเดือนนี้ (มิ.ย.) นักวิเคราะห์ในตลาดน่าจะปรับราคาเป้าหมายของ BECL เพิ่มขึ้นในไม่ช้านี้ เรายังคงคำแนะนำ "ซื้อ" BECL ด้วยราคาเป้าหมายที่คำนวณได้จากวิธี SOTP ที่ 30 บาท เมื่อรวมผลตอบแทนจากเงินปันผลที่คาดว่าจะอยู่ที่ระดับ 6% เข้ามาด้วยแล้ว จะได้ผลตอบแทนรวมในระดับสูงถึง 35%

คาดว่าจะเซ็นสัญญาสัมปทานทางด่วนใหม่ในเดือนนี้ ย้อนกลับไปในเดือน ก.ค. 2554 BECL ชนะประมูลสัมปทานทางด่วนศรีรัช –วงแหวนรอบนอกกรุงเทพมหานคร มูลค่า 2.5 หมื่นล้านบาท หลังจากใช้เวลาเจรจาในรายละเอียดเกือบ 1 ปี ครม.ก็มีวาระพิจารณาอนุมัติสัมปทานดังกล่าวในเดือนนี้ เราประเมินตามหลักอนุรักษ์นิยมได้ว่าสัมปทานทางด่วนใหม่นี้จะทำให้มูลค่าของ BECL ปรับเพิ่มขึ้นได้อีก 4 บาท/หุ้น

กำไรมีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้น 15-23% ต่อปีในปี 2555-2557 สัมปทานทางด่วนใหม่จะมีผลกระทบน้อยมากต่อผลการดำเนินงานของ BECL ในช่วงของการก่อสร้างนาน 4 ปี อย่างไรก็ดี กำไรของบริษัทมีแนวโน้มที่จะมีอัตราเติบโตเป็นตัวเลขสองหลักในระยะ 3 ปีข้างหน้านี้ กำไรจากการดำเนินธุรกิจปกติที่ปรับตัวลดลงมากถึง 28% ในปีที่ผ่านมามีสาเหตุหลักมาจากการจ่ายส่วนแบ่งรายได้ให้กับ กทพ.เพิ่มขึ้นตามที่ระบุไว้ในสัญญาสัมปทาน หากตัดผลกระทบที่เกี่ยวข้องกับสถานการณ์น้ำท่วมออกไป เราพบว่าธุรกิจหลักของ BECL มีความแข็งแกร่งและในตอนนี้ก็ส่งสัญญาณถึงการปรับตัวดีขึ้น โดยปริมาณการจราจรมีแนวโน้มกลับมาเติบโตตามเป้าที่ 6.5% ในปี 2555 หรือมากกว่าสองเท่าของอัตราเติบโตเฉลี่ย 10 ปีที่ 3% และมีแนวโน้มที่สดใสตามแนวโน้มยอดขายรถยนต์ ปัจจัยสำคัญที่จะช่วยสนับสนุนให้กำไรปรับตัวเพิ่มขึ้นคือ: 1) การขึ้นอัตราค่าผ่านทางอีก 5 บาท (+11%) ตั้งแต่เดือน ก.ย. 2556 ซึ่งได้รับความคุ้มครองจากอัตราเงินเฟ้อสะสมจริงนับตั้งแต่การปรับอัตราค่าผ่านทางเพิ่มขึ้นครั้งก่อน และ 2) การลดอัตราภาษีเงินได้นิติบุคคลลงจาก 30% เหลือ 23% ในปี 2555 และ 20% ในปี 2556

"ซื้อ" ก่อนที่นักวิเคราะห์ในตลาดจะปรับราคาเป้าหมายเพิ่มขึ้น แม้ราคาหุ้น BECL ปรับตัว Outperform ตลาดอยู่ 13% มาตั้งแต่ต้นปีนี้ แต่ราคาหุ้น BECL ก็ยัง Underperform ตลาดอยู่มาก (29%) นับตั้งแต่ต้นปี 2553 ซึ่งเป็นช่วงที่ผลการดำเนินงานของบริษัทปรับตัวแย่ลงครั้งก่อน เราเชื่อว่าราคาหุ้น BECL น่าจะปรับตัวขึ้นต่อไปได้อีก และคาดว่าการเซ็นสัญญาสัมปทานทางด่วนใหม่ในเดือนนี้จะเป็นปัจจัยสำคัญที่ช่วยกระตุ้นให้ราคาหุ้นปรับตัวเพิ่มขึ้น และส่งผลทำให้นักวิเคราะห์ในตลาดปรับราคาเป้าหมายของ BECL เพิ่มขึ้น ราคาเป้าหมายกลางปี 2556 ของ BECL ที่เราคำนวณได้จากวิธี SOTP เมื่อรวมสัญญาสัมปทานทางด่วนใหม่เข้ามาอยู่ที่ 30 บาท/หุ้น หรือให้ Upside 29% และแม้ว่าจะมีโครงการใหม่ แต่ BECL ก็จะไม่เปลี่ยนแปลงนโยบายจ่ายเงินปันผลของบริษัท เนื่องจากบริษัทจะจัดหาเงินทุนทั้งหมดจากการกู้ยืมมาใช้สนับสนุนโครงการใหม่ ดังนั้นเราจึงคาดการณ์ผลตอบแทนจากเงินปันผลอีก 6% ซึ่งจะทำให้ผลตอบแทนที่เราคาดหวังทั้งหมดจาก BECL อยู่ที่ระดับ 35%

Forecasts and Valuation

Year to 31 Dec	Unit	2010	2011	2012F	2013F	2014F
Revenue	(Btmn)	7,811	7,308	7,603	7,973	8,611
EBITDA	(Btmn)	5,748	5,174	5,280	5,502	5,950
Core profit	(Btmn)	1,776	1,279	1,477	1,774	2,175
Reported profit	(Btmn)	1,803	1,408	2,256	1,774	2,175
Core EPS	(Bt)	2.31	1.66	1.92	2.30	2.83
DPS	(Bt)	1.30	1.30	1.30	1.57	1.92
P/E, core	(x)	10.06	13.96	12.09	10.07	8.21
EPS growth, core	(%)	3.82	(27.94)	15.44	20.13	22.59
P/BV, core	(x)	0.94	0.96	0.90	0.86	0.82
ROE	(%)	9.48	7.53	11.31	8.53	9.99
Dividend yield	(%)	5.60	5.60	5.62	6.75	8.28
EV/EBITDA	(x)	6.25	6.53	6.11	5.27	4.29

Source: SCBS Investment Research

Financial statement

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	2010	2011	2012F	2013F	2014F
Total revenue	7,811	7,308	7,603	7,973	8,611
Cost of goods sold	(3,122)	(3,357)	(3,639)	(3,806)	(3,984)
Gross profit	**4,689**	**3,951**	**3,964**	**4,166**	**4,627**
SG&A	(1,484)	(1,508)	(1,597)	(1,634)	(1,716)
Other income	165	215	221	224	237
Interest expense	(994)	(896)	(735)	(600)	(492)
Pre-tax profit	**2,376**	**1,762**	**1,853**	**2,156**	**2,657**
Corporate tax	(601)	(509)	(426)	(431)	(531)
Equity a/c profits	0	9	50	50	50
Minority interests	0	18	0	0	0
Core profit	**1,776**	**1,279**	**1,477**	**1,774**	**2,175**
Extra-ordinary items	27	128	779	0	0
Net Profit	**1,803**	**1,408**	**2,256**	**1,774**	**2,175**
EBITDA	5,748	5,174	5,280	5,502	5,950
Core EPS (Bt)	**2.31**	**1.66**	**1.92**	**2.30**	**2.83**
Net EPS (Bt)	2.34	1.83	2.93	2.30	2.83
DPS (Bt)	1.30	1.30	1.30	1.57	1.92

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12
Total revenue	1,974	1,771	1,884	1,679	1,947
Cost of goods sold	(856)	(848)	(889)	(765)	(923)
Gross profit	**1,119**	**923**	**995**	**914**	**1,024**
SG&A	(395)	(375)	(336)	(402)	(424)
Other income	82	20	82	31	119
Interest expense	(207)	(231)	(238)	(220)	(211)
Pre-tax profit	**599**	**337**	**503**	**322**	**508**
Corporate tax	(181)	(99)	(145)	(84)	(114)
Equity a/c profits	0	1	61	(53)	10
Minority interests	8	9	8	(6)	3
Core profit	**426**	**248**	**427**	**179**	**407**
Extra-ordinary items	113	7	17	(9)	3
Net Profit	**539**	**255**	**444**	**170**	**410**
EBITDA	1,451	1,205	1,420	1,097	1,406
Core EPS (Bt)	**0.55**	**0.32**	**0.55**	**0.23**	**0.53**
Net EPS (Bt)	0.70	0.33	0.58	0.22	0.53

Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	2010	2011	2012F	2013F	2014F
Total current assets	2,088	3,312	4,731	3,395	3,394
Total fixed assets	38,341	35,295	35,079	32,710	30,232
Total assets	**40,429**	**38,607**	**39,810**	**36,105**	**33,626**
Total loans	20,126	19,044	18,961	14,365	10,855
Total current liabilities	4,675	3,757	7,853	4,803	4,349
Total long-term liabilities	16,733	16,158	11,945	10,438	7,445
Total liabilities	**21,408**	**19,916**	**19,798**	**15,242**	**11,795**
Paid-up capital	7,700	7,700	7,700	7,700	7,700
Total equity	**19,021**	**18,691**	**19,947**	**20,797**	**21,766**
BVPS (Bt)	**24.70**	**24.27**	**25.90**	**27.01**	**28.27**

Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12
Total current assets	2,555	4,570	4,917	3,312	4,842
Total fixed assets	37,604	36,826	36,061	35,295	35,330
Total assets	**40,160**	**41,396**	**40,978**	**38,607**	**40,172**
Total loans	19,728	21,500	21,272	19,044	19,758
Total current liabilities	4,887	4,721	7,068	3,757	5,105
Total long-term liabilities	15,971	17,898	15,466	16,158	15,586
Total liabilities	**20,858**	**22,619**	**22,534**	**19,916**	**20,691**
Paid-up capital	7,700	7,700	7,700	7,700	7,700
Total equity	**19,302**	**18,776**	**18,441**	**18,691**	**19,481**
BVPS (Bt)	**25.07**	**24.38**	**23.95**	**24.27**	**25.30**

Cash Flow Statement (Btmn)

FY December 31	2010	2011	2012F	2013F	2014F
Core Profit	1,776	1,279	1,477	1,774	2,175
Depreciation and amortization	2,378	2,515	2,692	2,746	2,801
Operating cash flow	3,901	3,394	4,907	4,552	5,025
Investing cash flow	(76)	(546)	(2,503)	(366)	(394)
Financing cash flow	(3,823)	(2,754)	(1,084)	(5,520)	(4,717)
Net cash flow	**1**	**93**	**1,320**	**(1,333)**	**(86)**

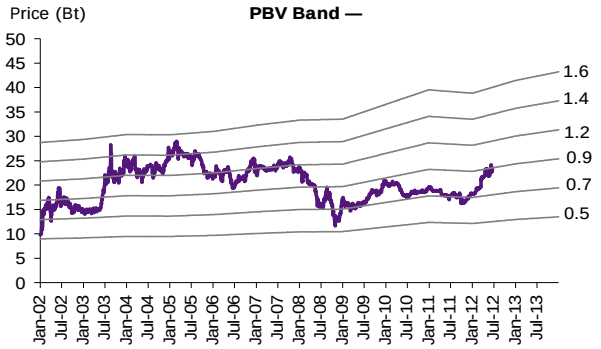
Main Assumptions

	2010	2011F	2012F	2013F	2014F
Total vehicles ('000 per day)	974.5	1,024.9	1,091.5	1,107.9	1,124.5
Change in vehicles (%)	2.31	5.17	6.50	1.50	1.50
Amortization/no of cars (Bt/vehicle)	6.7	6.7	6.8	6.8	6.8
Average toll fee (Bt/vehicle)	21.96	19.54	19.08	19.72	20.98

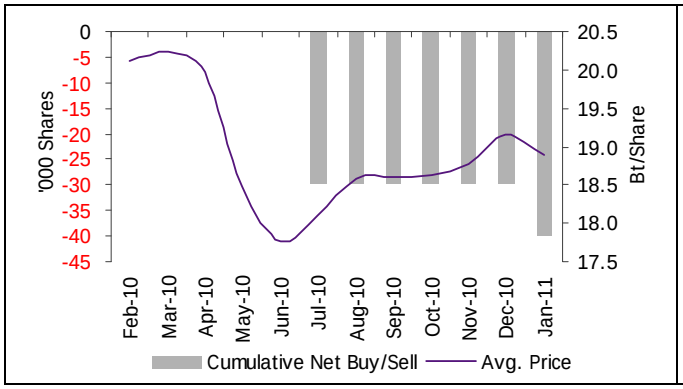
Key Financial Ratios

	2010	2011	2012F	2013F	2014F
Gross margin(%)	60.0	54.1	52.1	52.3	53.7
Operating margin(%)	41.0	33.4	31.1	31.8	33.8
EBITDA margin(%)	73.6	70.8	69.5	69.0	69.1
EBIT margin(%)	81.2	77.6	76.0	75.6	76.4
Net profit margin(%)	23.1	19.3	29.7	22.3	25.3
ROE (%)	9.5	7.5	11.3	8.5	10.0
ROA (%)	4.5	3.6	5.7	4.9	6.5
Net D/E (x)	1.1	1.0	1.0	0.7	0.5
Interest coverage (x)	5.8	5.8	7.2	9.2	12.1
Payout Ratio (%)	56.4	78.2	68.0	68.0	68.0

PBV Band Chart

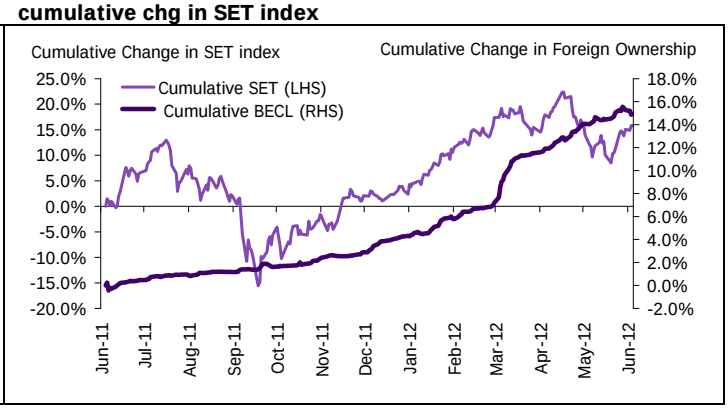


12-Month Cumulative directors trade



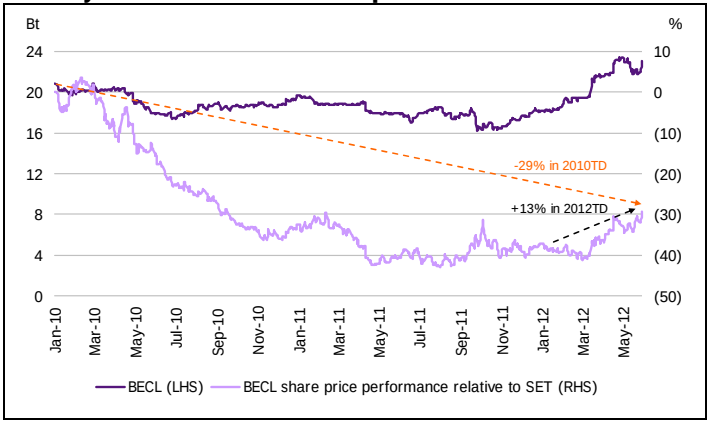
Source: SEC

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



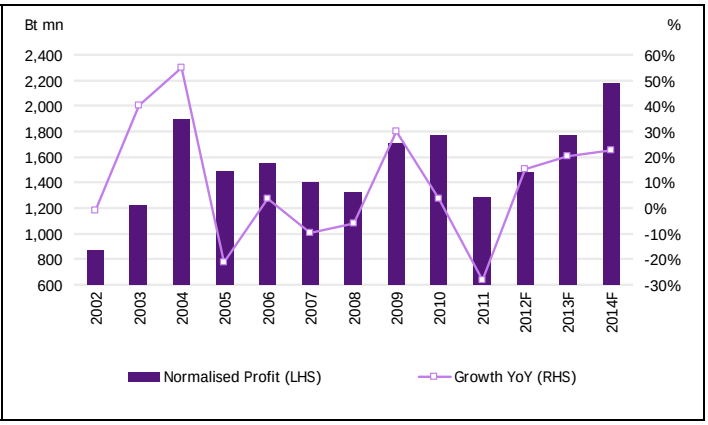
Source: SET, SCBS Investment Research

Figure 1: The recent share price outperformance is just the beginning, as it is still underperforming the SET by 29% from 2010 to the present



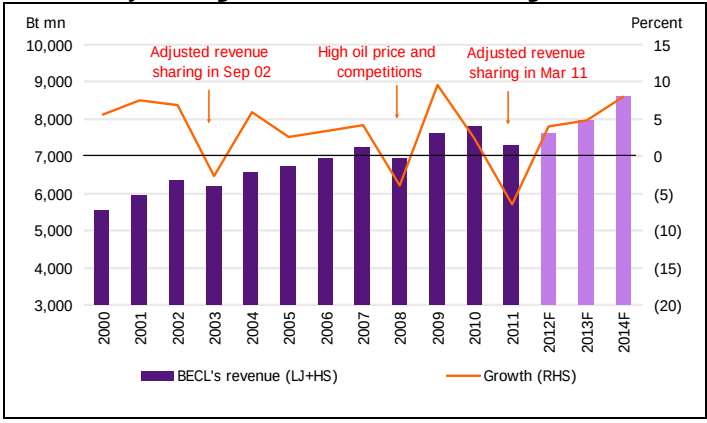
Source: SCBS Investment Research

Figure 2: BECL's earnings deterioration ended in 2010-11; Earnings upward trend to come in 2012-14



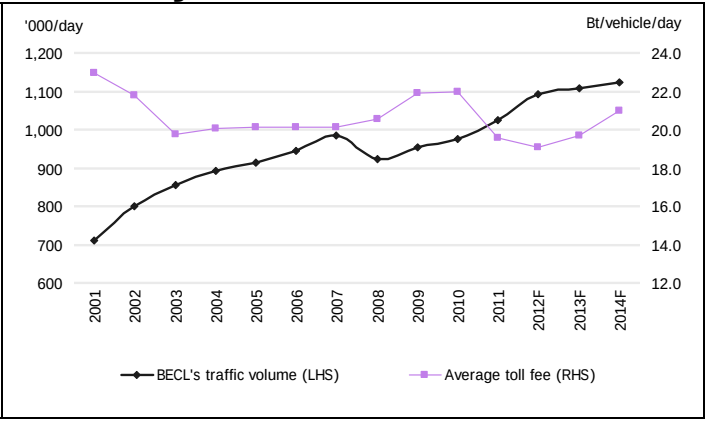
Source: SCBS Investment Research

Figure 3: BECL's revenue on the rise in 2012-14F, backed by stronger traffic volume and higher toll rate



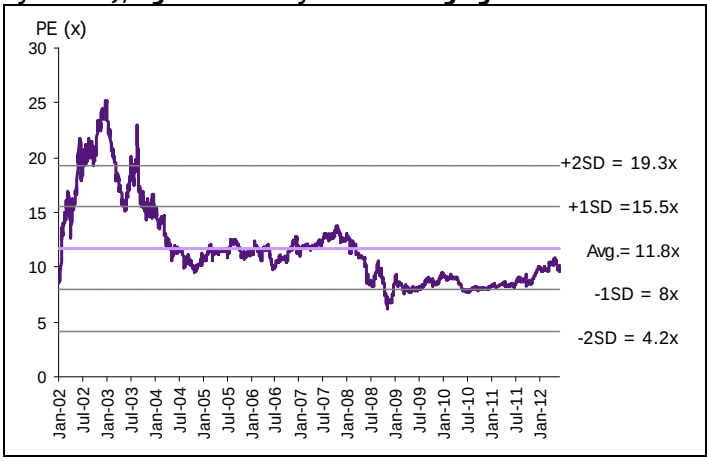
Source: Company data; SCBS Investment Research

Figure 4: Key drivers from stronger traffic volume in 2012F and higher toll rate in 2013-14F



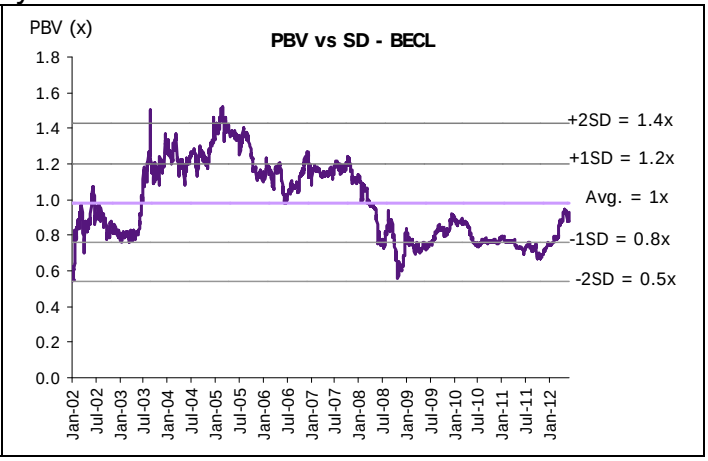
Source: Company data; SCBS Investment Research

Figure 5: Trading at 12x 12PE (equivalent to its 10-year PE), against its 3-year earnings growth of 19%



Source: SCBS Investment Research

Figure 6: Trading at 0.9x 12PBV, -0.5S.D. from its 10-year PBV at 1.0x



Source: SCBS Investment Research

This page is left blank intentionally

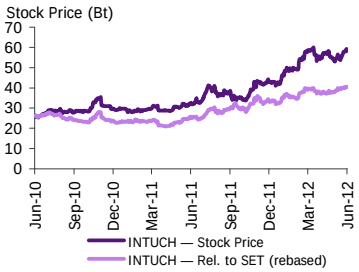
ซื้อ

Stock Data

Last close (Jun 21) (Bt)	58.75
12-m target price (Bt)	75.00
Upside (Downside) to TP (%)	27.66
Mkt cap (Btbn)	188.38
Mkt cap (US$mn)	5,920

Bloomberg code	INTUCH TB
Reuters code	INTU.BK
Risk rating	M
Mkt cap (%) SET	1.96
Sector % SET	10.81
Shares issued (mn)	3,206
Par value (Bt)	1
12-m high / low (Bt)	60.3 / 31.8
Avg. daily 6m (US$mn)	20.60
Foreign limit / actual (%)	47 / 46
Free float (%)	20.4
Dividend policy (%)	≥ 40

Price Performance



Source: SET, SCBS Investment Research

Share performances

	1M	3M	12M
Absolute	9.8	0.0	80.8
Relative to SET	7.2	2.8	59.7

Source: SET, SCBS Investment Research

ศลยา ณ สงขลา
0-2949-1007
solaya.na_songkhla@scb.co.th

ได้ประโยชน์จาก 3 ใบอนุญาตใหม่

INTUCH group จะได้รับประโยชน์จากใบอนุญาตใหม่ 3 อย่างที่จะเปิดประมูลในระยะ 12 เดือนข้างหน้า เริ่มด้วยใบอนุญาต 3G ที่คาดว่าจะเปิดประมูลในเดือน ต.ค. 2555 (+ สำหรับ ADVANC) ตามด้วยใบอนุญาตดาวเทียมในปี 2556 (+ สำหรับ THCOM) และใบอนุญาตทีวีดิจิตอลในปี 2555-2556 ปัจจุบัน INTUCH เทรดที่ระดับ discount 14% จาก NAV และคาดว่าจะให้ผลตอบแทนจากเงินปันผลที่ดีในระดับ 6.13% ในปี 2555 เราแนะนำ "ซื้อ" INTUCH ด้วยราคาเป้าหมายที่คำนวณจากวิธี SOTP ที่ 75 บาท

โอกาสเข้าถึง ADVANC ซึ่งได้ประโยชน์จากใบอนุญาต 3G-2.1Ghz ได้ในราคาถูก เราคาดการณ์ถึงความคืบหน้าหลายอย่างด้วยกันที่จะทำให้การออกใบอนุญาต 3G-2.1Ghz ที่รอคอยกันมาเป็นเวลานานเป็นความจริงขึ้นมา โดยมีการประกาศแผนแม่บทในราชกิจจานุเบกษาไปแล้วในเดือน เม.ย. และจะตามมาด้วยการนำสรุปข้อสนเทศ 3G (IM) ประกาศลงในราชกิจจานุเบกษาในเดือน ส.ค. แล้วจัดประมูลใบอนุญาตใหม่ในเดือน ต.ค. 2555 ADVANC น่าจะประมูลใบอนุญาตมาได้ ซึ่งจะทำให้บริษัทสามารถประหยัดต้นทุนต่อหน่วยได้ในระยะยาว จากปัจจุบันที่จ่ายส่วนแบ่งรายได้ค่าสัมปทานในอัตรา 20-30% มาเป็นจ่ายค่าธรรมเนียมใบอนุญาต 6% นอกจากนี้ยังจะเปิดโอกาสให้บริษัทขยายธุรกิจอินเตอร์เน็ตไร้สายความเร็วสูงไปทั่วประเทศเพื่อตอบสนองความต้องการใช้อินเตอร์เน็ตเพิ่มมากขึ้นทั้งในเมืองใหญ่ๆ และขยายบริการไปยังพื้นที่ห่างไกลด้วย ADVANC สร้างส่วนแบ่ง 96% ให้กับ NAV ของ INTUCH

ผลการดำเนินงานของ THCOM จะฟื้นตัวพร้อมกับการได้ใบอนุญาตใหม่ในไม่ช้านี้ THCOM พลิกกลับมาทำกำไรได้ในไตรมาส 3 ปี 2554 และผลการดำเนินงานมีแนวโน้มที่จะปรับตัวดีขึ้นอีกโดยได้รับปัจจัยหนุนจากการเติบโตอย่างต่อเนื่องของธุรกิจดาวเทียม iPSTAR นอกจากนี้ กสทช.ก็น่าจะออกใบอนุญาตใหม่สำหรับประกอบกิจการดาวเทียมภายในปี 2556 ซึ่ง THCOM วางแผนนำมาดำเนินธุรกิจดาวเทียมไทยคม 7 ที่จะยิงขึ้นสู่วงโคจรในปี 2557 ใบอนุญาตใหม่นี้จะช่วยลดต้นทุนการกำกับดูแลต่อหน่วยลงได้ในระยะยาวลงเหลือประมาณ 6% จากปัจจุบันที่จ่ายค่าสัมปทาน 20.5%

กลับมามองหาโอกาสทำธุรกิจใหม่ เริ่มต้นจากทีวีดิจิตอล INTUCH กลับมามองหาโอกาสลงทุนใหม่ โดยมีเกณฑ์การลงทุนที่สำคัญ คือ ธุรกิจใหม่ต้องเป็นประโยชน์กับธุรกิจเดิม ผู้บริหารเปิดเผยว่าบริษัทกำลังมองหาโอกาสลงทุนจากใบอนุญาตทีวีดิจิตอลที่คาดว่าจะออกโดย กสทช.ในช่วงปลายปี 2555 ถึงปี 2556

คาดว่าจะให้ผลตอบแทนจากเงินปันผลที่น่าพอใจในระดับ 6.13% ในปี 2555 และ 7.20% ในปี 2556 INTUCH มีนโยบายนำรายได้เงินปันผล (จาก ADVANC) มาจ่ายให้กับผู้ถือหุ้น ผลการดำเนินงานที่แข็งแกร่งมากของ ADVANC ประกอบกับนโยบายจ่ายเงินปันผลไม่ต่ำกว่า 100% ของ INTUCH แม้กระทั่งหลังจากเริ่มธุรกิจ 3G-2.1Ghz ทำให้เราคาดว่า INTUCH จะให้ผลตอบแทนจากเงินปันผลที่ดีในระดับ 6.13% ในปี 2555 และ 7.20% ในปี 2556 ทั้งนี้ภายหลังการลงทุนใหม่ ผู้บริหาร INTUCH ก็จะยังคงนโยบายส่งผ่านรายได้เงินปันผลจากบริษัทย่อยให้กับผู้ถือหุ้นต่อไป

แนะนำ "ซื้อ" ด้วยราคาเป้าหมายที่คำนวณจากวิธี SOTP ที่ 75 บาท เรายืนยันคำแนะนำ "ซื้อ" INTUCH เนื่องจาก 1) INTUCH จะเป็นผู้ได้รับประโยชน์รายใหญ่จากใบอนุญาตใหม่ 3 อย่างในแง่ของการขยายธุรกิจและการประหยัดต้นทุนการกำกับดูแลต่อหน่วยได้จำนวนมากในระยะยาว 2) ให้ผลตอบแทนจากเงินปันผลที่ดีต่อเนื่อง และ 3) สภาพคล่องการซื้อขายปรับตัวดีขึ้นมากจากที่มีปริมาณการซื้อขายเฉลี่ย 113 ล้านบาท/วัน (3.7 ล้านดอลลาร์สหรัฐ) ในปี 2554 เพิ่มขึ้นมาอยู่ที่ 687 ล้านบาท/วัน (22.1 ล้านดอลลาร์สหรัฐ) ตั้งแต่ต้นปี 2555 จนถึงปัจจุบัน ราคาเป้าหมายอยู่ที่ 75 บาท ซึ่งคำนวณได้จากวิธี SOTP ที่ประกอบด้วยราคาเป้าหมายของ ADVANC ที่ 215 บาท ราคาเฉลี่ย 3 เดือนของ THCOM ที่ 14.6 บาท และใช้ discount 10%

Forecasts and valuation

Year to 31 Dec	Unit	2010	2011	2012F	2013F	2014F
Revenue	(Btmn)	21,908	10,268	11,783	13,809	14,866
EBITDA	(Btmn)	21,670	10,047	11,562	13,583	14,633
Core profit	(Btmn)	21,655	10,031	11,548	13,573	14,624
Reported profit	(Btmn)	21,655	17,530	11,548	13,573	14,624
Core EPS	(Bt)	6.76	3.13	3.60	4.23	4.56
DPS	(Bt)	6.77	5.50	3.60	4.23	4.56
P/E, core	(x)	8.68	18.76	16.31	13.88	12.88
EPS growth, core	(%)	178.44	(53.72)	15.03	17.53	7.75
P/BV, core	(x)	13.11	13.12	13.12	13.12	13.12
ROE	(%)	150.91	69.91	80.45	94.56	101.88
Dividend yield	(%)	11.52	9.36	6.13	7.20	7.76
EV/EBITDA	(x)	8.59	17.76	16.09	13.70	12.71

Note Company-only financial statements, Source: SCBS Investment Research

Financial statement (company-only)

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	2010	2011	2012F	2013F	2014F
Total revenue	21,908	10,268	11,783	13,809	14,866
Cost of goods sold	0	0	0	0	0
Gross profit	**21,908**	**10,268**	**11,783**	**13,809**	**14,866**
SG&A	281	291	295	300	309
Other income	0	0	0	0	0
Interest expense	0	2	0	0	0
Pre-tax profit	**21,655**	**10,031**	**11,548**	**13,573**	**14,624**
Corporate tax	0	0	0	0	0
Equity a/c profits	0	0	0	0	0
Minority interests	0	0	0	0	0
Core profit	**21,655**	**10,031**	**11,548**	**13,573**	**14,624**
Extra-ordinary items	0	7,499	0	0	0
Net Profit	**21,655**	**17,530**	**11,548**	**13,573**	**14,624**
EBITDA	21,670	10,047	11,562	13,583	14,633
Core EPS (Bt)	**6.76**	**3.13**	**3.60**	**4.23**	**4.56**
Net EPS (Bt)	6.76	5.47	3.60	4.23	4.56
DPS (Bt)	6.77	5.50	3.60	4.23	4.56

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12
Total revenue	4,954	25	5,270	20	5,124
Cost of goods sold	0	0	0	0	0
Gross profit	**4,954**	**25**	**5,270**	**20**	**5,124**
SG&A	58	61	69	102	72
Other income	9	11	17	19	30
Interest expense	1	1	1	0	1
Pre-tax profit	**4,905**	**-26**	**5,216**	**-64**	**5,081**
Corporate tax	0	0	0	0	0
Equity a/c profits	0	0	0	0	0
Minority interests	0	0	0	0	0
Core profit	**4,905**	**-26**	**5,216**	**-64**	**5,081**
Extra-ordinary items	0	0	0	7,499	0
Net Profit	**4,905**	**-26**	**5,216**	**7,435**	**5,081**
EBITDA	4,909	-22	5,220	-60	5,085
Core EPS (Bt)	**1.53**	**(0.01)**	**1.63**	**(0.02)**	**1.58**
Net EPS (Bt)	1.53	(0.01)	1.63	2.32	1.58

Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	2010	2011	2012F	2013F	2014F
Total current assets	1,872	9,839	2,340	2,341	2,342
Total fixed assets	12,560	12,142	12,134	12,129	12,124
Total assets	**14,432**	**21,982**	**14,474**	**14,470**	**14,466**
Total loans	3	2	1	1	1
Total current liabilities	88	7,588	81	77	73
Total long-term liabilities	2	40	39	39	39
Total liabilities	**90**	**7,628**	**120**	**116**	**113**
Paid-up capital	3,201	3,206	3,206	3,206	3,206
Total equity	**14,342**	**14,354**	**14,354**	**14,354**	**14,354**
BVPS (Bt)	**4.48**	**4.48**	**4.48**	**4.48**	**4.48**

Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12
Total current assets	6,717	1,831	1,973	9,839	7,376
Total fixed assets	12,559	12,558	12,560	12,142	12,139
Total assets	**19,276**	**14,389**	**14,532**	**21,982**	**19,514**
Total loans	3	2	2	2	2
Total current liabilities	33	32	74	7,588	5,106
Total long-term liabilities	37	38	39	40	40
Total liabilities	**70**	**70**	**113**	**7,628**	**5,146**
Paid-up capital	3,201	3,202	3,206	3,206	3,206
Total equity	**19,206**	**14,319**	**14,419**	**14,354**	**14,368**
BVPS (Bt)	**6.00**	**4.47**	**4.50**	**4.48**	**4.48**

Cash Flow Statement (Btmn)

FY December 31	2010	2011	2012F	2013F	2014F
Core Profit	21,655	10,031	11,548	13,573	14,624
Depreciation and amortization	14	14	14	11	9
Operating cash flow	21,680	10,067	11,577	13,579	14,630
Investing cash flow	162	7,314	-5	-5	-5
Financing cash flow	-21,669	-10,008	-19,052	-13,573	-14,624
Net cash flow	173	7,372	-7,480	2	1

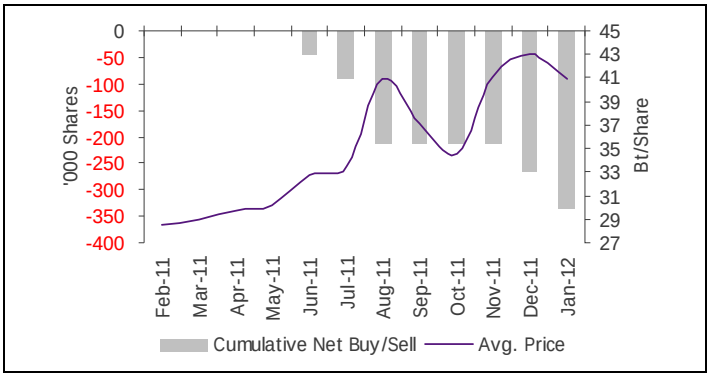
Main Assumptions

	2010	2011	2012F	2013F	2014F
ADVANC DPS (Bt)	12.92	8.43	11.44	11.45	12.74
THCOM DPS (Bt)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

Key Financial Ratios

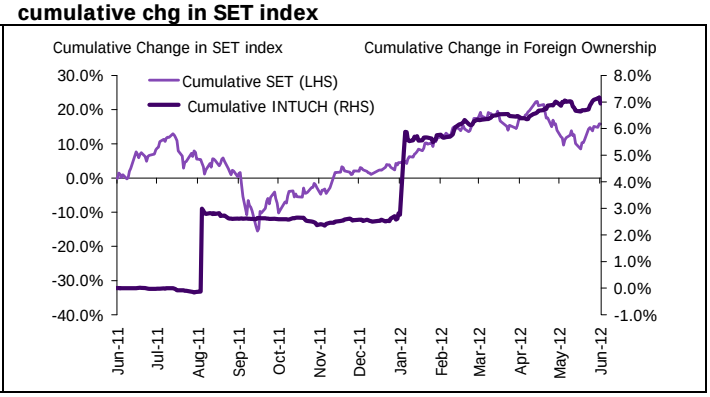
	2010	2011	2012F	2013F	2014F
Gross margin(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
Operating margin(%)	98.7	97.2	97.5	97.8	97.9
EBITDA margin(%)	98.9	97.8	98.1	98.4	98.4
EBIT margin(%)	98.8	97.7	98.0	98.3	98.4
Net profit margin(%)	98.8	170.7	98.0	98.3	98.4
ROE (%)	151.0	122.1	80.5	94.6	101.9
ROA (%)	150.0	79.7	79.8	93.8	101.1
Net D/E (x)	(0.1)	(0.7)	(0.2)	(0.2)	(0.2)
Interest coverage (x)	74,642	4,806	121,168	208,810	224,984
Debt service coverage (x)	74,692	3,921	15,898	208,973	225,130
Payout Ratio (%)	100	101	100	100	100

12-Month Cumulative directors trade



Source: SEC

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



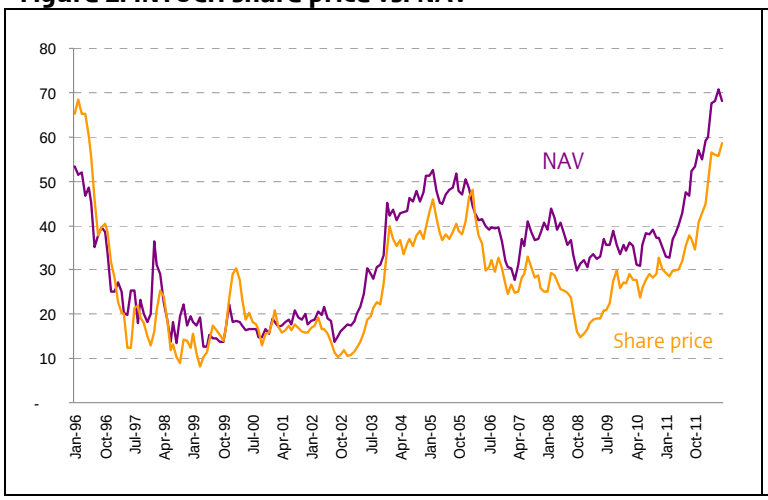
Source: SET, SCBS Investment Research

Figure 1: Market NAV and SOTP

	% holding	Bt/share	Value (Btmn)	Per INTUCH share	Market price	NAV	Per INTUCH share
ADVANC	40.50%	215 (new TP)	258,583	80.65	176.00	211,677	66.02
THCOM	41.1%	14.6 (3-month average)	6,583	2.05	13.90	6,267	1.95
1Q12 net cash			2,226	0.69		2,226	0.69
Net asset value			267,391	83.39		220,170	68.67
After 10% discount			240,652	**75.18**			
INTUCH					58.75	**Discount**	**-14%**

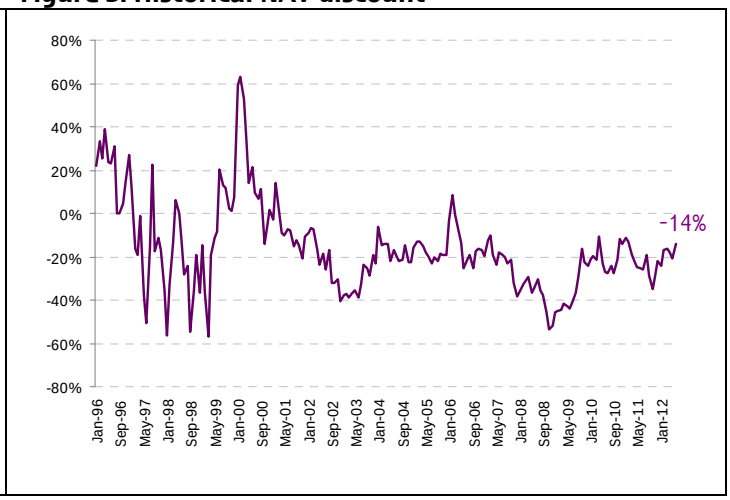
Source SCBS Investment Research

Figure 2: INTUCH share price vs. NAV



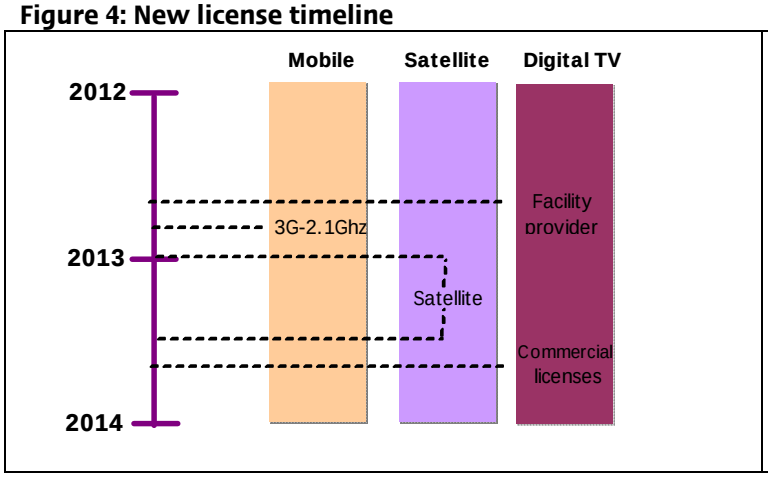
Source: SET, SCBS Investment Research

Figure 3: Historical NAV discount



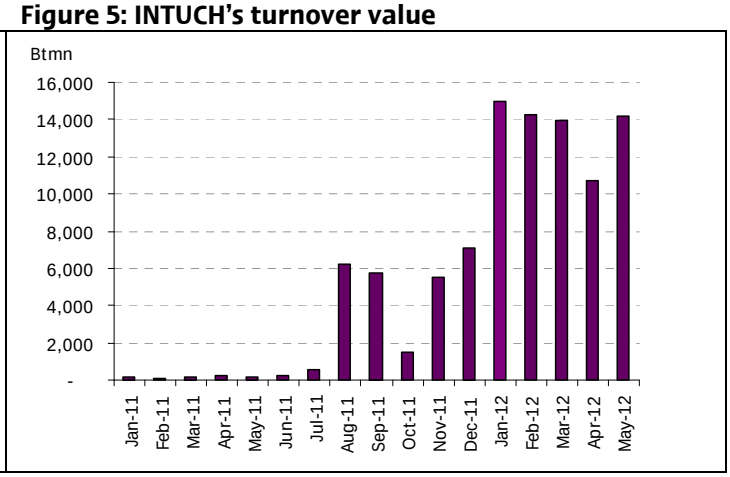
Source: SET, SCBS Investment Research

Figure 4: New license timeline



Source: The NBTC, SCBS Investment Research

Figure 5: INTUCH's turnover value



Source: SET

This page is left blank intentionally

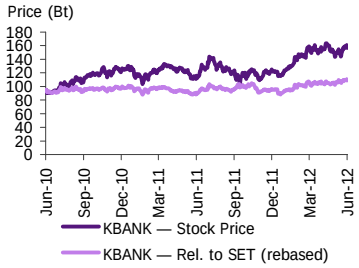
ซื้อ

Stock Data

Last close (Jun 21) (Bt)	156.50
12-m target price (Bt)	200.00
Upside (Downside) to TP (%)	27.80
Mkt cap (Btbn)	374.55
Mkt cap (US$mn)	11,771

Bloomberg code	KBANK TB
Reuters code	KBAN.BK
Risk rating	L
Mkt cap (%) SET	3.90
Sector % SET	18.36
Shares issued (mn)	2,393
Par value (Bt)	10
12-m high / low (Bt)	164 / 102.5
Avg. daily 6m (US$mn)	34.20
Foreign limit / actual (%)	49 / 49
Free float (%)	76.3
Dividend policy (%)	NA

Price Performance



Source: SET, SCBS Investment Research

Share performance

	1M	3M	12M
Absolute	9.1	1.0	36.7
Relative to SET	6.5	3.8	20.7

Source: SET, SCBS Investment Research

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

ตัวเลือกในเศรษฐกิจขาขึ้น

แม้กลุ่มธนาคารปรับตัว outperform SET อยู่เล็กน้อย แต่ก็ยังปรับตัวขึ้นน้อยกว่าหุ้น domestic play กลุ่มอื่น ๆ (กลุ่มพาณิชย์ และไอซีที) ทำให้ตอนนี้หุ้นกลุ่มธนาคารดูน่าสนใจกว่าหุ้น domestic play กลุ่มอื่น ๆ เราเลือก KBANK เป็นหุ้น top pick ของเราในกลุ่มนี้เนื่องจากเราคาดการณ์ถึงการเปลี่ยนแปลงทางโครงสร้างในทางที่ดีขึ้นซึ่งเกิดขึ้นแล้วในไตรมาส 1/55 ซึ่งจะช่วยสนับสนุนให้ ROA และ ROE ของ KBANK ปรับตัวขึ้นทำจุดสูงสุดใหม่ เราแนะนำ "ซื้อ" KBANK ด้วยราคาเป้าหมาย 200 บาท ซึ่งเป็นราคาที่ให้ Upside 27%

กลุ่มธนาคารเป็นหุ้น domestic play ที่น่าสนใจกว่ากลุ่มอื่น ๆ แม้กลุ่มธนาคารปรับตัว outperform SET อยู่เล็กน้อย แต่กลุ่มธนาคารก็ยังปรับตัวขึ้นน้อยกว่าหุ้น domestic play กลุ่มอื่นๆ หุ้น domestic play เป็นกลุ่มที่น่าสนใจในปีนี้ และดัชนีกลุ่มพาณิชย์ ไอซีที และธนาคาร ก็สามารถปรับตัว outperform ตลาดมาตั้งแต่ต้นปีนี้โดยตั้งแต่ต้นปี 2555 จนถึงปัจจุบัน ดัชนีกลุ่มเหล่านี้ปรับตัวเพิ่มขึ้น 41% 23% และ 18% ตามลำดับ เทียบกับ SET index ที่ปรับตัวเพิ่มขึ้น 13%

รายได้ค่าธรรมเนียมและเบี้ยประกันจะปรับตัวเพิ่มขึ้นอีก เราปรับประมาณการอัตราเติบโตของรายได้ค่าธรรมเนียมและเบี้ยประกันในปี 2555 ของ KBANK เพิ่มขึ้นจาก 16% สู่ 19% สูงที่สุดในกลุ่มธนาคาร ซึ่งหมายความว่ารายได้ค่าธรรมเนียมและเบี้ยประกันจะเติบโตมากยิ่งขึ้นอีกจากระดับสูงสุดเป็นประวัติการณ์ที่ 15% ในไตรมาส 1 ปี 2555 สะท้อนถึงการฟื้นตัวของอัตราการขยายตัวของสินเชื่อที่ได้รับปัจจัยหนุนจากสินเชื่อธุรกิจ SME (จากระดับ 1% ในไตรมาส 1 ปี 2555 สู่ระดับ 11% ตลอดทั้งปี) และที่สำคัญกว่านั้นคือประโยชน์ที่ได้รับจากการอัพเกรดระบบไอที นอกจากนี้รายได้เบี้ยประกันภัยรับสุทธิก็มีแนวโน้มที่จะปรับตัวเร่งขึ้นตามปัจจัยฤดูกาลจากจำนวนสูงสุดเป็นประวัติการณ์ในไตรมาส 1 ปี 2555 (+55% จากช่วงเดียวกันของปีก่อน และ +65% จากไตรมาสก่อนหน้า) ใน 3 ไตรมาสที่เหลือของปีนี้ด้วย

อัตราส่วนต้นทุนต่อรายได้มีโอกาสปรับตัวลดลงมากที่สุด KBANK ใช้งบราว 71% ของงบประมาณสำหรับอัพเกรดระบบไอทีระยะ 7 ปีรวม 1.95 หมื่นล้านบาท (รายจ่ายลงทุน 84% และค่าใช้จ่ายในการดำเนินงาน 16%) ไปแล้ว ณ ไตรมาส 1 ปี 2555 เราคาดว่าอัตราส่วนต้นทุนต่อรายได้ของ KBANK จะลดลงจากระดับ 48% ในปี 2554 สู่ระดับ 43% ในปี 2557 ซึ่งเป็นปัจจัยหลักที่ทำให้เราคาดว่า ROE ของ KBANK จะปรับตัวเพิ่มขึ้นทำจุดสูงสุดใหม่ที่ 20.9% ในปี 2557 จาก 16.7% ในปี 2554

ส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยสุทธิแข็งแกร่งกว่าคาด KBANK สามารถรักษาผลตอบแทนจากการให้สินเชื่อเอาไว้ไม่ให้ลดลงได้ในไตรมาส 1 ปี 2555 ทั้งๆ ที่อัตราดอกเบี้ยปรับลดลง ซึ่งสะท้อนถึงส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยสุทธิที่แข็งแกร่งกว่าคาด เราเชื่อว่าส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยสุทธิปรับตัวลดลงถึงจุดต่ำสุดแล้วในไตรมาส 1 ปี 2555 แต่การฟื้นตัวจะเกิดขึ้นช้าและน้อยในช่วงเวลาที่เหลือของปีนี้ ดังนั้นเราจึงคงการคาดการณ์ของเราไว้ว่าส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยสุทธิของ KBANK จะลดลง 0.07% ในปีนี้

หุ้น domestic play ที่น่าสนใจ เรายืนยันเลือก KBANK เป็นหุ้น top pick ของเราในกลุ่มธนาคาร ด้วยราคาเป้าหมาย 200 บาท (PBV เฉลี่ยปี 2555 และปี 2556 ที่ 2.4 เท่า) โดยอิงกับ ROE ระยะยาวที่ 20.8% cost of equity 12% และอัตราเติบโตระยะยาว 5.5% เราคาดว่า ROA และ ROE จะมีแนวโน้มปรับตัวดีขึ้นในระยะยาวอันเป็นผลมาจากรายได้ค่าธรรมเนียมและเบี้ยประกันที่เติบโตมากขึ้นและประโยชน์ที่จะได้รับเพิ่มมากขึ้นจากการอัพเกรดระบบไอทีเสร็จในปี 2556

Forecasts and valuation

FY Dec	Unit	2010	2011	2012F	2013F	2014F
Pre-provision profit	(Bt mn)	26,748	31,571	41,615	49,268	57,093
Net profit	(Bt mn)	20,047	24,226	34,224	41,624	49,315
PPP/Sh	(Bt)	11.18	13.19	17.39	20.59	23.86
EPS	(Bt)	8.38	10.12	14.30	17.39	20.61
BVPS	(Bt)	56.38	64.68	76.48	90.30	106.56
DPS	(Bt)	2.50	2.50	3.58	4.35	5.15
PER	(x)	18.68	15.46	10.94	9.00	7.59
P/PPP	(x)	14.00	11.86	9.00	7.60	6.56
EPS growth	(%)	34.62	20.85	41.27	21.62	18.48
PBV	(x)	2.78	2.42	2.05	1.73	1.47
ROE	(%)	15.54	16.72	20.26	20.86	20.94
Dividend yields	(%)	1.60	1.60	2.28	2.78	3.29

Source: SCBS Investment Research

Financial statement

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	2010	2011	2012F	2013F	2014F
Interest & dividend income	62,271	83,693	94,071	102,954	112,162
Interest expense	15,527	27,202	32,913	36,066	39,611
Net interest income	**46,744**	**56,491**	**61,158**	**66,888**	**72,551**
Non-interest income	28,394	34,004	40,501	46,862	55,213
Non-interest expenses	38,003	43,019	46,664	50,427	54,145
Earnings before tax & provision	37,135	47,476	54,995	63,323	73,619
Tax	9,094	13,962	10,949	11,136	13,168
Equities & minority interest	1,293	1,943	2,431	2,919	3,358
Core pre-provision profit	26,748	31,571	41,615	49,268	57,093
Provision	6,701	7,346	7,391	7,644	7,778
Core net profit	**20,047**	**24,226**	**34,224**	**41,624**	**49,315**
Extra item	0	0	0	0	0
Net profit	**20,047**	**24,226**	**34,224**	**41,624**	**49,315**
EPS (Bt)	8.38	10.12	14.30	17.39	20.61
DPS (Bt)	2.50	2.50	3.58	4.35	5.15

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12
Interest & dividend income	18,222	20,267	22,119	23,085	22,974
Interest expense	5,278	6,323	7,439	8,162	8,056
Net interest income	**12,945**	**13,944**	**14,680**	**14,922**	**14,918**
Non-interest income	8,298	9,119	8,876	7,711	9,846
Non-interest expenses	10,280	10,097	10,265	12,376	10,260
Earnings before tax & provision	10,963	12,965	13,291	10,257	14,504
Tax	2,666	3,361	3,424	4,511	3,043
Equities & minority interest	502	501	387	554	643
Core pre-provision profit	7,795	9,104	9,481	5,192	10,818
Provision	1,681	1,785	1,719	2,160	1,831
Core net profit	**6,114**	**7,318**	**7,761**	**3,032**	**8,988**
Extra item	0	0	0	0	0
Net profit	**6,114**	**7,318**	**7,761**	**3,032**	**8,988**
EPS (Bt)	2.55	3.06	3.24	1.27	3.76

Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	2010	2011	2012F	2013F	2014F
Cash	32,457	53,211	55,112	56,101	57,379
Interbank assets	97,560	112,130	128,389	147,648	169,795
Investments	251,217	264,133	284,133	294,133	304,133
Gross loans	**1,076,981**	**1,210,834**	**1,344,026**	**1,478,429**	**1,626,272**
Accrued interest receivable	1,416	2,105	2,105	2,105	2,105
Loan loss reserve	36,832	40,343	47,734	55,378	63,157
Net loans	**1,041,566**	**1,172,596**	**1,298,397**	**1,425,156**	**1,565,220**
Total assets	**1,546,664**	**1,722,940**	**1,894,688**	**2,060,187**	**2,242,945**
Deposits	1,100,036	1,242,229	1,393,781	1,526,887	1,667,361
Interbank liabilities	33,064	53,340	53,340	53,340	53,340
Borrowings	88,932	70,303	59,813	56,203	56,203
Total liabilities	**1,401,177**	**1,555,974**	**1,697,036**	**1,826,532**	**1,967,005**
Minority interest	10,545	12,167	14,613	17,548	20,923
Paid-up capital	23,933	23,933	23,933	23,933	23,933
Total Equities	**134,943**	**154,799**	**183,040**	**216,108**	**255,017**
BVPS (Bt)	**56.38**	**64.68**	**76.48**	**90.30**	**106.56**

Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12
Cash	26,721	28,861	31,276	53,211	42,459
Interbank assets	225,010	135,085	165,267	112,130	147,503
Investments	252,441	263,801	287,454	264,133	372,295
Gross loans	**1,083,094**	**1,167,157**	**1,199,196**	**1,210,834**	**1,220,068**
Accrued interest receivable	1,482	1,595	1,842	2,105	2,265
Loan loss reserve	37,863	38,783	38,563	40,343	41,583
Net loans	**1,046,713**	**1,129,968**	**1,162,475**	**1,172,596**	**1,180,750**
Total assets	**1,677,862**	**1,672,341**	**1,777,794**	**1,722,940**	**1,857,149**
Deposits	1,182,390	1,202,505	1,255,177	1,242,229	1,305,687
Interbank liabilities	63,246	49,212	94,176	53,340	96,231
Borrowings	104,496	99,918	76,729	70,303	84,333
Total liabilities	**1,525,739**	**1,517,805**	**1,616,977**	**1,555,974**	**1,677,982**
Minority interest	11,072	11,288	11,111	12,167	13,448
Paid-up capital	23,933	23,933	23,933	23,933	23,933
Total Equities	**141,051**	**143,249**	**149,707**	**154,799**	**165,719**
BVPS (Bt)	**58.94**	**59.86**	**62.55**	**64.68**	**69.24**

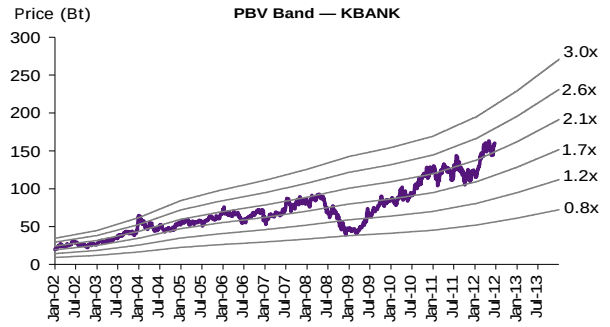
Key Assumptions and Financial Ratios

	2010	2011	2012F	2013F	2014F
Growth					
YoY loan growth	14.16	12.43	11.00	10.00	10.00
YoY fee & insurance income growth	44.47	17.89	19.29	17.69	18.94
Profitability					
Yield on earning assets (%)	4.63	5.56	5.63	5.60	5.58
Cost on interest-bearing liabilities (%)	1.34	2.10	2.29	2.29	2.32
Spread (%)	3.30	3.45	3.34	3.31	3.26
Net interest margin(%)	3.48	3.75	3.66	3.64	3.61
ROE (%)	15.54	16.72	20.26	20.86	20.94
Asset Quality					
NPLs/Total Loans(%)	3.08	2.62	2.73	2.71	2.69
LLR/NPLs(%)	111.02	127.12	130.17	138.33	144.43
Provision expense/Total loans (%)	0.62	0.61	0.55	0.52	0.48
Liquidity					
Loans/Deposits & borrowings (%)	90.58	92.25	92.46	93.39	94.36
Efficiency					
Cost to income ratio (%)	50.93	47.94	46.27	44.53	42.55
Capital Fund					
Capital adequacy ratio(%)	14.01	13.79	16.04	16.83	17.71
Tier-1(%)	9.40	9.62	12.28	13.39	14.56
Tier-2(%)	4.61	4.17	3.76	3.44	3.14

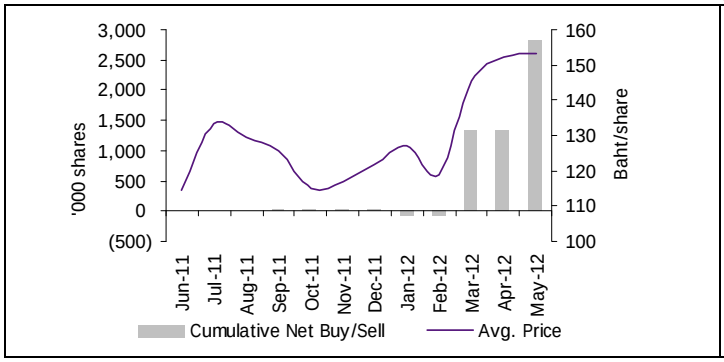
Financial Ratios

	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12
YoY loan growth	12.51	19.27	19.45	12.43	12.65
YoY fee & insurance income growth	17.93	28.80	24.17	1.80	20.46
Yield on earning assets (%)	4.88	5.19	5.48	5.69	5.52
Cost on interest-bearing liabilities (%)	1.64	1.84	2.10	2.31	2.26
Net interest margin(%)	3.47	3.57	3.64	3.68	3.59
Cost to income ratio (%)	49.01	44.43	43.61	54.99	41.69
NPLs/Total Loans(%)	3.22	2.77	2.51	2.62	2.55
LLR/NPLs(%)	108.45	120.03	128.23	127.12	133.79
Provision expense/Total loans (%)	0.62	0.61	0.57	0.71	0.60

PBV Band Chart

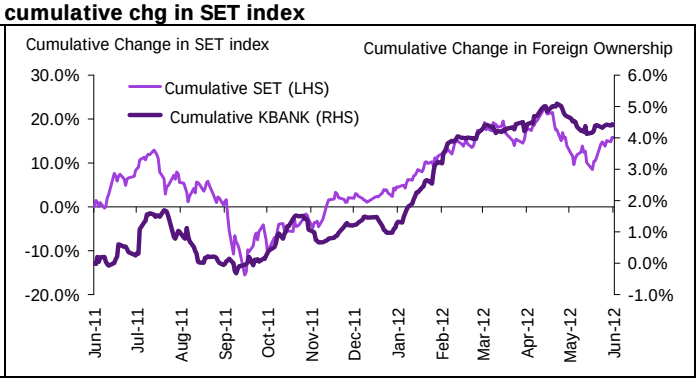


12-Month Cumulative directors trade



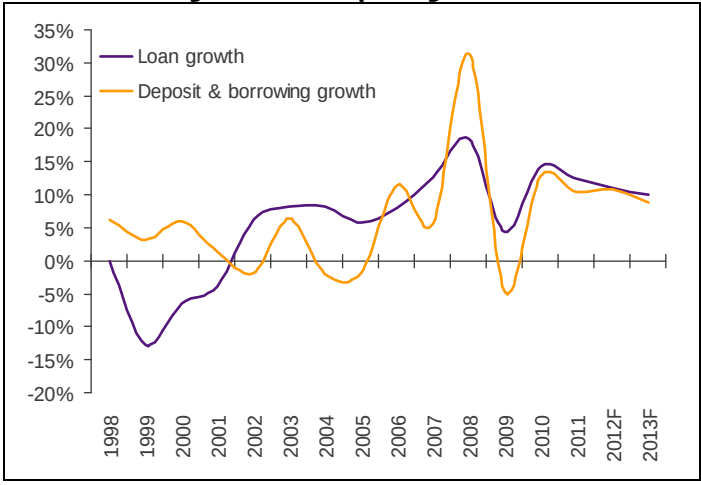
Source: SEC

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



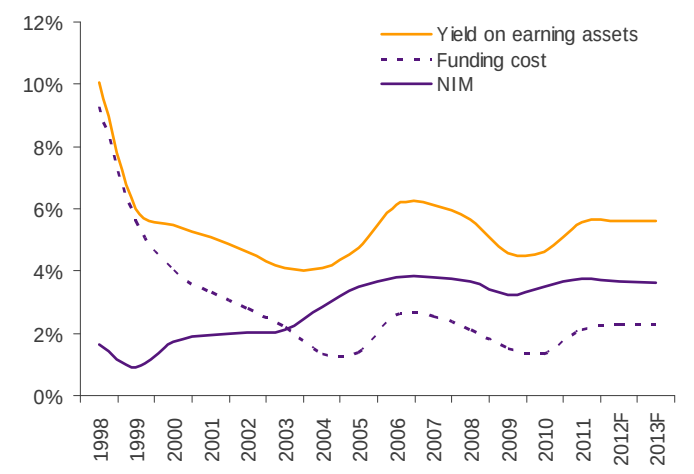
Source: SET, SCBS Investment Research

Chart 1: Loan growth vs. deposit growth



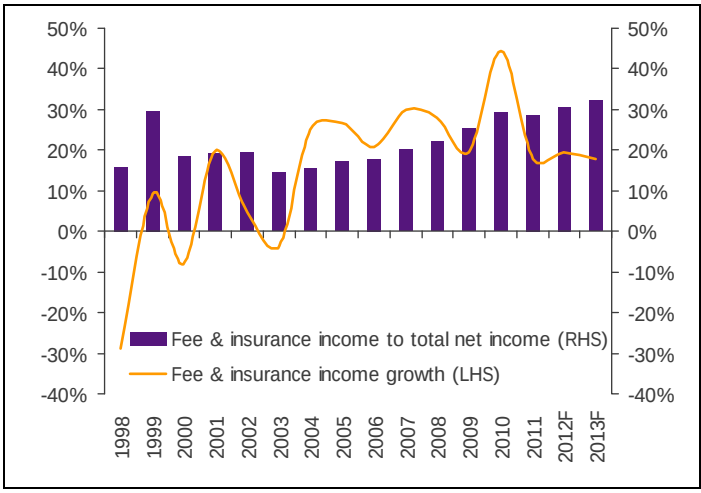
Source: SCC and SCBS Investment Research

Chart 2: Margin



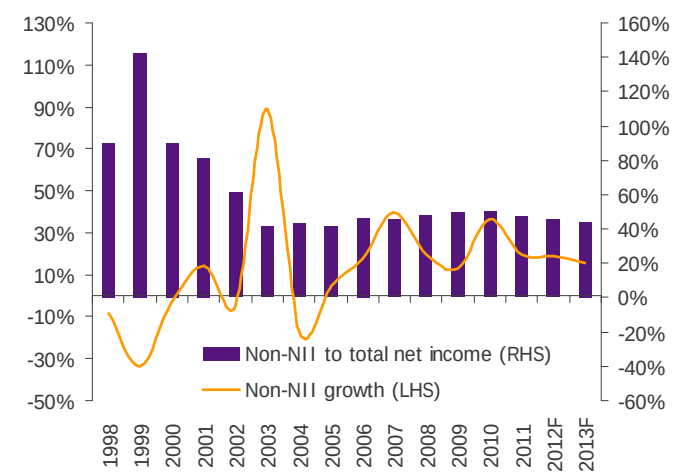
Source: SCC and SCBS Investment Research

Chart 3: Fee income



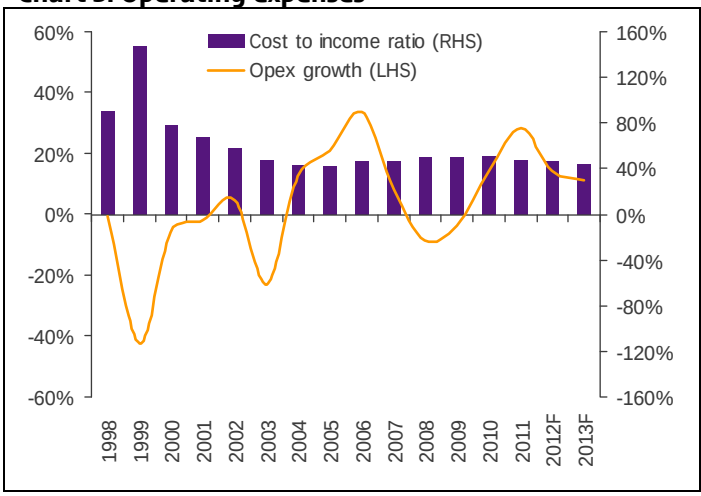
Source: SCC and SCBS Investment Research

Chart 4: Non-interest income



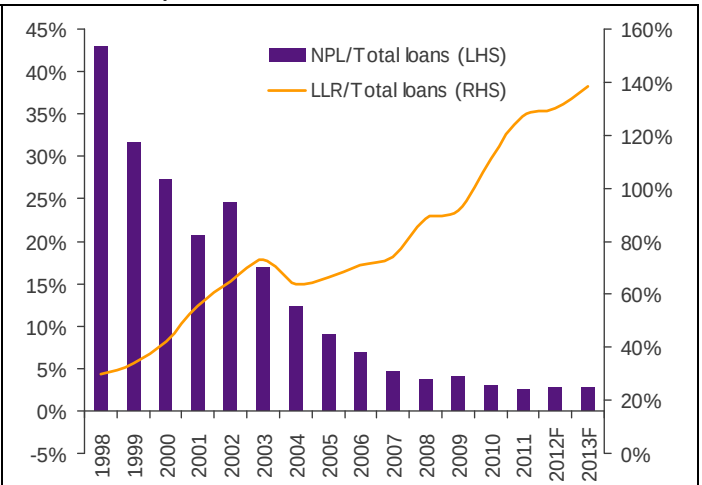
Source: SCC and SCBS Investment Research

Chart 5: Operating expenses



Source: SCC and SCBS Investment Research

Chart 6: LLR/NPLs



Source: SCC and SCBS Investment Research

This page is left blank intentionally

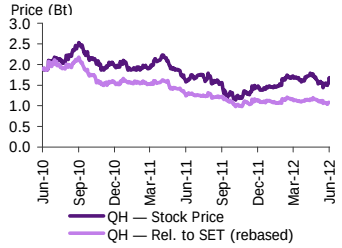
ซื้อ

Stock data

Last close (Jun 21) (Bt)	1.68
12-m target price (Bt)	3.30
Upside (Downside) to TP (%)	96.43
Mkt cap (Btbn)	15.43
Mkt cap (US$mn)	483

Bloomberg code	QH TB
Reuters code	QH.BK
Risk rating	M
Mkt cap (%) SET	0.16
Sector % SET	5.92
Shares issued (mn)	9,184
Par value (Bt)	1
12-m high / low (Bt)	2 / 1.2
Avg. daily 6m (US$mn)	3.11
Foreign limit / actual (%)	40 / 23
Free float (%)	62.8
Dividend policy (%)	≤ 50

Price Performance



Source: SET, SCBS Investment Research

Share performance

	1M	3M	12M
Absolute	5.7	0.6	4.3
Relative to SET	3.2	3.4	-7.8

Source: SET, SCBS Investment Research

ยุพเรศ ลิขิตแสนสุข
0-2949-1020
yupharet.likitsansuk@scb.co.th

รับรู้กำไรจากการขายเงินลงทุน

ในขณะที่หุ้นกลุ่ม domestic play ปรับตัวขึ้นมาแล้วเฉลี่ยกว่า 24% ตั้งแต่ต้นปี 2555 จนถึงปัจจุบัน แต่ราคาหุ้นกลุ่มพัฒนาโครงการที่อยู่อาศัย (RE) ปรับตัวเพิ่มขึ้นมาเพียง 17% กำไรที่มีแนวโน้มเติบโตอย่างแข็งแกร่งที่ระดับ 20% ทำให้กลุ่มพัฒนาโครงการที่อยู่อาศัยเทรดที่ PEG ต่ำสุดที่ 0.78 เท่าในปี 2555 เทียบกับระดับ 0.83 เท่าของกลุ่มพาณิชย์ 0.85 เท่าของกลุ่มการแพทย์ และ 1.1 เท่าของกลุ่มไอซีทีกับธนาคาร สำหรับหุ้นในกลุ่ม RE นั้น เราชอบ QH มากที่สุด เพราะกำไรจากการดำเนินธุรกิจปกติของบริษัทมีแนวโน้มเติบโตสูงถึง 62% ในปีนี้ และมี Valuation ถูกสุดที่ PEG 0.2 เท่า อีกทั้งการขายสินทรัพย์ก็จะทำให้บริษัทมีกำไรจำนวนมากด้วย เราคาดว่าราคาหุ้น QH มีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้นเท่าตัวสู่ระดับเป้าหมายระยะ 12 เดือนของเราที่ 3.3 บาท/หุ้น และคงคำแนะนำ "ซื้อ" QH รวมทั้งเลือกให้เป็น top pick ของกลุ่ม RE

ปรับประมาณการกำไรเพิ่มขึ้น

เราปรับประมาณการกำไรปี 2555 ของ QH เพิ่มขึ้นอีก 82% สู่จำนวน 2.3 พันล้านบาท เติบโต 165% จากปีก่อน เพื่อสะท้อนถึงกำไรพิเศษประมาณ 1 พันล้านบาทที่จะเกิดขึ้นจากการขายสินทรัพย์ให้กับกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์กองใหม่ในไตรมาส 3 ปี 2555 นอกจากนี้การรวมรายได้เงินปันผลจากกองทุนนี้เข้ามายังทำให้ประมาณการกำไรปี 2556 ปรับเพิ่มขึ้นอีก 2.5% และปี 2557 ปรับตัวเพิ่มขึ้นอีก 3.6% ด้วย หากไม่รวมกำไรจากการขายสินทรัพย์ ประมาณการกำไรจากการดำเนินงานปกติของเรายังไม่มีการเปลี่ยนแปลงโดยจะมีอัตราเติบโตสูงถึง 62% ในปี 2555 42% ในปี 2556 และ 18% ในปี 2557 หรือคิดเป็นอัตราเติบโตเฉลี่ยที่ 40% ต่อปี สูงกว่าอัตราเติบโตระดับ 12-32% ของหุ้นอสังหาริมทรัพย์ตัวอื่นๆ

Presales และรายได้จะมากขึ้นในช่วงครึ่งปีหลัง

เราคาดว่า Presales ในงวดครึ่งหลังปี 2555 จะเพิ่มขึ้นจากครึ่งปีแรก สอดคล้องกับการเปิดตัวโครงการใหม่มากขึ้นในช่วงครึ่งปีหลัง โครงการหลักๆ ในงวดครึ่งหลังปี 2555 คือ โครงการ QH condo *อโศก-เพชรบุรี* มูลค่า 2.8 พันล้านบาท (ใกล้สถานีรถไฟฟ้า MRT) และโครงการแนวราบจำนวน 14 โครงการ ค่ารวม 1.53 หมื่นล้านบาท นอกจากนี้บริษัทก็จะรับรู้รายได้เพิ่มมากขึ้นในช่วงครึ่งปีหลังด้วยเช่นกัน โดยได้รับการสนับสนุนจากการโอนคอนโด 2 โครงการ คือ *Casa Condo ช้างเผือก เชียงใหม่* และ *The Trust Residence ปิ่นเกล้า* ปัจจัยเหล่านี้จะช่วยกระตุ้นราคาหุ้น QH ในงวดครึ่งหลังของปี 2555

ขยายโครงการในต่างจังหวัด

นอกเหนือจากโครงการที่มีอยู่จำนวนมากในกรุงเทพฯ และปริมณฑลแล้ว QH ก็ขยายโครงการไปยังตลาดต่างจังหวัดที่มีแนวโน้มเติบโตได้มากด้วย บริษัทเปิดตัวโครงการในเชียงใหม่ ระยอง พัทยา ชะอำ และศรีราชาไปแล้ว ส่วนแบ่งรายได้จากต่างจังหวัดยังมีน้อยไม่ถึง 5% แต่จะเติบโตอย่างรวดเร็วสู่ระดับ 10-15% ภายในระยะ 3 ปีข้างหน้า

ความกังวลเกี่ยวกับต้นทุนที่สูงขึ้นผ่อนคลายลง

เราคาดว่าอัตรากำไรขั้นต้นของ QH จะเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง และจะยืนอยู่สูงกว่าระดับ 30% ราคาเหล็กที่ลดลง 7% จากปีก่อน และราคาน้ำมันดิบเบรนท์ที่ลดลง 15% จากไตรมาสก่อนหน้าช่วยลดแรงกดดันต่อต้นทุนค่าการก่อสร้าง แม้อัตรากำไรขั้นต้นของ QH ปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องมาตั้งแต่ไตรมาส 3 ปี 2554 แต่ก็ยังมีโอกาสที่จะปรับตัวเพิ่มขึ้นได้อีก

Forecasts and valuation

Year to 31 Dec	Unit	2010	2011	2012F	2013F	2014F
Revenue	(Btmn)	13,241	9,849	11,190	13,111	14,467
EBITDA	(Btmn)	2,776	1,503	2,845	2,482	2,772
Core profit	(Btmn)	1,778	767	1,222	1,753	2,022
Reported profit	(Btmn)	2,002	853	2,218	1,753	2,022
Core EPS	(Bt)	0.21	0.09	0.13	0.19	0.22
DPS	(Bt)	0.12	0.01	0.10	0.10	0.11
P/E, core	(x)	8.0	18.6	12.6	8.8	7.6
EPS growth, core	(%)	10.1	(56.8)	46.9	43.5	15.3
P/BV, core	(x)	1.1	1.1	1.0	0.9	0.9
ROE	(%)	13.7	5.8	8.5	10.9	11.8
Dividend yield	(%)	7.1	0.6	5.7	5.7	6.6
EV/EBITDA	(x)	10.9	25.2	12.9	15.4	13.7

Source: SCBS Investment Research

Financial statement

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	2010	2011	2012F	2013F	2014F
Total revenue	13,241	9,849	11,190	13,111	14,467
Cost of goods sold	9,359	6,981	7,769	9,113	10,061
Gross profit	**3,882**	**2,868**	**3,421**	**3,998**	**4,407**
SG&A	1,943	2,346	2,739	2,880	3,175
Other income	71	98	98	98	98
Interest expense	259	309	284	319	316
Pre-tax profit	**1,751**	**311**	**496**	**898**	**1,014**
Corporate tax	515	182	114	180	203
Equity a/c profits	543	639	840	1,035	1,211
Minority interests	0	0	0	0	0
Core profit	**1,778**	**767**	**1,222**	**1,753**	**2,022**
Extra-ordinary items	223	86	996	0	0
Net Profit	**2,002**	**853**	**2,218**	**1,753**	**2,022**
EBITDA	2,776	1,503	2,845	2,482	2,772
Core EPS (Bt)	**0.21**	**0.09**	**0.13**	**0.19**	**0.22**
Net EPS (Bt)	0.24	0.10	0.24	0.19	0.22
DPS (Bt)	0.12	0.01	0.10	0.10	0.11

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12
Total revenue	2,185	2,852	3,026	1,786	2,411
Cost of goods sold	1,574	2,005	2,153	1,249	1,669
Gross profit	**611**	**847**	**874**	**536**	**742**
SG&A	520	587	587	652	518
Other income	23	21	20	34	25
Interest expense	64	63	91	91	91
Pre-tax profit	**49**	**218**	**216**	**-172**	**158**
Corporate tax	31	84	97	-29	42
Equity a/c profits	136	151	156	195	188
Minority interests	0	0	0	0	0
Core profit	**154**	**286**	**275**	**52**	**304**
Extra-ordinary items	3	79	0	3	0
Net Profit	**158**	**365**	**275**	**55**	**304**
EBITDA	308	494	519	182	500
Core EPS (Bt)	**0.02**	**0.03**	**0.03**	**0.01**	**0.04**
Net EPS (Bt)	0.02	0.04	0.03	0.01	0.04
DPS (Bt)	0.00	0.00	0.00	0.01	0.01

Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	2010	2011	2012F	2013F	2014F
Total current assets	12,205	18,176	19,364	21,682	22,322
Total fixed assets	18,344	19,790	18,422	18,532	18,643
Total assets	**30,549**	**37,966**	**37,786**	**40,214**	**40,965**
Total loans	14,690	22,601	19,924	21,424	20,924
Total current liabilities	4,944	11,269	10,592	16,153	20,358
Total long-term liabilities	12,232	13,529	11,529	7,529	2,929
Total liabilities	**17,176**	**24,798**	**22,121**	**23,683**	**23,288**
Paid-up capital	8,477	8,477	9,184	9,184	9,184
Total equity	**13,373**	**13,168**	**15,665**	**16,531**	**17,677**
BVPS (Bt)	**1.58**	**1.55**	**1.71**	**1.80**	**1.92**

Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12
Total current assets	14,356	16,085	16,263	18,176	19,446
Total fixed assets	18,677	18,613	20,417	19,790	19,434
Total assets	**33,033**	**34,699**	**36,680**	**37,966**	**38,879**
Total Loans	17,080	19,456	21,107	22,601	22,949
Total current liabilities	7,285	9,185	10,525	11,269	11,051
Total long-term liabilities	12,311	12,728	13,094	13,529	14,390
Total liabilities	**19,596**	**21,913**	**23,619**	**24,798**	**25,441**
Paid-up capital	8,477	8,477	8,477	8,477	8,477
Total equity	**13,438**	**12,785**	**13,061**	**13,168**	**13,438**
BVPS (Bt)	**1.59**	**1.51**	**1.54**	**1.55**	**1.59**

Cash Flow Statement (Btmn)

FY December 31	2010	2011	2012F	2013F	2014F
Core Profit	1,778	767	1,222	1,753	2,022
Depreciation and amortization	223	244	229	230	231
Operating cash flow	-830	-5,685	1,455	-52	1,520
Investing cash flow	21	-1,033	612	-340	-342
Financing cash flow	738	6,718	-2,398	613	-1,377
Net cash flow	-72	-1	-331	221	-199

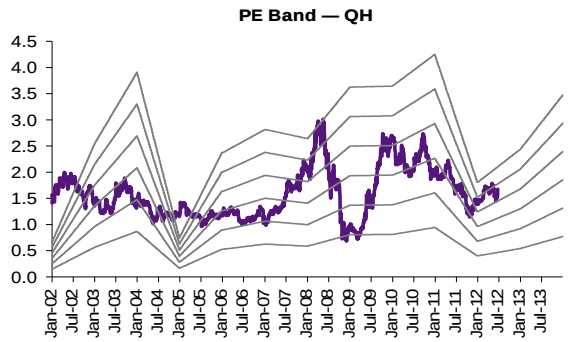
Main Assumptions

	2010	2011	2012F	2013F	2014F
SDH and TH revenue (Btbn)	9,364	7,638	7,290	7,717	8,225
Condo revenue (Btbn)	2,870	1,176	2,960	4,417	5,226
Rental revenue (Btbn)	1,006	1,035	940	977	1,016
Gross margin for RE (%)	29.2	28.3	30.0	30.0	30.0
SG&A/revenue (%)	14.7	23.8	24.5	22.0	21.9
Effective tax rate (%)	29.4	58.6	23.0	20.0	20.0

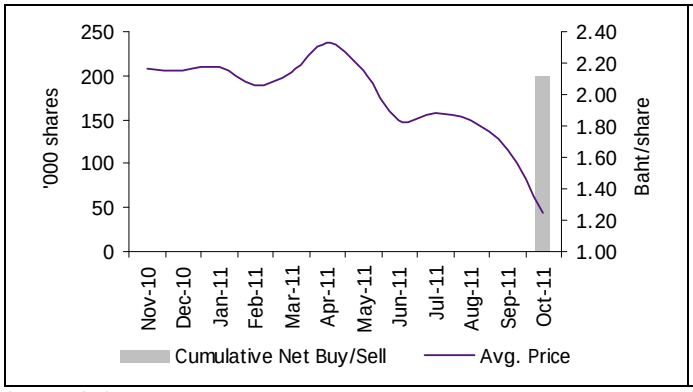
Key Financial Ratios

	2010	2011	2012F	2013F	2014F
Gross margin (%)	29.3	29.1	30.6	30.5	30.5
Operating margin (%)	14.6	5.3	6.1	8.5	8.5
EBITDA margin (%)	21.0	15.3	16.5	18.9	19.2
EBIT margin (%)	19.3	12.8	14.5	17.2	17.6
Net profit margin (%)	15.1	8.7	19.8	13.4	14.0
ROE (%)	13.7	5.8	8.5	10.9	11.8
ROA (%)	6.0	2.2	3.2	4.5	5.0
Net D/E (x)	1.0	1.6	1.2	1.2	1.1
Interest cover (x)	10.7	4.9	6.5	7.8	8.8
Debt service cover (x)	0.4	0.4	0.2	0.3	0.2
Payout Ratio (%)	50.8	9.2	40.0	50.0	50.0

PE Band Chart

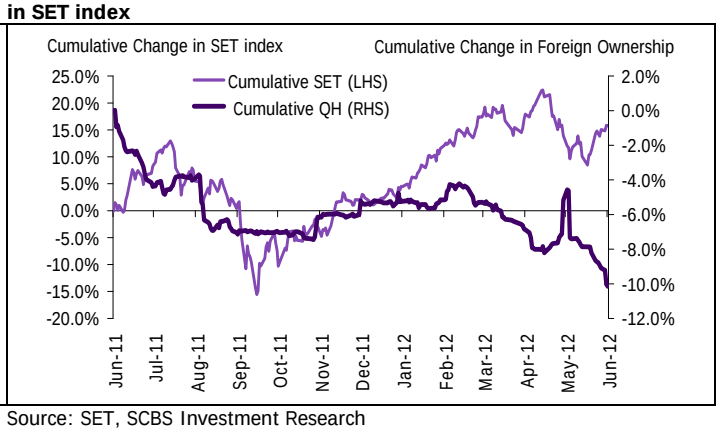


12-Month Cumulative directors trade



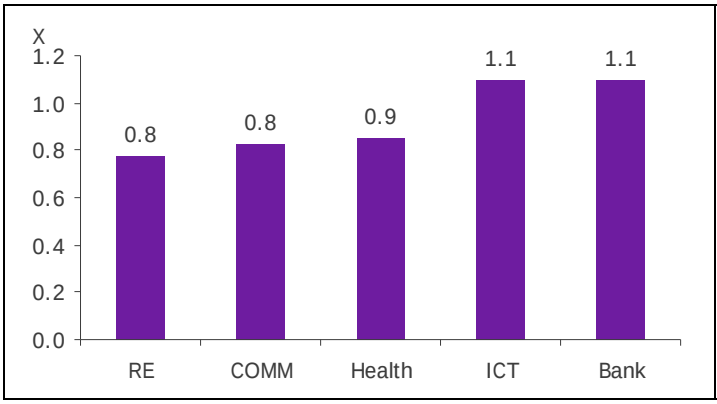
Source: SEC

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



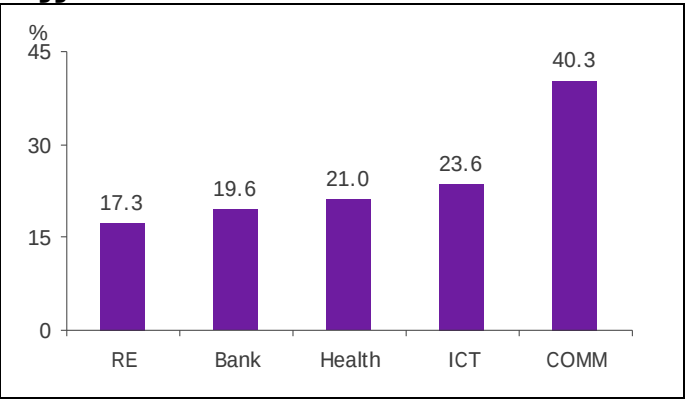
Source: SET, SCBS Investment Research

Figure 1: Property is cheapest in PEG of 2012F



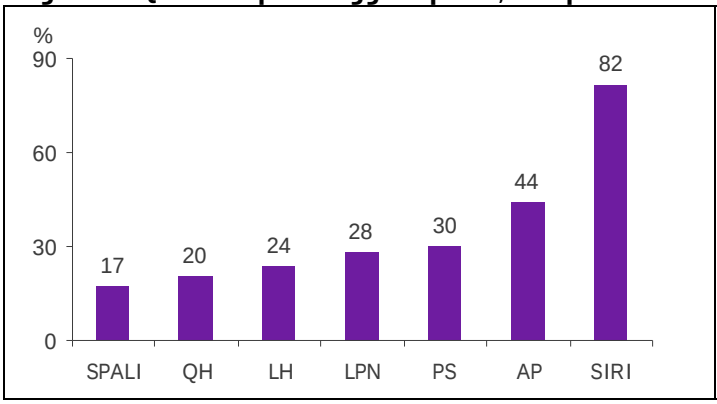
Source: SCBS Investment Research

Figure 2: YTD share price performance – RE still laggard



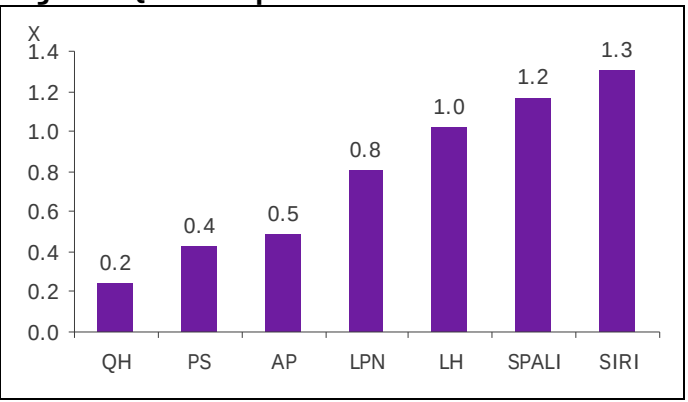
Source: SCBS Investment Research

Figure 3: QH share price laggard peers, excepts SPALI



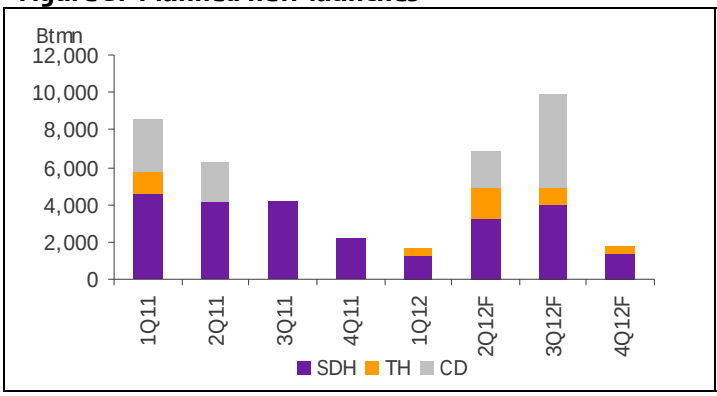
Source: Bloomberg

Figure 4: QH is cheapest PEG valuation



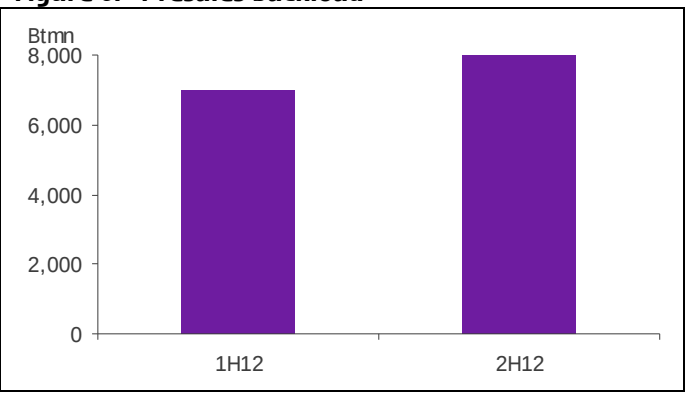
Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

Figure 5: Planned new launches



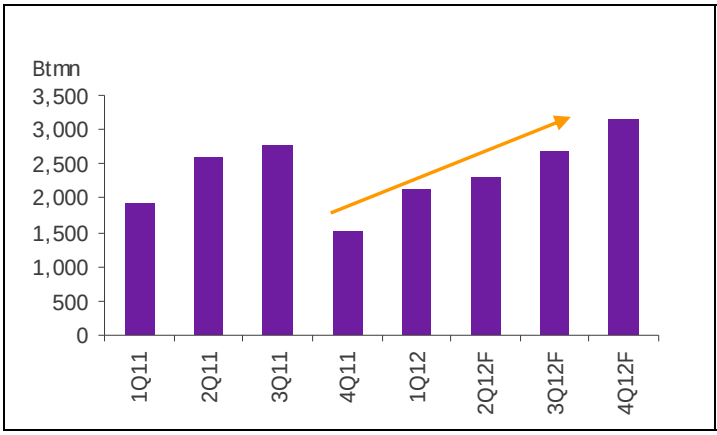
Source: Company

Figure 6: Presales backload



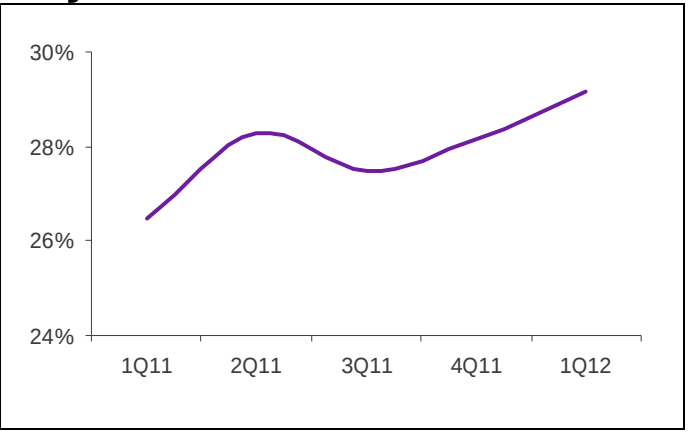
Source: Company

Figure 7: Revenue backload



Source: Company

Figure 8: Steadily improving low-rise product margin



Source: Company

This page is left blank intentionally

กลุ่มอุตสาหกรรม

This page is left blank intentionally

ฟื้นตัวต่อเนื่อง

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

- **ผลการดำเนินงานไตรมาส 1/55 ฟื้นตัวดีขึ้นหลังจากสถานการณ์น้ำท่วมคลี่คลายลง...**
- **...และฟื้นตัวต่อเนื่อง เนื่องจากผู้ผลิตรถยนต์เพิ่มการผลิต**
- **SAT กับ STANLY เป็น Top picks**

ผลการดำเนินงานไตรมาส 1/55 - ฟื้นตัวหลังจากสถานการณ์น้ำท่วมคลี่คลาย หุ้นกลุ่มยานยนต์ในการวิเคราะห์ของเรา (AH SAT และ STANLY) รายงานผลการดำเนินงานที่ฟื้นตัวดีขึ้นในไตรมาส 1 ปี 2555 หลังจากรายงานขาดทุนในไตรมาส 4 ปี 2554 โดยได้รับปัจจัยหนุนจากการกลับมาผลิตรถยนต์ในประเทศไทยหลังจากสถานการณ์น้ำท่วมคลี่คลายลง ยอดผลิตรถยนต์ในประเทศไทยในไตรมาส 1 ปี 2555 มีจำนวน 500,000 คัน เพิ่มขึ้น 7% จากช่วงเดียวกันของปีก่อน และ 190% จากไตรมาสก่อนหน้า

ฟื้นตัวต่อเนื่อง ยอดผลิตรถยนต์มีจำนวนสูงสุดเป็นประวัติการณ์ในเดือน พ.ค. ที่ 203,000 คัน (เพิ่มขึ้น 105% จากช่วงเดียวกันของปีก่อน และ 43% จากเดือนก่อนหน้า) ยอดผลิตรถยนต์ที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นมากจากช่วงเดียวกันของปีก่อนมีสาเหตุมาจากฐานต่ำในปีที่ผ่านมาเพราะเกิดสึนามิในญี่ปุ่น ในขณะที่ยอดผลิตรถยนต์ที่เพิ่มขึ้นจากเดือนก่อนหน้าได้รับปัจจัยหนุนจากการผลิตเพิ่มขึ้นของบริษัทผลิตรถยนต์ โดยเฉพาะฮอนด้าที่กลับมาผลิตได้ตามปกติในช่วงปลายเดือน มี.ค.หลังจากต้องปิดโรงงานเพราะน้ำท่วมไปเป็นเวลา 6 เดือน เราคาดว่าแนวโน้มที่เป็นบวกเช่นนี้จะเกิดขึ้นต่อเนื่องในงวดครึ่งหลังปี 2555 และปี 2556 โดยได้รับปัจจัยหนุนจากการขยายกำลังการผลิตของผู้ผลิตรถยนต์ เช่น โตโยต้าวางแผนลงทุน 8.2 พันล้านบาทเพื่อปรับปรุงซ่อมแซมโรงงานที่ปิดไปที่สมุทรปราการ กลับมาผลิตรถ "ฟอร์จูนเนอร์" ตอนปลายปี 2555 และสร้างโรงงานผลิตรถอีโคคาร์แห่งใหม่ที่จะเริ่มผลิตรถอีโคคาร์สู่ตลาดในปี 2556 ส่วน อีซูซุ มอเตอร์ ก็ใช้เงินลงทุน 6.5 พันล้านบาท เพื่อขยายกำลังการผลิตเป็นสองเท่า สู่ 400,000 คัน/ปีโดยจะเริ่มผลิตในเดือน ต.ค. 2555

มีแนวโน้มขยายเวลาของมาตรการลดภาษีสรรพสามิตสำหรับผู้ซื้อรถยนต์คันแรก กระทรวงการคลังกำลังพิจารณาขยายระยะเวลาของมาตรการลดภาษีสรรพสามิตให้กับผู้ซื้อรถยนต์คันแรก มาตรการนี้จะลดภาษีสรรพสามิตให้กับผู้ซื้อรถยนต์คันแรกถ้าส่งมอบรถยนต์ภายในวันที่ 31 ธ.ค. 2555 อย่างไรก็ตาม เนื่องจากการส่งมอบรถยนต์ใช้เวลารอนานถึง 6 เดือน ทำให้ผู้ที่ต้องการซื้อรถยนต์คันแรกหลายรายสงสัยว่าจะได้ลดภาษีสรรพสามิตหรือไม่ถ้าซื้อรถในปีนี้แต่จะได้รับรถในปีหน้า ถ้ากระทรวงการคลังขยายระยะเวลาลดภาษีสรรพสามิตออกไป ผู้ซื้อก็จะคลายความกังวลลง และจะมีแรงจูงใจให้ซื้อรถยนต์มากขึ้น อันจะส่งผลทำให้ความต้องการซื้อรถยนต์ในประเทศปรับตัวเพิ่มขึ้นตลอดช่วงเวลาที่เหลือของปีนี้ เราคาดว่าจะเห็นรายละเอียดเพิ่มเติมเกี่ยวกับเรื่องนี้ในเดือน ก.ค. ก่อนที่มาตรการดังกล่าวจะหมดอายุ 5 เดือน

ไทยส่งออกรถยนต์ไปยังตลาด EU น้อยมาก เศรษฐกิจยุโรปที่อ่อนแอลงจะมีผลกระทบน้อยมากต่อการส่งออกรถยนต์ของประเทศไทย เนื่องจากไทยส่งออกรถยนต์เพียง 6% ไปยังตลาดยุโรปในช่วง 4 เดือนแรกของปี 2555 ในขณะที่ตลาดส่งออกสำคัญคือเอเชีย (31%) และตะวันออกกลาง (29%) ในกรณีเลวร้ายสุด ถ้าการส่งออกรถยนต์ปรับตัวลดลง เราเชื่อว่าความต้องการซื้อรถยนต์ในประเทศที่มีอยู่จะช่วยสนับสนุนให้ระดับการผลิตรถยนต์ในประเทศไทยสูงต่อเนื่อง

ยังไม่พบสัญญาณขาดแคลนวัตถุดิบ มีความกังวลว่าการผลิตรถยนต์เพิ่มมากขึ้นอาจจะส่งผลทำให้ผู้ผลิตชิ้นส่วนรถยนต์รายเล็กๆ เช่น บริษัทระดับ tier 2 และ 3 รับงานมากเกินไป และส่งผลทำให้เกิดภาวะขาดแคลนวัตถุดิบ เราหารือเรื่องนี้กับบริษัทผลิตชิ้นส่วนรถยนต์หลายรายด้วยกัน โดยพบว่าแม้การรับงานมากเกินไปเป็นประเด็นที่สร้างความวิตกกังวล แต่บริษัทผลิตชิ้นส่วนรถยนต์เหล่านี้ก็มองว่าเป็นเรื่องที่สามารถบริหารจัดการได้ เนื่องจากประเทศไทยมีเครือข่ายบริษัทผลิตชิ้นส่วนรถยนต์ที่แข็งแกร่งโดยมีบริษัทผลิตชิ้นส่วนรถยนต์ระดับ tier 2 และ 3 กว่า 1,600 ราย นอกจากนี้บริษัทผลิตรถยนต์ก็มีประสบการณ์จากเหตุภัยพิบัติเมื่อปีก่อนทั้งในญี่ปุ่นและไทยโดยแก้ปัญหาด้วยการจัดซื้อชิ้นส่วนจากภายนอก หรือ global sourcing

Top picks – SAT และ STANLY เราคาดว่าราคาหุ้น SAT จะปรับตัวเพิ่มขึ้นโดยได้รับปัจจัยหนุนจากพัฒนาการด้านบวกที่จะมีเข้ามามากขึ้นจากแนวโน้มอุตสาหกรรมที่เป็นบวกและกำไรจากการดำเนินธุรกิจปกติที่คาดว่าจะเติบโต 87% ในปี 2555 เรามองว่าผลการดำเนินงานไตรมาส 2 ปี 2555 ที่มีแนวโน้มอ่อนตัวลง (ประกาศเดือน ส.ค.) อันเป็นผลมาจากการขึ้นค่าจ้างขั้นต่ำในเดือน เม.ย.จะเปิดโอกาสให้นักลงทุนเข้าซื้อเพื่อรอรับผลการดำเนินงานที่ปรับตัวดีขึ้นในไตรมาส 3 ปี 2555 ผลการดำเนินงานไตรมาส 1 ปีบัญชี 2556 (เม.ย.-มิ.ย. 2555) ของ STANLY น่าจะปรับตัวดีขึ้นอย่างมากโดยได้รับปัจจัยหนุนจากการกลับมาผลิตได้ตามปกติของฮอนด้าในช่วงปลายเดือน มี.ค. เนื่องจากฮอนด้าเป็นลูกค้ารายใหญ่ของ STANLY โดยคิดเป็น 45% ของรายได้ทั้งหมด

Valuation summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x) 11A	P/E (x) 12F	P/E (x) 13F	EPS growth (%) 11A	EPS growth (%) 12F	EPS growth (%) 13F	P/BV (x) 11A	P/BV (x) 12F	P/BV (x) 13F	ROE (%) 11A	ROE (%) 12F	ROE (%) 13F	Div. Yield (%) 11A	Div. Yield (%) 12F	Div. Yield (%) 13F	EV/EBITDA (x) 11A	EV/EBITDA (x) 12F	EV/EBITDA (x) 13F
AH	Sell	14.30	13.5	(3.1)	n.m.	11.9	8.0	n.m.	n.m.	49.3	0.94	0.89	0.83	(1.4)	7.7	10.8	1.1	2.5	3.8	15.0	8.4	6.9
SAT	Buy	28.50	34.0	22.2	22.3	12.0	9.8	(46.5)	86.6	22.4	2.32	2.06	1.81	10.4	18.2	19.7	1.6	2.9	3.6	10.4	8.0	6.5
STANLY	Buy	196.00	230.0	21.0	15.6	9.6	8.4	(32.5)	62.1	14.1	1.77	1.54	1.38	11.5	17.1	17.2	1.5	3.6	4.1	7.2	4.9	4.1
Average					**19.0**	**11.2**	**8.7**	**(39.5)**	**74.3**	**28.6**	**1.67**	**1.49**	**1.34**	**6.8**	**14.3**	**15.9**	**1.4**	**3.0**	**3.8**	**10.9**	**7.1**	**5.8**

Source: SCBS Investment Research

Figure 1: Earnings recovery in 1Q12 after the floods subsided

	Core earnings (Bt mn)					Growth		Core earnings (Bt mn)			% YoY Growth		
	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	% YoY	% QoQ	2011	2012F	2013F	2011	2012F	2013F
AH	119	48	143	(371)	95	(20.2)	N.A.	(61)	323	483	(117.0)	N.A.	49.3
SAT	206	102	233	(106)	191	(7.2)	N.A.	434	810	991	(41.5)	86.6	22.4
STANLY*	344	234	451	(39)	316	(8.2)	N.A.	962	1,560	1,780	(32.5)	62.1	14.1
Automotive sector	**669**	**384**	**827**	**(516)**	**602**	**(10.0)**	**(216.7)**	**1,336**	**2,693**	**3,254**	**(47.1)**	**101.6**	**20.8**

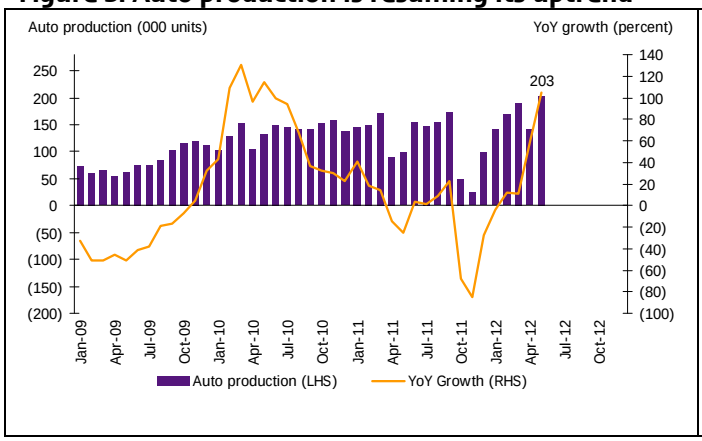
Source: SCBS Investment Research
*STANLY's fiscal year is end of March

Figure 2: Auto production and sales

000 Units	May-12	May-11	% YoY	Apr-12	% MoM	5M12	5M11	% YoY	12F SCBS	% of projection
Domestic auto sales	115.9	55.9	108%	87.8	32%	482.3	361.8	33%	1,000.0	48%
Auto export	86.0	38.7	122%	55.4	55%	362.7	325.3	12%	850.0	43%
Auto production	202.8	98.8	105%	142.0	43%	844.4	657.0	29%	1,850.0	46%

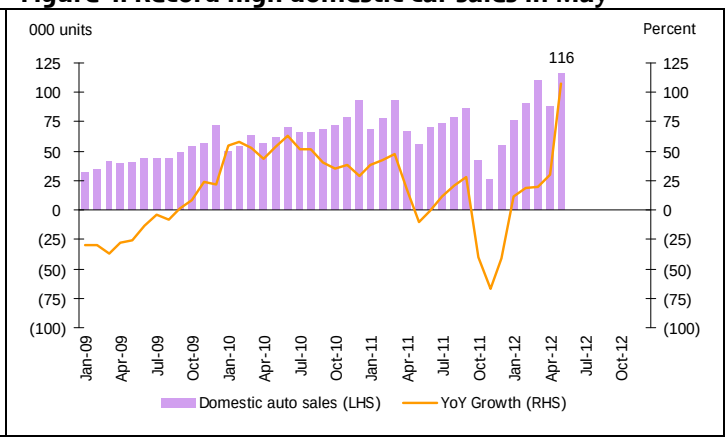
Source: The Federation of Thai Industries, Toyota Motor Thailand and SCBS Investment Research

Figure 3: Auto production is resuming its uptrend



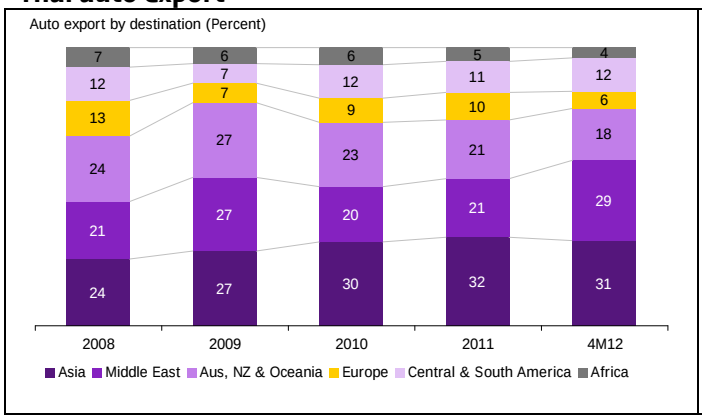
Source: The Federation of Thai Industries and SCBS Investment Research

Figure 4: Record high domestic car sales in May



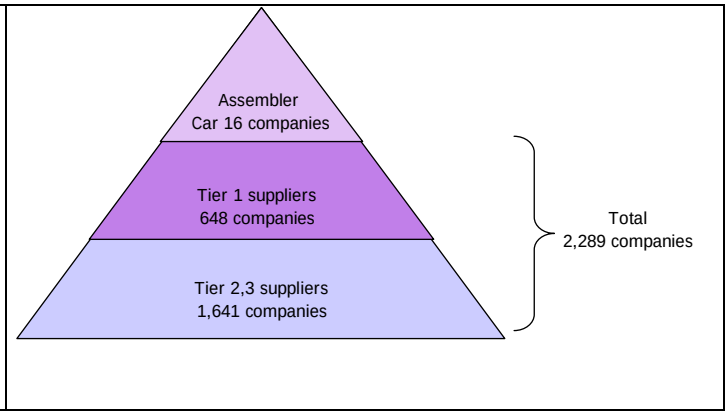
Source: Toyota Motor Thailand and SCBS Investment Research

Figure 5: Europe market takes a small proportion of Thai auto export



Source: The Federation of Thai Industries and SCBS Investment Research

Figure 6: Auto supplier network in Thailand



Source: Toyota Motor Thailand and SCBS Investment Research

Figure 7: Summary of investment of automakers in Thailand

Mar 2012	Two new eco-car models from Mitsubishi and Suzuki launched this year.
Jun 2012	Ford Motor to boost passenger car capacity by 150K units to produce the Ford Focus.
Oct 2012	Isuzu invests Bt6.5bn to double capacity to 400,000 units/year
4Q12-2013	Toyota plans to invest Bt8.2bn: Bt7.0bn for an eco-car that will be introduced to the market in 2013 and Bt1.2bn to renovate its closed plant at Samut Prakarn, to resume operations in late 2012.
2012-2016	Nissan positions Thailand as its regional auto production hub

Source: SCBS Investment Research

laggard ในกลุ่ม domestic play

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

- **แนวโน้มปี 2555: สินเชื่อขยายตัวแข็งแกร่งต่อเนื่อง และรายได้ที่มิใช่ดอกเบี้ยที่ปรับตัวเร่งขึ้นจะมีจำนวนมากเกินพอชดเชยส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยสุทธิที่ลดลง**
- **ไตรมาส 2/55: สินเชื่อขยายตัวดีต่อเนื่อง รายได้ที่มิใช่ดอกเบี้ยสูงขึ้น ส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยสุทธิถึงจุดต่ำสุดแล้ว และคุณภาพสินทรัพย์ทรงตัว**
- **Top pick: KBANK**

สินเชื่อขยายตัวดีต่อเนื่อง กลุ่มธนาคารมีอัตราการขยายตัวของสินเชื่อในไตรมาส 1 ปี 2555 ที่ 3.1% ดีกว่าที่เราคาดการณ์ไว้ โดยส่วนใหญ่เกิดจากสินเชื่อธุรกิจขนาดใหญ่และสินเชื่อรถยนต์ การสำรวจความต้องการสินเชื่อที่จัดทำโดย ธปท. พบว่าสินเชื่อขยายตัวดีต่อเนื่องในไตรมาส 2 ปี 2555 โดยเฉพาะสินเชื่อธุรกิจขนาดใหญ่ และสินเชื่อ SME เรายังคงคาดการณ์ถึงอัตราการขยายตัวของสินเชื่อที่ดีต่อเนื่องที่ระดับ 14% ในปี 2555 เทียบกับ 15% ในปี 2554 โดยได้รับปัจจัยหนุนจาก: 1) การลงทุนเพิ่มขึ้นทั้งภาครัฐและภาคเอกชนเพื่อสนับสนุนการฟื้นฟูซ่อมแซมหลังน้ำท่วมและการขยายการลงทุน 2) ยอดขายรถยนต์จำนวนมาก (คาดเติบโต 25% ในปี 2555) เพราะมีความต้องการซื้อสะสมจำนวนมาก และ 3) ยอดขายอสังหาริมทรัพย์สูงกว่าคาด

ส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยสุทธิถึงจุดต่ำสุดแล้ว เราเชื่อว่าส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยสุทธิของกลุ่มธนาคารโดยรวมจะฟื้นตัวอย่างช้าๆ ตั้งแต่ไตรมาส 2 ปี 2555 เป็นต้นไป หลังจากปรับตัวลดลงถึงจุดต่ำสุดในไตรมาส 1 ปี 2555 (ลดลง 0.10%) เราใช้สมมติฐานว่า ธปท.จะตรึงอัตราดอกเบี้ยนโยบายไว้ที่ 3% จนถึงสิ้นปี 2555 โดยแนวโน้มการปรับขึ้นจะเกิดจากแรงกดดันด้านเงินเฟ้อ เราคาดว่าส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยสุทธิรายไตรมาสจะฟื้นตัวอย่างช้าๆ ตั้งแต่ไตรมาส 2 ปี 2555 เป็นต้นไป แต่คงประมาณการของเราไว้ว่าส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยสุทธิจะลดลง 0.14% ในปี 2555 ทั้งนี้นอกเหนือจากการนำส่งเงินค่าธรรมเนียมเข้ากองทุนฟื้นฟูฯ แล้ว ส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยสุทธิในไตรมาส 1 ปี 2555 ของกลุ่มธนาคารยังได้รับผลกระทบจาก: 1) การลดอัตราดอกเบี้ยลง 0.12-0.125% (ส่วนใหญ่เป็นอัตราดอกเบี้ยเงินกู้และอัตราดอกเบี้ยเงินฝากออมทรัพย์) หลังจากอัตราดอกเบี้ยนโยบายปรับลดลง 0.25% ในเดือน ม.ค. และ 2) สภาพคล่องส่วนเกินสูงขึ้น

รายได้ที่มิใช่ดอกเบี้ยมีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้น อัตราเติบโตของรายได้ที่มิใช่ดอกเบี้ยในไตรมาส 1 ปี 2555 (+10% จากช่วงเดียวกันของปีก่อน และ +13% จากไตรมาสก่อนหน้า) สูงกว่าที่เราคาดการณ์ไว้เล็กน้อย โดยได้รับปัจจัยหนุนจากการฟื้นตัวหลังน้ำท่วมของรายได้ค่าธรรมเนียม รายได้เบี้ยประกัน และกำไรจากธุรกรรมเพื่อค้าและปริวรรตเงินตราต่างประเทศ เราคาดว่ารายได้ค่าธรรมเนียมและเบี้ยประกันจะปรับตัวเพิ่มขึ้นในช่วง 3 ไตรมาสที่เหลือของปีนี้โดยได้รับปัจจัยหนุนจากรายได้ค่าธรรมเนียมเกี่ยวกับสินเชื่อและบัตรเครดิตที่เพิ่มขึ้นตามฤดูกาลและการทำ cross selling ประกันกับกองทุนรวมเพิ่มมากขึ้น

ตั้งค่าเผื่อหนี้สงสัยจะสูญลดลง ธนาคารส่วนใหญ่ ยกเว้น TMB และ TCAP ตั้งค่าเผื่อหนี้สงสัยจะสูญลดลงจากไตรมาสก่อนหน้า เพราะกลับมาตั้งสำรองตามปกติ เราทราบมาจากธนาคารบางแห่งว่า ธปท.จะกำหนดให้ธนาคารพาณิชย์ตั้ง excess LLR (สำรองส่วนเกิน) สำหรับ impaired loans (สินเชื่อปรับโครงสร้างและสินเชื่อจัดชั้นกล่าวถึงเป็นพิเศษ) ให้เพียงพอ ซึ่งจะสร้างแรงกดดันต่อธนาคารที่มี excess LLR ต่ำอย่าง KTB และ TCAP

คาดการณ์ผลการดำเนินงานไตรมาส 2/55 เราคาดว่าผลการดำเนินงานไตรมาส 2 ปี 2555 จะสะท้อนถึง: 1) การขยายสินเชื่อได้ดีต่อเนื่อง; 2) ส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยสุทธิที่ปรับตัวดีขึ้นเล็กน้อย; 3) รายได้ค่าธรรมเนียมและเบี้ยประกันเพิ่มขึ้น; และ 4) ค่าเผื่อหนี้สงสัยจะสูญและ NPL ในระดับทรงตัวจากไตรมาสก่อนหน้า

KBANK เป็น top pick แม้กลุ่มธนาคารปรับตัว outperform SET อยู่เล็กน้อย แต่ก็ยังปรับตัวขึ้นน้อยกว่าหุ้น domestic play กลุ่มอื่นๆ (กลุ่มพาณิชย์ และไอซีที) เราเลือก KBANK เป็น top pick ในกลุ่มธนาคาร เนื่องจากเราคาดการณ์ถึงการเปลี่ยนแปลงทางโครงสร้างในทางที่ดีขึ้น ซึ่งจะช่วยสนับสนุนให้ ROA และ ROE ของ KBANK ปรับตัวขึ้นทำจุดสูงสุดใหม่ผ่านทาง: 1) การขยายตัวอย่างแข็งแกร่งของรายได้ที่มิใช่ดอกเบี้ย และ 2) อัตราส่วนต้นทุนต่อรายได้ปรับตัวลดลงเมื่อเสร็จสิ้นการอัพเกรดระบบไอที เราเปลี่ยนฐานที่ใช้ในการประเมินราคาเป้าหมายหุ้นกลุ่มธนาคารจากสิ้นปี 2555 มาเป็นกลางปี 2556 ส่งผลทำให้ราคาเป้าหมายปรับเพิ่มขึ้นเฉลี่ย 9% ความผิดหวังในส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยสุทธิไตรมาส 1 ปี 2555 เป็นเหตุผลหลักที่ทำให้เราตัด BBL และ TISCO ออกจากการเป็น top pick ของกลุ่มธนาคาร

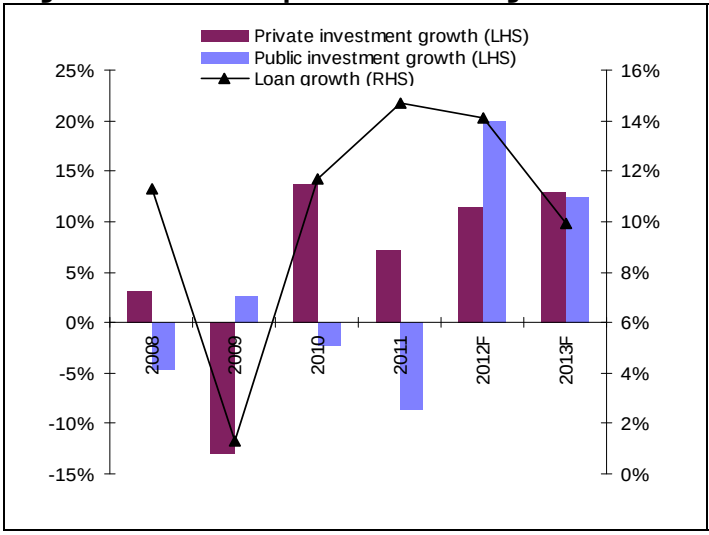
Valuation summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x) 11A	12F	13F	EPS growth (%) 11A	12F	13F	P/BV (x) 11A	12F	13F	ROE (%) 11A	12F	13F	Div. Yield (%) 11A	12F	13F
BAY	Neutral	28.50	29.00	5.0	8.1	7.0	6.1	1.4	16.0	13.5	1.69	1.54	1.41	9.2	13.0	13.9	2.5	3.2	3.8
BBL	Buy	182.50	210.00	18.7	8.8	9.1	7.8	22.4	(2.7)	16.7	1.43	1.32	1.20	11.5	12.5	13.8	3.3	3.6	4.4
KBANK	Buy	156.50	200.00	30.1	16.2	15.4	14.0	10.7	4.9	10.1	2.42	2.05	1.73	16.7	20.2	20.9	1.6	2.3	2.8
KK	Neutral	34.50	41.00	23.4	5.3	7.9	5.2	5.8	(32.6)	51.7	0.94	0.86	0.68	13.0	9.2	10.0	7.0	4.6	7.3
KTB	Neutral	15.50	19.00	27.5	5.7	5.7	5.1	45.3	(1.2)	12.4	1.34	1.21	1.08	13.3	15.4	16.8	4.0	4.9	5.9
LHBANK	Sell	1.32	1.30	0.0	22.4	18.2	16.2	(47.4)	22.9	12.4	1.14	1.13	1.09	5.1	4.5	5.6	0.3	1.6	2.0
TCAP	Buy	28.75	36.00	30.1	5.4	5.2	4.6	(2.9)	5.1	11.9	1.00	0.93	0.86	13.5	11.7	12.4	4.5	4.9	5.2
TISCO	Buy	37.75	46.00	27.8	6.0	5.6	4.9	(5.6)	7.0	15.2	1.70	1.55	1.38	21.1	19.2	19.9	6.2	5.9	6.8
TMB	Sell	1.55	1.40	(7.6)	9.5	7.9	8.4	46.5	19.5	(5.0)	1.29	1.21	1.14	7.9	8.7	8.6	1.9	2.1	2.2
Average					**9.9**	**9.2**	**8.1**	**12.5**	**4.9**	**15.6**	**1.55**	**1.40**	**1.25**	**13.3**	**13.5**	**14.3**	**3.4**	**3.6**	**4.4**

Source: SCBS Investment Research

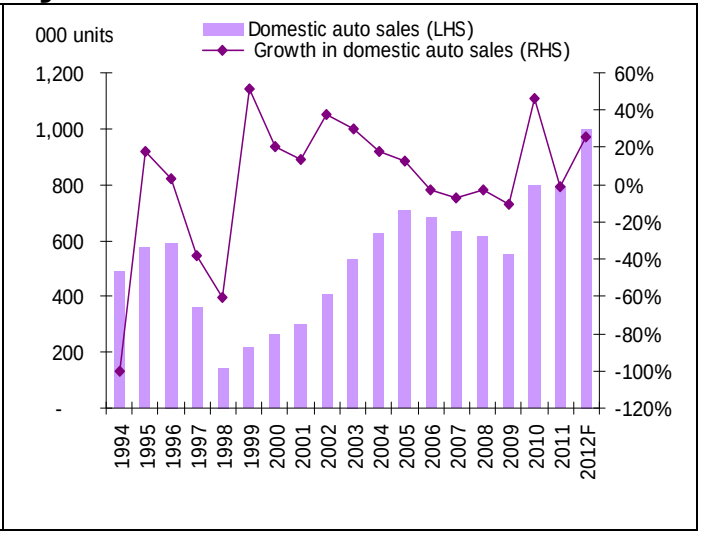
หมายเหตุสำคัญ: บริษัทหลักทรัพย์ ไทยพาณิชย์ จำกัด (SCBS) เป็นบริษัทย่อยที่ธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) (SCB) ถือหุ้นทั้งหมด ข้อมูลใด ๆที่เกี่ยวข้องกับ SCB มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ในการเปรียบเทียบเท่านั้น

Figure 1: Private and pubic investment growth



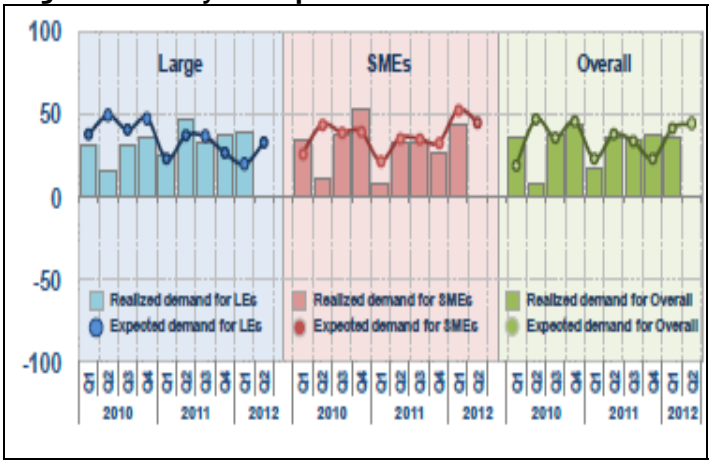
Source: BoT and SCBS Investment Research

Figure 2: Domestic car sales



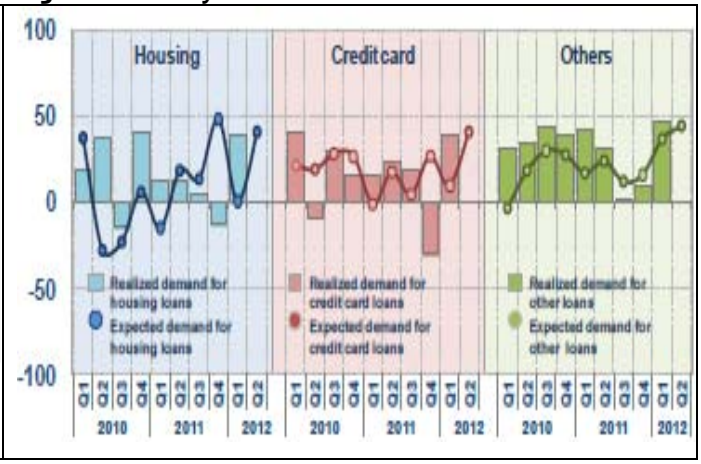
Source: Toyota Motor Thailand and SCBS Investment Research

Figure 3: Survey of corporate & SME loan demand



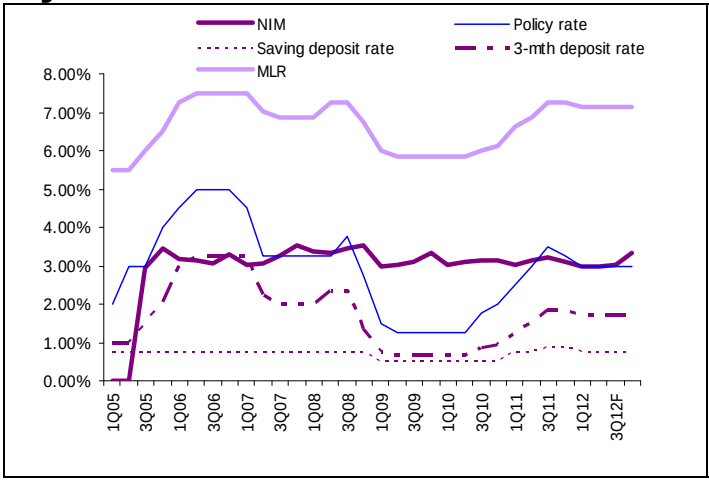
Source: BoT and SCBS Investment Research

Figure 4: Survey of consumer loan demand



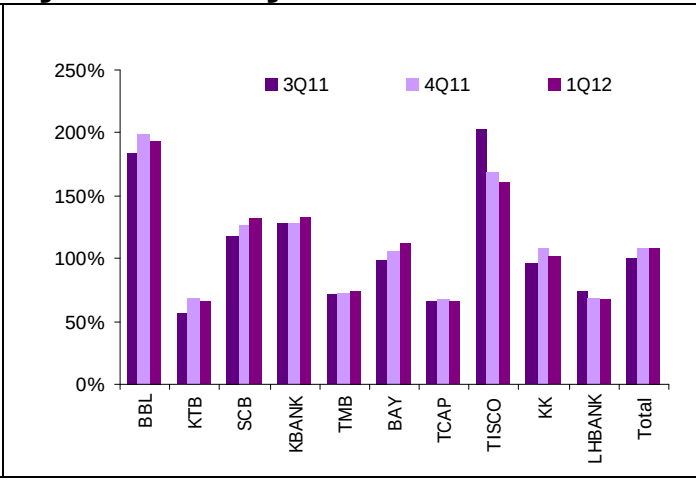
Source: BoT and SCBS Investment Research

Figure 5: NIM vs. interest rates



Source: BoT, Banks and SCBS Investment Research

Figure 6: LLR coverage



Source: Banks and SCBS Investment Research

ได้รับปัจจัยสนับสนุนจากการลงทุนที่จะปรับตัวเร่งขึ้นในงวดครึ่งหลังปี 55

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

- **รายได้ในงวดครึ่งหลังปี 55 จะได้รับปัจจัยหนุนจากการลงทุนภาคเอกชนและภาครัฐที่จะปรับตัวเร่งขึ้น**
- **ต้นทุนเชื้อเพลิงที่ปรับตัวลดลงในช่วงที่ผ่านมาจะเป็นปัจจัยบวกต่ออัตรากำไรในช่วงครึ่งปีหลัง**
- **SCCC และ SCC เป็น top picks ของเรา**

สรุปผลการดำเนินงานไตรมาส 1/55 สำหรับบริษัทในกลุ่มวัสดุก่อสร้าง เราพบว่าบริษัทที่ประกอบธุรกิจปูนซีเมนต์เพียงอย่างเดียวมีผลการดำเนินงานดีกว่าบริษัทที่ทำธุรกิจปิโตรเคมีร่วมด้วย SCCC เป็นบริษัทที่มีผลการดำเนินงานดีที่สุด โดยรายงานกำไรจากการดำเนินธุรกิจปกติเพิ่มขึ้น 14% จากช่วงเดียวกันของปีก่อน ตามมาด้วย DRT (+12%) และ DCC (+2%) กำไรที่ปรับตัวดีขึ้นได้รับปัจจัยหนุนจากปริมาณขายที่เพิ่มขึ้นในขณะที่อัตรากำไรอยู่ในระดับที่ค่อนข้างทรงตัว ส่วนบริษัทที่กำไรลดลงจากช่วงเดียวกันของปีก่อน คือ SCC (-35%) และ TPIPL (-71%) เพราะได้รับผลกระทบจากส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ปิโตรเคมีที่ปรับตัวลดลง

การลงทุนงวดครึ่งหลังปี 55 จะเติบโตในอัตราเร่ง ปริมาณขายของกลุ่มวัสดุก่อสร้างมีแนวโน้มที่จะเติบโตมากกว่าปกติในงวดครึ่งหลังของปี 2555 โดยได้รับปัจจัยหนุนจาก: 1) การปรับปรุงซ่อมแซมความเสียหายจากน้ำท่วม; 2) การสร้างระบบป้องกันน้ำท่วม; และ 3) ฐานต่ำของปีก่อนโดยมีสาเหตุมาจากสถานการณ์น้ำท่วม โดย SCB EIC คาดการณ์ว่าการลงทุน (ทั้งภาคเอกชนและภาครัฐ) จะเติบโตเพิ่มขึ้นด้วยอัตราเร่งจากระดับ 5% ในไตรมาส 1 ปี 2555 สู่ระดับ 9% ในไตรมาส 2 ปี 2555 ระดับ 11% ในไตรมาส 3 ปี 2555 และระดับ 19% ในไตรมาส 4 ปี 2555 การคาดการณ์ว่าการลงทุนจะเติบโต 11% ในปี 2555 (ได้รับปัจจัยหนุนจากการลงทุนภาคเอกชนและภาครัฐที่คาดว่าจะปรับตัวเพิ่มขึ้น 12% และ 18% ตามลำดับ) จะเป็นปัจจัยกระตุ้นให้ปริมาณขายของกลุ่มวัสดุก่อสร้างปรับตัวเพิ่มขึ้น (คาดปริมาณขายกระเบื้องเซรามิคเติบโต 7% และปริมาณขายปูนซีเมนต์เติบโต 5%) EBITDA margin ในปี 2555 น่าจะอยู่ที่ระดับ 16% (เทียบกับระดับ 15% ในปี 2554) โดยได้รับการสนับสนุนจาก economies of scale ที่เกิดจากปริมาณขายปรับตัวเพิ่มขึ้นและแรงกดดันด้านต้นทุนเชื้อเพลิงปรับตัวลดลง ปัจจัยเหล่านี้จะช่วยสนับสนุนให้กำไรจากการดำเนินธุรกิจปกติของกลุ่มวัสดุก่อสร้างเติบโต 20% ในปี 2555

ภาคเอกชน: หลังจากซ่อมแซมเสร็จ ก็จะมีการลงทุนใหม่ ทางภาคเอกชน (อสังหาริมทรัพย์เพื่ออยู่อาศัย นิคมอุตสาหกรรม และอาคารพาณิชย์) มีการซ่อมแซมอสังหาริมทรัพย์ที่ได้รับความเสียหายจากน้ำท่วมในงวดครึ่งแรกปี 2555 ส่วนในงวดครึ่งหลังปี 2555 คาดว่าจะมีกิจกรรมการก่อสร้างใหม่ๆ เพิ่มมากขึ้นผ่านทางการเปิดตัวโครงการที่พักอาศัยใหม่ๆ และการย้ายฐานการผลิตของบริษัทญี่ปุ่นและการขยายกำลังการผลิตในนิคมอุตสาหกรรมอย่างต่อเนื่อง การฟื้นตัวของพื้นที่ที่ได้รับอนุญาตให้ก่อสร้างในเดือน เม.ย. 2555 ขึ้นมาใกล้เคียงกับระดับก่อนน้ำท่วม ส่งสัญญาณบวกต่อกิจกรรมก่อสร้างในระยะ 3-6 เดือนข้างหน้า

ภาครัฐ: การลงทุนในระบบบริหารจัดการน้ำจะปรับตัวเร่งขึ้น ในฝั่งของภาครัฐ การลงทุนในระบบบริหารจัดการน้ำระยะยาวที่จะเริ่มเบิกจ่ายงบประมาณในงวดครึ่งหลังปี 2555 จะเป็นปัจจัยบวกที่สำคัญ สำหรับเงินลงทุนภาครัฐระยะยาวจาก พ.ร.ก.บริหารจัดการน้ำ วงเงิน 3.5 แสนล้านบาท และจากการจัดตั้งกองทุนส่งเสริมการประกันภัยพิบัติวงเงิน 5 หมื่นล้านบาทนั้น คาดว่าจะมีการเบิกจ่ายในปีงบประมาณ 2555 จำนวน 9.1 พันล้านบาท และส่วนที่เหลือจะถูกอัดฉีดเข้าระบบในปีงบประมาณ 2556 ตามการคาดการณ์ของ SCB EIC งบประมาณจำนวนดังกล่าวสะท้อนถึงเงินลงทุนภาครัฐที่ปรับเพิ่มขึ้น 22% หรือการปรับงบประมาณรัฐบาลปี 2555 เพิ่มขึ้น 3.6%

ต้นทุนเชื้อเพลิงที่ลดลงเป็นปัจจัยบวก ต้นทุนเชื้อเพลิงที่ลดลงน่าจะส่งผลดีต่อกลุ่มวัสดุก่อสร้างในระยะยาว ในขณะที่ต้นทุนถ่านหินคิดเป็น 35% ของต้นทุนการผลิตปูนซีเมนต์ ต้นทุนก๊าซธรรมชาติคิดเป็น 30% และ 3% ของต้นทุนการผลิตกระเบื้องปูพื้นเซรามิค/กระเบื้องมุงหลังคา ตามลำดับ แต่ต้นทุนเชื้อเพลิงที่ปรับตัวลดลงมากในช่วงที่ผ่านมา (ตั้งแต่ต้นปี 2555 จนถึงปัจจุบัน ราคาถ่านหินลดลง 15% และราคาน้ำมันลดลง 1% จากช่วงเดียวกันของปีก่อน) จะยังไม่ส่งผลทำให้ต้นทุนการผลิตลดลงในทันที เนื่องจากโดยปกติแล้วผู้ผลิตปูนซีเมนต์จะทำสัญญาซื้อถ่านหินโดยกำหนดราคาล่วงหน้าไว้นานถึง 6 เดือน และราคาก๊าซธรรมชาติก็ปรับตัวตามหลังราคาน้ำมันอยู่ 6 เดือน อย่างไรก็ดี หากแนวโน้มเช่นนี้ยังเกิดขึ้นอย่างต่อเนื่อง แรงกดดันด้านต้นทุนก็จะลดลงอย่างเห็นได้ชัดในช่วงหลังของปีนี้

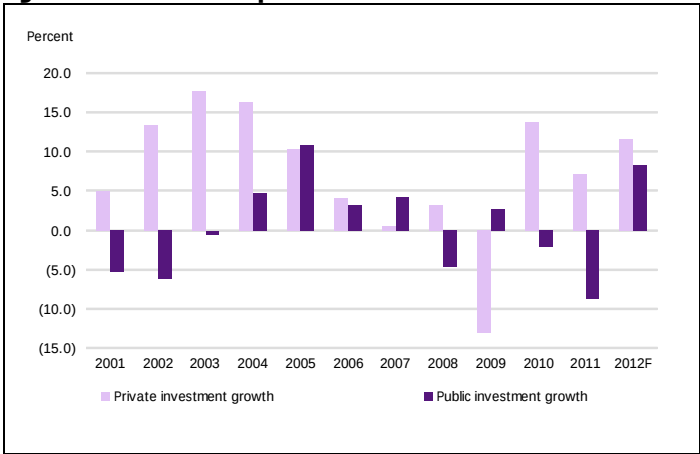
Top picks: SCCC กับ SCC SCCC เป็นหุ้น top pick อันดับหนึ่งของเรา เพราะ: 1) กำไรจากการดำเนินธุรกิจปกติในระยะ 3 ปีข้างหน้ามีแนวโน้มเติบโตสูงที่สุดในกลุ่มวัสดุก่อสร้างที่อัตราเฉลี่ย 20% ต่อปี; และ 2) ผลตอบแทนจากเงินปันผลอยู่ในเกณฑ์ดีที่ระดับ 6% ต่อปี นอกจากนี้เราก็ชอบ SCC เพราะ: 1) กำไรน่าจะปรับตัวลดลงถึงจุดต่ำสุดในไตรมาส 2 ปี 2555 (ขาดทุนจากสินค้าคงเหลือและผลกระทบจากเหตุการณ์ระเบิดที่ BST) และกำไรจะกลับสู่แนวโน้มขาขึ้นในงวดครึ่งหลังปี 2555; 2) กำไรในระยะ 3 ปีข้างหน้ามีแนวโน้มเติบโตสูงที่อัตราเฉลี่ย 17% ต่อปี โดยส่วนใหญ่เกิดจากการเข้าสู่วัฏจักรขาขึ้นของธุรกิจปิโตรเคมี; และ 3) แนวโน้มที่จะมีเซอร์ไพรส์จากการเข้าซื้อและควบรวมกิจการเพิ่มเติม

Valuation summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x) 11A	P/E (x) 12F	P/E (x) 13F	EPS growth (%) 11A	EPS growth (%) 12F	EPS growth (%) 13F	P/BV (x) 11A	P/BV (x) 12F	P/BV (x) 13F	ROE (%) 11A	ROE (%) 12F	ROE (%) 13F	Div. Yield (%) 11A	Div. Yield (%) 12F	Div. Yield (%) 13F	EV/EBITDA (x) 11A	EV/EBITDA (x) 12F	EV/EBITDA (x) 13F
DCC	Sell	52.75	50.00	1.2	17.3	15.6	13.5	5.7	10.7	15.5	8.08	7.91	7.76	46.1	51.1	57.9	5.8	6.4	7.4	10.9	11.1	10.0
DRT	Neutral	6.30	6.80	15.1	13.9	11.7	10.1	(0.6)	18.0	15.8	3.10	2.95	2.75	23.5	26.0	28.1	6.0	7.1	7.6	8.2	7.4	6.6
SCC	Buy	328.00	410.00	28.2	14.7	14.2	11.3	(2.5)	3.4	26.4	2.42	2.23	1.99	16.6	16.3	18.6	3.8	3.2	4.0	10.7	9.9	8.3
SCCC	Buy	318.00	380.00	24.8	20.6	16.8	14.2	30.0	23.0	17.6	4.30	3.98	3.73	21.2	24.7	27.0	4.1	5.3	6.2	13.3	11.8	10.6
TPIPL	Neutral	11.90	14.50	23.1	9.5	12.2	10.6	30.7	(21.8)	15.2	0.39	0.38	0.37	4.4	3.2	3.5	1.3	1.3	1.4	5.1	5.8	5.2
Average					**15.2**	**14.1**	**12.0**	**12.7**	**6.7**	**18.1**	**3.66**	**3.49**	**3.32**	**22.3**	**24.2**	**27.0**	**4.2**	**4.6**	**5.3**	**9.7**	**9.2**	**8.1**

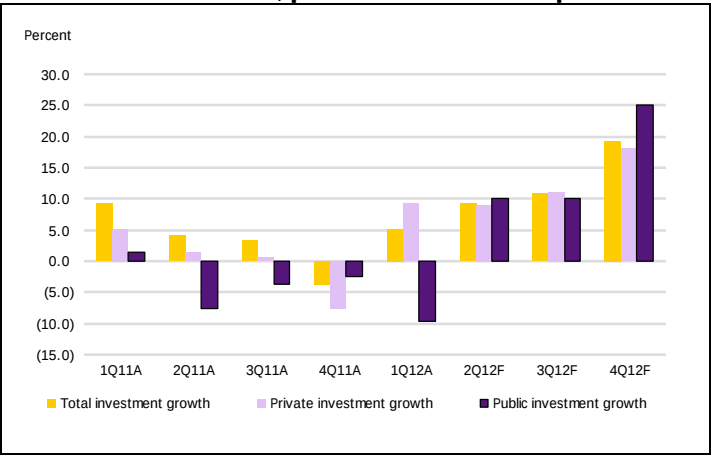
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: In 2012, private and public investment growth set to turn positive



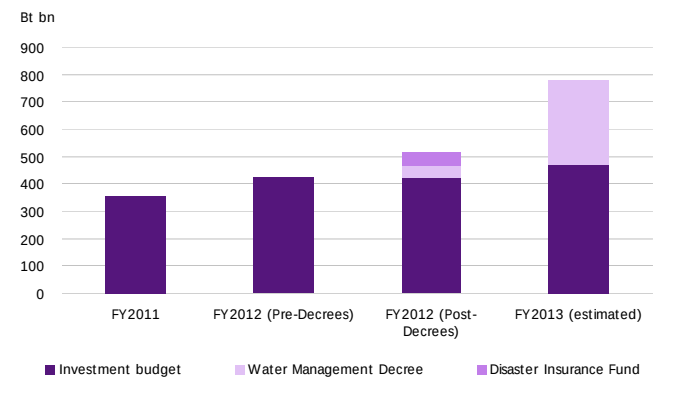
Source: SCB EIC and SCBS Investment Research

Figure 2: Private and public investment growth ready to accelerate in 2H12, positive to sector's top line



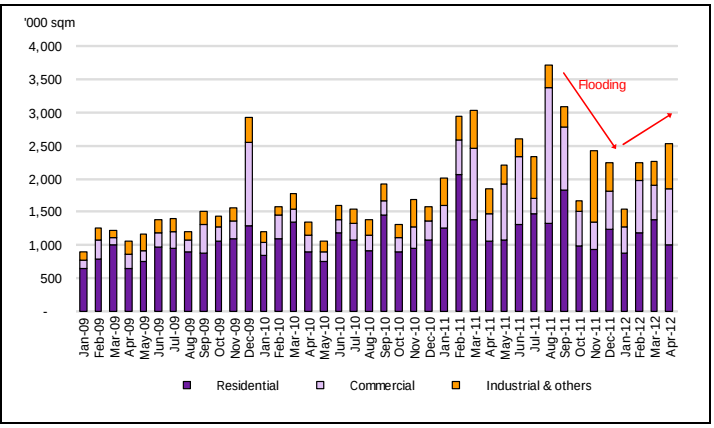
Source: SCB EIC and SCBS Investment Research

Figure 3: Public investment (on and off) budget to jump from 2HFY12 onwards, backed by water management decree and disaster insurance fund



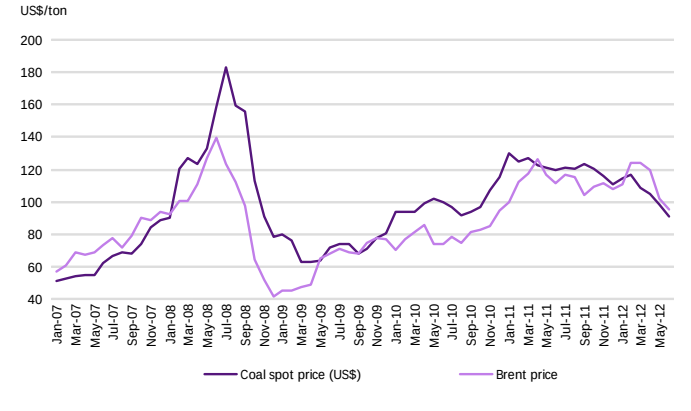
Source: SCB EIC and SCBS Investment Research

Figure 4: The recovery of construction area permits to close to pre-flooding levels is positive for construction in the next three to six months



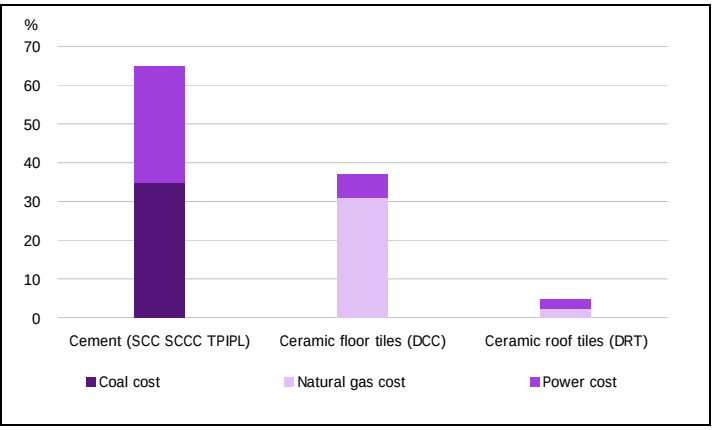
Source: BOT and SCBS Investment Research

Figure 5: A recent dip in fuel cost positive to production cost



Source: Barlow Junker , Bloomberg and SCBS Investment Research

Figure 6: Proportion of fuel cost to total production costs



Source: Company data and SCBS Investment Research

โครงการรถไฟฟ้า: Story ที่ไม่มีวันจบ

กาญจัน คานิยอ
0-2949-1006
kanchan.khanijou@scb.co.th

- **รัฐบาลเดินหน้าโครงการรถไฟฟ้าเส้นทางใหม่ ๆ ช้ามาก**
- **โครงการรถไฟฟ้าสายสีแดงที่ล่าช้ามานานเพิ่งเริ่มมีความคืบหน้า**
- **STEC: ยังคงเป็นหุ้นเด่นสำหรับการลงทุนระยะยาว; คาดว่ากำไรจะทำจุดสูงสุดใหม่ในปีนี้**
- **CK: ราคาหุ้นน่าจะรีบาวด์ในช่วงท้ายของปีนี้เมื่อมีการยืนยันก่อสร้างโครงการไซยะบุรี**

ยังไม่ได้เริ่มกระบวนการประมูลโครงการรถไฟฟ้าเส้นทางใหม่ ๆ แม้โครงการรถไฟฟ้า 10 สายเป็นหนึ่งในแคมเปญหลักในการหาเสียงเลือกตั้งของรัฐบาล แต่รัฐบาลก็ยังไม่ได้เริ่มต้นกระบวนการประมูลก่อสร้างโครงการรถไฟฟ้าเส้นทางใหม่แต่อย่างใด การตรวจสอบล่าสุดกับผู้เชี่ยวชาญในอุตสาหกรรมรับเหมาก่อสร้างทำให้เราพบว่า รัฐบาลจะเริ่มขายซองประกวดราคาสำหรับโครงการรถไฟฟ้าสายสีเขียวในเดือน พ.ย.-ธ.ค. เป็นอย่างเร็วตามด้วยสายสีส้มและสีชมพูตอนต้นปีหน้า (ดูรายละเอียดในหน้า 3) กระบวนการประมูลทั้งหมดเริ่มตั้งแต่การขายซองประกวดราคาจนถึงประกาศรายชื่อผู้ชนะการประมูล (ตามสถิติในอดีตที่ผ่านมาพบว่าหุ้นรับเหมาก่อสร้างมักจะปรับตัวเพิ่มขึ้นจากข่าวนี้) จะใช้เวลาอย่างน้อย 6 เดือน

หลังจากโครงการรถไฟฟ้าสายสีแดงล่าช้ามานาน 1 ปี ในที่สุดก็เริ่มเดินหน้า หลังจาก STEC ได้รับการประกาศว่าเป็นผู้เสนอราคาประมูลต่ำสุดในโครงการรถไฟฟ้าสายสีแดงสัญญาที่ 1 มานานถึง 1 ปี ในที่สุดการรถไฟแห่งประเทศไทย (รฟท.) ก็ยอมรับราคาใหม่ที่ STEC เสนอมา (ลดราคาลง 6%) และจะขออนุมัติจาก ครม. ในวันอังคารหน้า ต่อจากนั้นก็จะเซ็นสัญญา หลังจากนั้นเราคาดว่า รฟท.จะประกาศรายชื่อผู้ชนะการประมูลสัญญาที่ 2 และ 3 มูลค่าประมาณ 1 หมื่นล้านบาท และ 2 หมื่นล้านบาท ตามลำดับ ในไตรมาส 3 ปี 2555 CK และ ITD มีแนวโน้มมากที่สุดที่จะชนะการประมูลสัญญาดังกล่าวไปรายละ 1 สัญญาเนื่องจากมีเพียงบริษัท 2 แห่งนี้ที่มีคุณสมบัติได้งานดังกล่าว

งานในมือเพิ่มขึ้น; รอดูผลกระทบที่แท้จริงของการขึ้นค่าจ้างในไตรมาส 2 ปี 2555 นับถึงปัจจุบัน STEC มีงานในมือมูลค่า 4.5 หมื่นล้านบาท (+137% ตั้งแต่ปี 2552-53) CK มีงานในมือมูลค่า 1.10 แสนล้านบาท (+286% ตั้งแต่ปี 2553-54) และ ITD มีงานในมือมูลค่า 1.33 แสนล้านบาท (+31% ตั้งแต่ปี 2553-54) บริษัทรับเหมาก่อสร้างทั้งสามแห่งนี้มีโครงการรถไฟฟ้า (สายสีน้ำเงินและสีม่วง) รวมอยู่ในงานในมือซึ่งจะได้รับผลกระทบจากการขึ้นค่าจ้างขั้นต่ำ แม้เรารวมเอาการขึ้นค่าจ้างขั้นต่ำเข้ามาไว้ในประมาณการของเราแล้ว (ปรับประมาณการกำไรลดลงไปแล้ว 20-66%) แต่เราเชื่อว่านักลงทุนยังคงมีความกังวลเกี่ยวกับเรื่องนี้ เนื่องจากค่าแรงคิดเป็นสัดส่วน 12% ของต้นทุนทั้งหมด และบริษัทรับเหมาก่อสร้างก็เคยมีประวัติค่าใช้จ่ายมากกว่าคาด

Downside มีจำกัด; รอปัจจัยกระตุ้นจากการเปิดประมูลโครงการรถไฟฟ้าเส้นทางใหม่ ๆ ตั้งแต่ปี 2554 เป็นต้นมา ราคาหุ้น STEC อยู่ในระดับที่ค่อนข้างทรงตัว เทียบกับ SET ที่ +12% แต่ยังดีกว่าราคาหุ้น CK และ ITD ที่ปรับตัวลดลง -26% และ -33% ตามลำดับ เนื่องจากโดยปกติแล้วราคาหุ้นกลุ่มรับเหมาก่อสร้างมักจะปรับตัวขึ้นเมื่อมีโครงการใหม่ขนาดใหญ่ ดังเห็นได้ชัดเจนในปี 2553 ที่มีการจัดประมูลโครงการรถไฟฟ้าสายสีน้ำเงิน และหุ้นรับเหมาก่อสร้างทั้งสามตัวก็ปรับตัว outperform SET เราเชื่อว่าสาเหตุที่ทำให้หุ้นรับเหมาก่อสร้างไม่ค่อยปรับตัวเพิ่มขึ้นมาจากการขาดความเคลื่อนไหวเกี่ยวกับการประมูล บวกกับความกังวลเกี่ยวกับผลกระทบจากการขึ้นค่าจ้างขั้นต่ำต่ออัตรากำไร ในตอนนี้เรามองว่าอย่างเร็วสุดจะเห็นการประมูลเริ่มต้นขึ้นในเดือน พ.ย.-ธ.ค.ปีนี้ หรือต้นปีหน้า

ตอนนี้เราชอบ STEC จาก Story ปรับประมาณการกำไร เราคาดว่าจะเห็นตลาดปรับประมาณการกำไรของ STEC เพิ่มขึ้น (นักวิเคราะห์ส่วนใหญ่ยังไม่ได้รวมโครงการรถไฟฟ้าสายสีแดง สัญญาที่ 1 เข้ามาไว้ในประมาณการ) ในขณะที่ประมาณการของเราอยู่ในกลุ่มตัวเลขสูงสุดของตลาด เราแนะนำให้มองหาโอกาสซื้อเก็งกำไร CK ในไตรมาส 4 ปี 2554 เนื่องจากเราคาดว่าลาวจะยืนยันการก่อสร้างโครงการไซยะบุรีอย่างเป็นทางการ เรายังคงคำแนะนำ Neutral สำหรับ ITD โดยมีราคาเป้าหมายใหม่ที่ 3.5 บาท ลดลงจาก 4.2 บาท เนื่องจากเราปรับ EV/backlog ลดลงจาก 0.7 เท่า สู่ 0.5 เท่า (โดยใช้ discount 30% จากค่าเฉลี่ยในอดีตเพื่อสะท้อนถึงความเสี่ยงเกี่ยวกับแนวโน้มที่จะเพิ่มทุน)

Valuation Summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					11A	12F	13F	11A	12F	13F	11A	12F	13F	11A	12F	13F	11A	12F	13F	11A	12F	13F
CK	Buy	7.00	10.80	57.1	n.m.	23.3	20.5	42.5	n.m.	13.4	1.81	1.72	1.73	(10.9)	7.6	8.4	5.0	2.9	2.9	nm	24.5	18.7
ITD	Neutral	3.12	3.50	15.4	n.m.	22.1	18.7	14.2	n.m.	18.3	1.62	1.51	1.47	(13.3)	7.1	8.0	0.0	3.2	3.2	14.6	11.7	10.9
STEC	Buy	13.30	17.00	32.4	17.5	15.2	12.6	103.6	14.6	21.3	2.80	2.69	2.53	17.9	18.0	20.7	4.1	4.6	5.6	12.9	10.6	8.5
Average					**17.5**	**20.2**	**17.3**	**53.4**	**14.6**	**17.6**	**2.08**	**1.98**	**1.91**	**(2.1)**	**10.9**	**12.4**	**3.0**	**3.6**	**3.9**	**13.8**	**15.6**	**12.7**

Source: SCBS Investment Research

โปรดอ่านข้อสงวนสิทธิ์ท้ายรายงานฉบับนี้

Figure 1: Red Line mass transit project details

Awaiting cabinet approval:

Line	Project description	Civil work (Btbn)	Lowest bidder – expect contract signing in 3Q12
Red Line #1	Bang Sue – Rangsit	29	STEC-UNIQ

Awaiting bid results:

Line	Project description	Civil work (Btbn)	Potential winner – bid results expected in 3Q12
Red Line#2	Elevated structure	10	ITD or CK
Red Line#3	Track work	20	ITD or CK
Total		**30**	

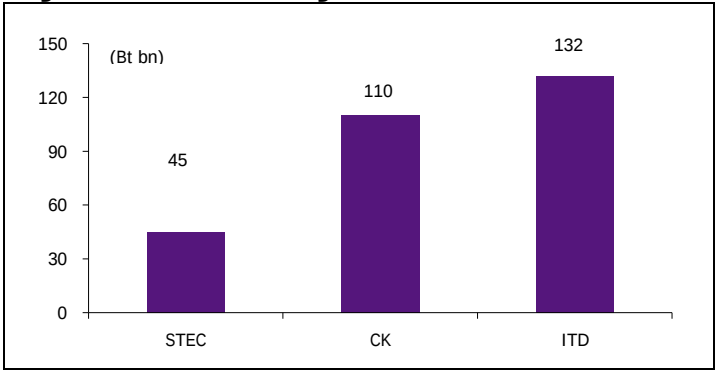
Source: MRTA, CK, STEC, SCBS Investment Research

Figure 2: Mass transit projects worth Bt150bn waiting government action

Line	Project description	Civil work (Btbn)	Possibly go up for bidding
Green Line	Morchit-Sapanmai	23	4Q12-1Q13
Pink Line	Kaerai-Pak Kred-Minburi	30	1Q13
Orange Line	Talingchan- Minburi	97	1Q13
Total		**150**	

Source: MRTA, CK, STEC, SCBS Investment Research

Figure 3: Current Backlog



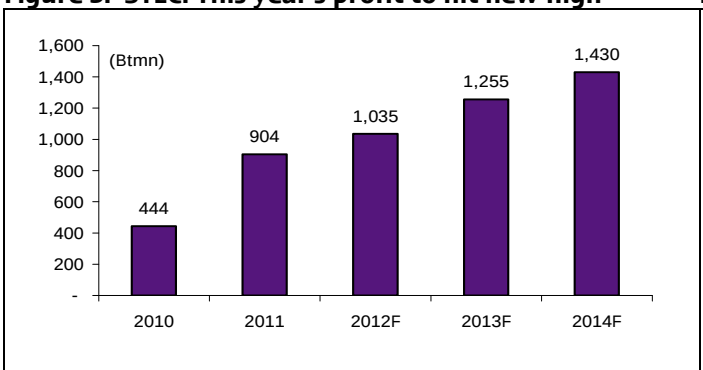
Source: Company, SCBS Investment Research

Figure 4: Company-specific projects in the pipeline

Project	Description	(Bt bn)
1) CK	Highway project	23
	Small power plant phase II	5
2) STEC	Red Line #1	17
	Pre-assembly module	6
3) ITD	Dawei project in Myanmar	250
	Hongsa lignite mining	25
	Mining for Mai Khot coal mine, Myanmar	40
	Parawood production, Myanmar	18
	Aluminum Plant, Lao PDR	15

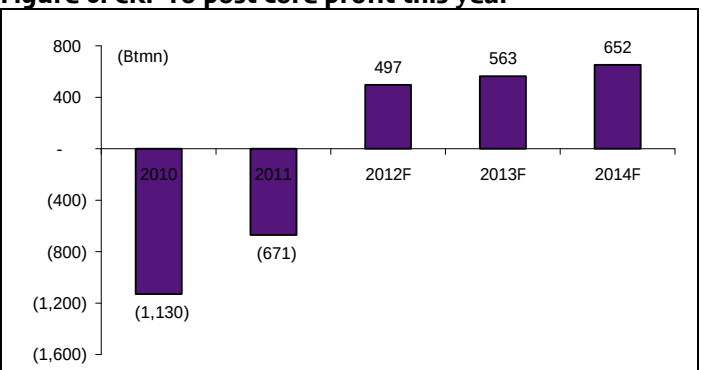
Source: Company, SCBS Investment Research

Figure 5: STEC: This year's profit to hit new high



Source: Company, SCBS Investment Research

Figure 6: CK: To post core profit this year



Source: Company, SCBS Investment Research

เอกสารฉบับนี้จัดทำโดย บริษัทหลักทรัพย์ไทยพาณิชย์ จำกัด ("SCBS") ซึ่งมีธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) ("ธนาคารฯ") เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่แต่เพียงผู้เดียว โดยธนาคารฯ ได้ทำหน้าที่เป็นที่ปรึกษาทางการเงินของ บริษัท อิตาเลียนไทย ดีเวลอปเมนต์ 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 สงวนสิทธิในการใช้ดุลพินิจของตนแต่เพียงผู้เดียวในการแก้ไขเพิ่มเติมข้อมูลเป็นครั้งคราวโดยไม่ต้องบอกกล่าว เอกสารฉบับนี้จัดส่งให้แก่เฉพาะบุคคลที่กำหนดเท่านั้น และห้ามมิให้มีการทำซ้ำ ดัดแปลง เผยแพร่ ขาย จำหน่าย พิมพ์ซ้ำ ส่งต่อ หรือแสวงหาประโยชน์ในเชิงพาณิชย์ไม่ว่าในลักษณะใดๆ เว้นแต่จะได้รับความยินยอมเป็นลายลักษณ์อักษรจาก SCBS ก่อน

ได้รับผลกระทบทั้งจากการขึ้นค่าจ้างและการสูญเสียออเดอร์ไปบางส่วน

ศลยา ณ สงขลา
0-2949-1007
solaya.na_songkhla@scb.co.th

- **สรุปผลการดำเนินงานไตรมาส 1/55: ยังคงฟื้นฟูกำลังการผลิตหลังน้ำท่วม**
- **อุตสาหกรรมชิ้นส่วนอิเลคทรอนิกส์จะฟื้นตัว แต่แค่บางส่วน**
- **การขึ้นค่าจ้างและการสูญเสียความเชื่อมั่นของลูกค้าหลังจากเกิดสถานการณ์น้ำท่วมรุนแรงเป็นปัจจัยกดดันที่สำคัญในปีนี้**
- **SVI ซึ่งฟื้นตัวหลังน้ำท่วมได้เร็วที่สุดเป็น top pick**

สรุปผลการดำเนินงานไตรมาส 1/55: ยังคงอยู่ในช่วงของการฟื้นฟู การฟื้นฟูหลังน้ำท่วมเพิ่งเริ่มต้นเมื่อตอนต้นปี 2555 และโดยปกติแล้วจะต้องใช้เวลาประมาณ 6-9 เดือนจึงจะฟื้นฟูกำลังการผลิตและกลับมาดำเนินงานได้ตามปกติ ดังนั้นผลการดำเนินงานไตรมาส 1 ปี 2555 ของกลุ่มชิ้นส่วนอิเลคทรอนิกส์จึงอ่อนแอมาก โดยกำไรจากการดำเนินธุรกิจปกติโดยรวม (จากบริษัท 6 แห่งที่อยู่ภายใต้การวิเคราะห์ของเรา) ปรับตัวลดลง 49% จากไตรมาส 1 ปี 2554 สู่จำนวน 788 ล้านบาท ทั้งนี้ในจำนวนบริษัท 4 แห่งที่ได้รับผลกระทบจากน้ำท่วม SVI ฟื้นตัวได้เร็วที่สุดโดยสามารถทำกำไรได้ ในขณะที่ KCE และ SMT รายงานขาดทุนจากการดำเนินธุรกิจปกติจำนวนมาก โรงงานที่อยุธยาของ HANA สร้างผลขาดทุนด้วยเช่นกัน แต่มีจำนวนน้อยกว่ากำไรจากโรงงานอื่นๆ ส่วน DELTA ซึ่งไม่ได้รับผลกระทบจากน้ำท่วมรายงานผลการดำเนินงานแข็งแกร่งสุด โดยกำไรไตรมาส 1 ปี 2555 เพิ่มขึ้น 28% จากช่วงเดียวกันของปีก่อน

จะกลับมาดำเนินงานได้ตามปกติในงวดครึ่งหลังปี 55 แต่จะต้องใช้เวลานานกว่านั้นจึงจะได้ออเดอร์กลับคืนมา บริษัททุกแห่งที่ได้รับผลกระทบจากน้ำท่วมน่าจะฟื้นฟูกำลังการผลิต ซ่อมแซมเครื่องจักร และได้รับอนุมัติจากลูกค้า เสร็จภายในกลางปี 2555 ยกเว้น SMT ที่น่าจะแล้วเสร็จในไตรมาส 4 ปี 2555 อย่างไรก็ตาม ลูกค้าบางส่วน (ประมาณ 15-20% ของคำสั่งซื้อทั้งหมดทั้งหมด) ยังไม่น่าจะกลับมาส่งออเดอร์ เนื่องจากต้องการเวลาและหลักฐานยืนยันเพิ่มเติมเพื่อเรียกความเชื่อมั่นในโรงงานประเทศไทยกลับคืนมาหลังจากเกิดสถานการณ์น้ำท่วมรุนแรงเมื่อปลายปี 2554

อุตสาหกรรมชิ้นส่วนอิเลคทรอนิกส์จะฟื้นตัว แต่แค่บางส่วน Semiconductor Industry Association (SIA) รายงานว่า ยอดขายอุปกรณ์เซมิคอนดักเตอร์ทั่วโลกช่วง 4 เดือนแรกของปี 2555 ลดลง 6.5% จากช่วงเดียวกันของปีก่อน สู่จำนวน 93.48 พันล้านดอลลาร์สหรัฐ และเมื่อดูรายละเอียดของยอดขายแยกตามภูมิภาคพบว่า ยอดขายลดลงทั่วทุกภูมิภาค โดยตลาดยุโรปลดลงมากที่สุด (-16% จากช่วงเดียวกันของปีก่อน) SIA มีความเห็นในทางเดียวกันกับสำนักงานสถิติการค้าเซมิคอนดัคเตอร์โลก (World Semiconductor Trade Statistics – WSTS) ที่เพิ่งปรับประมาณการยอดขายอุปกรณ์เซมิคอนดักเตอร์ทั่วโลกในปี 2555 ลดลงอีก 3% สู่จำนวน 301 พันล้านดอลลาร์สหรัฐเมื่อไม่นานนี้ ซึ่งสะท้อนถึงการคาดการณ์อัตราเติบโตของยอดขายอุปกรณ์เซมิคอนดักเตอร์ทั่วโลกเพียง 0.4% ในปี 2555 ซึ่งใกล้เคียงกับอัตราเติบโตในปี 2554 ตัวเลขคาดการณ์สำหรับปี 2555 เหล่านี้ และตัวเลขยอดขายช่วง 4 เดือนแรกของปี 2555 มีนัยว่า SIA/WSTS คาดการณ์ว่ายอดขายอุปกรณ์เซมิคอนดักเตอร์ทั่วโลกในช่วง 8 เดือนหลัง (พ.ค.-ธ.ค. 2555) จะเพิ่มขึ้น 3.7% จากช่วงเดียวกันของปีก่อน สู่จำนวน 208 พันล้านดอลลาร์สหรัฐ เราไม่ได้มองแนวโน้มเช่นนี้ว่าสะท้อนถึงการฟื้นตัวอย่างแข็งแกร่ง และอาจจะมีการปรับลดประมาณการลงอีกครั้งเมื่อพิจารณาจากแนวโน้มเศรษฐกิจที่ไม่แน่นอนของยุโรป

แรงกดดันจากการขึ้นค่าจ้างและความเชื่อมั่นของลูกค้าหลังน้ำท่วม นอกเหนือจากการฟื้นตัวช้าของตลาดทั่วโลกแล้ว อุตสาหกรรมชิ้นส่วนอิเลคทรอนิกส์ของไทยยังมีปัจจัยกดดันใหญ่ๆ อยู่ 2 อย่างในปีนี้ คือ 1) การขึ้นค่าจ้างตั้งแต่เดือน เม.ย. (ซึ่งคาดว่าจะส่งผลกระทบ 8-15% ต่อกำไร โดยใช้สมมติฐานว่าประสิทธิภาพการผลิตคงเดิม) และ 2) ความเชื่อมั่นของลูกค้าปรับลดลงหลังจากน้ำท่วม (ซึ่งแสดงให้เห็นจากการที่บริษัทที่ได้รับผลกระทบจากน้ำท่วมสูญเสียลูกค้าไปบางส่วน)

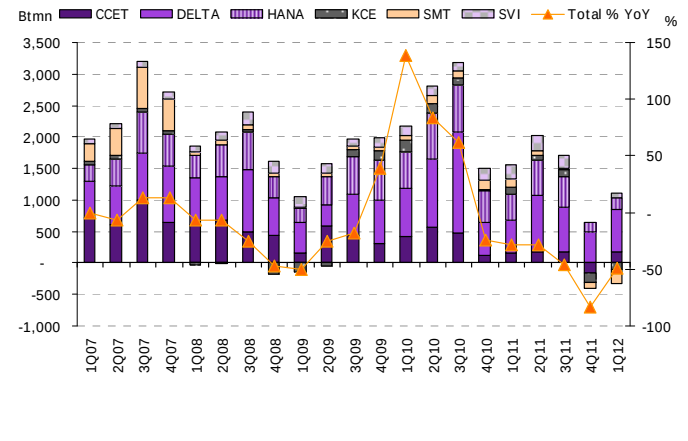
SVI ยังคงเป็น top pick ในกลุ่มชิ้นส่วนอิเลคทรอนิกส์ เรายังคงเลือก SVI เป็น top pick ในกลุ่มชิ้นส่วนอิเลคทรอนิกส์ SVI เป็นบริษัทที่ฟื้นตัวหลังน้ำท่วมได้เร็วที่สุด แต่สะท้อนในราคาหุ้นไม่มากนัก แม้ SVI สูญเสียลูกค้าไป 1 รายหลังน้ำท่วม แต่จะได้รับการชดเชยมากเกินพอจากลูกค้าใหม่ 4 ราย (จะทยอยส่งออเดอร์ตั้งแต่เดือน ส.ค. 2555)

Valuation summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					11A	12F	13F	11A	12F	13F	11A	12F	13F	11A	12F	13F	11A	12F	13F	11A	12F	13F
CCET	Sell	2.66	2.10	(18.1)	31.3	16.8	11.5	(78.6)	86.5	46.1	0.63	0.62	0.61	2.0	3.7	5.3	6.0	3.0	4.4	9.2	7.5	6.4
DELTA	Buy	21.60	31.00	50.5	10.2	8.2	7.1	(33.4)	23.8	16.3	1.36	1.25	1.14	13.5	15.8	16.8	5.6	6.9	7.4	5.2	4.4	3.7
HANA	Neutral	19.20	23.00	25.5	10.0	11.6	8.1	(37.5)	(13.8)	42.6	1.09	0.99	0.92	11.2	8.9	11.6	5.2	5.7	6.8	3.6	3.7	2.6
KCE	Neutral	6.15	6.80	13.8	10.1	14.9	7.1	(37.2)	(32.3)	109.2	1.16	0.81	0.75	11.1	6.4	10.9	1.6	3.3	4.9	7.6	7.6	6.5
SMT	Sell	7.80	4.00	(46.8)	22.7	n.m.	19.1	(72.4)	n.m.	n.m.	3.04	1.32	1.34	8.7	(7.5)	7.0	2.6	1.9	2.5	6.9	28.2	7.5
SVI	Buy	3.54	4.10	24.3	10.0	12.6	8.7	(4.8)	(20.9)	45.3	5.52	1.68	1.53	33.6	20.3	18.4	0.0	8.5	6.2	6.9	7.6	5.6
Average					**15.7**	**12.8**	**10.3**	**(44.0)**	**8.6**	**51.9**	**2.13**	**1.11**	**1.05**	**13.4**	**7.9**	**11.7**	**3.5**	**4.9**	**5.4**	**6.6**	**9.8**	**5.4**

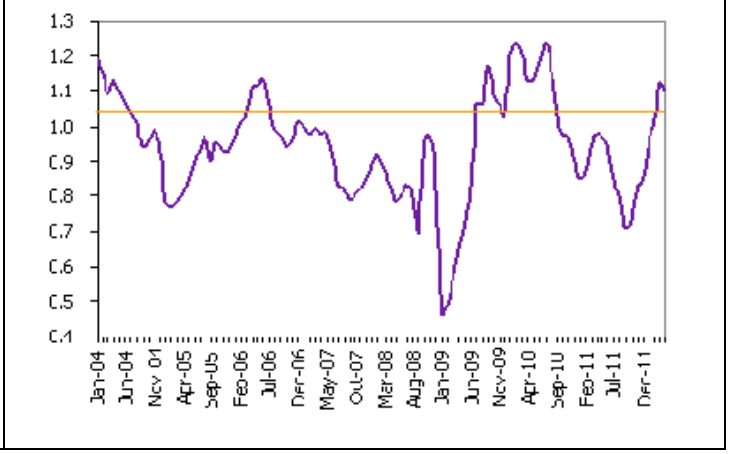
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: Quarterly earnings (core)



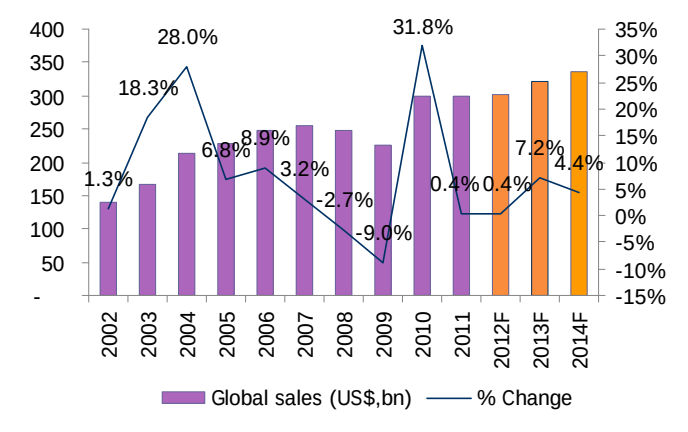
Source: Companies and SCBS Investment Research

Figure 2: N. America book-to-bill ratio



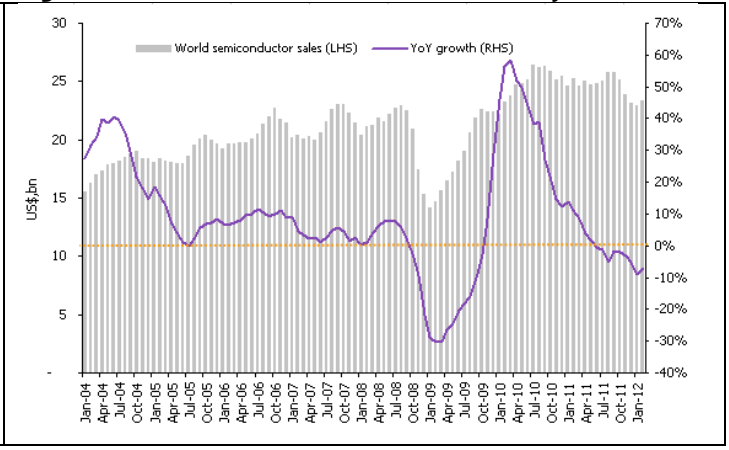
Source: SEMI

Figure 3: Worldwide semiconductor sales



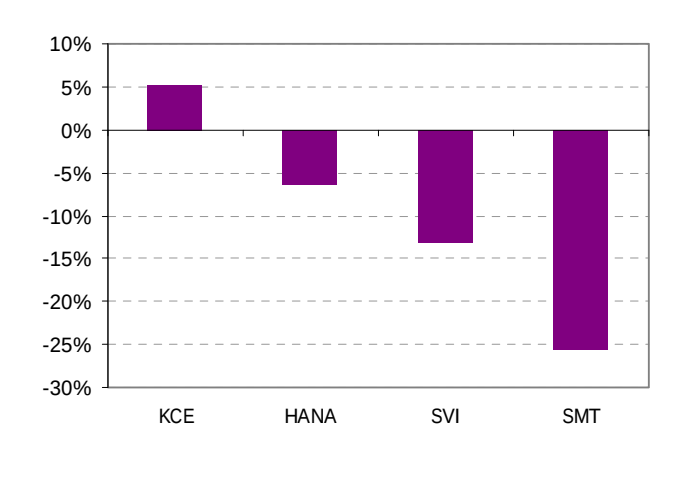
Source: SIA

Figure 4: Worldwide semiconductor monthly sales



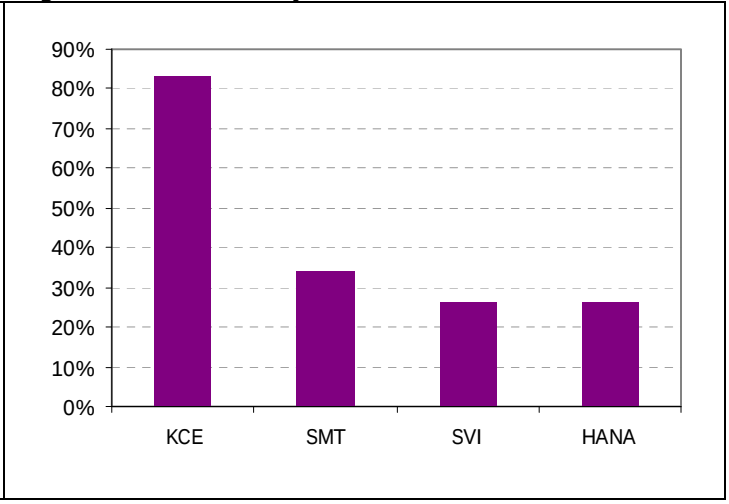
Source: SIA

Figure 5: Price changes from pre-flood (mid-Sep)



Source: SCBS Investment Research

Figure 6: Price recovery after the floods hit in Oct 2011



Source: SCBS Investment Research

ราคาน้ำมันที่ลดลงสร้างแรงกดดันต่อกลุ่มพลังงาน

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

- **แนวโน้มที่ราคาน้ำมันจะปรับตัวลดลงอีกยังคงเป็นปัจจัยเสี่ยงสำคัญสำหรับกลุ่มพลังงาน**
- **คาดกำไรลดลงอย่างมากในไตรมาส 2/55 โดยมีสาเหตุมาจากขาดทุนสต็อกน้ำมันของโรงกลั่น**
- **PTT เป็น top pick ถ้านักลงทุนต้องการคงสถานะการถือหุ้นในกลุ่มพลังงาน**

สรุปผลการดำเนินงานไตรมาส 1/55 – กำไรเติบโตจากไตรมาสก่อนหน้าอย่างน่าประทับใจเพราะกำไรจากสต็อกน้ำมัน บริษัทพลังงานในการวิเคราะห์ของ SCBS รายงานกำไรไตรมาส 1 ปี 2555 เติบโต (+92%) จากไตรมาสก่อนหน้าอย่างน่าประทับใจ โดยเฉพาะผู้ประกอบการโรงกลั่น โดยได้รับปัจจัยหนุนจากกำไรจากสต็อกน้ำมันจำนวนมาก เนื่องจากราคาน้ำมันเพิ่มขึ้นถึง 15% จากปลายปี 2554 หากตัดรายการกำไรจากสต็อกน้ำมันออกไป พบว่าผลการดำเนินงานของ PTTEP โดดเด่นกว่าบริษัทอื่นๆ โดยมีสาเหตุมาจากการปรับราคาก๊าซและราคาน้ำมันดิบที่สูงขึ้น โดย PTTEP รายงานกำไรสุทธิไตรมาส 1 ปี 2555 เพิ่มขึ้น 21% จากไตรมาสก่อนหน้า และ 67% จากช่วงเดียวกันของปีก่อน

แนวโน้มไตรมาส 2/55 - ผลการดำเนินงานน่าจะถูกกดดันด้วยราคาน้ำมันที่ลดลง ผลการดำเนินงานไตรมาส 2 ปี 2555 ของหุ้นกลุ่มพลังงานมีแนวโน้มที่จะปรับตัวแย่ลงหลังจากรายงานกำไรที่ดีในไตรมาส 1 ปี 2555 ปัจจัยที่อยู่เบื้องหลังแนวโน้มการปรับตัวแย่ลงครั้งนี้ คือ ราคาน้ำมันที่ปรับตัวลดลงมาก (ลดลงมากกว่า 20 ดอลลาร์สหรัฐ/บาร์เรล) ซึ่งเป็นสาเหตุทำให้เกิดขาดทุนจากสต็อกน้ำมันจำนวนมาก และมีแนวโน้มทำให้เกิดขาดทุนที่ไม่ใช่รายการเงินสดจากการบันทึกมูลค่าสินค้าคงเหลือตามราคาตลาด เราคาดว่าผู้ประกอบการโรงกลั่นจะรายงานขาดทุนสุทธิในไตรมาส 2 ปี 2555 ซึ่งก็จะส่งผลกระทบด้านลบต่อผลการดำเนินงานของ PTT ด้วยเช่นกัน ทั้งนี้เมื่ออิงกับราคาน้ำมันในปัจจุบัน เราคาดการณ์ขาดทุนจากสต็อกน้ำมันของผู้ประกอบการโรงกลั่นได้ที่ระดับประมาณ 8.7 ดอลลาร์สหรัฐ/บาร์เรล และค่าการกลั่นจะปรับตัวลดลงเล็กน้อยจากระดับ 7.7 ดอลลาร์สหรัฐ/บาร์เรลในไตรมาส 1 ปี 2555 สู่ระดับ 7 ดอลลาร์สหรัฐ/บาร์เรลในไตรมาส 2 ปี 2555

ราคาน้ำมันยังมีความเสี่ยงปรับตัวลดลง ราคาน้ำมันดิบปรับตัวร่วงลง 22-24% ในช่วง 6 สัปดาห์ที่ผ่านมา โดยราคาน้ำมันดิบเบรนท์ลดลงสู่ระดับต่ำกว่า 100 ดอลลาร์สหรัฐ/บาร์เรลเป็นครั้งแรกนับตั้งแต่เดือน ก.พ. 2554 ราคาน้ำมันดิบเบรนท์เฉลี่ยตั้งแต่ต้นปี 2555 อยู่ที่ 115 ดอลลาร์สหรัฐ/บาร์เรล เทียบกับระดับที่เราตั้งสมมติฐานไว้ทั้งปี 2555 ที่ 108 ดอลลาร์สหรัฐ/บาร์เรล เมื่อใช้สมมติฐานว่าราคาน้ำมันแกว่งตัวอยู่ที่ระดับปัจจุบันในช่วงที่เหลือของปีนี้ ราคาน้ำมันเฉลี่ยก็น่าจะยังอยู่ในกรอบที่เราคาดการณ์ไว้ อย่างไรก็ตาม เราเชื่อว่าถ้าจีนไม่ได้ออกมาตรการใดๆ มากระตุ้นอุปสงค์น้ำมัน และยุโรปไม่สามารถควบคุมปัญหาหนี้ได้ ภาวะตลาดที่เป็นลบก็จะส่งผลกระทบทำให้ราคาน้ำมันปรับตัวลดลงสู่ระดับแนวรับถัดไป

สมมติฐานราคาน้ำมันปี 2555 อาจต่ำกว่าคาด ราคาน้ำมันดิบเบรนท์ลดลงอย่างต่อเนื่องลงมาต่ำกว่า 90 ดอลลาร์สหรัฐ/บาร์เรล เนื่องจากมาตรการกระตุ้นของสหรัฐฯ ที่สร้างความผิดหวังให้กับตลาด ทำให้สมมติฐานของเรายังมีความเสี่ยงที่อาจจะต่ำกว่าคาดประมาณ 5% อย่างไรก็ตามเราคาดว่าโอเปกจะเป็นปัจจัยหนุนราคาในช่วงครึ่งปีหลัง โดยเฉพาะประเทศสมาชิกจากตะวันออกกลางจะพยายามพยุงราคาน้ำมันเอาไว้ที่ระดับนี้เพื่อคงงบประมาณการคลังของตนเอาไว้ นอกจากนี้ปัจจัยที่จะช่วยสนับสนุนราคาน้ำมันในช่วงครึ่งหลังของปีนี้ คือ อุปสงค์ตามฤดูกาล และการผ่อนปรนนโยบายการเงินในจีนเพื่อกระตุ้นการผลิตภาคอุตสาหกรรม ซึ่งเป็นส่วนสำคัญที่มีการอุปโภคน้ำมันในประเทศจีน ดังนั้นราคาน้ำมันดิบเบรนท์จึงน่าจะยังสามารถยืนอยู่ในระดับที่เราตั้งสมมติฐานไว้ที่ 108 ดอลลาร์สหรัฐ/บาร์เรลได้ กรณีเลวร้าย คือ ราคาน้ำมันดิบเบรนท์อาจจะปรับตัวลดลงต่อไปอีกสู่ระดับ 70-80 ดอลลาร์สหรัฐ/บาร์เรล ซึ่งเป็นระดับเดียวกันที่เคยเกิดขึ้นในเดือน ต.ค. 2552 ถึงเดือน ก.ย. 2553 ก่อนที่จะมีการเก็งกำไรเกี่ยวกับภาวะขาดแคลนอุปทานน้ำมันจากลิเบีย อุปสงค์น้ำมันเพิ่มขึ้น การฟื้นตัวของตลาดการเงิน และดอลลาร์อ่อนค่า

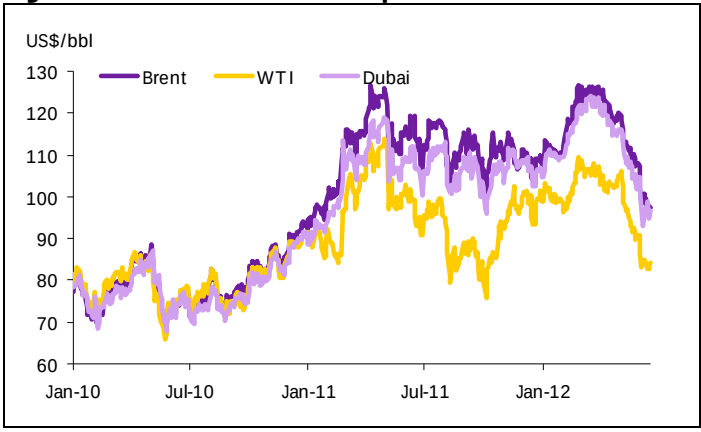
PTT เป็นหุ้น Top Buy ของเราในกลุ่มพลังงาน เราเปลี่ยนคำแนะนำสำหรับหุ้นพลังงานในการวิเคราะห์ของเราโดยมีหุ้นที่แนะนำ "ซื้อ" เพียง 3 ตัว คือ PTT BANPU และ TOP เนื่องจากแนวโน้มราคาน้ำมันยังไม่มีความชัดเจนเพราะแนวโน้มเศรษฐกิจโลกอ่อนแอ ดังนั้นเราจึงชอบหุ้นที่มีค่า beta ต่ำในกลุ่มน้ำมันและก๊าซอย่าง PTT เราเชื่อว่ากระแสเงินสดที่มีเสถียรภาพจากธุรกิจก๊าซของ PTT จะช่วยลดผลกระทบจากความผันผวนของราคาน้ำมันได้

Valuation summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					11A	12F	13F	11A	12F	13F	11A	12F	13F	11A	12F	13F	11A	12F	13F	11A	12F	13F
BANPU	Buy	452.0	600.0	36.3	14.3	8.5	10.2	(12.6)	68.5	(17.0)	1.62	1.45	1.32	12.6	18.1	13.5	4.4	3.5	2.9	6.3	5.1	6.1
BCP	Neutral	23.4	25.0	12.8	4.0	6.6	7.3	293.3	(39.8)	(9.3)	1.08	1.00	0.92	26.3	15.1	13.1	7.1	6.0	5.6	4.5	5.4	5.6
ESSO	Neutral	10.3	9.0	(8.7)	37.9	9.8	7.4	(43.2)	286.9	32.0	1.45	1.28	1.14	3.8	13.9	16.3	1.0	3.9	4.9	15.6	7.2	6.6
IRPC	Neutral	3.8	4.3	17.0	13.1	11.5	7.8	44.1	14.1	47.4	1.01	0.97	0.89	7.8	8.6	11.9	3.2	2.7	5.3	9.0	8.0	6.0
PTT	Buy	321.0	380.0	24.0	8.3	7.1	7.7	38.2	16.0	(7.8)	1.42	1.23	1.11	18.4	18.5	15.1	4.0	5.7	5.7	5.5	5.4	6.5
PTTEP	Neutral	169.0	170.0	4.3	11.9	10.7	9.3	(2.9)	11.5	14.6	2.81	2.40	2.07	26.0	24.3	23.9	3.2	3.7	4.3	5.3	4.5	4.1
TOP	Buy	59.0	75.0	31.9	7.9	8.7	7.3	167.9	(9.5)	18.9	1.42	1.29	1.16	19.0	15.5	16.7	5.1	4.7	5.6	4.9	4.8	3.8
Average					**13.9**	**9.0**	**8.1**	**69.3**	**49.7**	**11.3**	**1.54**	**1.37**	**1.23**	**16.3**	**16.3**	**15.8**	**4.0**	**4.3**	**4.9**	**7.3**	**5.8**	**5.5**

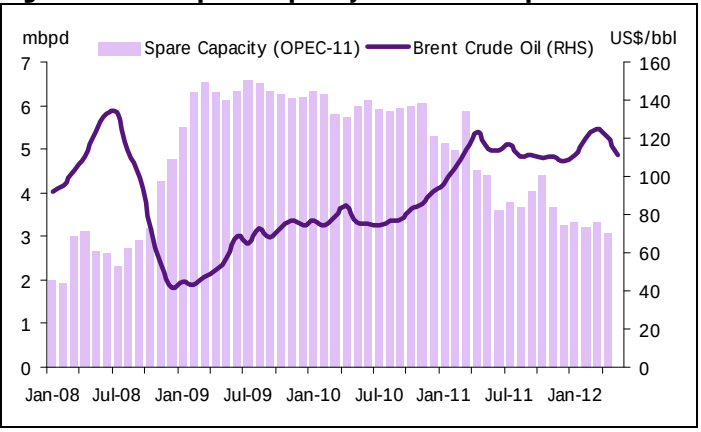
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: Benchmark crude oil price



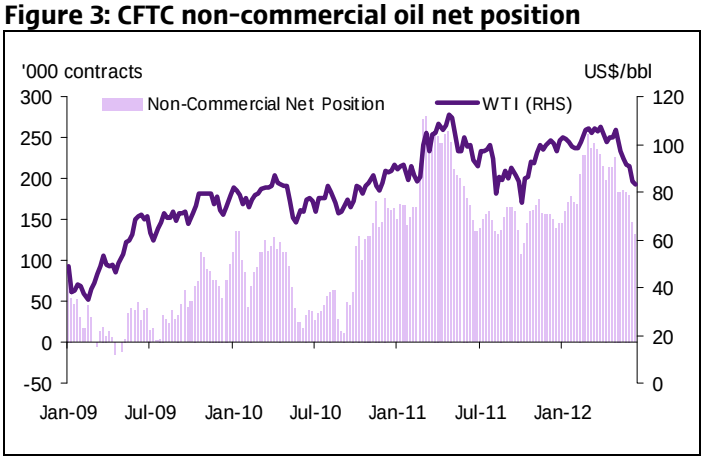
Source: Bloomberg Finance LP, SCBS Investment Research

Figure 2: OPEC spare capacity vs. Brent oil price



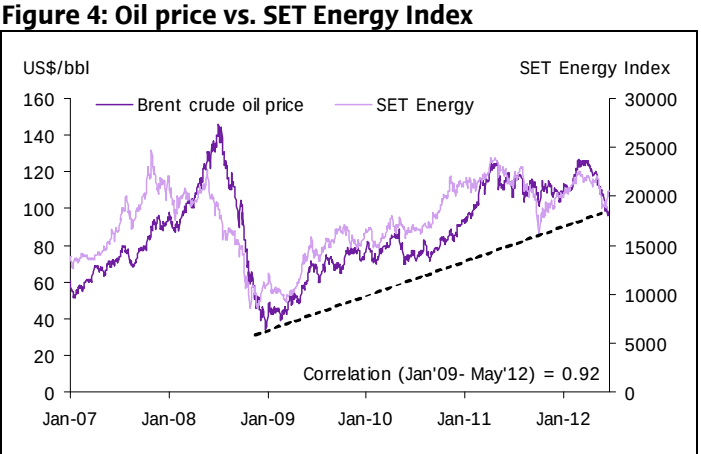
Source: IEA, SCBS Investment Research

Figure 3: CFTC non-commercial oil net position



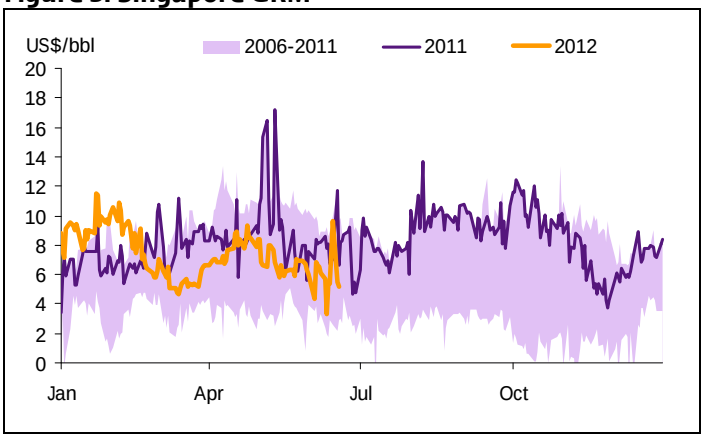
Source: CFTC, Bloomberg Finance LP, SCBS Investment Research

Figure 4: Oil price vs. SET Energy Index



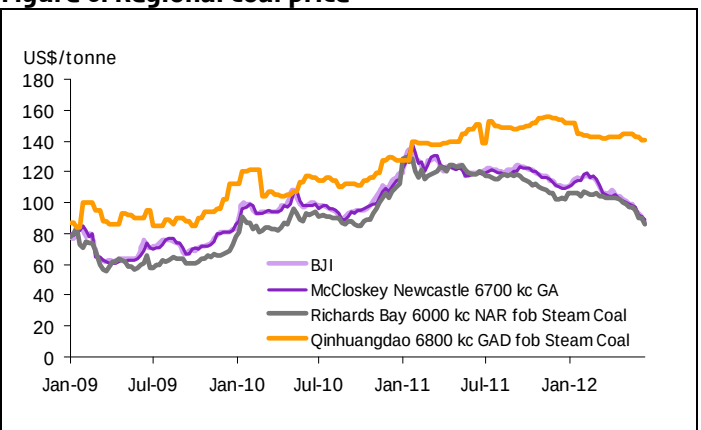
Source: Bloomberg Finance LP, SCBS Investment Research

Figure 5: Singapore GRM



Source: Reuters, SCBS Investment Research

Figure 6: Regional coal price



Source: BJI, Bloomberg Finance LP, SCBS Investment Research

แนวโน้มธุรกิจและ Valuation ไม่น่าดึงดูด

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

- **ASP และ MBKET มีส่วนแบ่งการตลาดและอัตราค่าคอมมิชชั่นลดลง**
- **ปรับคำแนะนำสำหรับ PHATRA ขึ้นสู่ Neutral เนื่องจากราคาหุ้นต่ำกว่ามูลค่าเหมาะสมหลังรวมกิจการ**
- **KTC จะฟื้นตัวกลับมาทำกำไรในไตรมาส 2/55 หลังจากรับรู้ผลกระทบจากสถานการณ์น้ำท่วมไปหมดแล้วในช่วง 2 ไตรมาสที่ผ่านมา**
- **AEONTS โดดเด่น เพราะได้รับประโยชน์จากการขึ้นค่าจ้าง**

ASP และ MBKET: ส่วนแบ่งการตลาดและอัตราค่าคอมมิชชั่นลดลง ASP และ MBKET มีส่วนแบ่งการตลาดและอัตราค่าคอมมิชชั่นในไตรมาส 1 ปี 2555 ลดลงจากช่วงเดียวกันของปีก่อน สะท้อนถึงการแข่งขันทางราคาเพิ่มมากขึ้นหลังจากเริ่มเปิดเสรีอัตราค่าคอมมิชชั่นอย่างสมบูรณ์ในเดือน ม.ค. 2555 สำหรับไตรมาส 2 ปี 2555 (ณ วันที่ 19 มิ.ย.) ทั้ง ASP และ MBKET มีส่วนแบ่งการตลาดลดลงจากไตรมาสก่อนหน้าอย่างมาก มูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดฯ เฉลี่ยต่อวันในไตรมาส 2 ปี 2555 (ณ วันที่ 19 มิ.ย.) อยู่ที่ 3 หมื่นล้านบาท เทียบกับ 3.1 หมื่นล้านบาทในไตรมาส 1 ปี 2555 และ 2.67 หมื่นล้านบาทในไตรมาส 2 ปี 2554 เรายังคงสมมติฐานมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดฯ เฉลี่ยต่อวันในกรณีฐานไว้ที่ 2.6 หมื่นล้านบาทในปี 2555

ปรับคำแนะนำสำหรับ PHATRA ขึ้นสู่ Neutral เราปรับคำแนะนำสำหรับ PHATRA ขึ้นสู่ Neutral เนื่องจากราคาหุ้นต่ำกว่ามูลค่าเหมาะสมเมื่ออิงกับอัตราส่วนการแลกเปลี่ยนหุ้นกับ KK ทั้ง KK และ PHATRA มีราคาหุ้นต่ำกว่ามูลค่า แต่แนวโน้มธุรกิจหลังรวมกิจการในด้านของต้นทุนเงินทุนมีความเสี่ยงปรับตัวเพิ่มขึ้น อันเป็นผลมาจากการลดวงเงินคุ้มครองเงินฝากลงจาก 50 ล้านบาท/ธนาคาร/บัญชี เหลือ 1 ล้านบาท ซึ่งจะมีผลตั้งแต่วันที่ 11 ส.ค. 2555 ดังนั้นเราจึงแนะนำ Neutral ทั้ง KK และ PHATRA ทั้งนี้ KK กับ PHATRA กำลังอยู่ระหว่างควบรวมกิจการ โดย KK จะทำคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ทั้งหมดของ PHATRA (Delisting Tender Offer) จากผู้ถือหุ้นทุกราย โดยธนาคารจะชำระค่าตอบแทนให้แก่ผู้ถือหุ้นของ PHATRA ที่ตอบรับคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ดังกล่าวเป็นหุ้นสามัญเพิ่มทุน 192 ล้านหุ้นที่อัตราส่วนการแลกเปลี่ยนหุ้นเท่ากับ 1 หุ้นของ PHATRA ต่อ 0.9135 หุ้นของ KK ที่ราคา 32.2 บาท การรวมกิจการครั้งนี้คาดว่าจะแล้วเสร็จในไตรมาส 3 ปี 2555 (เดือน ส.ค.) เมื่ออิงกับอัตราส่วนแลกหุ้นที่ 1 หุ้น PHATRA ต่อ 0.9135 หุ้น KK ราคาเป้าหมายของ KK หลังรวมกิจการจะอยู่ที่ 41 บาท และจะได้ราคาเป้าหมายของ PHATRA ที่ 37 บาท

KTC จะกลับมาทำกำไร เราคาดว่า KTC จะกลับมาทำกำไรในไตรมาส 2 ปี 2555 หลังจากรายงานขาดทุนติดต่อกัน 2 ไตรมาสเพราะได้รับผลกระทบจากสถานการณ์น้ำท่วม เรายังคงมุมมองของเราที่ว่าตลาดบัตรเครดิตถึงจุดอิ่มตัวแล้ว และมีการแข่งขันเพิ่มมากขึ้นจากธนาคารพาณิชย์ การควบคุมค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานเป็นสิ่งที่ KTC ให้ความสำคัญในปีนี้

AEONTS เป็นผู้ได้รับประโยชน์รายใหญ่จากการขึ้นค่าจ้าง ในฐานะบริษัทที่ประกอบธุรกิจสินเชื่อเพื่อการอุปโภคบริโภคชั้นนำของประเทศไทยที่เน้นตลาดระดับล่าง AEONTS น่าจะได้รับประโยชน์จากการขึ้นค่าจ้างขั้นต่ำและการปรับเงินเดือนขั้นต่ำของข้าราชการที่จบการศึกษาระดับปริญญาตรีเป็น 15,000 บาท/เดือนตั้งแต่ไตรมาส 2 ปี 2555 เป็นต้นไป การขึ้นค่าจ้างขั้นต่ำอีก 36-40% จาก 215-221 บาท/วัน เป็น 300 บาท/วัน ใน 7 จังหวัด (รวมภูเก็ต กรุงเทพฯ และปริมณฑล ด้วย) ซึ่งมีผลตั้งแต่เดือน เม.ย. 2555 จะทำให้กลุ่มลูกค้าเป้าหมายสินเชื่อส่วนบุคคลของ AEONTS ขยายใหญ่ขึ้น นอกจากนี้การเปลี่ยนแปลงดังกล่าวยังจะช่วยสนับสนุนให้ฐานะการเงินของลูกค้าปรับตัวดีขึ้น ซึ่งจะช่วยลดความเสี่ยงเกี่ยวกับคุณภาพสินทรัพย์ของบริษัทด้วย

Valuation summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x) 11A	P/E (x) 12F	P/E (x) 13F	EPS growth (%) 11A	EPS growth (%) 12F	EPS growth (%) 13F	P/BV (x) 11A	P/BV (x) 12F	P/BV (x) 13F	ROE (%) 11A	ROE (%) 12F	ROE (%) 13F	Div. Yield (%) 11A	Div. Yield (%) 12F	Div. Yield (%) 13F
AEONTS	Sell	30.00	31.00	10.3	46.6	8.6	7.8	(83.2)	439.5	10.9	1.22	1.16	1.09	2.6	13.8	14.4	7.0	7.0	7.0
ASP	Sell	2.28	2.50	18.5	9.5	10.2	10.7	(32.8)	(6.5)	(5.2)	1.21	1.19	1.19	12.2	11.8	11.1	8.8	8.9	8.4
KTC	Sell	17.50	14.00	(18.5)	n.m.	26.6	8.9	n.m.	n.m.	200.0	0.93	0.90	0.82	(28.4)	3.4	9.7	0.0	1.5	4.5
MBKET	Sell	13.30	14.20	15.3	11.6	11.7	11.5	(18.8)	(0.6)	1.1	1.72	1.72	1.72	14.4	14.7	14.9	8.8	8.6	8.7
PHATRA	Neutral	30.50	35.00	20.9	7.7	8.2	8.0	(17.2)	(5.8)	2.4	1.78	1.64	1.50	22.2	20.9	19.7	8.5	6.1	6.3
Average					**18.8**	**13.0**	**9.4**	**(38.0)**	**106.7**	**41.8**	**1.37**	**1.32**	**1.26**	**4.6**	**12.9**	**14.0**	**6.6**	**6.4**	**7.0**

Source: SCBS Investment Research

Figure 1: Target price sensitivity to turnover

	MBKET	ASP
Target price at 2012F various daily mkt. turnover		
Bt22bn	13.9	2.6
Bt24bn	16.3	2.9
Bt26bn — base case	14.2	2.5
Bt28bn	21.0	3.4
Bt30bn	23.3	3.7
2012F EPS (Bt) at various daily mkt. turnover		
Bt22bn	0.85	0.19
Bt24bn	0.99	0.20
Bt26bn — base case	1.14	0.22
Bt28bn	1.28	0.24
Bt30bn	1.43	0.26
2012F DPS (Bt) at 2011F various daily mkt. turnover		
Bt22bn	0.85	0.17
Bt24bn	0.99	0.18
Bt26bn — base case	1.14	0.20
Bt28bn	1.28	0.22
Bt30bn	1.43	0.24
Dividend payout		
2012F	100%	90%
Implied target PE (x)	**12.5**	**11.3**

Source: SCBS Investment Research

Figure 2: Quarterly market share and commission rate

	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12*
Daily market turnover (Bt mn)	27,659	26,699	28,529	19,503	26,886	25,766
Market share						
MBKET	11.27%	11.79%	11.93%	12.66%	12.47%	11.95%
ASP	4.96%	5.00%	4.75%	4.56%	4.45%	3.92%
PHATRA	4.99%	4.62%	4.81%	4.51%	4.62%	4.01%
Commission rate						
MBKET	0.158%	0.155%	0.157%	0.145%	0.132%	NA.
ASP	0.209%	0.186%	0.200%	0.198%	0.187%	NA.
PHATRA	0.160%	0.165%	0.163%	0.152%	0.165%	NA.

Note: * As of June 19, 2012
Source: SET and SCBS Investment Research

Figure 3: MoM growth in number of credit cards, credit card loans and personal loans

	Apr-11	May-11	Jun-11	Jul-11	Aug-11	Sep-11	Oct-11	Nov-11	Dec-11	Jan-12	Feb-12	Mar-12	Apr-12
# of credit cards													
System	1.04%	0.26%	1.08%	0.39%	1.30%	1.11%	-0.29%	0.76%	1.17%	-0.39%	1.10%	1.24%	0.42%
Non-bank	1.36%	-0.08%	0.84%	-0.82%	0.81%	-0.41%	0.64%	0.71%	0.62%	0.52%	0.59%	7.26%	-0.22%
Credit card loans													
System	2.32%	0.73%	0.72%	0.05%	0.91%	1.30%	-0.86%	-0.99%	12.8%	-4.19%	-2.65%	1.04%	2.14%
Non-bank	2.03%	0.13%	0.00%	-0.41%	0.29%	0.08%	-0.81%	-1.12%	7.59%	-2.83%	-1.63%	9.85%	1.36%
Personal loans													
System	1.38%	0.69%	1.33%	1.62%	2.11%	1.82%	1.41%	0.80%	0.04%	-0.67%	1.14%	1.25%	1.68%
Non-bank	0.89%	1.13%	0.62%	0.34%	1.03%	1.97%	0.79%	0.17%	0.51%	-1.84%	0.57%	0.49%	1.59%

Source: BoT and SCBS Investment Research

ผลการดำเนินงานเติบโตสูงและแข็งแกร่ง

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

กำไรไตรมาส 1/55 สูงสุดเป็นประวัติการณ์ตามคาด หุ้นในกลุ่มการแพทย์ทุกตัวที่อยู่ในการวิเคราะห์ของเรา (BGH BH และ KH) รายงานกำไรจากการดำเนินธุรกิจปกติสูงสุดเป็นประวัติการณ์ในไตรมาส 1 ปี 2555 ตามคาด เพราะผลการดำเนินงานในแง่ของปริมาณผู้ป่วยปรับตัวเพิ่มขึ้นจากความต้องการรักษาพยาบาลที่สะสมมาจากช่วงก่อนหน้า รายได้ต่อคนไข้เพิ่มขึ้นจากความซับซ้อนของโรคที่เพิ่มขึ้น หลังจากสถานการณ์น้ำท่วมในไตรมาส 4 ปี 2554 คลี่คลายลง และอัตราภาษีเงินได้นิติบุคคลปรับลดลง

กำไรจะลดลงตามฤดูกาลในไตรมาส 2/55 และคาดว่าจะทำสถิติสูงสุดเป็นประวัติการณ์อีกครั้งในไตรมาส 3/55 โดยปกติแล้วไตรมาส 2 มักจะเป็นไตรมาสที่ค่อนข้างเงียบเหงาสำหรับกลุ่มการแพทย์ เพราะมีวันหยุดมาก (เช่น เทศกาลสงกรานต์) และก็เป็นช่วงนอกฤดูกาลท่องเที่ยวซึ่งส่งผลทำให้มีปริมาณผู้ป่วยต่างชาติน้อยด้วย เราคาดว่า BGH จะรายงานกำไรไตรมาส 2 ปี 2555 เติบโตจากช่วงเดียวกันของปีก่อนสูงที่สุด โดยมีสาเหตุมาจากการรับรู้ส่วนแบ่งกำไรของ BH เราคาดว่าปริมาณผู้ป่วยทั้งในประเทศและต่างประเทศน่าจะฟื้นตัวเพิ่มขึ้นในไตรมาส 3 ปี 2555 เพราะเป็นช่วงที่มีผู้ป่วยไข้หวัดจำนวนมากเนื่องจากประเทศไทยเข้าสู่ฤดูฝนประกอบกับเริ่มเข้าสู่ฤดูกาลท่องเที่ยว แนวโน้มอุตสาหกรรมที่เป็นบวกเช่นนี้ทำให้เรามองว่ากำไรของหุ้นในกลุ่มการแพทย์มีแนวโน้มที่จะทำสถิติสูงสุดเป็นประวัติการณ์อีกครั้งในไตรมาส 3 ปี 2555

ผลการดำเนินงานแข็งแกร่งและมีแนวโน้มเติบโตสูง เรายังคงมุมมองด้านบวกต่อกลุ่มการแพทย์ เราคาดว่ากลุ่มการแพทย์จะรายงานกำไรจากการดำเนินธุรกิจปกติที่เติบโตสูงถึง 34% เทียบกับอัตราเติบโตของกำไรโดยเฉลี่ยของหุ้นทั้งหมดในการวิเคราะห์ของ SCBS ที่ 24% ในปีนี้ และ 17% เทียบกับอัตราเติบโตของกำไรโดยเฉลี่ยของหุ้นทั้งหมดในการวิเคราะห์ของ SCBS ที่ 14% ในปี 2556 เรามองว่าความเสี่ยง downside มีจำกัด เพราะผลการดำเนินงานของกลุ่มการแพทย์มีความแข็งแกร่งเนื่องจากบริการทางการแพทย์เป็นสิ่งจำเป็นไม่ใช่สิ่งฟุ่มเฟือย นอกจากนี้แล้วเรามองว่าการมีรายได้ส่วนใหญ่จากในประเทศยังช่วยป้องกันผลกระทบจากวิกฤตเศรษฐกิจโลกด้วย BGH และ KH อยู่ในสถานะที่ดีท่ามกลางความวิตกกังวลที่มีมากขึ้นเกี่ยวกับเศรษฐกิจยุโรป เนื่องจากรายได้ 70% ของ BGH มาจากตลาดในประเทศ และรายได้ทั้งหมดของ KH มาจากตลาดในประเทศ

ผลกระทบจากการชะลอตัวของเศรษฐกิจโลก BH เป็นหุ้นที่มีสัดส่วนรายได้จากตลาดผู้ป่วยต่างชาติมากที่สุดในกลุ่มการแพทย์ โดยรายได้ 60% ของ BH มาจากตลาดนี้ ดังนั้น BH จึงมีแนวโน้มที่จะได้รับผลกระทบด้านลบจากการชะลอตัวของเศรษฐกิจโลกมากที่สุด เนื่องจากผู้ป่วยต่างชาติส่วนใหญ่ของบริษัทเป็นผู้ป่วยที่เดินทางเข้ามาโดยเครื่องบินและอาจจะเลื่อนการรักษาพยาบาลที่ไม่ได้มีอาการรุนแรงออกไป ทั้งนี้เมื่อย้อนกลับไปในปี 2550-52 ซึ่งเป็นช่วงที่เกิดวิกฤตเศรษฐกิจทั่วโลกและเกิดสถานการณ์ความไม่สงบทางการเมืองในประเทศไทย ปริมาณผู้ป่วยต่างชาติของ BH ลดลง ส่งผลทำให้บริษัทรายงานกำไรจากการดำเนินธุรกิจปกติเพิ่มขึ้นเพียง 3% เทียบกับ BGH ที่กำไรเพิ่มขึ้น 20% และ KH ที่กำไรเพิ่มขึ้น 19%

แนวโน้ม Upside มาจากการเข้าซื้อและควบรวมกิจการ เรามองว่าประเด็นเกี่ยวกับการเข้าซื้อและควบรวมกิจการ (M&A) ยังไม่จบ และจะเป็น Upside ให้กับกลุ่มการแพทย์ บริษัททั้งสามแห่งในกลุ่มการแพทย์กำลังมองหาโอกาสขยายธุรกิจผ่านการเข้าซื้อกิจการและโครงการลงทุนใหม่ เพื่อสนับสนุนให้กำไรเติบโตและสร้างความแข็งแกร่งให้กับเครือข่ายและแบรนด์ให้พร้อมสำหรับการจัดตั้งให้อาเซียนเป็นตลาดเดียวภายใต้ประชาคมเศรษฐกิจอาเซียน (ASEAN Economic Community: AEC) ที่จะมีผลบังคับใช้ในปี 2558 เรามองว่าด้วยคุณภาพของการให้บริการรักษาพยาบาลระดับสูงและราคาที่สมเหตุสมผล กลุ่มการแพทย์ของไทยจะได้รับประโยชน์จาก AEC ในแง่ของการมีปริมาณผู้ป่วยเพิ่มมากขึ้น

ชอบ BGH และ KH BGH มีปัจจัยพื้นฐานที่ดี เนื่องจากเครือข่ายโรงพยาบาลขนาดใหญ่และการครอบคลุมผู้ป่วยในวงกว้างทำให้ BGH สามารถตอบสนองความต้องการรักษาพยาบาลในประเทศได้ดีกว่าโรงพยาบาลอื่นๆ ในเวลาเดียวกันก็กระจายธุรกิจโดยไม่ได้มีโรงพยาบาลอยู่ในทำเลเพียงทำเลเดียว นอกจากนี้ BGH ยังมี Valuation ที่น่าดึงดูดด้วยเพราะราคาหุ้นยังปรับขึ้นช้ากว่าหุ้นอื่นๆ ในกลุ่มเดียวกัน KH เป็นผู้ได้รับประโยชน์รายใหญ่จากการปรับเปลี่ยนวิธีการจ่ายค่ารักษาพยาบาลในระบบประกันสังคมที่มีผลบังคับใช้ตั้งแต่เดือน ม.ค. 2555 เนื่องจาก KH เป็นโรงพยาบาลที่มีสัดส่วนรายได้จากระบบประกันสังคมสูงสุดที่ 30% เทียบกับ BGH ที่ 3% และ BH ที่ไม่มีรายได้จากระบบประกันสังคมเลย นอกจากนี้เราก็ชอบ KH ที่มีการปรับเปลี่ยนตำแหน่งมาเน้นตลาดผู้ป่วยที่ให้ผลตอบแทนสูงผ่านทางโรงพยาบาลใหม่ของบริษัทที่ชื่อว่า The World Medical Center (WMC) ที่คาดว่าจะเปิดให้บริการในเดือน ต.ค. 2555 ซึ่งจะช่วยลดช่องว่างระหว่าง KH กับ BGH และ BH ให้แคบลง ซึ่งหมายความว่า KH น่าจะซื้อขายที่ PER สูงขึ้นและจะมีการปรับมูลค่าหุ้นเพิ่มขึ้นในอนาคต

Valuation Summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					11A	12F	13F	11A	12F	13F	11A	12F	13F	11A	12F	13F	11A	12F	13F	11A	12F	13F
BGH	Buy	92.50	105.00	15.8	36.6	26.5	22.4	35.8	38.2	18.5	4.28	3.81	3.48	15.7	15.2	16.3	1.2	2.3	2.0	16.9	14.8	13.0
BH	Neutral	64.50	63.00	(0.1)	37.0	29.0	25.3	16.6	27.8	14.7	8.31	7.28	6.38	23.6	26.8	26.9	1.7	2.2	2.4	18.3	15.8	14.3
KH	Buy	9.00	10.00	13.5	26.7	21.0	18.6	5.3	26.9	12.8	4.99	4.38	3.92	18.5	22.2	22.2	2.2	2.4	2.7	11.4	11.0	10.0
Average					**33.4**	**25.5**	**22.1**	**19.2**	**31.0**	**15.3**	**5.86**	**5.16**	**4.59**	**19.3**	**21.4**	**21.8**	**1.7**	**2.3**	**2.4**	**15.6**	**13.9**	**12.4**

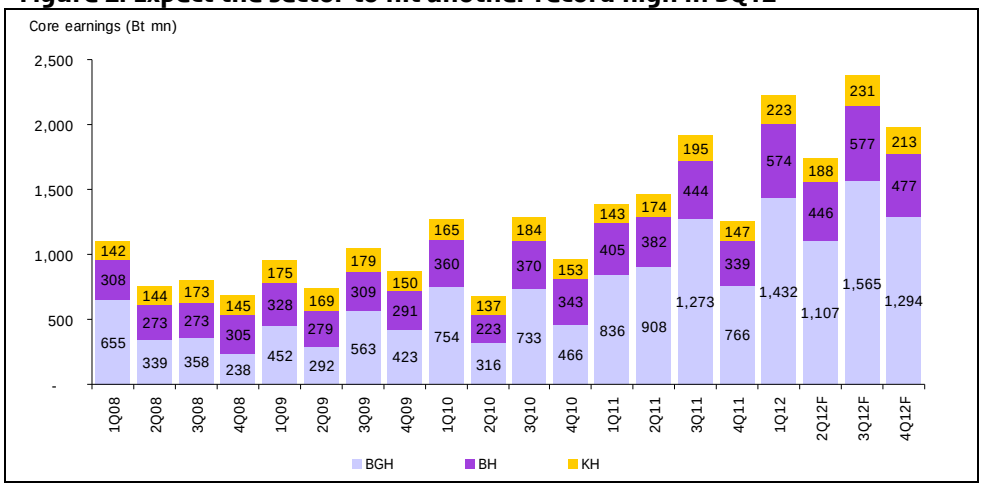
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: All three hospitals reported record earnings in 1Q12

	Core earnings (Bt mn)					Growth		Core earnings (Bt mn)			% YoY Growth		
	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	% YoY	% QoQ	2011	2012F	2013F	2011	2012F	2013F
BGH	836	908	1,273	891	1,432	71.3	60.8	3,907	5,398	6,396	72.2	38.2	18.5
BH	405	382	444	279	574	41.7	105.6	1,510	1,925	2,205	16.6	27.4	14.6
KH	143	174	195	161	223	55.7	38.6	673	854	964	5.3	26.9	12.8
Sector	**1,384**	**1,464**	**1,912**	**1,330**	**2,228**	**61.0**	**67.5**	**6,090**	**8,177**	**9,565**	**44.9**	**34.3**	**17.0**

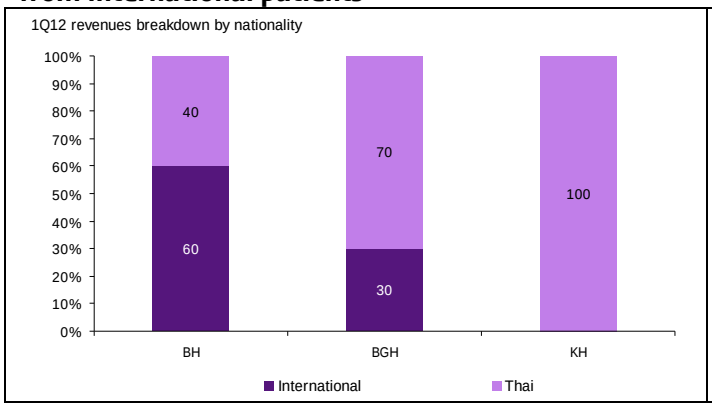
Source: SCBS Investment Research

Figure 2: Expect the sector to hit another record high in 3Q12



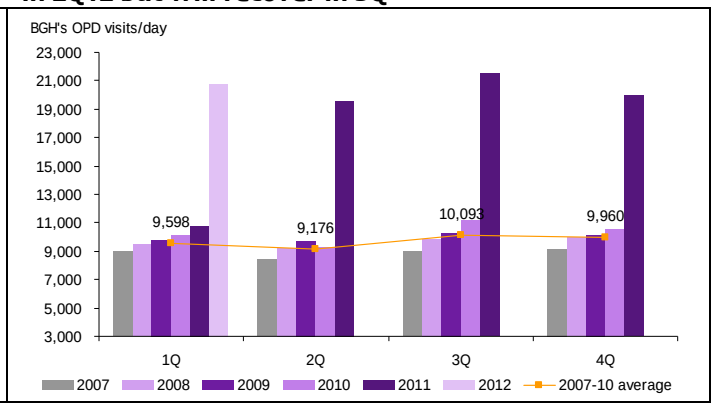
Source: SCBS Investment Research

Figure 3: BH has the highest revenue contribution from international patients



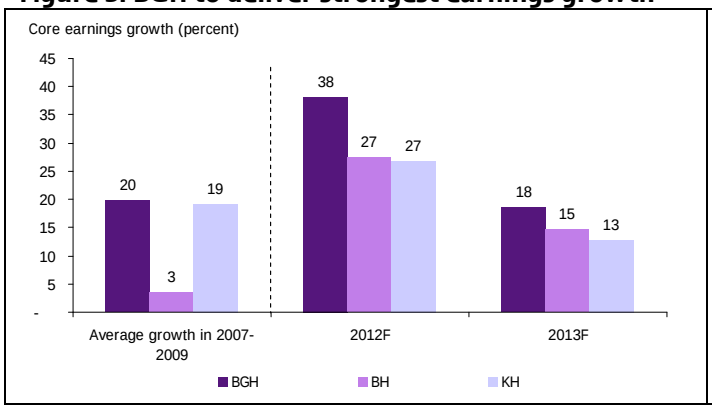
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 4: With BGH as proxy, patient volume is slow in 2Q12 but will recover in 3Q



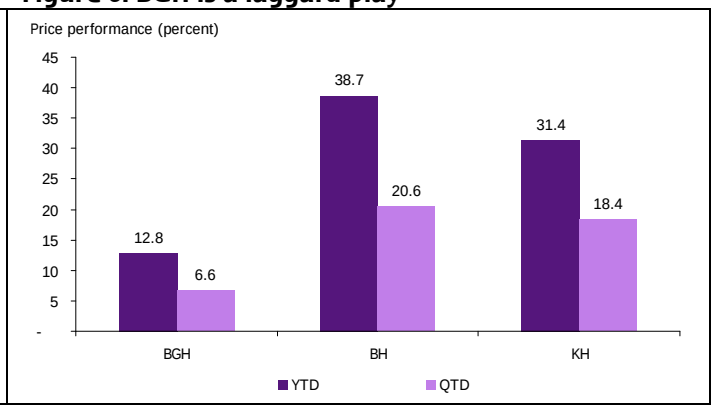
Source: Company data and SCBS Investment Research
* Note that BGH's patient volume jump in 2Q11 from the merger with Phyathai Hospital and Paolo Memorial Hospital Groups.

Figure 5: BGH to deliver strongest earnings growth



Source: SET and SCBS Investment Research

Figure 6: BGH is a laggard play



Source: SCBS Investment Research

แนวโน้มยอดขายที่ดินสดใส

ยุพเรศ ลิขิตแสนสุข
0-2949-1020
yupharet.likitsansuk@scb.co.th

- **ยอดขายที่ดินในไตรมาส 2/55 จะลดลงจากไตรมาสก่อนหน้าเพราะฐานสูงในไตรมาส 1/55 แต่ไม่น่าเป็นห่วง**
- **คาดยอดขายที่ดินจะดีขึ้นในงวดครึ่งหลังปี 55**
- **ปรับประมาณการยอดขายที่ดินทั้งปี 2555 เพิ่มขึ้นอีก 50% สู่จำนวนประมาณ 9,000 ไร่**
- **ข่าวบวก: Volvo จะย้ายฐานการผลิตมาประเทศไทย Toyota และ Honda ขยายกำลังการผลิต โครงการหลายโครงการที่กำลังศึกษา (Rolls Royce, Yamaha, BMW): TAMA คาดยอดผลิตรถยนต์เพิ่มขึ้น 62% สู่จำนวน 3 ล้านคันภายในปี 2560**
- **Top picks: ยังคงเลือก AMATA และ HEMRAJ**

ยอดขายที่ดินไตรมาส 1/55 สูงสุดเป็นประวัติการณ์ CBRE รายงานว่ายอดขายที่ดินนิคมอุตสาหกรรมในไตรมาส 1 ปี 2555 มีจำนวนสูงสุดเป็นประวัติการณ์ที่ 2,285 ไร่ เพิ่มขึ้น 93% จากช่วงเดียวกันของปีก่อน และ 14% จากไตรมาสก่อนหน้า สูงสุดนับตั้งแต่ไตรมาส 1 ปี 2552 กลุ่มยานยนต์และนักลงทุนญี่ปุ่นยังคงเป็นผู้ซื้อรายใหญ่ HEMRAJ และ AMATA ครองส่วนแบ่ง 41% และ 35% ของยอดขายที่ดินในไตรมาส 1 ปี 2555 ตามลำดับ HEMRAJ ปรับเป้ายอดขายที่ดินในปีนี้เพิ่มขึ้นเป็น 2,000 ไร่

ในด้านของกำไรจากการดำเนินธุรกิจนั้น HEMRAJ และ TICON สามารถรายได้กำไรเพิ่มขึ้นทั้งจากช่วงเดียวกันของปีก่อนและจากไตรมาสก่อนหน้า โดยได้รับปัจจัยหนุนจากการโอนกรรมสิทธิ์ที่ดินเพิ่มมากขึ้นในส่วนของ HEMRAJ และการขายสินทรัพย์ของ TICON ส่วนกำไรของ AMATA เติบโตจากช่วงเดียวกันของปีก่อน แต่ลดลงจากไตรมาสก่อนหน้า โดยมีสาเหตุมาจากยอดโอนกรรมสิทธิ์ที่ดิน ผลการดำเนินงานของ ROJNA ยังคงอ่อนแอ

ยอดขายที่ดินคาดลดลงในไตรมาส 2/55 แต่จะดีขึ้นในงวดครึ่งหลังปี 55 ยอดขายที่ดินของ AMATA กับ HEMRAJ คาดลดลงโดยมีสาเหตุมาจากฐานสูงในไตรมาส 1 ปี 2555 ซึ่งไม่ใช่เรื่องที่น่าเป็นห่วงแต่อย่างใด เนื่องจากบริษัททั้งสองแห่งนี้มีการเจรจากับลูกค้าหลายรายอย่างต่อเนื่อง และคาดว่าลูกค้าเหล่านี้จะตกลงเซ็นสัญญาในไม่ช้านี้ เราเชื่อว่า AMATA จะทำยอดขายที่ดินได้ถึงจำนวนที่ตั้งเป้าไว้ที่ 3,000 ไร่ HEMRAJ ที่ 2,000 ไร่ และ ROJNA ที่ 2,000 ไร่

ปรับประมาณการยอดขายทั้งปีเพิ่มขึ้น แม้ยอดขายที่ดินน่าจะปรับตัวลดลงในไตรมาส 2 ปี 2555 แต่เราก็ปรับประมาณการยอดขายที่ดินนิคมอุตสาหกรรมโดยรวมในปี 2555 เพิ่มขึ้นอีก 50% สู่จำนวนประมาณ 9,000 ไร่ (เพิ่มขึ้น 55% จากปีก่อน) โดยได้รับปัจจัยหนุนจากการใช้จ่ายลงทุนอย่างต่อเนื่องและการย้ายฐาน/ขยายกำลังการผลิตรถยนต์ เรามองว่าสิ่งดึงดูดนักลงทุน คือ การใช้ประเทศไทยเป็นศูนย์กลางการผลิตรถยนต์ และผลประโยชน์ทางภาษี เมื่อประชาคมเศรษฐกิจอาเซียนถูกจัดตั้งในปี 2558 กระแสข่าวด้านบวกได้แก่:

- Volvo จะย้ายฐานการผลิตจากจีนมาประเทศไทย; Toyota และ Honda ขยายฐานการผลิต
- สมาคมผู้ผลิตชิ้นส่วนยานยนต์ไทย (TAMA) คาดการณ์ว่ายอดผลิตรถยนต์ของประเทศไทยจะเพิ่มขึ้นเป็นจำนวน 3 ล้านคันภายในปี 2560 เติบโตสูงถึง 62% หรือเฉลี่ย 10% ต่อปี
- โครงการที่กำลังศึกษา: Rolls-Royce (เครื่องยนต์เครื่องบิน) Yamaha และ BMW (จักรยานยนต์ big bikes)

เราคาดว่าจะมีความต้องการที่ดินจากบริษัทผลิตชิ้นส่วนรถยนต์ตามมา ทั้งนี้เมื่ออิงกับการศึกษาของเราพบว่า ณ สัดส่วนการใช้ชิ้นส่วนภายในประเทศในปัจจุบัน (ประมาณ 90% สำหรับรถกระบะ และ 60-80% สำหรับรถยนต์ส่วนบุคคล) บริษัทผลิตรถยนต์ 1 รายจะต้องใช้บริษัทผลิตชิ้นส่วนรถยนต์ tier 1-3 ประมาณ 140-145 ราย

Upside: อัตรากำไรดีขึ้น บริษัทพัฒนานิคมอุตสาหกรรมเพิ่งปรับราคาเสนอขายที่ดินของตนเพิ่มขึ้นอีก 10-15% และยืนยันกับเราว่าราคาที่ตกลงซื้อขายก็ปรับตัวเพิ่มขึ้นเช่นเดียวกัน เมื่อประกอบกับสต็อกที่ดินเดิมที่มีต้นทุนต่ำ ทำให้มีแนวโน้มอัตรากำไรขั้นต้นจะปรับตัวเพิ่มขึ้น

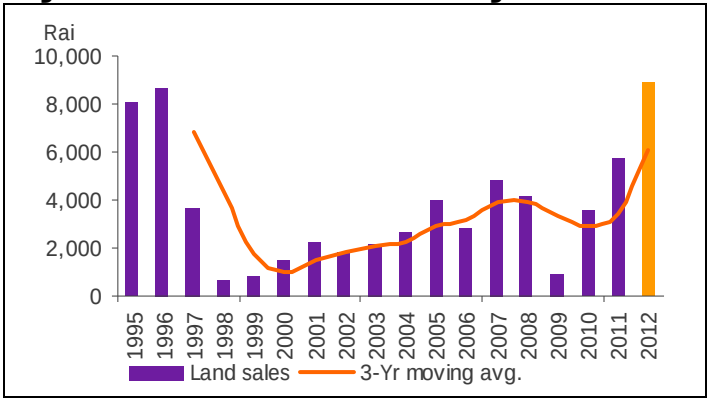
Top picks: AMATA: ในภาวะที่อุตสาหกรรมมีแนวโน้มที่สดใส เราชอบ AMATA เพราะบริษัทมีแนวโน้มขายที่ดินจำนวนมากได้อย่างต่อเนื่อง และมีที่ดินเปล่าอยู่จำนวนมาก นอกจากนี้ยังมีแนวโน้ม Upside จากใบอนุญาตใหม่สำหรับโครงการในเวียดนาม การขายที่ดินของบริษัทร่วมกับ Holley ได้เร็วขึ้น และการลงทุนเพิ่มในโครงการโรงไฟฟ้า SPP **HEMRAJ:** โครงสร้างรายได้ของ HEMRAJ อยู่ในระดับที่ค่อนข้างทรงตัวมากกว่า แต่รายได้ประจำจากโรงไฟฟ้า บริการสาธารณูปโภค และธุรกิจโรงงาน/คลังสินค้าให้เช่าก็มีแนวโน้มเติบโตมากขึ้น

Valuation summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x) 11A	P/E (x) 12F	P/E (x) 13F	EPS growth (%) 11A	EPS growth (%) 12F	EPS growth (%) 13F	P/BV (x) 11A	P/BV (x) 12F	P/BV (x) 13F	ROE (%) 11A	ROE (%) 12F	ROE (%) 13F	Div. Yield (%) 11A	Div. Yield (%) 12F	Div. Yield (%) 13F	EV/EBITDA (x) 11A	EV/EBITDA (x) 12F	EV/EBITDA (x) 13F
AMATA	Buy	15.70	23.00	50.7	18.0	11.0	8.9	34.0	63.5	23.2	2.49	2.14	1.86	14.5	20.9	22.3	2.5	4.2	5.1	15.2	11.1	8.9
HEMRAJ	Buy	2.98	3.60	24.8	52.2	12.6	9.5	(56.6)	313.3	32.4	3.17	2.59	2.22	6.1	22.6	25.1	0.9	4.0	5.2	29.2	8.7	7.4
ROJNA	Neutral	8.40	7.30	(9.5)	n.m.	18.3	16.4	n.m.	n.m.	11.8	1.54	1.48	1.42	(12.3)	8.2	8.8	2.4	3.5	4.0	(36.2)	24.5	21.7
TICON	Neutral	13.50	14.50	17.4	23.4	8.0	7.4	(52.0)	192.2	7.5	1.78	1.53	1.45	7.7	20.8	20.0	1.5	10.0	10.7	15.8	8.2	8.1
Average					**31.2**	**12.5**	**10.6**	**(24.9)**	**189.7**	**18.7**	**2.24**	**1.93**	**1.74**	**4.0**	**18.1**	**19.0**	**1.8**	**5.4**	**6.3**	**6.0**	**13.1**	**11.5**

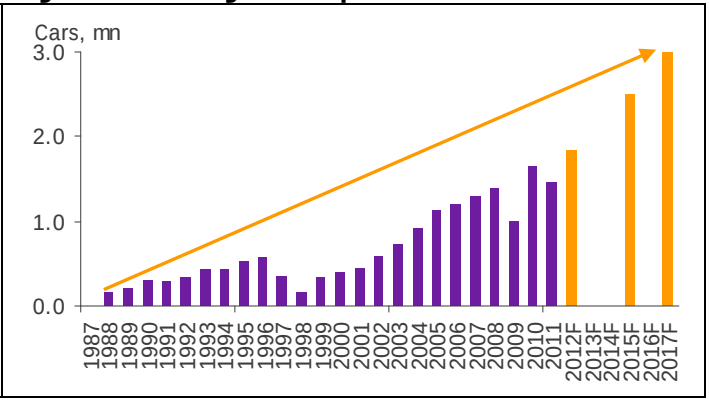
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: Land sales to reach record high in 2012F



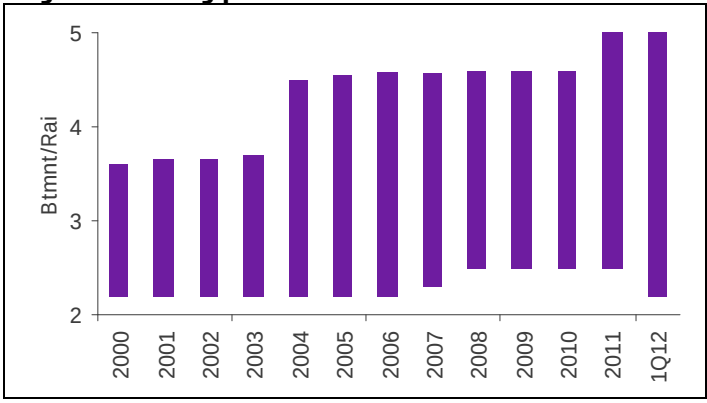
Source: CBRE, SCBS Investment Research

Figure 2: Growing vehicle production



Source: Thailand Auto Institution, BoT, TAMA

Figure 3: Asking prices in Chonburi

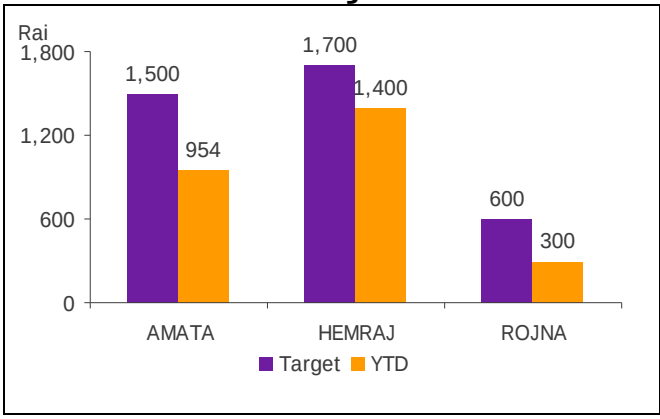


Source: CBRE

Figure 4: Asking prices in Rayong

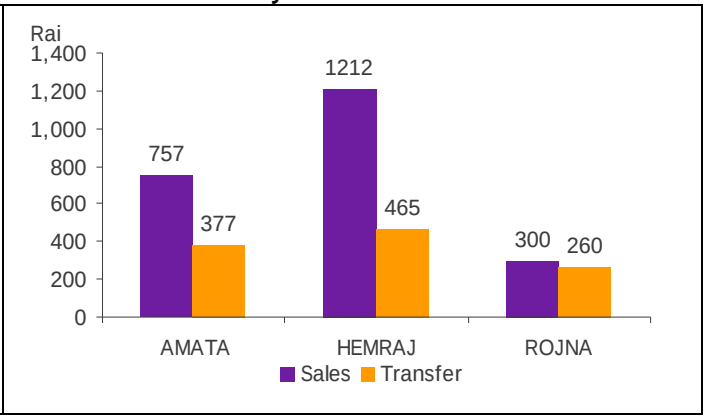
Source: CBRE

Chart 1: Land sales 2011 target vs. YTD achievement



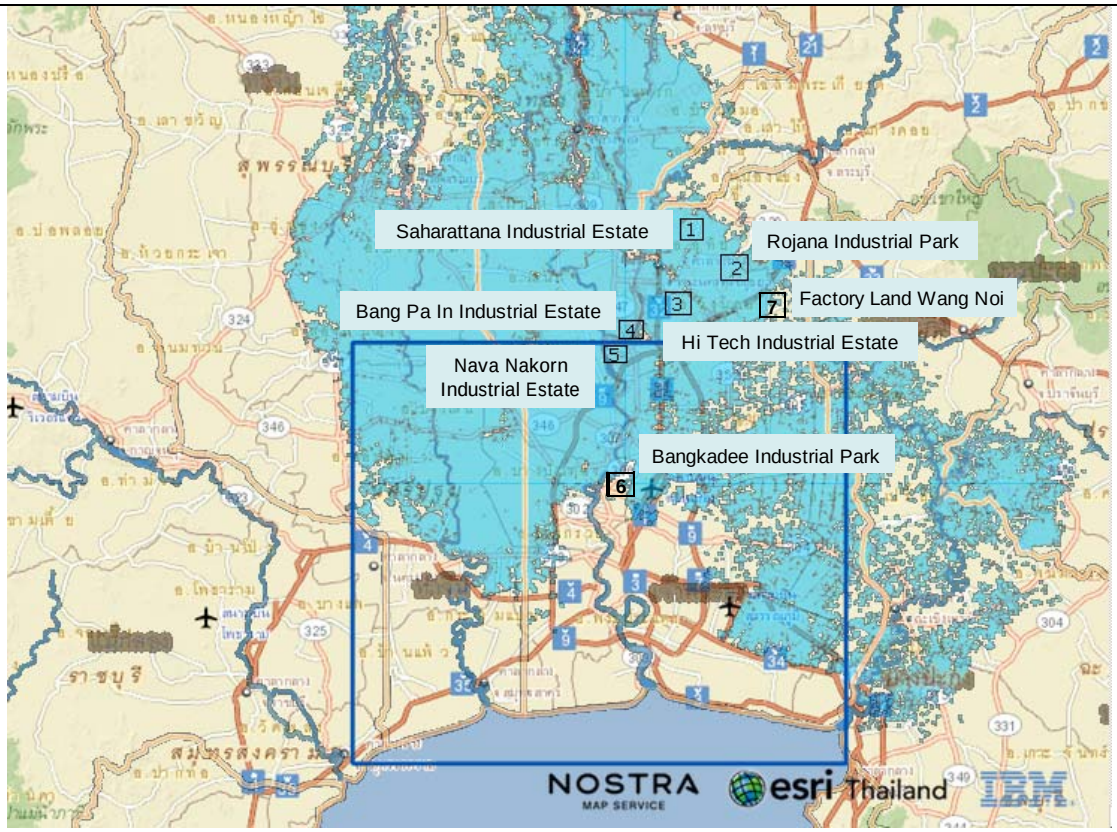
Source: Company, SCBS Investment Research

Chart 2: Transfer delays versus land sales



Source: Company

Chart 3: Map of flood in Thailand



Source: NOSTRA Map Service

รอจุดกลับเข้าซื้อหุ้นโรงภาพยนตร์

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

- **แนวโน้มอุตสาหกรรมเป็นบวกในไตรมาส 2/55 และจะอ่อนตัวลงในไตรมาส 3/55**
- **โรงภาพยนตร์: มีภาพยนตร์ที่น่าสนใจหลายเรื่องรอเข้าฉายในงวดครึ่งหลังปี 55**
- **ชอบ MAJOR รอกลับเข้าซื้อหลังจากผลการดำเนินงานปรับตัวลดลงในไตรมาส 2/55**

ผลการดำเนินงานไตรมาส 1/55 - ขาดทิศทางที่ชัดเจน กลุ่มสื่อ (BEC MAJOR และ MCOT) รายงานผลการดำเนินงานที่ฟื้นตัวดีขึ้นในไตรมาส 1 ปี 2555 เมื่อเทียบกับผลการดำเนินงานไตรมาส 4 ปี 2554 ที่ได้รับผลกระทบจากสถานการณ์น้ำท่วม บริษัทที่มีผลการดำเนินงานโดดเด่นในไตรมาส 1 ปี 2555 คือ BEC ซึ่งรายงานกำไรเติบโตจากช่วงเดียวกันของปีก่อนด้วยกำไรสูงสุดเป็นประวัติการณ์ โดยได้รับปัจจัยหนุนจากความต้องการโฆษณาที่ฟื้นตัวดีขึ้น นอกจากนี้ BEC ก็ปรับขึ้นอัตราค่าโฆษณารายการบางรายการ และลดการให้ส่วนลดค่าโฆษณาในรายการอื่นๆ ในเดือน มี.ค.ด้วย ส่งผลทำให้อัตราค่าโฆษณาโดยรวมปรับตัวเพิ่มขึ้น

แนวโน้มอุตสาหกรรมเป็นบวกในไตรมาส 2/55 และจะอ่อนตัวลงในไตรมาส 3/55 อุตสาหกรรมโฆษณาฟื้นตัวในไตรมาส 1 ปี 2555 หลังจากได้รับผลกระทบจากสถานการณ์น้ำท่วม และน่าจะมีแนวโน้มปรับตัวดีขึ้นต่อเนื่องในไตรมาส 2 ปี 2555 โดยได้รับปัจจัยหนุนจากความต้องการโฆษณาจำนวนมากและรายการกีฬาในปีนี้ คือ การแข่งขันฟุตบอลชิงแชมป์แห่งชาติยุโรป 2012 ในช่วงเดือน มิ.ย.-ก.ค. บริษัท Nielsen รายงานว่า รายจ่ายโฆษณา (ADEX) ในเดือน พ.ค. ปรับตัวเพิ่มขึ้นมากถึง 10% จากช่วงเดียวกันของปีก่อน และ 9% จากเดือนก่อนหน้า สู่จำนวน 1.03 หมื่นล้านบาท โดยส่วนใหญ่ได้รับปัจจัยหนุนจากการใช้จ่ายเม็ดเงินโฆษณาผ่านโรงภาพยนตร์ (13% ของรายจ่ายโฆษณาทั้งหมด) ซึ่งเติบโตสูงถึง 88% จากช่วงเดียวกันของปีก่อน และ 45% จากเดือนก่อนหน้า โดยมีสาเหตุมาจากจำนวนโรงภาพยนตร์ที่เพิ่มขึ้นในกลุ่มตัวอย่างของ Nielsen รายจ่ายโฆษณาน่าจะลดลงในไตรมาส 3 ปี 2555 จากปัจจัยฤดูกาล ถ้าแนวโน้มที่เป็นบวกเช่นนี้เกิดขึ้นอย่างต่อเนื่อง เรามองว่ามีความเป็นไปได้ที่จะมีการขึ้นอัตราค่าโฆษณาซึ่งจะกระตุ้นให้รายจ่ายโฆษณาปรับตัวเพิ่มขึ้นในไตรมาส 4 ปี 2555

ผู้ประกอบการสถานีโทรทัศน์: ประเด็นเกี่ยวกับหลักเกณฑ์จะมีให้เห็นมากขึ้นในไตรมาส 3/55 เราคาดว่าจะมีประเด็นเกี่ยวกับหลักเกณฑ์ของกิจการกระจายเสียงและโทรทัศน์ 2 ประเด็นเกิดขึ้นในไตรมาส 3 ปี 2555 ได้แก่ 1) การออกใบอนุญาต 2 ประเภท จาก 4 ประเภท (การให้บริการโครงข่ายกระจายเสียงหรือโทรทัศน์ และการให้บริการสิ่งอำนวยความสะดวกด้านกระจายเสียงหรือโทรทัศน์) เกี่ยวกับเฟสแรกของกระบวนการออกใบอนุญาตทีวีดิจิตอล (คาดว่าจะเกิดขึ้นในเดือน ส.ค.) และ 2) การออกใบอนุญาตที่ถูกต้องตามกฎหมายให้กับผู้ประกอบการเคเบิ้ลทีวี/ทีวีดาวเทียม เรามองว่ากระบวนการเหล่านี้โดยเฉพาะการออกใบอนุญาตทีวีดิจิตอลอาจจะต้องใช้เวลาและแตกต่างไปจากกรอบเวลาที่ กสทช.ให้ไว้ เนื่องจากจะต้องจัดประชาพิจารณ์และมีหลายฝ่ายเกี่ยวข้อง เช่น หน่วยงานภาครัฐ ผู้ประกอบการ และผู้บริโภค สำหรับสื่อใหม่ เช่น เคเบิ้ลทีวี/ทีวีดาวเทียม BEC และ MCOT สนใจที่จะเข้าไปทำธุรกิจนี้ถ้าทุกอย่างโปร่งใส เรามองว่า BEC อยู่ในสถานะที่ดีกว่า MCOT เพราะรายการที่มีอยู่เป็นจำนวนมากจะทำให้ BEC มีความสามารถในการแข่งขันสูงถ้าบริษัทตัดสินใจเข้าไปทำธุรกิจใหม่นี้

โรงภาพยนตร์: มีภาพยนตร์ที่น่าสนใจหลายเรื่องรอเข้าฉายในงวดครึ่งหลังปี 55 เราคาดว่า MAJOR จะมียอดขายตั๋วไม่ค่อยดีนักในไตรมาส 2 ปี 2555 และจะลดลงจากช่วงเดียวกันของปีก่อน โดยมีสาเหตุมาจากภาพยนตร์ที่น่าสนใจมีน้อยลง เนื่องจากภาพยนตร์ที่มีภาคต่อซึ่งได้รับความนิยมบางเรื่อง เช่น *พระนเรศวร 5* เลื่อนกำหนดเข้าฉายออกไปเป็นเดือน ธ.ค. 2555 (จาก เม.ย. 2555) และ *G.I.Joe 2: Retaliation* เลื่อนกำหนดเข้าฉายออกไปเป็นเดือน มี.ค. 2556 (จาก มิ.ย. 2555) สำหรับช่วงครึ่งหลังของปี 2555 นั้น เราคาดว่าจะมีภาพยนตร์ที่น่าสนใจจากฮอลลีวูดเข้าฉายเพิ่มมากขึ้น เช่น *The Amazing Spider man, The Dark Knight Rises, Resident Evil 5* และภาพยนตร์ไทย 3 เรื่องจากค่าย GTH ทั้งนี้นอกเหนือจากยอดขายตั๋วแล้ว เรายังคาดการณ์ถึงแนวโน้มที่เป็นบวกของรายได้โฆษณาและเงินสนับสนุนทำกิจกรรมร่วมกับเจ้าของสินค้าต่างๆ จากโรงภาพยนตร์เปิดใหม่ที่เมกาบางนาด้วย

ชอบ MAJOR รอกลับเข้าซื้อหลังจากผลการดำเนินงานปรับตัวลดลงในไตรมาส 2/55 เราชอบ MAJOR มากที่สุดในกลุ่มสื่อ เนื่องจากเราคาดว่ากำไรจะปรับตัวเพิ่มขึ้นในงวดครึ่งหลังปี 2555 ราคาหุ้น MAJOR ปรับตัวลดลงมาแล้ว 16% นับตั้งแต่เราปรับคำแนะนำลงสู่ Neutral ในเดือน พ.ค. และเรามองว่าราคาหุ้นจะตกอยู่ภายใต้แรงกดดันให้ปรับตัวลดลงอีกในระยะสั้นจากการคาดการณ์ถึงผลการดำเนินงานที่อ่อนตัวลงในไตรมาส 2 ปี 2555 โดยมีสาเหตุมาจากยอดขายตั๋วที่ลดลงและค่าใช้จ่ายที่เพิ่มขึ้น ได้แก่ ค่าใช้จ่ายพนักงาน ต้นทุนค่าไฟฟ้า และต้นทุนค่าเช่าดิจิตอลโปรเจกเตอร์ เราคิดว่าจุดกลับเข้าซื้อน่าจะอยู่ในช่วงประกาศผลการดำเนินงานไตรมาส 2 ปี 2555 เนื่องจากผลการดำเนินงานของ MAJOR มีแนวโน้มที่จะปรับตัวดีขึ้นอย่างมากในงวดครึ่งหลังปี 2555 เพราะจะมีภาพยนตร์ที่น่าสนใจเข้าฉายจำนวนมากบวกกับรายได้โฆษณามีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้นและประโยชน์จากการควบคุมต้นทุน

Valuation Summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					11A	12F	13F	11A	12F	13F	11A	12F	13F	11A	12F	13F	11A	12F	13F	11A	12F	13F
BEC	Neutral	51.00	53.00	7.8	28.9	24.8	21.8	6.9	16.6	13.5	13.73	12.84	11.72	46.4	53.5	56.1	3.5	3.8	4.3	13.5	13.8	12.7
MAJOR	Neutral	17.40	21.00	26.3	19.9	16.5	14.9	26.2	20.0	10.7	2.53	2.57	2.52	13.2	15.6	17.0	4.7	5.7	6.3	9.2	8.2	7.7
MCOT	Neutral	28.00	30.00	13.8	14.2	13.6	13.2	(4.7)	4.6	3.0	2.51	2.45	2.39	17.7	18.3	18.4	7.1	6.6	6.8	7.1	7.8	7.8
Average					**21.0**	**18.3**	**16.7**	**9.5**	**13.7**	**9.1**	**6.26**	**5.95**	**5.54**	**25.8**	**29.1**	**30.5**	**5.1**	**5.4**	**5.8**	**10.0**	**9.9**	**9.4**

Source: SCBS Investment Research

Figure 1: Earnings recovered after the floods subsided.

	Core earnings (Bt mn)					Growth		Core earnings (Bt mn)			% YoY Growth		
	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	% YoY	% QoQ	2011	2012F	2013F	2011	2012F	2013F
BEC	837	1,020	984	689	1,104	31.9	60.2	3,530	4,115	4,670	6.9	16.6	13.5
MAJOR	180	306	205	82	161	(10.5)	95.0	773	951	1,053	26.2	23.1	10.7
MCOT	364	499	361	132	355	(2.7)	168.3	1,356	1,418	1,460	(4.7)	4.6	3.0
Media sector	**1,381**	**1,825**	**1,550**	**904**	**1,620**	**17.3**	**79.2**	**5,659**	**6,485**	**7,184**	**6.0**	**14.6**	**10.8**

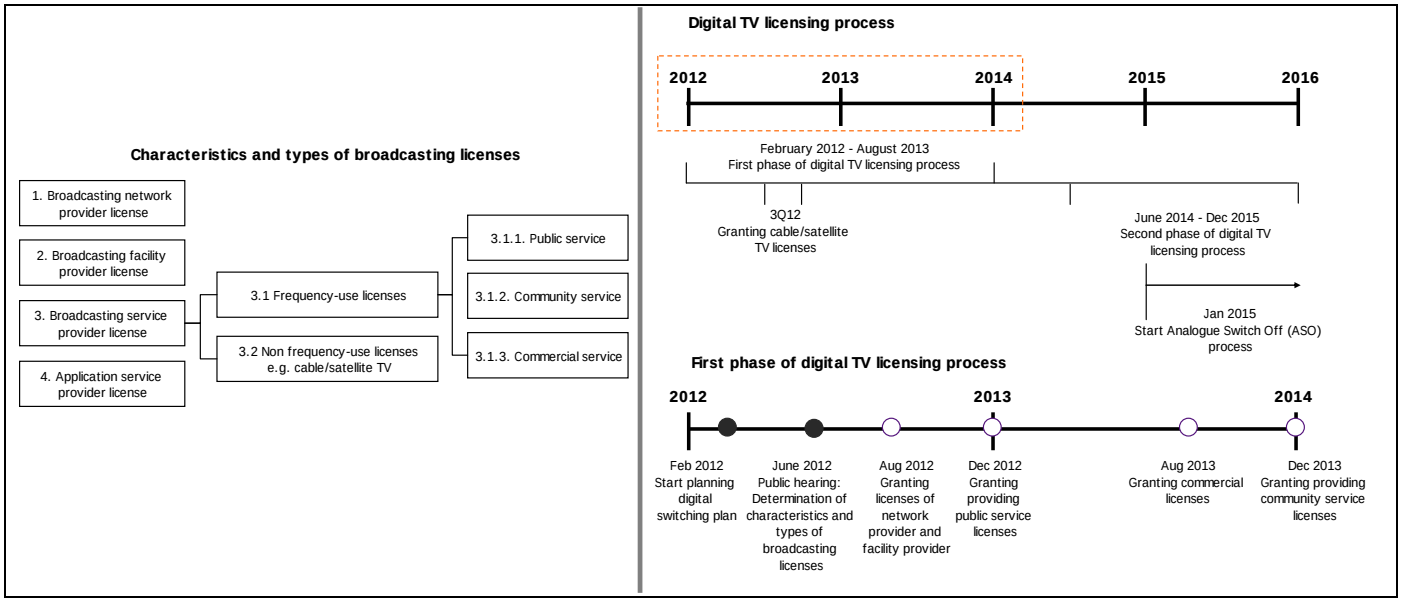
Source: SCBS Investment Research

Figure 2: ADEX grew 10% YoY in May

	May-12	May-11	YoY	Apr-12	MoM	5M12	5M11	YoY
TV	5,896	5,722	3.0%	5,526	6.7%	27,309	27,023	1.1%
Radio	541	517	4.6%	485	11.5%	2,460	2,355	4.5%
Newspaper	1,282	1,116	14.9%	1,130	13.5%	6,120	5,847	4.7%
Magazine	361	505	-28.5%	398	-9.3%	1,954	2,319	-15.7%
Cinema	1,292	688	87.8%	891	45.0%	4,294	2,813	52.6%
Outdoor	380	354	7.3%	386	-1.6%	1,852	1,768	4.8%
TRANSIT	242	229	5.7%	241	0.4%	1,082	1,029	5.2%
IN STORE	227	164	38.4%	303	-25.1%	949	646	46.9%
Internet	49	39	25.6%	47	4.3%	234	186	25.8%
Total	**10,270**	**9,334**	**10.0%**	**9,407**	**9.2%**	**46,254**	**43,986**	**5.2%**

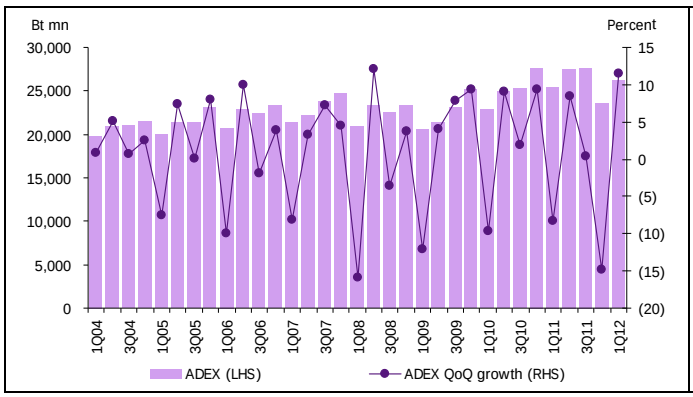
Source: Nielsen Company and SCBS Investment Research

Figure 3: Broadcasting license and timeline of digital TV licensing process



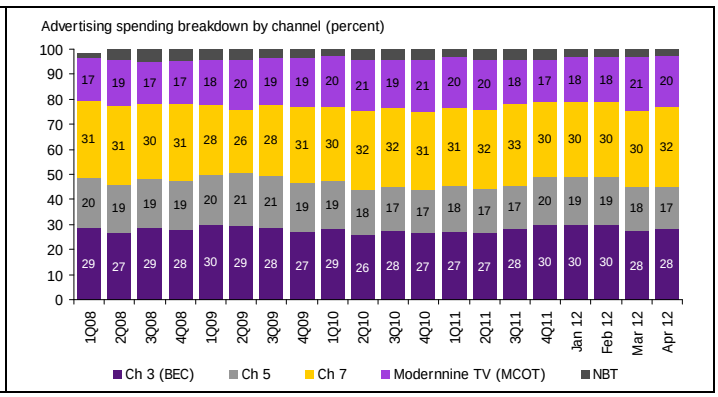
Source: NBTC and SCBS Investment Research

Figure 3: ADEX is normally high in 2Q and 4Q



Source: Nielsen Company and SCBS Investment Research

Figure 4: Advertising spending by channel



Source: MCOT, Nielsen Company and SCBS Investment Research

ค้นหาจุดต่ำสุด

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

- **ราคาผลิตภัณฑ์ปิโตรเคมีปรับตัวลดลงสู่ระดับต่ำสุดในรอบ 20 เดือนในไตรมาส 2/55 แต่ยังไม่ถึงจุดต่ำสุด**
- **ความไม่แน่นอนของเศรษฐกิจโลกกดดันให้วัฏจักรขาขึ้นของอุตสาหกรรมปิโตรเคมีเลื่อนออกไปจากงวดครึ่งหลังปี 55**
- **PTTGC ยังคงเป็น Top pick ในกลุ่มปิโตรเคมีของเรา เพราะเป็นหนึ่งในหุ้นที่มี Valuation ถูกสุดในเอเชียแปซิฟิก**

สรุปผลการดำเนินงานไตรมาส 1/55 – กำไรเพิ่มขึ้นมากจากไตรมาสก่อนหน้า เพราะผลการดำเนินงานของ IVL ฟื้นตัว บริษัทปิโตรเคมีในการวิเคราะห์ของ SCBS รายงานผลการดำเนินงานไตรมาส 1 ปี 2555 ปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างมากจากไตรมาสก่อนหน้า แม้ยังคงปรับตัวลดลง 48% จากช่วงเดียวกันของปีก่อน เพราะส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ลดลง ผลการดำเนินงานที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นเกิดจากผลการดำเนินงานที่ฟื้นตัวดีขึ้นของ IVL จากขาดทุนในไตรมาส 4 ปี 2554 ซึ่งเป็นไตรมาสที่ผลการดำเนินงานของบริษัทได้รับผลกระทบจากขาดทุนสินค้าคงเหลือและส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ที่ลดลง

แนวโน้มไตรมาส 2/55 – ส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ของผู้ผลิตที่ใช้แนฟทาเป็นวัตถุดิบปรับตัวเพิ่มขึ้นจากไตรมาสก่อนหน้า ส่วนต่างราคาที่กว้างขึ้นของโพลีโอเลฟินส์กับแนฟทาน่าจะเป็นบวกต่อผู้ผลิตที่ใช้แนฟทาเป็นวัตถุดิบอย่าง SCC และ IRPC ทั้งนี้เราพบว่าส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ในไตรมาส 2 ปี 2555 ของผู้ผลิตที่ใช้แนฟทาเป็นวัตถุดิบปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องอีก 15-36% จากไตรมาสก่อนหน้า โดยเฉพาะอย่างยิ่ง LLDPE ซึ่งชี้ให้เห็นว่าความสามารถในการทำกำไรในไตรมาส 2 ปี 2555 ของผู้ผลิตเหล่านี้ซึ่งรวมถึง SCC และ IRPC ด้วยน่าจะปรับตัวเพิ่มขึ้นจากไตรมาสก่อนหน้า ทั้งๆ ที่ราคาผลิตภัณฑ์ลดลง แต่น่าจะถูกหักลบด้วยปริมาณขายที่ลดลง เนื่องจากผู้ซื้อพยายามที่จะลดระดับสินค้าคงคลังให้น้อยที่สุด และซื้อผลิตภัณฑ์เท่าที่จำเป็น หากตัดขาดทุนจากสินค้าคงคลังออกไป ผลการดำเนินงานของ PTTGC น่าจะปรับตัวดีขึ้นจากไตรมาสก่อนหน้า โดยมีสาเหตุมาจากอัตราการใช้กำลังการผลิตที่สูงขึ้น ในขณะที่ราคาผลิตภัณฑ์เฉลี่ยทรงตัวจากไตรมาสก่อนหน้า อย่างไรก็ตาม บริษัทน่าจะมีขาดทุนสุทธิโดยมีสาเหตุมาจากขาดทุนต็อกน้ำมันจำนวนมากและการบันทึกมูลค่าสินค้าคงคลังตามราคาตลาด

ราคาผลิตภัณฑ์ลดลงสู่ระดับต่ำสุดในรอบ 20 เดือน การปรับตัวลดลงแรงของราคาผลิตภัณฑ์ปิโตรเคมีในช่วงปลายไตรมาส 2 ปี 2555 สู่ระดับต่ำสุดในรอบ 20 เดือน สะท้อนถึงอุปสงค์ที่ปรับตัวลดลงในตลาดภูมิภาคโดยเฉพาะอย่างยิ่งจากประเทศจีน ในขณะที่การลดอัตราการดำเนินงานลงยังไม่เพียงพอที่จะชะลอราคาผลิตภัณฑ์ที่ปรับลดลง เราสงสัยว่าอุปสงค์ตามฤดูกาลในงวดครึ่งหลังปี 2555 จะไม่สามารถหยุดยั้งแนวโน้มการปรับตัวลงนี้ได้เนื่องจากการลดระดับสินค้าคงคลังยังคงเกิดขึ้นอย่างต่อเนื่อง แนวโน้มที่เป็นลบในระยะสั้นเช่นนี้ได้ส่งผลกระทบต่อราคาหุ้นกลุ่มปิโตรเคมีมาตั้งแต่ต้นเดือน พ.ค. โดยดัชนีกลุ่มปิโตรเคมีปรับตัวลดลง 25% เทียบกับตลาดโดยรวมที่ปรับตัวลดลง 11%

ความไม่แน่นอนของเศรษฐกิจโลกกดดันให้วัฏจักรขาขึ้นของอุตสาหกรรมปิโตรเคมีเลื่อนออกไปจากงวดครึ่งหลังปี 55 ภาวะการชะลอตัวของเศรษฐกิจโลกส่งผลกระทบต่ออุปสงค์ผลิตภัณฑ์ปิโตรเคมีในตลาดภูมิภาคอย่างต่อเนื่อง เนื่องจากผู้ซื้อดูเหมือนจะใช้ความระมัดระวังมากขึ้นในการเพิ่มระดับสินค้าคงคลัง อุปสงค์จากจีนจะปรับตัวลดลงต่อเนื่อง เนื่องจากตลาดหลักของผลิตภัณฑ์ขั้นสุดท้ายของจีนคือยุโรป ซึ่งยังมีปัญหาวิกฤตหนี้ที่ยืดเยื้ออยู่ นอกจากนี้สหรัฐซึ่งมีความได้เปรียบเรื่องก๊าซอีเทนก็อยู่ในสถานะที่แข็งแกร่งมากในการส่งออกให้กับจีน ซึ่งจะส่งผลทำให้ผู้ผลิตที่ใช้แนฟทาเป็นวัตถุดิบในเอเชียเหนือลดอัตราการดำเนินงานลง อย่างไรก็ดีเนื่องจากราผลิตภัณฑ์ปรับลดลงมากในงวดครึ่งแรกปี 2555 เราจึงมองว่าอุตสาหกรรมปิโตรเคมีน่าจะปรับตัวลงใกล้ถึงจุดต่ำสุดแล้ว แต่จะยังไม่เปลี่ยนแนวโน้มเป็นขาขึ้นจนกว่าอุปสงค์จะฟื้นตัว ซึ่งอาจจะต้องใช้เวลานานหากเศรษฐกิจใหญ่ๆ อย่างสหรัฐและจีนไม่ออกมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจเพิ่มเติม

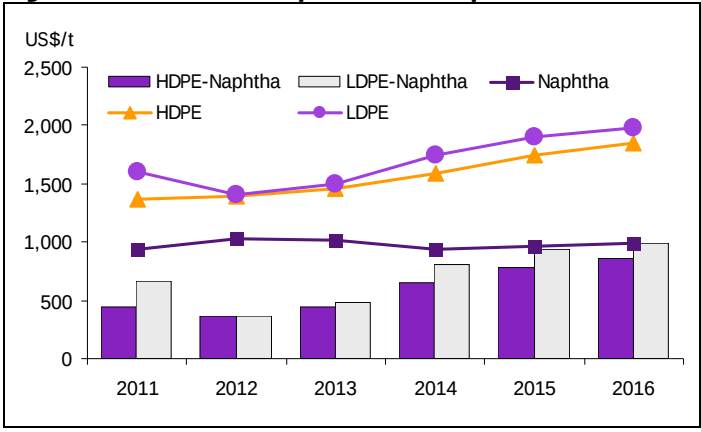
PTTGC เป็น Top pick PTTGC เป็นหนึ่งในหุ้นปิโตรเคมีที่มี Valuation ถูกสุดในเอเชียแปซิฟิกหลังจากราคาหุ้นปรับตัวลดลง 20% ในช่วง 6 สัปดาห์ที่ผ่านมาโดยมีสาเหตุมากความกังวลของตลาดเกี่ยวกับแนวโน้มการปรับสูตรราคา netback สำหรับก๊าซที่บริษัทใช้เป็นวัตถุดิบ และกำไรที่มีแนวโน้มปรับตัวลดลงในไตรมาส 2 ปี 2555 เพราะได้รับผลกระทบจากขาดทุนสินค้าคงคลังจำนวนมาก เราเชื่อว่าปัจจัยลบ 2 อย่างนี้สะท้อนในราคาหุ้น PTTGC ไปค่อนข้างมากแล้ว ในขณะที่แนวโน้มผลการดำเนินงานระยะยาวของบริษัทยังดูดี สูตรราคาก๊าซที่บริษัทใช้เป็นวัตถุดิบอาจจะเสี่ยงถูกปรับใหม่ แต่ผลกระทบต่อ PTTGC น่าจะมีจำกัด

Valuation summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					11A	12F	13F	11A	12F	13F	11A	12F	13F	11A	12F	13F	11A	12F	13F	11A	12F	13F
IVL	Buy	28.3	41.0	48.0	13.2	10.7	7.2	4.8	22.8	49.6	2.28	1.98	1.64	22.4	19.9	25.0	2.5	2.8	4.2	10.2	7.5	5.2
PTTGC	Buy	56.3	75.0	38.5	8.1	7.9	7.1	190.7	3.3	10.4	1.28	1.17	1.06	14.3	14.7	14.8	5.1	5.2	5.7	6.7	5.7	4.9
Average					**10.7**	**9.3**	**7.1**	**97.7**	**13.1**	**30.0**	**1.78**	**1.57**	**1.35**	**18.3**	**17.3**	**19.9**	**3.8**	**4.0**	**5.0**	**8.5**	**6.6**	**5.0**

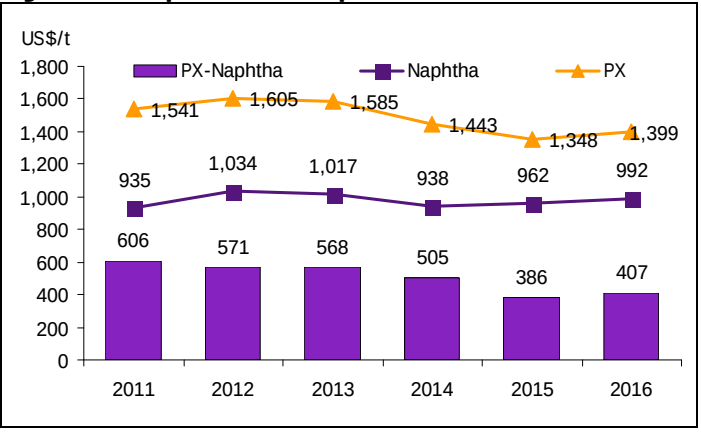
Source: SCBS Investment Research, Bloomberg

Figure 1: HDPE & LDPE spread over naphtha



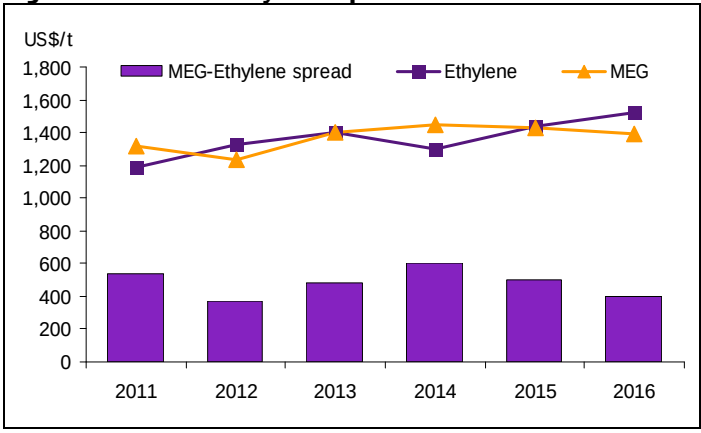
Source: CMAI (Jan 2012), PTTGC, SCBS Investment Research

Figure 2: PX spread over naphtha



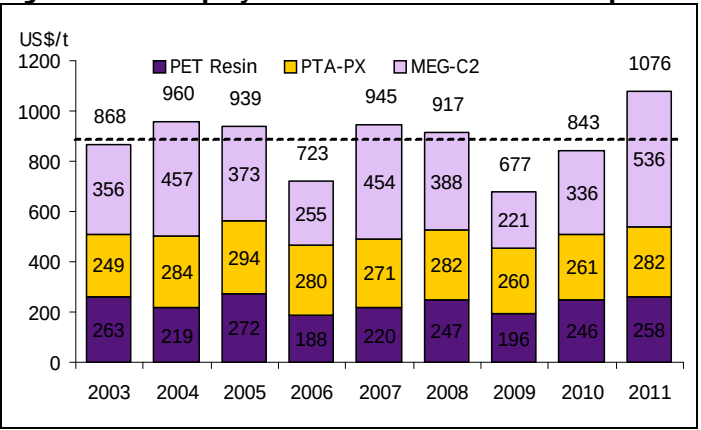
Source: CMAI (Jan 2012), PTTGC, SCBS Investment Research

Figure 3: MEG vs. ethylene spread



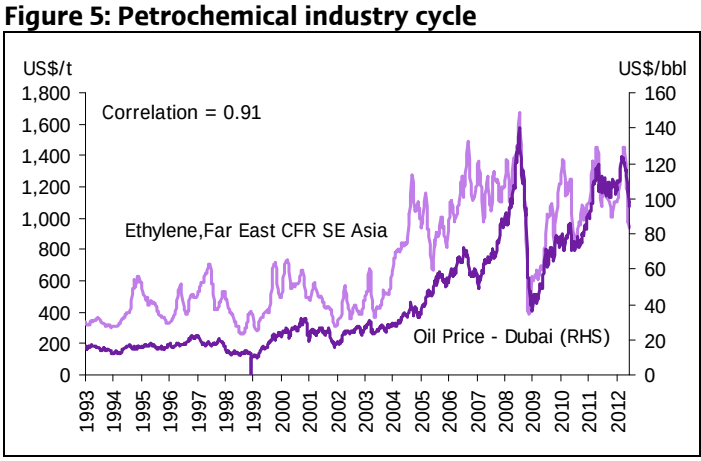
Source: CMAI (Jan 2012), PTTGC, SCBS Investment Research

Figure 4: Global polyester value chain delivered spreads



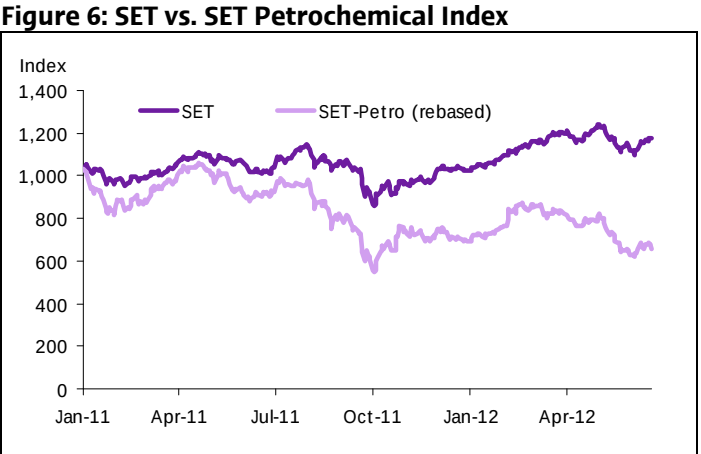
Source: SBA CCI, CMAI, IVL, SCBS Investment Research

Figure 5: Petrochemical industry cycle



Source: Datastream, SCBS Investment Research

Figure 6: SET vs. SET Petrochemical Index



Source: Bloomberg Finance LP, SCBS Investment Research

ยอดขายทรงตัวระดับสูง

ยุพเรศ ลิขิตแสนสุข
0-2949-1020
yupharet.likitsansuk@scb.co.th

- **การฟื้นตัวของยอดขายบ้านได้เกิดขึ้นไตรมาส 1/55 เร็วกว่าที่ตลาดคาดการณ์ไว้ เราคาดว่ายอดขายจะทรงตัวในระดับสูงในไตรมาส 2-3/55 และจะลดลงในไตรมาส 4/55**
- **ยอดขายตั้งแต่ต้นปีจนถึงปัจจุบันยังเป็นไปตามคาดคิดเป็น 45% ของประมาณการทั้งปี**
- **คลายความกังวลเกี่ยวกับต้นทุนก่อสร้างที่มีแนวโน้มเพิ่มขึ้น กฎหมายผังเมืองที่เข้มงวด และอัตราดอกเบี้ยขาขึ้น**
- **Top picks: QH และ SPALI**

ยอดขายฟื้นตัวในไตรมาส 1/55 ยอดขายที่อยู่อาศัยฟื้นตัวแล้วในไตรมาส 1/55 เร็วกว่าที่ตลาดคาดการณ์ไว้ เนื่องจากยอดขายบ้านแนวราบเพิ่มขึ้น 2 เท่า และคอนโดเพิ่มขึ้น 57% เมื่อเทียบกับไตรมาสก่อนหน้า สำหรับการเปรียบเทียบกับงวดเดียวกันของปีก่อนยอดขายเพิ่มขึ้น 35% จากยอดขายคอนโดที่เพิ่มขึ้น 1.5 เท่ามากกว่ายอดขายบ้านแนวราบที่ลดลง 18% ส่วนผลการดำเนินงาน การส่งมอบบ้านยังช้า กำไรของบริษัทเติบโตโดยเฉลี่ย 5% เท่านั้นเทียบกับไตรมาสก่อนหน้า แต่เพิ่มขึ้น 21% เทียบกับไตรมาสเดียวกันปีก่อน

ยอดขายจะบรรลุเป้าหมาย ยอดขายจากต้นปีจนถึงปัจจุบันของ 7 บริษัทที่เราดูแลคิดเป็น 45% ของเป้าหมายทั้งปี เราเชื่อว่าจะสามารถบรรลุเป้าหมายได้ สนับสนุนโดยอุปสงค์ที่มีอยู่ต่อเนื่องและการเปิดตัวโครงการมากขึ้นในครึ่งปีหลัง จากยอดขายจากต้นปีจนถึงปัจจุบันเราเชื่อว่า SIRI และ AP มีส่วนแบ่งตลาดเพิ่มขึ้น ส่วน PS LH และ LPN ลดลง ขณะที่ QH และ SPALI ไม่เปลี่ยนแปลง เรายังคงชอบคอนโด และบ้านแนวราบระดับกลาง-บน

ยอดขายดีต่อเนื่องในไตรมาส 2/55 เราเชื่อว่ายอดขายของ 7 บริษัทใหญ่ จะเพิ่มขึ้น 30% จากปีก่อนเป็น 157 พันล้านบาท โดยยอดขายจะดีต่อเนื่องในไตรมาส 2-3/55 แต่จะลดลงในไตรมาส 4/55 เป็นไปตามการเปิดตัวโครงการใหม่ ในไตรมาส 2/55 การเปิดตัวโครงการลดลงแต่ยอดขายเพิ่มขึ้นเล็กน้อย 3% และใกล้เคียงไตรมาส 2/54 เปรียบเทียบกับไตรมาสก่อนหน้า เราคาดว่ายอดขายของ LPN QH LH SPALI และ PS เพิ่มขึ้น แต่ยอดขาย SIRI และ AP ลดลง

ข่าวดี ต้นทุนวัสดุก่อสร้างปรับตัวลดลง (เหล็ก -7% จากปีก่อน น้ำมันลดลง 15% จากไตรมาส 1/55) ลดความกดดันอัตรากำไรขั้นต้นที่อาจลดลง ร่างผังเมืองกรุงเทพฯ (ฉบับ 3) ผ่อนปรนความเข้มงวด ลดความกังวลในการเปิดตัวคอนโด อัตราดอกเบี้ยได้เปลี่ยนเป็นแนวโน้มขาลงจากเดิมที่ตลาดคาดว่าจะเป็นแนวโน้มขาขึ้น ถึงแม้ว่าเราเชื่อว่าดอกเบี้ยจะไม่มีผลกระทบต่ออุปสงค์ของที่อยู่อาศัย แต่ช่วยลดความกังวลของนักลงทุน

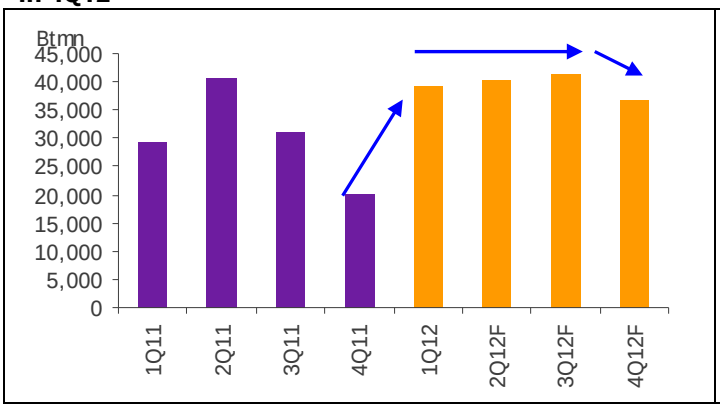
Top picks: QH และ SPALI: QH: เราชอบที่ราคาถูกที่สุดในหุ้น domestic ประมาณการอัตราเติบโตของกำไรที่ 62% ทำให้ PEG ต่ำแค่ 0.2 เท่าเท่านั้น การขายทรัพย์สินจะมีกำไร 1 พันล้านบาท หรือประมาณ 80% ของประมาณการของเรา เราเชื่อว่าเป็นปัจจัยสนับสนุนราคาระยะสั้น ส่วนยอดขายและการรับรู้รายได้ที่เพิ่มขึ้นในครึ่งปีหลังจะเป็นปัจจัยระยะกลาง **SPALI:** เราเลือก SPALI จากปัจจัยพื้นฐานที่ดี อัตราเติบโตของกำไรที่ดี สนับสนุนโดยยอดขายรอรับรู้รายได้ของคอนโด และรายได้จากต่างจังหวัด

Valuation Summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					11F	12F	13F	11F	12F	13F	11F	12F	13F	11F	12F	13F	11F	12F	13F	11F	12F	13F
AP	Buy	7.30	9.3	31.3	12.4	10.3	7.1	(35.1)	20.7	45.1	1.93	1.71	1.46	15.3	17.7	22.2	3.0	3.9	5.7	14.8	13.3	9.8
LH	Neutral	7.55	8.9	24.1	19.8	16.0	15.6	2.1	23.8	2.6	2.58	2.50	2.49	13.5	15.9	16.0	5.1	6.3	6.4	18.7	29.2	27.0
LPN	Neutral	16.70	17.8	10.7	12.9	11.3	9.4	20.7	13.9	20.5	3.46	2.93	2.46	28.9	28.0	28.5	3.9	4.1	5.0	9.9	9.6	8.2
PS	Neutral	15.20	18.0	21.6	11.8	9.7	8.9	(18.8)	22.3	8.6	1.98	1.72	1.51	17.6	18.9	18.0	2.6	3.2	3.5	12.9	12.2	11.4
QH	Buy	1.68	3.3	102.2	18.6	12.5	8.4	(56.8)	48.6	48.7	1.08	0.98	0.93	5.8	8.6	11.4	0.6	5.8	6.0	43.9	36.4	26.3
SIRI	Buy	2.20	2.9	38.9	7.3	6.9	5.4	(9.7)	5.3	27.3	1.36	1.23	1.08	19.2	18.8	21.2	6.4	7.1	9.0	11.3	11.0	9.7
SPALI	Buy	16.90	22.0	31.3	11.3	10.4	9.4	0.2	8.8	10.0	2.70	2.36	2.08	25.6	24.3	23.4	4.0	4.3	4.8	8.9	9.1	8.6
Average					**13.4**	**11.0**	**9.2**	**(13.9)**	**20.5**	**23.3**	**2.15**	**1.92**	**1.71**	**18.0**	**18.9**	**20.1**	**3.6**	**5.0**	**5.8**	**17.2**	**17.3**	**14.4**

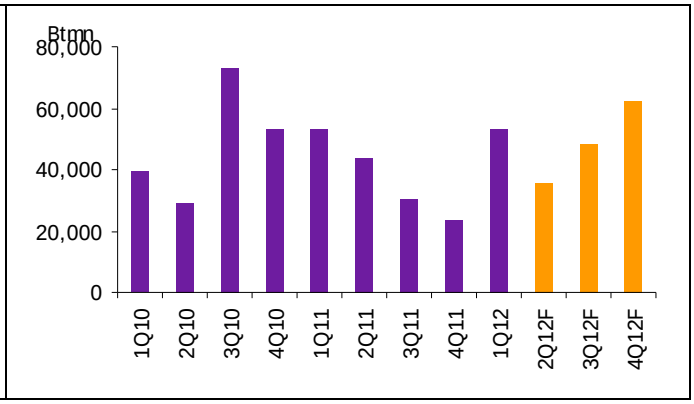
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: Presales sustainable in 1Q12-3Q12, but drop in 4Q12



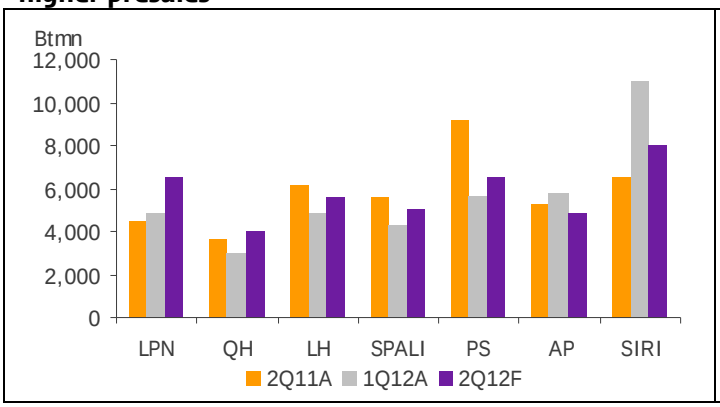
Source: Company, SCBS Investment Research

Figure 2: New launch growing through 4Q12



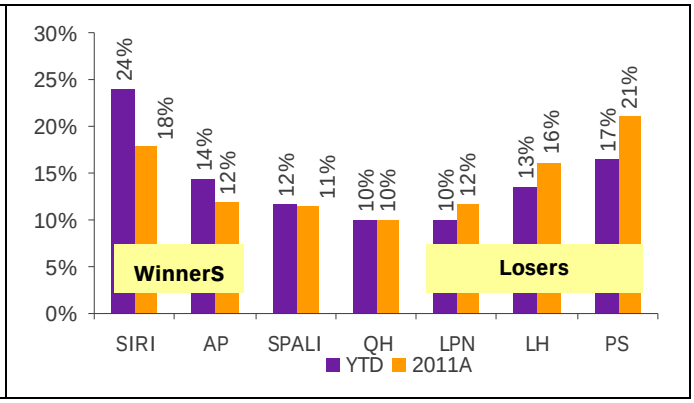
Source: Company, SCBS Investment Research

Figure 3: LPN, QH, LH, SPALI and PS could experience higher presales



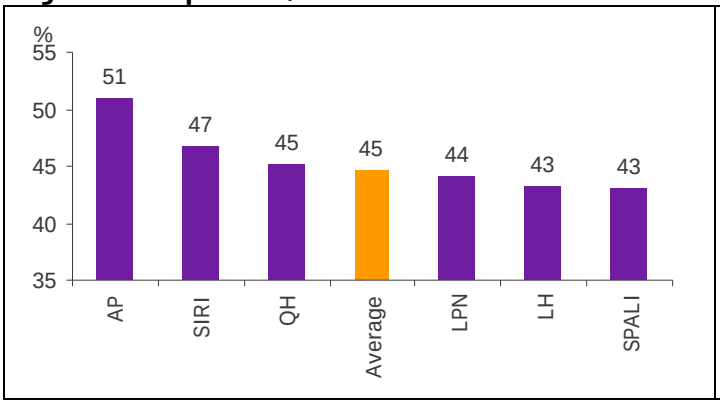
Source: Company, SCBS Investment Research

Figure 4: Market share of presales YTD vs 2011A



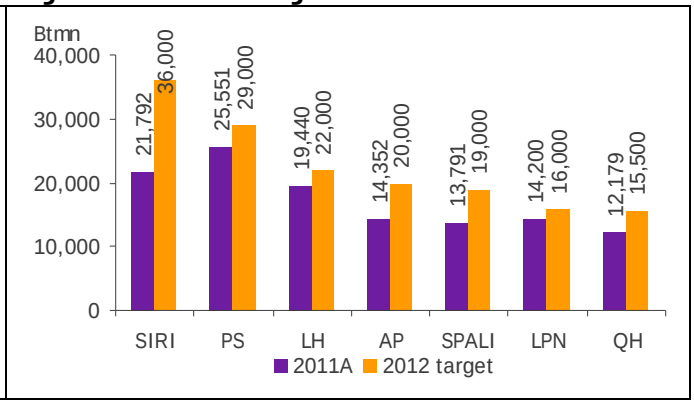
Source: Company, SCBS Investment Research

Figure 5: YTD presales/2012 forecast on track



Source: Company, SCBS Investment Research

Figure 6: Presales targets



Source: Company

ไม่ต้องรีบเข้าซื้อ ยังคงแนะนำ Neutral สำหรับกลุ่มค้าปลีก

กาญจน์ คานิยอ
0-2949-1006
kanchan.khanijou@scb.co.th

- **ตั้งแต่ต้นปี 2555 จนถึงปัจจุบัน กลุ่มค้าปลีกยังคงปรับตัวเพิ่มขึ้น +42% เทียบกับ SET ที่ +14% ทำให้ Valuation ยังอยู่ในระดับสูง**
- **ข้อมูลเมื่อไม่นานนี้ยังไม่บอกทิศทางที่ชัดเจน ค่าจ้างเพิ่มขึ้น แต่รายได้เกษตรกรและดัชนีความเชื่อมั่นผู้บริโภคลดลง**
- **หุ้นที่เราชื่นชอบอย่าง BIGC ราคาปรับตัวขึ้นใกล้ถึงราคาเป้าหมายของเราแล้ว ตอนนี้เราแนะนำ Neutral สำหรับ BIGC**
- **มีเพียง CPALL ที่เราแนะนำ "ซื้อ" เพราะราคาหุ้นปรับตัวขึ้นไม่มากและกำไรมีแนวโน้มสูงกว่าคาด**

กลุ่มค้าปลีกปรับตัวเพิ่มขึ้นในเดือน ม.ค.-เม.ย. เพราะกำไรไตรมาส 4/54 สูงกว่าคาดและแนวโน้มผลการดำเนินงานแข็งแกร่ง ดัชนีกลุ่มค้าปลีกปรับตัวเพิ่มขึ้น 45% ตั้งแต่เดือน ม.ค. จนถึงเดือน เม.ย. หลังจากนั้นก็ถูกขายทำกำไรเล็กน้อย (-10%) และตอนนี้ก็ดีดตัวกลับขึ้นมาอยู่ในระดับเดิมแล้ว หุ้นที่ราคาปรับตัวขึ้นได้ดีที่สุดในกลุ่มค้าปลีกตั้งแต่ต้นปี 2555 จนถึงปัจจุบันคือ BIGC (+85%) และ MAKRO (+61%) ส่วน HMPRO กับ CPALL เป็นหุ้นที่ราคายังปรับตัวขึ้นน้อยโดยเพิ่มขึ้น +15% และ +35% ตามลำดับ เมื่อดูที่ PER พบว่า MAKRO กับ BIGC ไม่ใช่หุ้นที่มีราคาถูกกว่าหุ้นตัวอื่นๆ ในกลุ่มค้าปลีกอีกต่อไป โดยในตอนนี้หุ้นทั้ง 4 ตัวในกลุ่มค้าปลีกเทรดที่ PER ปี 2555 ในระดับ 26-28 เท่า (+1.7 ถึง +2.6 STD)

มีแนวโน้มน้อยลงที่กำไรจะสูงกว่าคาดในอนาคต เรามองว่าการที่ BIGC และ MAKRO ปรับตัวขึ้นมาเทรดที่ PER สูงขึ้น มีสาเหตุมาจากการเปลี่ยนแปลงทางโครงสร้าง ซึ่งส่งผลทำให้กำไรรายไตรมาสออกมาสูงกว่าคาดมาก อย่างไรก็ดี เราเชื่อว่ากำไรที่เรา (และอาจจะรวมถึงนักวิเคราะห์ในตลาดด้วย) คาดการณ์ไว้ว่าจะเติบโตที่ระดับ 24-48% ในปีนี้เป็นตัวเลขด้านสูงและน่าจะสะท้อนถึงการเปลี่ยนแปลงเหล่านี้ไปเรียบร้อยแล้ว บริษัทเพียงแห่งเดียวในกลุ่มค้าปลีกที่อาจจะรายงานกำไรสูงกว่าตลาดคาด คือ CPALL ในขณะที่ประมาณการกำไรสุทธิปี 2555 ที่เราคาดการณ์ไว้สำหรับ CPALL สูงกว่าตลาดคาดอยู่ 9% ซึ่งน่าจะเป็นเพราะเราใช้สมมติฐานอัตราเติบโตของยอดขายสาขาเดิมสูงกว่าระดับที่นักวิเคราะห์ในตลาดคาด เนื่องจากเราเชื่อว่ายอดขายสาขาเดิมจะเติบโตในอัตราเร่งมากขึ้นในไตรมาส 2-3 โดยได้รับปัจจัยหนุนจากยอดขายเครื่องดื่มที่แข็งแกร่ง

เครื่องชี้เศรษฐกิจในระยะหลังนี้ไม่ได้บอกทิศทางที่ชัดเจน: จะสามารถตรวจสอบผลกระทบของการขึ้นค่าจ้างได้อย่างแท้จริงในผลประกอบการไตรมาส 2/55 การขึ้นค่าจ้างขั้นต่ำเฉลี่ย 40% (ตั้งแต่วันที่ 1 เม.ย.) อาจจะช่วยป้องกันผลกระทบจากรายได้เกษตรกรที่ปรับตัวลดลง (ล่าสุด -13% ในเดือน เม.ย.) นอกจากนี้แล้วกระแสคัดค้านที่อาจจะมีมากขึ้นต่อ พ.ร.บ.ปรองดอง (ซึ่งส่งผลกระทบทำให้ดัชนีความเชื่อมั่นผู้บริโภคเดือน พ.ค. ปรับตัวลดลงเป็นครั้งแรกในรอบ 6 เดือน) ก็อาจจะทำให้การใช้จ่ายอุปโภคบริโภคปรับตัวลดลงในไตรมาส 3 การวิเคราะห์ของเราพบว่า กลุ่มค้าปลีกจะเป็นผู้ได้รับประโยชน์โดยสุทธิจากการเปลี่ยนแปลงสำคัญ 2 อย่างที่เกิดขึ้นกับทุกธุรกิจในตลาด เนื่องจากประโยชน์จากการลดอัตราภาษีเงินได้นิติบุคคล (กำไรเพิ่มขึ้นเฉลี่ย +10%) จะมากเกินพอชดเชยผลกระทบจากต้นทุนค่าจ้างที่สูงขึ้น (ส่งผลกระทบต่อกำไรเฉลี่ย -6%) แต่ในเวลาเดียวกัน เราก็พบความเสี่ยง downside จากขึ้นค่าจ้างไม่เท่ากันทั้งหมดด้วย

คาดการณ์กำไรไตรมาส 2/55: BIGC และ CPALL จะรายงานกำไรเติบโตจากปีก่อนสูงที่สุด การทำประมาณการกำไรไตรมาส 2 ปี 2555 ในเบื้องต้นทำให้เราพบว่ากำไรของ BIGC จะเติบโต 36% และกำไรของ CPALL จะเติบโต 27% สูงกว่ากำไรของ HMPRO ที่คาดว่าจะโต 18% และ MAKRO ที่ 17% รายได้ที่เติบโตอย่างแข็งแกร่งของแต่ละบริษัทได้รับปัจจัยหนุนจากยอดขายสาขาเดิมที่เติบโต 7-8% และการเปิดสาขาใหม่รวมถึงอัตรากำไรขั้นต้นที่ปรับตัวดีขึ้นมาก (เปลี่ยนส่วนผสมผลิตภัณฑ์มาเน้นผลิตภัณฑ์ที่ให้อัตรากำไรสูงขึ้น) ซึ่งช่วยชดเชยค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารที่สูงขึ้น (อัตราส่วนค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารต่อยอดขายเพิ่มขึ้นจากช่วงเดียวกันของปีก่อนจากการขึ้นค่าจ้างขั้นต่ำ)

ปรับคำแนะนำสำหรับ CPALL ขึ้นสู่ "ซื้อ" เมื่อไม่นานนี้ เพราะ Upside สูงขึ้นและราคาหุ้นยังปรับตัวขึ้นน้อยกว่าหุ้นอื่น ๆ ในกลุ่มค้าปลีก ราคาหุ้น CPALL ในตอนนี้มี Upside 19% (รวมผลตอบแทนจากเงินปันผลด้วย) เมื่อเทียบกับราคาเป้าหมายของเรา จากก่อนหน้านี้ที่มี Upside 9% (เมื่อครั้งที่เราออกรายงานในวันที่ 14 พ.ค.) เรามองว่าการที่ราคาหุ้น CPALL ปรับตัวลดลงเมื่อไม่นานนี้เป็นโอกาสที่ดีในการกลับเข้าซื้อหุ้นของบริษัทที่แข็งแกร่งอย่าง CPALL ซึ่งเราคาดว่าจะรายงานกำไรเติบโตสูงถึง 48% ในปีนี้ และ ROE จะปรับตัวเพิ่มขึ้นสู่ระดับ 49% สูงที่สุดในกลุ่มค้าปลีกทั้งสองรายการ ราคาหุ้น CPALL ไม่เพียงแต่ underperform ดัชนีกลุ่มค้าปลีกมาตั้งแต่ต้นปี 2555 จนถึงปัจจุบันเท่านั้น แต่ความจริงแล้วยังปรับตัว underperform มาตั้งแต่ปี 2554 ด้วย (CPALL +83% เทียบกับ SETCOMM +99%)

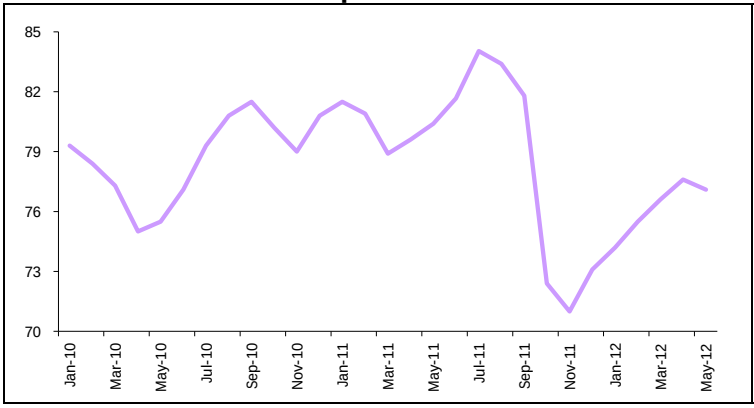
Valuation Summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					11A	12F	13F	11A	12F	13F	11A	12F	13F	11A	12F	13F	11A	12F	13F	11A	12F	13F
BIGC	Neutral	214.00	230.00	9.4	32.4	26.2	19.9	64.9	23.9	31.4	7.30	6.00	5.06	24.1	25.5	27.6	0.9	1.9	2.5	17.2	12.9	10.5
CPALL	Buy	35.00	42.00	22.7	40.4	27.3	22.9	15.1	47.6	19.7	14.64	12.30	10.21	39.7	48.9	48.8	1.8	2.7	3.6	20.6	15.4	13.1
HMPRO	Neutral	12.30	14.00	16.6	35.7	25.3	18.7	21.6	41.3	35.4	8.82	6.63	5.72	27.9	30.0	32.9	1.2	2.8	3.8	18.5	14.4	11.2
MAKRO	Neutral	358.00	370.00	6.7	30.7	24.8	20.1	48.6	23.8	23.5	8.87	8.09	7.45	29.6	34.1	38.6	2.9	3.4	3.9	15.8	13.9	11.7
Average					**34.8**	**25.9**	**20.4**	**37.5**	**34.1**	**27.5**	**9.91**	**8.26**	**7.11**	**30.3**	**34.6**	**37.0**	**1.7**	**2.7**	**3.4**	**18.0**	**14.1**	**11.6**

Source: SCBS Investment Research

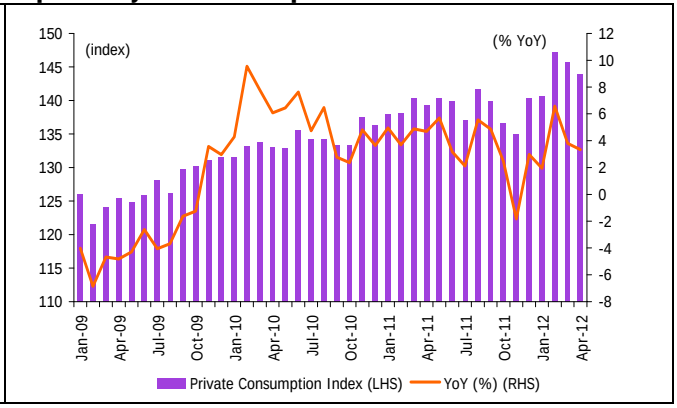
โปรดอ่านข้อสงวนสิทธิ์ท้ายรายงานฉบับนี้

Figure 1: Consumer Confidence Index in May down first time in six months due to political worries



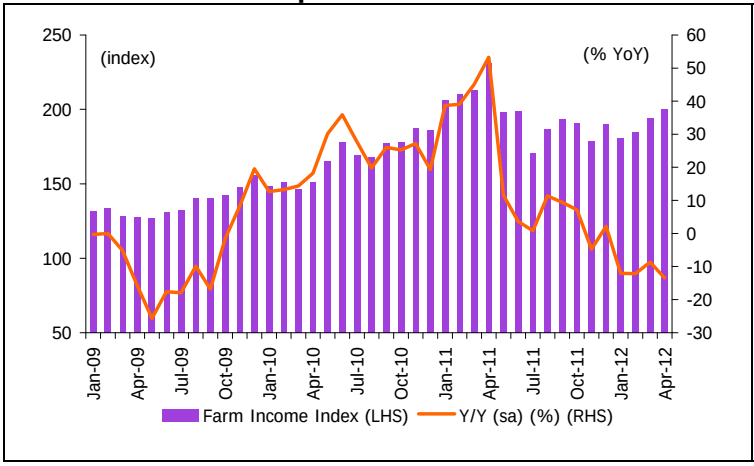
Source: BOT, SCBS Investment Research

Figure 2: Seasonally adjusted Private Consumption up merely 3% YoY in April – down 1.2% MoM



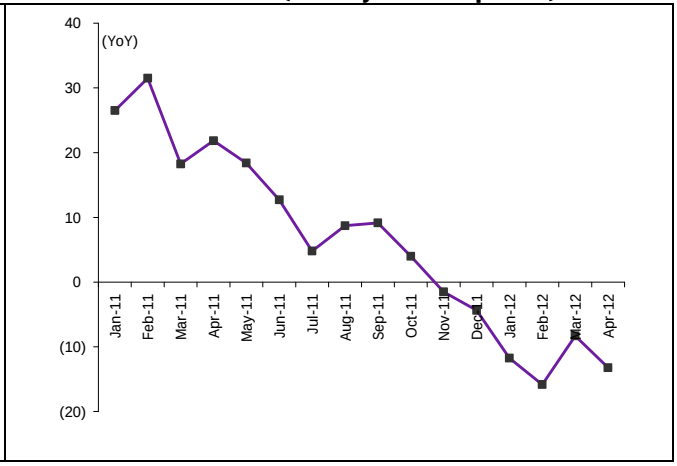
Source: BOT, SCBS Investment Research

Figure 3: Farm Income index declined four months in a row – down 13.4% in April



Source: Company, SCBS Investment Research

Figure 4: Agricultural prices main reason for the farm income decline (mainly rubber prices)



Source: Company, SCBS Investment Research

Figure 5: Our work-out on wage impact

	Wage increase factored in 2012F (Btmn)	Wage increase factored in 2Q12F (Btmn)	Wage increase/sales (%)	Net margin 2012F (%)	Tax cut on profit (%)	Wage on profit (%)
BIGC	459	153	0.04	5.7	+10.7	-7.2
CPALL	650	217	0.03	5.9	+10.0	-5.5
HMPRO	129	43	0.03	7.0	+10.0	-4.4
MAKRO	179	60	0.02	3.0	+10.0	-3.5

Source: SCBS Investment Research

Figure 6: Preview for 2Q12F

	Core Profit (Btmn)			Growth (%)			
	2Q12F	1Q12A	2Q11A	YoY	QoQ1Q12F/2012F	1H12F/2012F	
BIGC	1,481	1,777	1,090	36	-17	26	48
CPALL	2,687	2,751	2,112	27	-2	24	47
HMPRO	565	610	479	18	-7	21	41
MAKRO	671	864	573	17	-22	25	44

Source: SCBS Investment Research

เอกสารฉบับนี้จัดทำโดย บริษัทหลักทรัพย์ไทยพาณิชย์ จำกัด (“SCBS”) โดยที่ SCBS ได้ทำหน้าที่เป็นผู้ประสานงานการจัดจำหน่าย (Joint Bookrunner) ของหุ้นสามัญเพิ่มทุนของ บริษัท บิ๊กซี ซูเปอร์เซ็นเตอร์ จำกัด (มหาชน) ที่จะเสนอขายต่อผู้ลงทุนเฉพาะเจาะจง (Private Placement) 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 สงวนสิทธิในการใช้ดุลพินิจของตนแต่เพียงผู้เดียวในการแก้ไขเพิ่มเติมข้อมูลเป็นครั้งคราวโดยไม่ต้องบอกกล่าว เอกสารฉบับนี้จัดส่งให้แก่เฉพาะบุคคลที่กำหนดเท่านั้น และห้ามมิให้มีการทำซ้ำ ดัดแปลง เผยแพร่ ขาย จำหน่าย พิมพ์ซ้ำ ส่งต่อ หรือแสวงหาประโยชน์ในเชิงพาณิชย์ไม่ว่าในลักษณะใดๆ เว้นแต่จะได้รับความยินยอมเป็นลายลักษณ์อักษรจาก SCBS ก่อน

ใกล้เวลาเปิดประมูลใบอนุญาต 3G-2.1Ghz

ศลยา ณ สงขลา
0-2949-1007
solaya.na_songkhla@scb.co.th

- **สรุปผลการดำเนินงานไตรมาส 1/55: กำไรเติบโตจากบริการ non-voice และการลดอัตราภาษี**
- **รายได้ค่าบริการ non-voice ยังสามารถเติบโตได้อีกมาก**
- **คาดประกาศสรุปข้อสนเทศ 3G (IM) ในเดือน ส.ค. และเปิดประมูลใบอนุญาตในเดือน ต.ค.**
- **INTUCH เป็น Top picks เพราะจะได้รับประโยชน์ทางอ้อมจากใบอนุญาต 3G-2.1Ghz รวมถึงใบอนุญาตอื่น ๆ ด้วย**

สรุปผลการดำเนินงานไตรมาส 1/55: อัตราหมายเลขโทรศัพท์เคลื่อนที่ต่อจำนวนประชากรทั้งหมดของประเทศไทยปรับตัวเพิ่มขึ้นสู่ระดับ 116% ณ ไตรมาส 1 ปี 2555 โดยจำนวนผู้ใช้บริการโทรศัพท์เคลื่อนที่ปรับตัวเพิ่มขึ้น 1.4 ล้านรายสู่จำนวน 77 ล้านรายในไตรมาส 1 ปี 2555 ผู้ประกอบการที่มียอดผู้ใช้บริการรายใหม่สุทธิสูงที่สุดคือ ADVANC (680,000 ราย) รองลงมาคือ TRUE (520,000 ราย) และ DTAC (220,000 ราย) กำไรจากการดำเนินธุรกิจปกติรวมทั้งหมดของบริษัทสื่อสาร 3 รายใหญ่ ปรับตัวเพิ่มขึ้น 19% จากไตรมาส 1 ปี 2554 สู่จำนวน 1.1 หมื่นล้านบาทในไตรมาส 1 ปี 2555 โดยได้รับปัจจัยหนุนจากการเติบโตสูงของรายได้จากการให้บริการข้อมูล หรือ non-voice (39% จากช่วงเดียวกันของปีก่อน) และการลดอัตราภาษีลงเหลือ 23% ADVANC รายงานผลการดำเนินงานดีที่สุด โดยกำไรเติบโต 31% จากช่วงเดียวกันของปีก่อน ในขณะที่ DTAC กับ TRUE มีแรงกดดันจากการจ่ายส่วนแบ่งรายได้ค่าสัมปทานเพิ่มขึ้นอีก 5% ตั้งแต่เดือน ก.ย. 2554

รายได้ค่าบริการ non-voice ยังสามารถเติบโตได้อีกมาก รายได้จากการให้บริการข้อมูล หรือ non-voice ของอุตสาหกรรมโทรศัพท์เคลื่อนที่โดยรวมปรับตัวเพิ่มขึ้น 39% จากไตรมาส 1 ปี 2554 สู่จำนวน 1.1 หมื่นล้านบาทในไตรมาส 1 ปี 2555 หรือคิดเป็น 22% ของรายได้ค่าบริการรวม ซึ่งเป็นอัตราเติบโตเทียบปีต่อปีสูงที่สุดในรอบ 5 ปีที่ผ่านมา ปัจจัยสำคัญที่ช่วยสนับสนุนให้รายได้ค่าบริการ non-voice เติบโต คือ mobile internet ซึ่งมีการใช้บริการเพิ่มมากขึ้นจากการเปิดให้บริการ 3G บนคลื่นความถี่ 850-900Mhz ตั้งแต่งวดครึ่งหลังปี 2554 เมื่อเปรียบเทียบอัตราส่วนรายได้ค่าบริการ non-vice ต่อรายได้ค่าบริการทั้งหมดที่ระดับมากกว่า 35% ในมาเลเซีย สิงคโปร์ และอินโดนีเซีย แล้ว รายได้ค่าบริการ non-voice ในประเทศไทยยังมีโอกาสเติบโตได้อีกมาก โดยได้รับการสนับสนุนจากการขยายโครงข่าย 3G และความนิยมในอุปกรณ์ smart device ที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างมาก นอกจากนี้แล้วยังมีความต้องการใช้บริการ 3G จำนวนมากเพื่อทดแทนการขาดแคลนอินเตอร์เน็ตความเร็วสูงผ่านโครงข่ายโทรศัพท์พื้นฐานในหลายๆ พื้นที่ด้วย เนื่องจากประเทศไทยมีสัดส่วนผู้ใช้บริการอินเตอร์เน็ตความเร็วสูงต่อครัวเรือนเพียง 20% ณ สิ้นปี 2554

คาดประกาศ 3G IM ในราชกิจจานุเบกษาในเดือน ส.ค. ก่อนที่จะเปิดประมูลใบอนุญาต 3G-2.1Ghz ในเดือน ต.ค. ความคืบหน้าต่างๆ จาก กสทช.ยังคงสอดคล้องกับที่เราคาดการณ์ไว้ว่าจะมีการเปิดประมูลใบอนุญาต 3G-2.1Ghz ในเดือน ต.ค. 2555 โดย กสทช.น่าจะประกาศร่างสรุปข้อสนเทศ 3G (IM) ภายในสิ้นเดือน มิ.ย. แล้วจัดประชาพิจารณ์ในเดือน ก.ค. ต่อจากนั้นเราคาดว่า กสทช.จะนำสรุปข้อสนเทศ (IM) ประกาศลงในราชกิจจานุเบกษาในเดือน ส.ค. หลังจากนั้นก็คัดเลือกผู้มีคุณสมบัติเข้าร่วมการประมูลในเดือน ก.ย. และจัดประมูลในเดือน ต.ค.เราคาดว่าผู้ให้บริการโทรศัพท์เคลื่อนที่ทั้ง 3 รายจะเข้าร่วมการประมูลครั้งนี้ และได้รับใบอนุญาต 3G-2.1Ghz ใหม่ ซึ่งจะส่งผลดีในแง่ของ: 1) ทำให้สามารถดำเนินธุรกิจได้อย่างต่อเนื่องหลังจากสัมปทานหมดอายุ 2) ประหยัดต้นทุนต่อหน่วยได้ในระยะยาว จากปัจจุบันที่จ่ายส่วนแบ่งรายได้ค่าสัมปทานในอัตรา 20-30% มาเป็นจ่ายค่าธรรมเนียมใบอนุญาต 6% และ 3) โอกาสขยายธุรกิจอินเตอร์เน็ตไร้สายความเร็วสูง

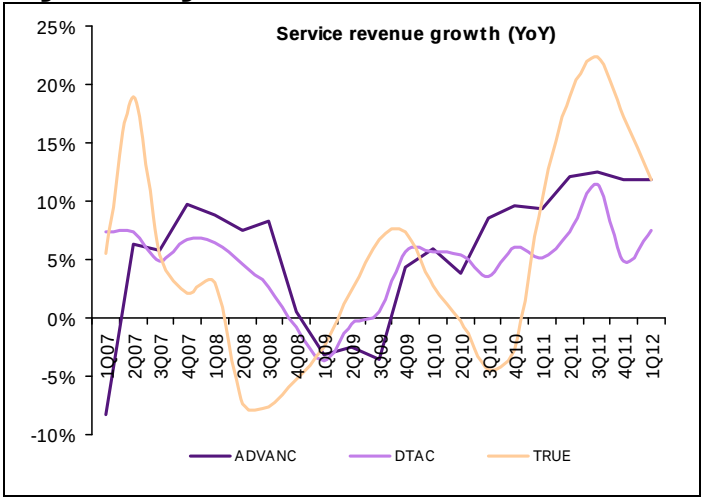
INTUCH เป็น top pick เราเลือก INTUCH เป็น top pick ในกลุ่มสื่อสาร เพราะ INTUCH จะได้รับประโยชน์ทางอ้อมจากใบอนุญาต 3G-2.1Ghz ผ่านทาง ADVANC ที่บริษัทถือหุ้นอยู่ 40.5% และยังจะได้รับประโยชน์จากใบอนุญาตใหม่อื่นๆ ที่จะออกโดย กสทช.ในระยะ 12 เดือนข้างหน้าด้วย ได้แก่ ใบอนุญาตดาวเทียม (ซึ่งจะส่งผลดีต่อ THCOM ที่ INTUCH ถือหุ้นอยู่ 41%) และใบอนุญาตทีวีดิจิตอล (ซึ่งจะเป็นธุรกิจใหม่สำหรับ INTUCH)

Valuation summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					11A	12F	13F	11A	12F	13F	11A	12F	13F	11A	12F	13F	11A	12F	13F	11A	12F	13F
ADVANC	Buy	176.0	215.0	28.7	19.7	15.4	15.4	20.2	28.1	0.1	13.26	11.80	11.82	65.6	81.2	76.8	4.8	6.5	6.5	9.2	8.6	8.8
CSL	Neutral	7.1	7.3	10.8	10.7	10.5	9.1	13.0	1.9	15.6	3.72	3.43	3.21	34.5	34.1	36.6	7.6	8.0	9.4	5.5	5.7	5.1
DTAC	Buy	74.5	100.0	40.8	14.7	15.3	15.4	11.5	(3.9)	(0.9)	5.06	3.80	3.81	23.1	28.4	24.7	23.9	6.5	6.5	5.7	7.5	7.3
INTUCH	Buy	58.8	75.0	33.8	18.8	16.3	13.9	(53.7)	15.0	17.5	13.11	13.12	13.12	69.9	80.5	94.6	9.4	6.1	7.2	17.8	16.1	13.7
SAMART	Buy	9.1	11.0	28.2	11.1	9.0	9.1	74.0	23.8	(1.6)	1.48	1.32	1.19	13.8	15.5	13.7	5.7	6.6	6.6	5.8	5.2	5.0
SAMTEL	Buy	12.7	17.0	39.4	10.2	7.8	8.5	98.4	30.6	(8.0)	3.44	2.76	2.34	37.1	39.2	29.8	5.2	5.5	5.3	7.0	6.0	5.7
TRUE	Buy	3.7	5.0	35.9	n.m.	n.m.	n.m.	(212.6)	(3.3)	14.8	2.49	3.23	4.53	(32.5)	(29.4)	(33.6)	0.0	0.0	0.0	7.4	8.4	7.4
Average*					**13.3**	**11.6**	**11.5**	**0.7**	**12.9**	**3.3**	**4.91**	**4.39**	**4.48**	**23.6**	**28.2**	**24.7**	**7.9**	**5.5**	**5.7**	**6.8**	**6.9**	**6.6**

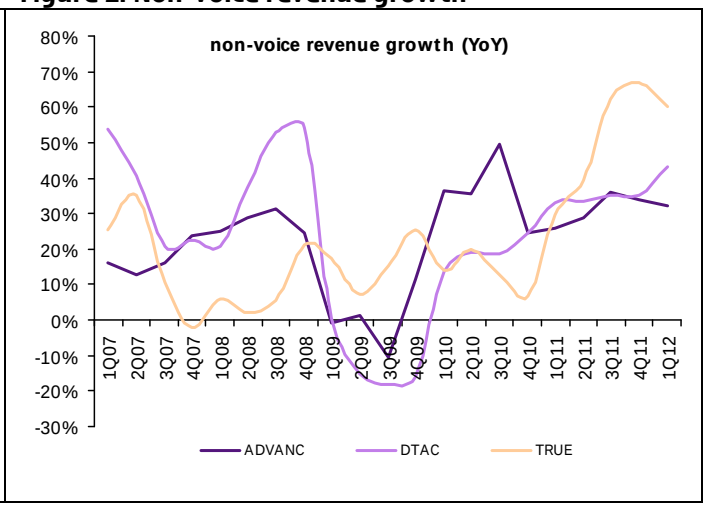
Note * Excluding INTUCH, for which we use the company-only financial statements.
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: YoY growth of service revenue excl. IC



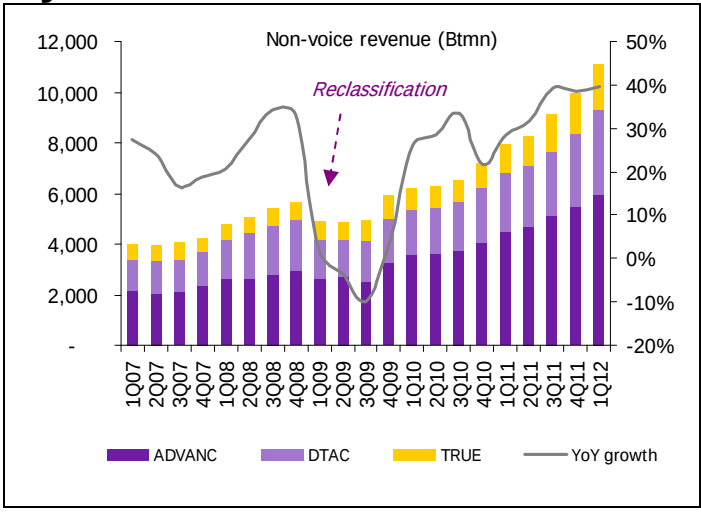
Source: Operators

Figure 2: Non-voice revenue growth



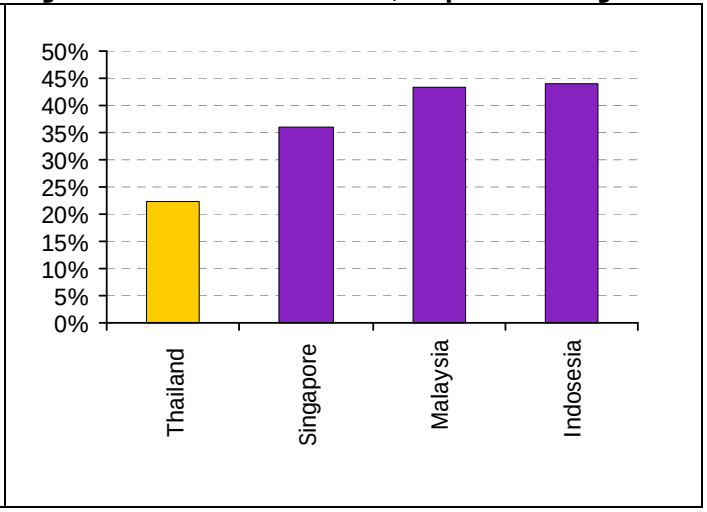
Source: Operators

Figure 3: Non-voice revenue



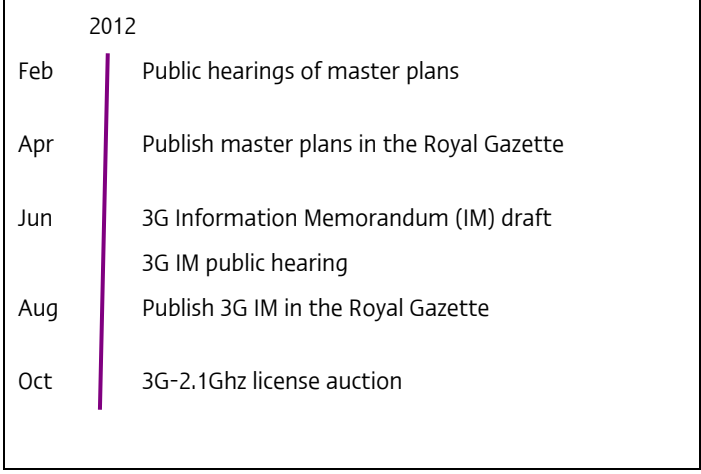
Source: Operators

Figure 4: % Non-voice revenue, ample room to grow



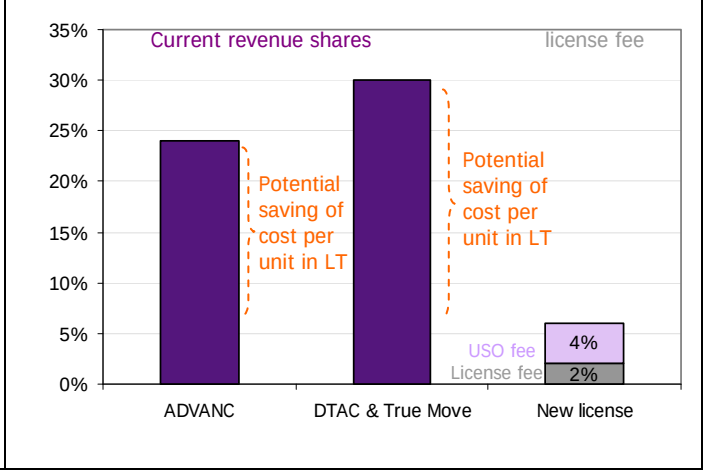
Source: GSMCOM, operators and SCBS Research Investment

Figure 5: 3G timeline



Source: SCBS Investment Research

Figure 6: Regulatory cost comparison



Source: SCBS Investment Research

ธุรกิจขนส่งทางอากาศและทางบกน่าสนใจกว่าธุรกิจขนส่งทางเรือ

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

- **ธุรกิจขนส่งทางอากาศ/ทางบกน่าสนใจกว่าธุรกิจขนส่งทางเรือ เพราะปริมาณการจราจรเพิ่มขึ้นและมีปัจจัยบวกเฉพาะตัว**
- **ธุรกิจทางด่วนอยู่ในตำแหน่งดีที่สุดเพราะได้ประโยชน์จากราคาน้ำมันที่ลดลงและไม่ได้รับผลกระทบจากวิกฤตยุโรป**
- **Top picks: BECL และ AOT เพราะมีปัจจัยกระตุ้นระยะสั้น และผลการดำเนินงานระยะยาวแข็งแกร่ง**

สรุปผลการดำเนินงานไตรมาส 1/55 บริษัทที่มีผลการดำเนินงานดีขึ้น คือ AOT (ปริมาณการจราจรเพิ่มขึ้น และค่าเสื่อมราคาลดลง) และ BTS (รายได้จากทุกธุรกิจปรับตัวดีขึ้น) บริษัทที่มีผลการดำเนินงานแย่ลง แต่ยังสามารถทำกำไรได้ คือ THAI (ต้นทุนค่าน้ำมันสูงขึ้น) และ BECL (จ่ายส่วนแบ่งรายได้ให้กับ กทพ. เพิ่มขึ้น) ส่วนบริษัทที่มีผลขาดทุน คือ BMCL (รายได้ไม่มากพอครอบคลุมต้นทุน) และบริษัทที่ประกอบธุรกิจเดินเรือทุกราย (อัตราค่าระวางลดลง)

ชอบธุรกิจขนส่งทางอากาศ/ทางบกมากกว่าธุรกิจขนส่งทางเรือ เราชอบธุรกิจขนส่งทางอากาศ/ทางบกมากกว่าธุรกิจขนส่งทางเรือ เพราะปริมาณการจราจรเพิ่มขึ้นและมีปัจจัยบวกเฉพาะตัว ปริมาณการจราจรทางอากาศและทางบกมีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้นโดยได้รับปัจจัยหนุนจากฐานต่ำของปีก่อน (ท่าอากาศยาน/สายการบิน) ยอดขายรถยนต์ในประเทศจำนวนมาก (ทางด่วน) และโครงการส่วนต่อขยาย (ระบบขนส่งมวลชน) ในขณะที่ธุรกิจขนส่งทางเรือถูกรุมเร้าด้วยสถานการณ์อุปทานล้นตลาดในระยะยาว ส่วนอัตราค่าระวางเรือเททองก็มีแนวโน้มปรับตัวลดลงตามฤดูกาลและอัตราค่าระวางเรือคอนเทนเนอร์มีแนวโน้มทรงตัวในระยะสั้น ทั้งนี้ในกลุ่มขนส่ง BECL อยู่ในตำแหน่งดีที่สุดเพราะได้รับประโยชน์จากราคาน้ำมันที่ลดลงและไม่ได้รับผลกระทบจากวิกฤตยุโรป

การขนส่งทางอากาศ (ท่าอากาศยาน/สายการบิน) ปริมาณการจราจรในไตรมาส 3 ปี 2555 มีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้นจากฐานต่ำในช่วงเดียวกันของปีก่อน เนื่องจากปริมาณการจราจรในภูมิภาคเอเชียฟื้นตัวกลับสู่ภาวะปกติหลังจากเกิดเหตุภัยพิบัติในญี่ปุ่นเมื่อปีก่อน และมีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้นจากไตรมาสก่อนหน้าเพราะช่วง low season ของการท่องเที่ยวผ่านพ้นไปแล้ว ททท.คาดว่าจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติในปี 2555 จะเพิ่มขึ้น 7% สู่จำนวนมากกว่า 20 ล้านคน โดยส่วนใหญ่จะมาจากภูมิภาคเอเชียตะวันออกและอาเซียน (50% ของจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติทั้งหมด) และจำนวนทริปภายในประเทศน่าจะเพิ่มขึ้นอีก 9% สู่ 107 ล้านเที่ยว

การขนส่งทางบก (ทางด่วน/ระบบขนส่งมวลชน) เราคาดว่าปริมาณการจราจรในไตรมาส 3 ปี 2555 จะปรับตัวเพิ่มขึ้นจากช่วงเดียวกันของปีก่อน โดยทางด่วนจะได้รับปัจจัยหนุนจากยอดขายรถยนต์จำนวนมาก ส่วนระบบขนส่งมวลชนจะได้รับปัจจัยหนุนจากฐานต่ำสืบเนื่องมาจากการเปิดให้บริการส่วนต่อขยายรถไฟฟ้าสายสีเขียวเข้ม (อ่อนนุช-แบริ่ง) ในเดือน ส.ค. 2554 การเปิดภาคเรียนใหม่จะหนุนให้ปริมาณการจราจรปรับตัวเพิ่มขึ้นจากไตรมาสก่อนหน้า

การขนส่งทางเรือ (เรือเททอง/เรือคอนเทนเนอร์) ในระยะสั้น อัตราค่าระวางเรือคอนเทนเนอร์มีแนวโน้มที่จะอยู่ในระดับที่แข็งแกร่งเพราะเป็นช่วง high season ของธุรกิจ ในขณะที่อัตราค่าระวางเรือเททองมีแนวโน้มที่จะปรับตัวลดลงเนื่องจากเป็นช่วง low season ของธุรกิจ (ฤดูเก็บเกี่ยวพืชผลทางการเกษตรผ่านพ้นไปแล้ว) เราคาดว่าอัตราค่าระวางในปี 2555 จะอยู่ในระดับต่ำ เพราะได้รับผลกระทบจากการส่งมอบเรือใหม่แต่ความต้องการขนส่งสินค้าทางเรือมีน้อยลง ทั้งนี้เมื่ออิงกับข้อมูลจาก Clarksons (ณ เดือน มี.ค. 2555) คาดว่า oversupply gap (ส่วนต่างระหว่างอัตราการเติบโตของปริมาณเรือกับอัตราการเติบโตของความต้องการขนส่งสินค้าทางเรือ) ของธุรกิจเรือเททอง จะอยู่ที่ระดับ 7.1% ในปี 2555 (เทียบกับระดับ 8.4% ในปี 2554) ส่วน oversupply gap ของธุรกิจเรือคอนเทนเนอร์ คาดว่าจะอยู่ที่ระดับ -0.4% ในปี 2555 (เทียบกับ 0% ในปี 2554) แต่สถานการณ์โดยรวมของธุรกิจเรือคอนเทนเนอร์แย่กว่าแนวโน้มอุปสงค์และอุปทานอย่างมาก โดยมีสาเหตุมาจากการนำเรือคอนเทนเนอร์ที่จอดทิ้งไว้กลับมาใช้งานจำนวนมาก (3% ของระวางบรรทุกทั่วโลกในเดือน มิ.ย. 2555 เทียบกับ 10% ตอนต้นปี 2553)

ราคาน้ำมันและวิกฤตยุโรป BECL ซึ่งประกอบธุรกิจทางด่วน อยู่ในตำแหน่งดีที่สุดในกลุ่มขนส่งเพราะปริมาณการจราจรจะเพิ่มขึ้นเนื่องจากราคาน้ำมันปรับตัวลดลง และไม่ได้รับผลกระทบจากวิกฤตหนี้ในยุโรป (Figure 9) ราคาน้ำมันที่ลดลงเป็นบวกต่อธุรกิจสายการบินและธุรกิจเดินเรือมากที่สุด ตามมาด้วยธุรกิจท่าอากาศยานและธุรกิจทางด่วน แต่เป็นลบต่อธุรกิจระบบขนส่งมวลชน วิกฤตหนี้ยุโรปเป็นลบต่อธุรกิจสายการบินและธุรกิจเดินเรือ แม้ธุรกิจท่าอากาศยานจะได้รับผลกระทบ แต่จะอยู่ในระดับที่ไม่มากนัก เนื่องจากปริมาณการจราจรในภูมิภาคเอเชียมีสัดส่วนค่อนข้างสูง ในขณะที่ธุรกิจทางด่วน/ระบบขนส่งมวลชนไม่ได้รับผลกระทบ เพราะเป็นธุรกิจที่เกี่ยวพันกับเศรษฐกิจภายในประเทศ

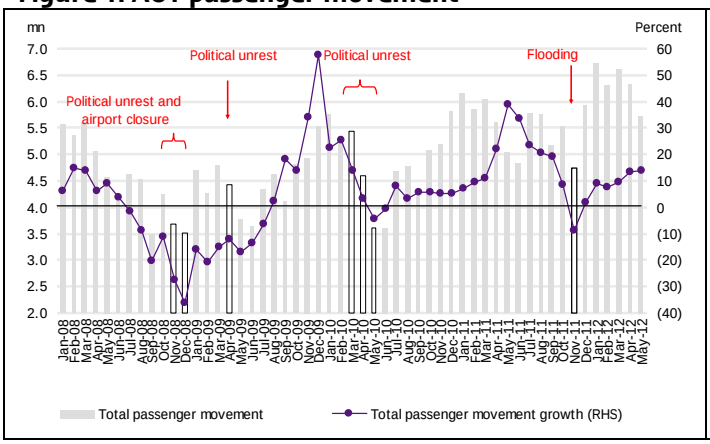
Top picks: BECL และ AOT เราชอบ BECL เพราะ: 1) ผลการดำเนินงานไตรมาส 2 ปี 2555 มีแนวโน้มแข็งแกร่งสุด (กำไรพิเศษจาก SEAN และปริมาณการจราจรเติบโตสูง) และกำไรจากการดำเนินงานธุรกิจปกติระยะ 2 ปีข้างหน้ามีแนวโน้มเติบโตอย่างแข็งแกร่งที่ระดับเฉลี่ย 19% ต่อปี; 2) ปัจจัยสนับสนุนระยะสั้นจากการเซ็นสัญญาทางด่วนใหม่ตอนกลางปี 2555 (มูลค่า 4 บาท/หุ้น ซึ่งรวมอยู่ในราคาเป้าหมายของเราแล้ว); 3) ให้ผลตอบแทนจากเงินปันผลสูงที่สุด; และ 4) Valuation ต่ำ (เทรดที่ PBV 0.9 เท่า เทียบกับ PBV เฉลี่ย 10 ปีที่ 1 เท่า) นอกจากนี้เราก็ชอบ AOT เพราะ: 1) ปัจจัยสนับสนุนระยะสั้นจากความคืบหน้าเกี่ยวกับการขึ้นค่าธรรมเนียมการใช้สนามบินและการย้ายกลับไปใช้สนามบินดอนเมือง; และ 2) กำไรจากการดำเนินธุรกิจปกติในระยะ 2 ปีข้างหน้ามีแนวโน้มเติบโตสูงที่ระดับเฉลี่ย 25% ต่อปี

Valuation summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x) 11A	P/E (x) 12F	P/E (x) 13F	EPS growth (%) 11A	EPS growth (%) 12F	EPS growth (%) 13F	P/BV (x) 11A	P/BV (x) 12F	P/BV (x) 13F	ROE (%) 11A	ROE (%) 12F	ROE (%) 13F	Div. Yield (%) 11A	Div. Yield (%) 12F	Div. Yield (%) 13F	EV/EBITDA (x) 11A	EV/EBITDA (x) 12F	EV/EBITDA (x) 13F
AOT	Buy	57.50	67.00	19.7	21.3	16.9	13.7	106.5	26.4	23.6	1.15	1.08	1.03	5.4	6.6	7.7	1.4	3.2	3.3	7.6	7.1	7.3
BECL	Buy	23.30	30.00	34.4	14.0	12.1	10.1	(27.9)	15.4	20.1	0.96	0.90	0.86	6.8	7.6	8.7	5.6	5.6	6.7	6.5	6.1	5.3
BMCL	Neutral	0.61	0.67	9.8	n.m.	n.m.	n.m.	(1.5)	16.1	12.5	3.76	7.53	60.00	(45.9)	(66.7)	(155.4)	0.0	0.0	0.0	88.1	50.7	41.9
BTS	Buy	0.81	0.94	19.5	n.m.	48.4	32.6	n.m.	n.m.	48.5	0.99	1.25	1.24	(1.1)	2.6	3.8	4.4	3.4	1.5	39.8	26.2	23.2
PSL	Neutral	14.60	17.50	21.6	37.7	104.8	30.0	(48.6)	(64.1)	249.7	0.99	0.98	0.97	2.7	0.9	3.3	3.7	1.8	2.0	12.2	14.8	12.3
RCL	Neutral	6.90	8.00	15.9	n.m.	n.m.	100.4	(294.2)	50.5	n.m.	0.45	0.48	0.47	(15.8)	(8.2)	0.5	0.0	0.0	0.2	(23.9)	23.5	8.2
THAI	Buy	22.70	31.00	40.1	n.m.	10.0	8.8	n.m.	n.m.	13.2	0.78	0.72	0.68	(7.2)	7.5	7.9	0.0	3.5	4.0	8.6	6.0	5.9
TTA	Neutral	16.70	20.00	21.3	n.m.	n.m.	44.3	n.m.	0.3	n.m.	0.38	0.38	0.38	(2.2)	(1.6)	0.9	3.0	1.5	0.6	9.0	9.5	7.6
Average					**24.3**	**38.5**	**34.3**	**(53.1)**	**7.4**	**61.3**	**1.18**	**1.66**	**8.20**	**(7.2)**	**(6.4)**	**(15.3)**	**2.3**	**2.4**	**2.3**	**18.5**	**18.0**	**14.0**

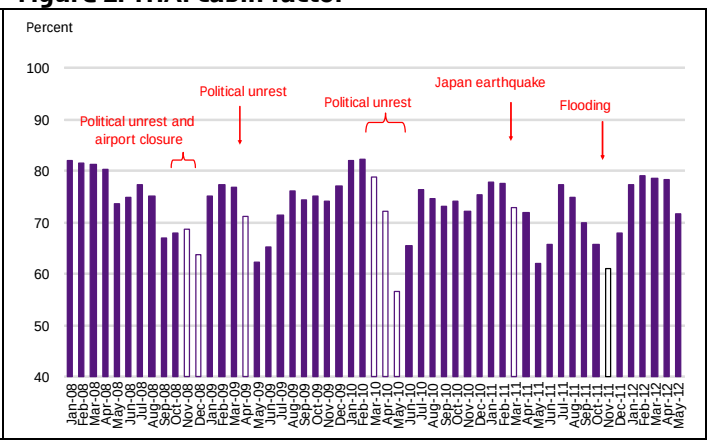
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: AOT passenger movement



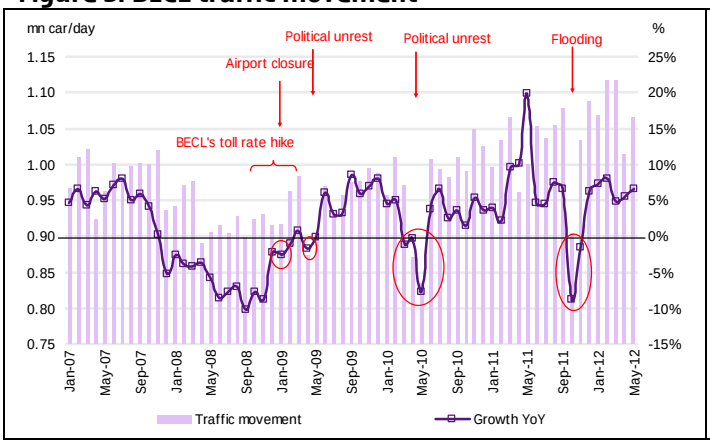
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 2: THAI cabin factor



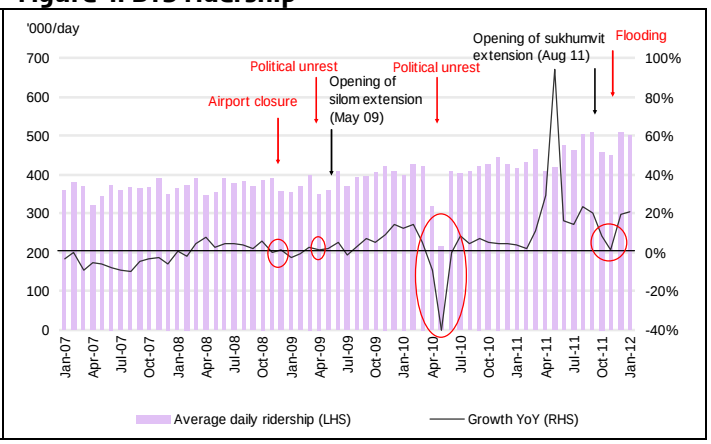
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 3: BECL traffic movement



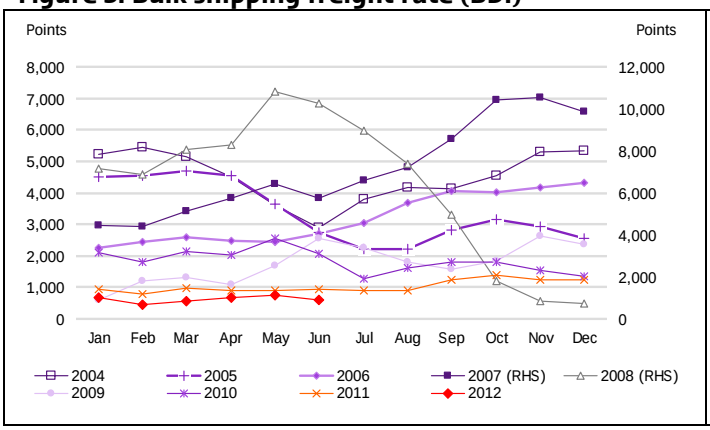
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 4: BTS ridership



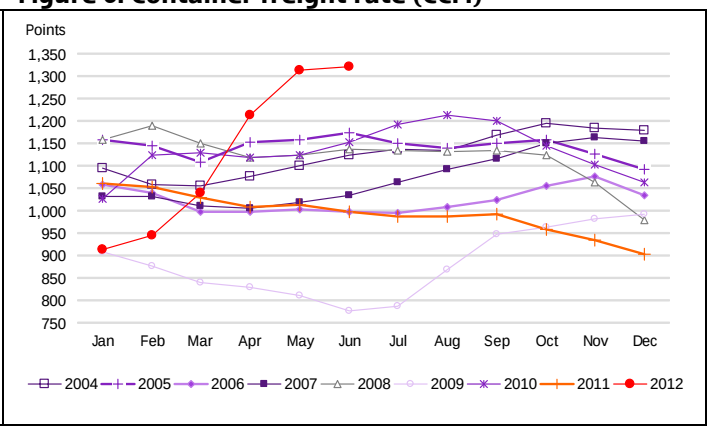
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 5: Bulk shipping freight rate (BDI)



Source: Bloomberg and SCBS Investment Research

Figure 6: Container freight rate (CCFI)



Source: SSE and SCBS Investment Research

Figure 7: Factoring the effect on oil price decline and European debt crisis, BECL is in the best position

	Effect on oil price decline	Effect on European debt crisis
Air transportation		
AOT	(+) traffic	(-) traffic
THAI	(+) cost and traffic	(-) traffic
Land transportation		
BECL	(+) traffic	0
BTS	(-) traffic	0
BMCL	(-) traffic	0
Sea transportation		
TTA	(+) shipping cost and traffic/ (-) offshore and coal demand	(-) traffic
PSL	(+) traffic	(-) traffic
RCL	(+) cost and traffic	(-) traffic

Source: SCBS Investment Research

น่าสนใจมากขึ้นจากการประมูล IPP รอบใหม่

ยุพเรศ ลิขิตแสนสุข
0-2949-1020
yupharet.likitsansuk@scb.co.th

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

- **การประมูล IPP รอบใหม่น่าจะเกิดขึ้นในปี 2556**
- **กกพ.มีแนวโน้มที่จะอนุญาตให้ EGCO สร้างโรงไฟฟ้าใหม่ในภาคใต้**
- **EGCO เป็น top pick ในกลุ่มสาธารณูปโภคเพราะมีปัจจัยบวกหลายอย่างด้วยกัน**

สรุปผลการดำเนินงานไตรมาส 1/55 – กำไรเติบโตจากปีก่อนอย่างน่าประทับใจ นำโดย GLOW ผลการดำเนินงานไตรมาส 1 ปี 2555 ของบริษัทที่ประกอบธุรกิจโรงไฟฟ้าเติบโตอย่างน่าประทับใจที่ระดับ 42.5% จากช่วงเดียวกันของปีก่อน นำโดย GLOW (+62.8%) โดยส่วนใหญ่เกิดจากกำไรอัตราแลกเปลี่ยนจากหนี้สินสกุลเงินต่างประเทศ อย่างไรก็ตาม กำไรจากการดำเนินธุรกิจปกติยังไม่เติบโตจากช่วงเดียวกันของปีก่อนมากนัก เพราะผลการดำเนินงานของ RATCH อ่อนแอลงอันเป็นผลมาจากการหยุดเดินเครื่องโรงไฟฟ้าตามแผนและนอกแผนในไตรมาส 1 ปี 2555 ทำให้รายได้ค่าความพร้อมจ่ายปรับตัวลดลง

กำไรจากการดำเนินธุรกิจปกติน่าจะฟื้นตัวต่อเนื่อง เราคาดว่ากำไรจากการดำเนินธุรกิจปกติของบริษัทที่ประกอบธุรกิจโรงไฟฟ้าจะฟื้นตัวอย่างต่อเนื่องในช่วงที่เหลือของปีนี้ นำโดย GLOW หลังจากเริ่มเดินเครื่องโรงไฟฟ้า GHECO-One ตอนปลายเดือน มิ.ย. 2555 เป็นอย่างเร็ว นอกจากนี้เรายังคาดด้วยว่าการหยุดซ่อมบำรุงน้อยลงในปี 2555 เมื่อเทียบกับปี 2554 จะเป็นปัจจัยที่ช่วยสนับสนุนให้กำไรเพิ่มขึ้นจากปีก่อน

การเปิดประมูล IPP รอบใหม่น่าจะเกิดขึ้นในปี 2556 เราคาดว่าจะเห็นนักลงทุนในตลาดให้ความสนใจต่อบริษัทที่ประกอบธุรกิจโรงไฟฟ้าเพิ่มมากขึ้นอย่างต่อเนื่องในไตรมาส 3 ปี 2555 โดยมีสาเหตุมาจากการปรับปรุงแผนพัฒนากำลังผลิตไฟฟ้า (PDP 2010) ล่าสุด (ฉบับปรับปรุงครั้งที่ 3) แผนพัฒนากำลังผลิตไฟฟ้าฉบับปรับปรุงล่าสุด ชี้ให้เห็นถึงการเข้ามามีส่วนร่วมมากขึ้นของภาคเอกชนในการประมูลโรงไฟฟ้าเอกชนรายใหญ่ (IPP) รอบใหม่ที่จะเกิดขึ้นในปี 2556 เพื่อจ่ายไฟฟ้าเข้าระบบในปี 2564 แผนพัฒนากำลังผลิตไฟฟ้า พ.ศ. 2555-2573 ฉบับปรับปรุงใหม่ ปรับกำลังผลิตไฟฟ้าจากโรงไฟฟ้าถ่านหินและโรงไฟฟ้านิวเคลียร์ลดลง 5,340 เมกะวัตต์ จากแผนฉบับก่อนหน้านี้ โดยมีสาเหตุมาจากความวิตกกังวลเกี่ยวกับผลกระทบทางสิ่งแวดล้อมและความปลอดภัยของโรงไฟฟ้าทั้งสองประเภทนี้ นอกจากนี้ยังลดไฟฟ้าที่ซื้อจากประเทศเพื่อนบ้านลงอีก 4,410 เมกะวัตต์ด้วย การลดกำลังผลิตไฟฟ้าเหล่านี้ลงจะถูกทดแทนด้วยการเพิ่มกำลังผลิตไฟฟ้าจากโรงไฟฟ้าก๊าซธรรมชาติ (+7,051 เมกะวัตต์) และโรงไฟฟ้าพลังงานทดแทน (+5,083 เมกะวัตต์) เรามองว่ามีโอกาสสูงที่ EGCO จะชนะประมูลโรงไฟฟ้า IPP อย่างน้อย 1 โรงในการประมูลรอบนี้ โดยใช้โรงไฟฟ้าระยองของบริษัทเข้าแข่งขันกับผู้ประกอบการโรงไฟฟ้า IPP รายอื่นๆ สัญญาซื้อขายไฟฟ้าของโรงไฟฟ้าแห่งนี้จะหมดอายุในปี 2557 ซึ่งยังเหลือเวลามากพอที่จะพัฒนาโรงไฟฟ้าใหม่

แนวโน้มของ EGCO ดูสดใสขึ้น มีแนวโน้มมากขึ้นที่ EGCO จะเป็นผู้ประกอบการโรงไฟฟ้า IPP เพียงรายเดียวที่สามารถสร้างโรงไฟฟ้าใหม่ในภาคใต้ได้ เนื่องจากบริษัทมีความได้เปรียบในด้านของสถานที่ตั้งและการสนับสนุนจากชุมชน เราคาดว่า EGCO จะได้รับอนุมัติให้ก่อสร้างโรงไฟฟ้าใหม่ในภาคใต้จากคณะกรรมการกำกับกิจการพลังงาน (กกพ.) อย่างเป็นทางการภายในสิ้นปีนี้ ซึ่งจะทำให้เหลือเวลาอีกประมาณ 2 ปีครึ่งในการก่อสร้างโรงไฟฟ้าให้แล้วเสร็จ เราคาดว่าโรงไฟฟ้าแห่งใหม่นี้จะช่วยให้มูลค่าของ EGCO ปรับเพิ่มขึ้นได้อีก 15 บาท/หุ้น และคาดว่าจะได้รับกำไรที่เป็นเงินสดเข้ามาภายในงวดครึ่งหลังปี 2559 หลังจากสัญญาซื้อขายไฟฟ้าของโรงไฟฟ้าขนอมเดิมหมดอายุในเดือน มิ.ย. 2559 เรายังคงคำแนะนำ "ซื้อ" EGCO และเลือกเป็น top pick ของกลุ่มสาธารณูปโภคในไตรมาส 3 ปี 2555 ด้วยราคาเป้าหมาย 120 บาท/หุ้น ซึ่งยังไม่ได้รวมมูลค่าเพิ่มเติมจากโรงไฟฟ้าใหม่เข้ามา

TTW: ผลการดำเนินงานไตรมาส 1/55 ดีกว่าคาด TTW รายงานกำไรสุทธิไตรมาส 1 ปี 2555 จำนวนมากถึง 666 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 30% จากช่วงเดียวกันของปีก่อน และ 32% จากไตรมาสก่อนหน้า โดยได้รับปัจจัยหนุนจากกำไรพิเศษจำนวน 91 ล้านบาทการคืนภาษีเงินได้ของบริษัทประปาปทุมธานี (PTW) หากตัดรายการนี้ออกไป กำไรจากการดำเนินธุรกิจปกติในไตรมาส 1 ปี 2555 มีจำนวน 575 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 12.5% จากช่วงเดียวกันของปีก่อน และ 14.5% จากไตรมาสก่อนหน้า โดยได้รับปัจจัยหนุนจากความต้องการน้ำประปาที่เพิ่มขึ้น 6% จากช่วงเดียวกันของปีก่อน และการขึ้นอัตราค่าน้ำประปาของ TTW อีก 3.5% และ PTW อีก 4%

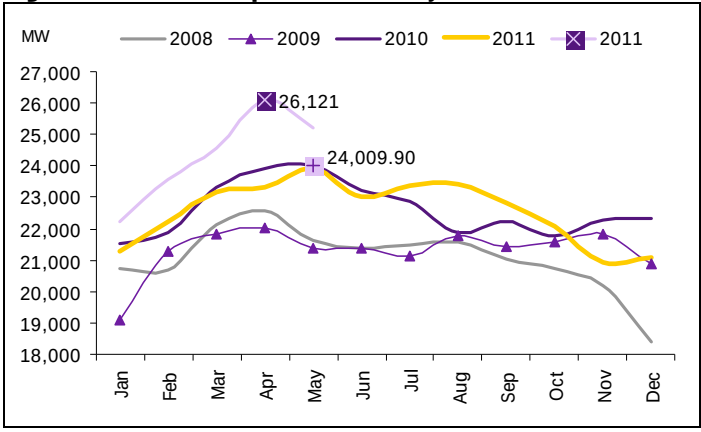
TTW: ผลการดำเนินงานมีแนวโน้มดีขึ้นในไตรมาส 2/55 แต่ลดลงในงวดครึ่งหลังปี 55 ความต้องการน้ำประปาเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง (+5% ในไตรมาส 2 ปี 2555) เราคาดว่ากำไร (ไม่รวมรายการพิเศษในไตรมาส 1 ปี 2555) จากผลการดำเนินงานไตรมาส 2 ปี 2555 จะปรับตัวดีขึ้นจากไตรมาสก่อนหน้า แต่จะลดลงในงวดครึ่งหลังปี 2555 เพราะ TTW จะต้องกลับมาจ่ายภาษีเงินได้นิติบุคคล แนวโน้ม Upside สำหรับประมาณการของเราคือ การคืนภาษีจากกรมสรรพากรจำนวน 386 ล้านบาท

Valuation summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x) 11A	P/E (x) 12F	P/E (x) 13F	EPS growth (%) 11A	EPS growth (%) 12F	EPS growth (%) 13F	P/BV (x) 11A	P/BV (x) 12F	P/BV (x) 13F	ROE (%) 11A	ROE (%) 12F	ROE (%) 13F	Div. Yield (%) 11A	Div. Yield (%) 12F	Div. Yield (%) 13F	EV/EBITDA (x) 11A	EV/EBITDA (x) 12F	EV/EBITDA (x) 13F
EGCO	Buy	110.0	120.0	13.9	11.7	9.8	9.7	(27.6)	19.1	0.5	1.00	0.95	0.90	8.8	9.9	9.5	4.8	4.8	4.8	22.9	10.5	15.9
GLOW	Buy	61.0	76.0	28.5	20.5	12.7	11.9	7.1	61.8	6.3	2.61	2.34	2.13	12.8	19.5	18.7	3.3	3.9	4.3	15.1	9.1	8.5
RATCH	Buy	42.3	52.0	28.4	12.6	11.3	10.5	(5.8)	10.8	8.3	1.28	1.22	1.16	10.3	11.0	11.4	5.3	5.3	5.3	7.8	6.6	6.2
Average					**14.9**	**11.3**	**10.7**	**(8.8)**	**30.6**	**5.0**	**1.63**	**1.50**	**1.40**	**10.6**	**13.5**	**13.2**	**4.5**	**4.7**	**4.8**	**15.3**	**8.7**	**10.2**

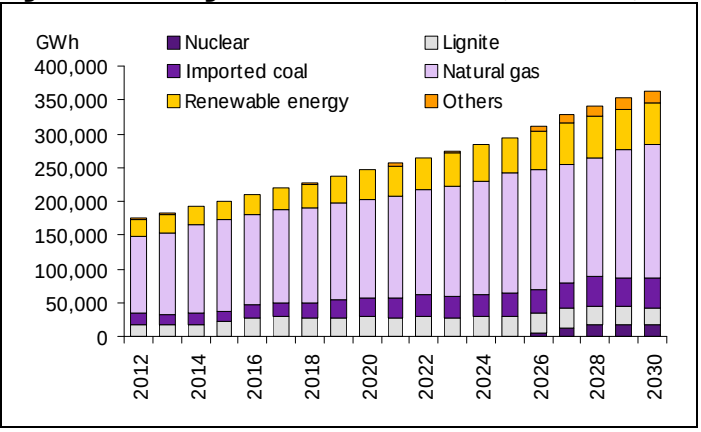
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: Thailand's peak electricity demand



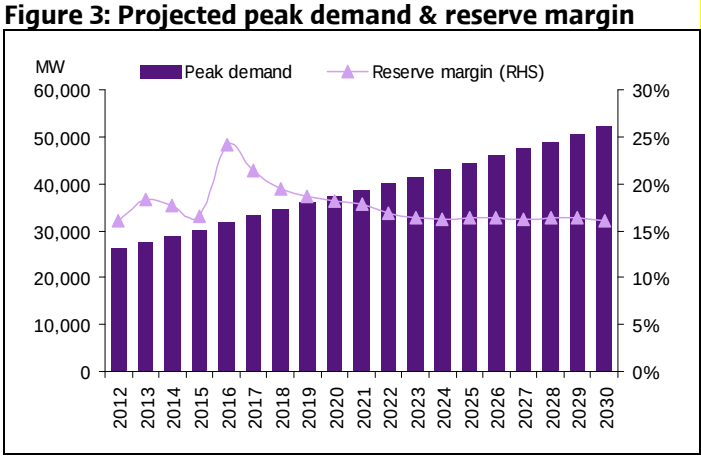
Source: EGAT, EPPO, SCBS Investment Research

Figure 2: Power generation breakdown (2012-2030)



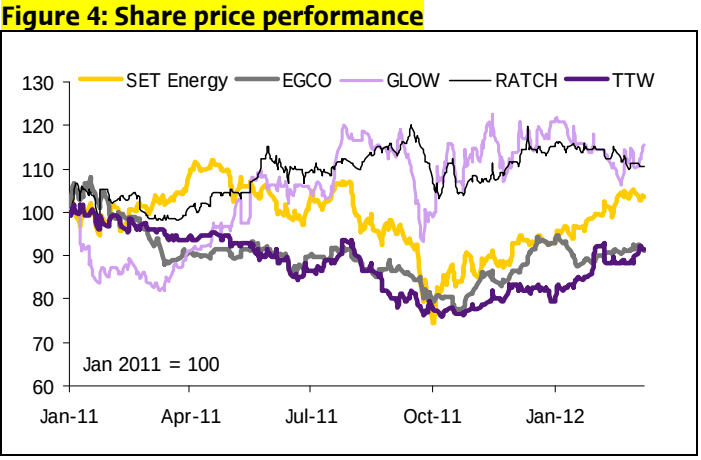
Source: EPPO (PDP 2010 revision 3), SCBS Investment Research

Figure 3: Projected peak demand & reserve margin



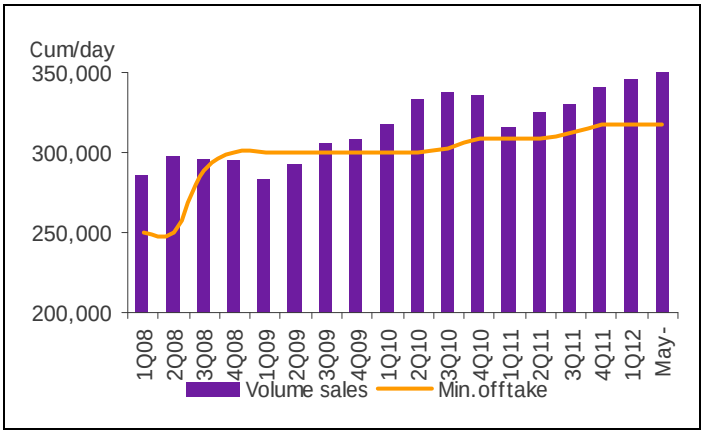
Source: EPPO (PDP 2010 revision 3), SCBS Investment Research

Figure 4: Share price performance



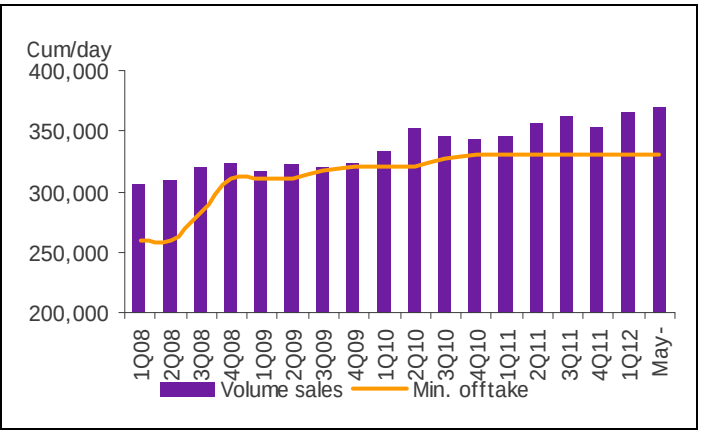
Source: Bloomberg Finance LP, SCBS Investment Research

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



Source: TTW, SCBS Investment Research

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



Source: TTW, SCBS Investment Research

Company	Rec.	Price (Bt)	12-mth Target Price	% Up/(Down)	12-mth BB-CON	Core Profit (Btm) 11A	12F	13F	Core EPS (Bt) 11A	12F	13F	EPS growth (%) 11A	12F	13F	PER (x) 11A	12F	13F	BVPS(Bt) 11A	12F	13F	P/BV (x) 11A	12F	13F	ROE (%) 11A	12F	13F
Agribusiness				**24.4**		**1,203**	**1,121**	**1,496**							**10.1**	**10.8**	**8.1**				**2.04**	**1.81**	**1.60**	**21%**	**18%**	**21%**
GFPT	Buy	9.65	12.00	24.4	11.1	1,203	1,121	1,496	0.96	0.89	1.19	3%	-7%	33%	10.1	10.8	8.1	4.7	5.3	6.0	2.04	1.81	1.60	21%	18%	21%
Automotive				**15.4**		**1,336**	**2,693**	**3,254**							**19.0**	**11.2**	**8.7**				**1.67**	**1.49**	**1.34**	**7%**	**14%**	**16%**
AH	Sell	14.30	13.50	(5.6)	15.8	-61	323	483	-0.23	1.20	1.80	n.m.	n.m.	49%	n.m.	11.9	8.0	15.3	16.1	17.3	0.94	0.89	0.83	-1%	8%	11%
SAT	Buy	28.50	34.00	19.3	32.2	434	810	991	1.28	2.38	2.92	-46%	87%	22%	22.3	12.0	9.8	12.3	13.9	15.7	2.32	2.06	1.81	10%	18%	20%
STANLY	Buy	196.00	230.00	17.3	225.1	962	1,560	1,780	12.56	20.36	23.24	-33%	62%	14%	15.6	9.6	8.4	110.9	127.4	142.5	1.77	1.54	1.38	11%	17%	17%
Banking				**23.7**		**129,761**	**157,980**	**189,081**							**14.1**	**12.2**	**10.0**				**1.55**	**1.40**	**1.25**	**13%**	**14%**	**14%**
Large Banks																										
BBL	Buy	182.50	210.00	15.1	210.5	27,338	31,755	38,120	14.32	16.64	19.97	11%	16%	20%	12.7	11.0	9.1	127.7	138.4	151.7	1.43	1.32	1.20	12%	13%	14%
KBANK	Buy	156.50	200.00	27.8	180.6	24,226	34,224	41,624	10.12	14.30	17.39	21%	41%	22%	15.5	10.9	9.0	64.7	76.5	90.3	2.42	2.05	1.73	17%	20%	21%
KTB	Neutral	15.50	19.00	22.6	20.0	17,027	21,106	25,564	1.52	1.89	2.29	14%	24%	21%	10.2	8.2	6.8	11.6	12.8	14.4	1.34	1.21	1.08	13%	15%	17%
SCB	No rec	142.00			164.5	36,273	41,140	49,397	10.67	12.10	14.53	50%	13%	20%	13.3	11.7	9.8	54.7	63.3	73.0	2.60	2.24	1.95	21%	21%	21%
Mid/small banks																										
BAY	Neutral	28.50	29.00	1.8	29.3	9,264	13,947	16,323	1.53	2.30	2.69	5%	51%	17%	18.7	12.4	10.6	16.9	18.5	20.2	1.69	1.54	1.41	9%	13%	14%
KK	Neutral	34.50	41.00	18.8	39.8	2,859	2,597	3,304	4.51	3.14	5.06	-10%	-30%	61%	7.7	11.0	6.8	36.6	40.0	50.6	0.94	0.86	0.68	13%	9%	10%
LHBANK	Sell	1.32	1.30	(1.5)	1.3	496	611	786	0.04	0.05	0.07	-42%	19%	29%	30.5	25.6	19.9	1.2	1.2	1.2	1.14	1.13	1.09	5%	4%	6%
TCAP	Buy	28.75	36.00	25.2	34.0	5,003	4,638	5,320	3.75	3.48	3.99	-11%	-7%	15%	7.7	8.3	7.2	28.7	30.9	33.5	1.00	0.93	0.86	13%	12%	12%
TISCO	Buy	37.75	46.00	21.9	42.6	3,267	3,251	3,735	4.49	4.47	5.13	13%	0%	15%	8.4	8.5	7.4	22.3	24.4	27.3	1.70	1.55	1.38	21%	19%	20%
TMB	Sell	1.55	1.40	(9.7)	1.6	4,009	4,713	4,908	0.09	0.11	0.11	25%	18%	4%	16.8	14.3	13.7	1.2	1.3	1.4	1.29	1.21	1.14	8%	9%	9%
Commerce				**13.7**		**17,881**	**24,544**	**30,739**							**34.8**	**25.9**	**20.4**				**9.91**	**8.26**	**7.11**	**30%**	**35%**	**37%**
BIGC	Neutral	214.00	230.00	7.5	190.4	5,289	6,744	8,862	6.60	8.17	10.74	65%	24%	31%	32.4	26.2	19.9	29.3	35.6	42.3	7.30	6.00	5.06	24%	25%	28%
CPALL	Buy	35.00	42.00	20.0	35.7	7,792	11,500	13,760	0.87	1.28	1.53	15%	48%	20%	40.4	27.3	22.9	2.4	2.8	3.4	14.64	12.30	10.21	40%	49%	49%
HMPRO	Neutral	12.30	14.00	13.8	13.8	2,005	2,841	3,846	0.34	0.49	0.66	22%	41%	35%	35.7	25.3	18.7	1.4	1.9	2.2	8.82	6.63	5.72	28%	30%	33%
MAKRO	Neutral	358.00	370.00	3.4	356.2	2,795	3,459	4,271	11.64	14.41	17.79	49%	24%	23%	30.7	24.8	20.1	40.3	44.2	48.0	8.87	8.09	7.45	30%	34%	39%
Construction Materials				**22.6**		**34,479**	**35,893**	**44,557**							**15.2**	**14.1**	**12.0**				**3.66**	**3.49**	**3.32**	**22%**	**24%**	**27%**
Cement																										
SCC	Buy	328.00	410.00	25.0	397.1	26,706	27,625	34,919	22.25	23.02	29.10	-2%	3%	26%	14.7	14.2	11.3	135.8	147.4	164.9	2.42	2.23	1.99	17%	16%	19%
SCCC	Buy	318.00	380.00	19.5	322.9	3,548	4,364	5,134	15.43	18.98	22.32	30%	23%	18%	20.6	16.8	14.2	73.9	79.9	85.4	4.30	3.98	3.73	21%	25%	27%
TPIPL	Neutral	11.90	14.50	21.8	14.6	2,525	1,976	2,276	1.25	0.98	1.13	31%	-22%	15%	9.5	12.2	10.6	30.4	31.4	32.4	0.39	0.38	0.37	4%	3%	4%
Ceramics																										
DCC	Sell	52.75	50.00	(5.2)	59.5	1,242	1,376	1,589	3.05	3.37	3.90	6%	11%	16%	17.3	15.6	13.5	6.5	6.7	6.8	8.08	7.91	7.76	46%	51%	58%
DRT	Neutral	6.30	6.80	7.9	7.2	458	552	639	0.45	0.54	0.62	-1%	18%	16%	13.9	11.7	10.1	2.0	2.1	2.3	3.10	2.95	2.75	23%	26%	28%
Electronic Components				**18.6**		**5,697**	**5,884**	**8,034**							**15.7**	**12.8**	**10.3**				**2.13**	**1.11**	**1.05**	**13%**	**8%**	**12%**
CCET	Sell	2.66	2.10	(21.1)	2.1	347	647	945	0.09	0.16	0.23	-79%	86%	46%	31.3	16.8	11.5	4.2	4.3	4.4	0.63	0.62	0.61	2%	4%	5%
DELTA	Buy	21.60	31.00	43.5	26.9	2,641	3,269	3,802	2.12	2.62	3.05	-33%	24%	16%	10.2	8.2	7.1	15.9	17.3	18.9	1.36	1.25	1.14	13%	16%	17%
HANA	Neutral	19.20	23.00	19.8	21.1	1,597	1,355	1,902	1.92	1.66	2.36	-38%	-14%	43%	10.0	11.6	8.1	17.5	19.4	21.0	1.09	0.99	0.92	11%	9%	12%
KCE	Neutral	6.15	6.80	10.6	6.5	287	195	407	0.61	0.41	0.86	-37%	-32%	109%	10.1	14.9	7.1	5.3	7.6	8.2	1.16	0.81	0.75	11%	6%	11%
SMT	Sell	7.80	4.00	(48.7)	5.4	136	-131	172	0.34	-0.31	0.41	-72%	n.m.	n.m.	22.7	n.m.	19.1	2.6	5.9	5.8	3.04	1.32	1.34	9%	-8%	7%
SVI	Buy	3.54	4.10	15.8	3.9	689	549	805	0.35	0.28	0.41	-5%	-21%	45%	10.0	12.6	8.7	0.6	2.1	2.3	5.52	1.68	1.53	34%	20%	18%
Energy & Utilities				**14.2**		**211,564**	**245,043**	**247,895**							**14.0**	**9.8**	**9.1**				**1.66**	**1.50**	**1.37**	**15%**	**16%**	**16%**
Oil & Gas and Coal																										
BANPU	Buy	452.00	600.00	32.7	713.7	8,618	14,522	12,059	31.71	53.44	44.37	-13%	69%	-17%	14.3	8.5	10.2	279.3	312.7	342.6	1.62	1.45	1.32	13%	18%	14%
PTT	Buy	321.00	380.00	18.4	406.4	110,480	128,350	118,344	38.72	44.94	41.43	38%	16%	-8%	8.3	7.1	7.7	225.6	260.3	288.2	1.42	1.23	1.11	18%	19%	15%
PTTEP	Neutral	169.00	170.00	0.6	196.7	47,190	52,614	60,312	14.21	15.85	18.17	-3%	11%	15%	11.9	10.7	9.3	60.2	70.3	81.8	2.81	2.40	2.07	26%	24%	24%
Refineries																										
BCP	Neutral	23.40	25.00	6.8	26.0	6,888	4,684	4,417	5.88	3.54	3.21	293%	-40%	-9%	4.0	6.6	7.3	21.6	23.5	25.4	1.08	1.00	0.92	26%	15%	13%
ESSO	Neutral	10.30	9.00	(12.6)	11.7	940	3,636	4,800	0.27	1.05	1.39	-43%	287%	32%	37.9	9.8	7.4	7.1	8.0	9.0	1.45	1.28	1.14	4%	14%	16%
IRPC	Neutral	3.76	4.30	14.4	4.9	5,855	6,704	9,882	0.29	0.33	0.48	44%	14%	47%	13.1	11.5	7.8	3.7	3.9	4.2	1.01	0.97	0.89	8%	9%	12%
TOP	Buy	59.00	75.00	27.1	73.8	15,288	13,829	16,449	7.49	6.78	8.06	168%	-10%	19%	7.9	8.7	7.3	41.7	45.6	50.9	1.42	1.29	1.16	19%	16%	17%
Utilities																										
EGCO	Buy	110.00	120.00	9.1	111.4	4,968	5,916	5,947	9.44	11.24	11.30	-28%	19%	1%	11.7	9.8	9.7	110.1	116.2	122.2	1.00	0.95	0.90	9%	10%	9%
GLOW	Buy	61.00	76.00	24.6	61.9	4,349	7,037	7,477	2.97	4.81	5.11	7%	62%	6%	20.5	12.7	11.9	23.4	26.0	28.7	2.61	2.34	2.13	13%	19%	19%
RATCH	Buy	42.25	52.00	23.1	49.6	4,876	5,404	5,853	3.36	3.73	4.04	-6%	11%	8%	12.6	11.3	10.5	33.0	34.5	36.3	1.28	1.22	1.16	10%	11%	11%
TTW	Buy	6.55	7.40	13.0	7.1	2,113	2,347	2,354	0.53	0.59	0.59	2%	11%	0%	12.4	11.1	11.1	2.6	2.7	2.8	2.56	2.41	2.31	21%	22%	21%
Finance & Securities				**4.1**		**534**	**2,949**	**3,384**							**18.8**	**13.0**	**9.4**				**1.37**	**1.32**	**1.26**	**5%**	**13%**	**14%**
Credit card																										
AEONTS	Sell	30.00	31.00	3.3	31.0	161	869	964	0.64	3.48	3.86	-83%	440%	11%	46.6	8.6	7.8	24.5	25.9	27.6	1.22	1.16	1.09	3%	14%	14%
KTC	Sell	17.50	14.00	(20.0)	14.6	-1,621	170	510	-6.29	0.66	1.98	n.m.	n.m.	200%	n.m.	26.6	8.9	18.9	19.5	21.2	0.93	0.90	0.82	-28%	3%	10%
Securities																										
ASP	Sell	2.28	2.50	9.6	2.4	505	472	448	0.24	0.22	0.21	-33%	-7%	-5%	9.5	10.2	10.7	1.9	1.9	1.9	1.21	1.19	1.19	12%	12%	11%
MBKET	Sell	13.30	14.20	6.8		654	650	657	1.15	1.14	1.15	-19%	-1%	1%	11.6	11.7	11.5	7.7	7.7	7.7	1.72	1.72	1.72	14%	15%	15%
PHATRA	Neutral	30.50	35.00	14.8		835	787	805	3.97	3.74	3.83	-17%	-6%	2%	7.7	8.2	8.0	17.1	18.6	20.4	1.78	1.64	1.50	22%	21%	20%
Food & Beverage				**26.5**		**14,283**	**23,092**	**27,306**							**18.1**	**12.3**	**10.4**				**4.06**	**3.29**	**2.79**	**23%**	**31%**	**29%**
CPF	Buy	38.75	49.00	26.5	45.2	14,283	23,092	27,306	2.15	3.14	3.72	23%	46%	18%	18.1	12.3	10.4	9.6	11.8	13.9	4.06	3.29	2.79	23%	31%	29%

Company	Rec.	Price (Bt)	12-mth Target Price	% Up/(Down)	12-mth BB-CON	Core Profit (Btm) 11A	12F	13F	Core EPS (Bt) 11A	12F	13F	EPS growth (%) 11A	12F	13F	PER (x) 11A	12F	13F	BVPS(Bt) 11A	12F	13F	P/BV (x) 11A	12F	13F	ROE (%) 11A	12F	13F
Health Care Services				**9.7**		**6,090**	**8,182**	**9,574**							**33.4**	**25.5**	**22.1**				**5.86**	**5.16**	**4.59**	**19%**	**21%**	**22%**
BGH	Buy	92.50	105.00	13.5	98.4	3,907	5,398	6,396	2.53	3.49	4.14	36%	38%	18%	36.6	26.5	22.4	21.6	24.2	26.6	4.28	3.81	3.48	16%	15%	16%
BH	Neutral	64.50	63.00	(2.3)	66.5	1,510	1,930	2,214	1.74	2.23	2.55	17%	28%	15%	37.0	29.0	25.3	7.8	8.9	10.1	8.31	7.28	6.38	24%	27%	27%
KH	Buy	9.00	10.00	11.1	9.5	673	854	964	0.34	0.43	0.48	5%	27%	13%	26.7	21.0	18.6	1.8	2.1	2.3	4.99	4.38	3.92	18%	22%	22%
Information & Communication Technology				**26.2**		**45,136**	**53,911**	**56,658**							**14.2**	**12.4**	**11.9**				**6.08**	**5.64**	**5.72**	**30%**	**36%**	**35%**
Mobile																										
ADVANC	Buy	176.00	215.00	22.2	195.1	26,553	34,024	34,051	8.93	11.44	11.45	20%	28%	0%	19.7	15.4	15.4	13.3	14.9	14.9	13.26	11.80	11.82	66%	81%	77%
DTAC	Buy	74.50	100.00	34.2	90.7	12,006	11,539	11,439	5.07	4.87	4.83	12%	-4%	-1%	14.7	15.3	15.4	14.7	19.6	19.6	5.06	3.80	3.81	23%	28%	25%
TRUE	Buy	3.68	5.00	35.9	3.6	-5,399	-5,579	-4,752	-0.37	-0.38	-0.33	-213%	-3%	15%	n.m.	n.m.	n.m.	1.5	1.1	0.8	2.49	3.23	4.53	-33%	-29%	-34%
Internet																										
CSL	Neutral	7.10	7.30	2.8	6.9	395	403	466	0.67	0.68	0.78	13%	2%	16%	10.7	10.5	9.1	1.9	2.1	2.2	3.72	3.43	3.21	34%	34%	37%
Other																										
INTUCH	Buy	58.75	75.00	27.7	69.0	10,031	11,548	13,573	3.13	3.60	4.23	-54%	15%	18%	18.8	16.3	13.9	4.5	4.5	4.5	13.12	13.12	13.12	70%	80%	95%
SAMART	Buy	9.05	11.00	21.5	11.5	799	992	976	0.81	1.01	0.99	74%	24%	-2%	11.1	9.0	9.1	6.1	6.9	7.6	1.48	1.32	1.19	14%	16%	14%
SAMTEL	Buy	12.70	17.00	33.9	17.0	751	984	905	1.24	1.62	1.49	98%	31%	-8%	10.2	7.8	8.5	3.7	4.6	5.4	3.44	2.76	2.34	37%	39%	30%
Insurance				**1.1**		**3,417**	**3,685**	**4,620**							**16.7**	**15.5**	**12.3**				**4.24**	**3.48**	**2.82**	**28%**	**25%**	**25%**
BLA	Neutral	47.50	48.00	1.1	48.0	3,417	3,685	4,620	2.85	3.07	3.85	22%	8%	25%	16.7	15.5	12.3	11.2	13.7	16.8	4.24	3.48	2.82	28%	25%	25%
Media & Publishing				**6.3**		**5,659**	**6,485**	**7,184**							**21.0**	**18.3**	**16.7**				**6.26**	**5.95**	**5.54**	**26%**	**29%**	**31%**
TV broadcasting																										
BEC	Neutral	51.00	53.00	3.9	50.8	3,530	4,115	4,670	1.77	2.06	2.34	7%	17%	13%	28.9	24.8	21.8	3.7	4.0	4.4	13.73	12.84	11.72	46%	54%	56%
MCOT	Neutral	28.00	30.00	7.1	31.2	1,356	1,418	1,460	1.97	2.06	2.13	-5%	5%	3%	14.2	13.6	13.2	11.1	11.4	11.7	2.51	2.45	2.39	18%	18%	18%
Cinema																										
MAJOR	Neutral	17.40	21.00	20.7	20.3	773	951	1,053	0.88	1.05	1.16	26%	20%	11%	19.9	16.5	14.9	6.9	6.8	6.9	2.53	2.57	2.52	13%	16%	17%
Petrochemicals & Chemicals				**37.5**		**41,399**	**44,948**	**54,602**							**10.7**	**9.3**	**7.1**				**1.78**	**1.57**	**1.35**	**18%**	**17%**	**20%**
IVL	Buy	28.25	41.00	45.1	44.8	10,154	12,674	18,967	2.14	2.63	3.94	5%	23%	50%	13.2	10.7	7.2	12.4	14.3	17.2	2.28	1.98	1.64	22%	20%	25%
PTTGC	Buy	56.25	75.00	33.3	82.8	31,245	32,274	35,635	6.93	7.15	7.90	191%	3%	10%	8.1	7.9	7.1	44.0	48.3	53.1	1.28	1.17	1.06	14%	15%	15%
Property Development				**25.3**		**15,518**	**26,465**	**31,391**							**18.6**	**13.4**	**11.3**				**2.16**	**1.94**	**1.76**	**10%**	**17%**	**18%**
Contractors																										
CK	Buy	7.00	10.80	54.3	8.6	-671	497	563	-0.41	0.30	0.34	42%	n.m.	13%	n.m.	23.3	20.5	3.9	4.1	4.1	1.81	1.72	1.73	-11%	8%	8%
ITD	Neutral	3.12	3.50	12.2	3.7	-1,256	591	699	-0.30	0.14	0.17	14%	n.m.	18%	n.m.	22.1	18.7	1.9	2.1	2.1	1.62	1.51	1.47	-13%	7%	8%
STEC	Buy	13.30	17.00	27.8	16.9	904	1,035	1,255	0.76	0.87	1.06	104%	15%	21%	17.5	15.2	12.6	4.8	4.9	5.3	2.80	2.69	2.53	18%	18%	21%
Industrial Estate																										
AMATA	Buy	15.70	23.00	46.5	20.2	932	1,524	1,878	0.87	1.43	1.76	34%	63%	23%	18.0	11.0	8.9	6.3	7.3	8.5	2.49	2.14	1.86	15%	21%	22%
HEMRAJ	Buy	2.98	3.60	20.8	3.2	554	2,290	3,033	0.06	0.24	0.31	-57%	313%	32%	52.2	12.6	9.5	0.9	1.1	1.3	3.17	2.59	2.22	6%	23%	25%
ROJNA	Neutral	8.40	7.30	(13.1)	7.9	-838	532	594	-0.72	0.46	0.51	n.m.	n.m.	12%	n.m.	18.3	16.4	5.4	5.7	5.9	1.54	1.48	1.42	-12%	8%	9%
TICON	Neutral	13.50	14.50	7.4	14.2	436	1,316	1,416	0.58	1.69	1.81	-52%	192%	8%	23.4	8.0	7.4	7.6	8.8	9.3	1.78	1.53	1.45	8%	21%	20%
Residential																										
AP	Buy	7.30	9.30	27.4	7.7	1,547	2,005	2,910	0.59	0.71	1.03	-35%	21%	45%	12.4	10.3	7.1	3.8	4.3	5.0	1.93	1.71	1.46	15%	18%	22%
LH	Neutral	7.55	8.90	17.9	7.8	3,828	4,739	4,863	0.38	0.47	0.49	2%	24%	3%	19.8	16.0	15.6	2.9	3.0	3.0	2.58	2.50	2.49	13%	16%	16%
LPN	Neutral	16.70	17.80	6.6	17.2	1,909	2,174	2,619	1.29	1.47	1.77	21%	14%	20%	12.9	11.3	9.4	4.8	5.7	6.8	3.46	2.93	2.46	29%	28%	28%
PS	Neutral	15.20	18.00	18.4	16.5	2,834	3,465	3,762	1.28	1.57	1.70	-19%	22%	9%	11.8	9.7	8.9	7.7	8.9	10.1	1.98	1.72	1.51	18%	19%	18%
QH	Buy	1.68	3.30	96.4	2.0	767	1,235	1,837	0.09	0.13	0.20	-57%	49%	49%	18.6	12.5	8.4	1.6	1.7	1.8	1.08	0.98	0.93	6%	9%	11%
SIRI	Buy	2.20	2.90	31.8	2.4	2,003	2,267	2,887	0.30	0.32	0.40	-10%	5%	27%	7.3	6.9	5.4	1.6	1.8	2.0	1.36	1.23	1.08	19%	19%	21%
SPALI	Buy	16.90	22.00	30.2	18.1	2,568	2,794	3,075	1.50	1.63	1.79	0%	9%	10%	11.3	10.4	9.4	6.3	7.2	8.1	2.70	2.36	2.08	26%	24%	23%
Property Fund						**2,973**	**4,193**	**4,319**													**1.05**	**1.05**	**1.04**			
Commercial																										
CPNRF	Buy	14.40	17.00	18.1	15.5	1,892	1,917	2,017	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	10.4	10.5	10.6	1.38	1.37	1.35	n.a.	n.a.	n.a.
Industrial																										
TFUND	Sell	10.50	11.50	9.5	11.5	515	639	746	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	10.9	10.6	10.7	0.97	0.99	0.98	n.a.	n.a.	n.a.
TLOGIS	Buy	11.40	14.00	22.8		151	227	217	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	10.8	10.8	10.9	1.06	1.05	1.05	n.a.	n.a.	n.a.
WHAPF	Buy	11.00	14.00	27.3		125	99	104	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	11.4	11.4	11.5	0.97	0.96	0.95	n.a.	n.a.	n.a.
Office																										
QHPF	Buy	9.25	10.50	13.5		18	977	888	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	10.9	10.9	10.9	0.85	0.85	0.85	n.a.	n.a.	n.a.
POPF	Buy	11.10	12.00	8.1		273	334	346	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	10.3	10.3	10.3	1.08	1.08	1.08	n.a.	n.a.	n.a.
Steel				**18.2**		**-5,411**	**-5,006**	**2,149**													**0.48**	**0.60**	**0.54**	**-24%**	**-22%**	**10%**
SSI	Neutral	0.66	0.78	18.2	0.8	-5,411	-5,006	2,149	-0.30	-0.28	0.12	n.m.	7%	n.m.	n.m.	n.m.	5.6	1.4	1.1	1.2	0.48	0.60	0.54	-24%	-22%	10%
Transportation & Logistics				**21.7**		**-3,755**	**9,928**	**14,814**							**24.3**	**38.5**	**34.3**				**1.18**	**1.66**	**8.20**	**-7%**	**-6%**	**-15%**
Aviation																										
AOT	Buy	57.50	67.00	16.5	63.8	3,848	4,862	6,008	2.69	3.40	4.21	107%	26%	24%	21.3	16.9	13.7	50.1	53.2	55.6	1.15	1.08	1.03	5%	7%	8%
THAI	Buy	22.70	31.00	36.6	28.9	-5,066	4,972	5,629	-2.32	2.28	2.58	n.m.	n.m.	13%	n.m.	10.0	8.8	29.0	31.6	33.3	0.78	0.72	0.68	-7%	8%	8%
Mass Transit																										
BMCL	Neutral	0.61	0.67	9.8	0.6	-1,154	-969	-847	-0.10	-0.08	-0.07	-1%	16%	13%	n.m.	n.m.	n.m.	0.2	0.1	0.0	3.76	7.53	60.00	-46%	-67%	-155%
BTS	Buy	0.81	0.94	16.0	1.0	-333	952	1,420	-0.01	0.02	0.02	n.m.	n.m.	48%	n.m.	48.4	32.6	0.8	0.6	0.7	0.99	1.25	1.24	-1%	3%	4%
Shipping																										

Company	Rec.	Price (Bt)	12-mth Target Price	% Up/(Down)	12-mth BB-CON	Core Profit (Btm) 11A	12F	13F	Core EPS (Bt) 11A	12F	13F	EPS growth (%) 11A	12F	13F	PER (x) 11A	12F	13F	BVPS(Bt) 11A	12F	13F	P/BV (x) 11A	12F	13F	ROE (%) 11A	12F	13F
PSL	Neutral	14.60	17.50	19.9	16.4	403	145	507	0.39	0.14	0.49	-49%	-64%	250%	37.7	104.8	30.0	14.8	14.9	15.1	0.99	0.98	0.97	3%	1%	3%
RCL	Neutral	6.90	8.00	15.9	7.0	-2,051	-1,015	57	-2.47	-1.22	0.07	-294%	51%	n.m.	n.m.	n.m.	100.4	15.5	14.5	14.6	0.45	0.48	0.47	-16%	-8%	0%
TTA	Neutral	16.70	20.00	19.8	20.2	-681	-497	267	-0.96	-0.70	0.38	n.m.	27%	n.m.	n.m.	n.m.	44.3	43.7	43.4	43.8	0.38	0.38	0.38	-2%	-2%	1%
Tollroads																										
BECL	Buy	23.30	30.00	28.8	26.7	1,279	1,477	1,774	1.66	1.92	2.30	-28%	15%	20%	14.0	12.1	10.1	24.3	25.9	27.0	0.96	0.90	0.86	7%	8%	9%
SCBS Coverage		**1159.05**		**20.3**		**524,792**	**647,797**	**736,738**	**72.27**	**89.33**	**101.53**	**11.9%**	**23.6%**	**13.7%**	**16.0**	**13.0**	**11.4**				**2.1**	**1.9**	**1.7**	**15%**	**17%**	**17%**

Company	Rec.	Price (Bt)	12-mth Target Price	% Up/(Down)	12-mth BB-CON	DPS (Bt) 11A	DPS (Bt) 12F	DPS (Bt) 13F	Dividend Yield (%) 11A	Dividend Yield (%) 12F	Dividend Yield (%) 13F	EV/EBITDA (x) 11A	EV/EBITDA (x) 12F	EV/EBITDA (x) 13F	EBITDA Growth (%) 10A	EBITDA Growth (%) 11A	EBITDA Growth (%) 12F	Net Debt (Btm) 11A	Net Debt (Btm) 12F	Net Debt (Btm) 13F	Shares (m Shrs.)	Mkt. Cap. (Btm)
Agribusiness				**24.4**					**3.42**	**4.46**	**5.18**	**6.28**	**6.43**	**5.58**	**13.49**	**10.67**	**-6.99**	**2,813**	**2,097**	**1,777**		**12,099**
GFPT	Buy	9.65	12.00	24.4	11.1	0.33	0.43	0.50	3.42	4.46	5.18	6.28	6.43	5.58	13.49	10.67	-6.99	2,813	2,097	1,777	1,254	12,099
Automotive				**15.4**					**1.41**	**3.03**	**3.83**	**10.53**	**6.86**	**5.67**	**72.53**	**-29.07**	**53.99**	**5,545**	**5,840**	**3,648**		**27,945**
AH	Sell	14.30	13.50	(5.6)	15.8	0.16	0.36	0.54	1.12	2.52	3.77	13.98	7.78	6.44	131.07	-42.98	79.17	4,776	4,758	4,429	227	3,239
SAT	Buy	28.50	34.00	19.3	32.2	0.45	0.83	1.02	1.58	2.93	3.58	10.40	7.95	6.50	53.59	-13.69	30.70	2,676	2,665	1,997	340	9,688
STANLY	Buy	196.00	230.00	17.3	225.1	3.00	7.13	8.13	1.53	3.64	4.15	7.21	4.86	4.07	32.93	-30.53	52.10	(1,907)	(1,583)	(2,778)	77	15,019
Banking				**23.7**					**3.37**	**3.64**	**4.45**											**1,722,933**
Large Banks																						
BBL	Buy	182.50	210.00	15.1	210.5	6.00	6.65	7.99	3.29	3.65	4.38							-	-	-	1,909	348,364
KBANK	Buy	156.50	200.00	27.8	180.6	2.50	3.58	4.35	1.60	2.28	2.78							-	-	-	2,393	374,545
KTB	Neutral	15.50	19.00	22.6	20.0	0.62	0.75	0.91	4.00	4.87	5.90							-	-	-	11,180	173,286
SCB	No rec	142.00			164.5	3.50	4.84	5.81	2.46	3.41	4.09							-	-	-	3,399	482,685
Mid/small banks																						
BAY	Neutral	28.50	29.00	1.8	29.3	0.70	0.92	1.07	2.46	3.22	3.77							-	-	-	6,074	173,113
KK	Neutral	34.50	41.00	18.8	39.8	2.40	1.57	2.53	6.96	4.55	7.33							-	-	-	637	21,962
LHBANK	Sell	1.32	1.30	(1.5)	1.3	0.00	0.02	0.03	0.28	1.56	2.01										11,870	15,669
TCAP	Buy	28.75	36.00	25.2	34.0	1.30	1.40	1.50	4.52	4.87	5.22							-	-	-	1,333	38,328
TISCO	Buy	37.75	46.00	21.9	42.6	2.35	2.23	2.57	6.23	5.92	6.80							-	-	-	728	27,479
TMB	Sell	1.55	1.40	(9.7)	1.6	0.03	0.03	0.03	1.94	2.10	2.18							-	-	-	43,550	67,502
Commerce				**13.7**					**1.71**	**2.69**	**3.35**	**18.02**	**14.09**	**11.58**	**19.55**	**34.74**	**26.27**	**1,774**	**-8,516**	**-22,272**		**649,027**
BIGC	Neutral	214.00	230.00	7.5	190.4	1.96	4.09	5.37	0.92	1.91	2.51	17.66	12.85	10.47	0.76	68.24	33.11	29,078	22,633	19,706	825	176,550
CPALL	Buy	35.00	42.00	20.0	35.7	0.63	0.95	1.25	1.79	2.71	3.57	20.62	15.40	13.07	27.99	13.95	32.39	-24,095	-27,332	-34,379	8,983	314,409
HMPRO	Neutral	12.30	14.00	13.8	13.8	0.15	0.34	0.42	1.20	2.77	3.42	17.96	14.24	11.07	27.70	24.73	26.64	1,026	1,357	-202	5,866	72,148
MAKRO	Neutral	358.00	370.00	3.4	356.2	10.50	12.00	14.00	2.93	3.35	3.91	15.84	13.87	11.69	21.75	32.03	12.94	-4,236	-5,173	-7,396	240	85,920
Construction Materials				**22.6**					**4.19**	**4.65**	**5.33**	**9.69**	**9.18**	**8.14**	**10.91**	**13.40**	**1.98**	**139,936**	**131,248**	**117,812**		**518,771**
Cement																						
SCC	Buy	328.00	410.00	25.0	397.1	12.50	10.36	13.09	3.81	3.16	3.99	10.75	9.86	8.27	-1.78	-2.79	7.88	132,383	126,658	115,873	1,200	393,600
SCCC	Buy	318.00	380.00	19.5	322.9	13.00	16.89	19.87	4.09	5.31	6.25	13.34	11.78	10.61	-3.30	17.53	11.44	2,659	1,470	464	230	73,140
TPIPL	Neutral	11.90	14.50	21.8	14.6	0.15	0.15	0.17	1.26	1.26	1.42	5.15	5.82	5.18	17.46	42.90	-16.10	3,995	2,554	1,033	2,019	24,026
Ceramics																						
DCC	Sell	52.75	50.00	(5.2)	59.5	3.05	3.37	3.90	5.77	6.39	7.38	10.87	11.09	9.99	14.83	-1.71	-2.33	211	135	47	408	21,522
DRT	Neutral	6.30	6.80	7.9	7.2	0.38	0.45	0.48	6.03	7.12	7.60	8.34	7.37	6.63	27.32	11.09	9.03	687	431	395	1,029	6,483
Electronic Components				**18.6**					**3.49**	**4.88**	**5.36**	**6.60**	**9.79**	**5.36**	**27.15**	**-22.53**	**-13.14**	**2,850**	**-687**	**-2,137**		**66,264**
CCET	Sell	2.66	2.10	(21.1)	2.1	0.16	0.08	0.12	6.02	2.98	4.36	9.23	7.50	6.43	-6.21	-32.68	13.89	12,908	11,147	10,738	4,078	10,846
DELTA	Buy	21.60	31.00	43.5	26.9	1.20	1.50	1.60	5.56	6.94	7.41	5.24	4.39	3.68	56.00	-23.97	18.51	-8,490	-8,625	-9,402	1,247	26,943
HANA	Neutral	19.20	23.00	19.8	21.1	1.00	1.10	1.30	5.21	5.73	6.77	3.40	3.63	2.64	24.53	-25.13	-6.36	-5,800	-5,780	-6,723	805	15,454
KCE	Neutral	6.15	6.80	10.6	6.5	0.10	0.20	0.30	1.63	3.25	4.88	7.54	7.50	6.41	32.91	-20.55	-11.15	4,626	3,757	4,273	464	2,854
SMT	Sell	7.80	4.00	(48.7)	5.4	0.20	0.15	0.20	2.56	1.92	2.50	7.30	28.13	7.49	44.84	-43.11	-74.52	150	91	274	418	3,260
SVI	Buy	3.54	4.10	15.8	3.9	0.00	0.30	0.22	0.00	8.47	6.21	6.91	7.56	5.53	10.85	10.24	-19.21	-544	-1,278	-1,297	1,951	6,906
Energy & Utilities				**14.2**					**4.38**	**4.66**	**5.09**	**9.52**	**6.83**	**7.02**	**-5.00**	**31.08**	**26.78**	**611,356**	**547,208**	**551,086**		**2,100,385**
Oil & Gas and Coal																						
BANPU	Buy	452.00	600.00	32.7	713.7	20.00	16.00	13.00	4.42	3.54	2.88	6.31	5.13	6.13	-15.97	117.74	12.00	65,262	48,447	36,010	272	122,830
PTT	Buy	321.00	380.00	18.4	406.4	13.00	18.16	18.20	4.05	5.66	5.67	5.51	5.44	6.50	21.18	23.79	1.73	280,829	285,943	327,975	2,856	916,872
PTTEP	Neutral	169.00	170.00	0.6	196.7	5.40	6.30	7.30	3.20	3.73	4.32	5.34	4.50	4.08	28.38	14.32	14.08	79,945	54,420	64,584	3,320	561,078
Refineries																						
BCP	Neutral	23.40	25.00	6.8	26.0	1.65	1.40	1.30	7.05	5.98	5.56	4.51	5.38	5.61	-3.92	87.67	-14.50	14,551	15,544	17,259	1,377	32,220
ESSO	Neutral	10.30	9.00	(12.6)	11.7	0.10	0.40	0.50	0.97	3.88	4.85	15.59	7.23	6.63	-48.74	8.16	91.14	37,623	29,343	24,775	3,461	35,647
IRPC	Neutral	3.76	4.30	14.4	4.9	0.12	0.10	0.20	3.19	2.66	5.32	9.04	8.03	5.98	-13.58	26.39	25.65	22,580	34,180	32,488	20,434	76,833
TOP	Buy	59.00	75.00	27.1	73.8	3.00	2.80	3.30	5.08	4.75	5.59	4.86	4.80	3.75	-20.32	69.38	-11.74	23,641	4,948	-8,679	2,040	120,362
Utilities																						
EGCO	Buy	110.00	120.00	9.1	111.4	5.25	5.25	5.25	4.77	4.77	4.77	22.87	10.48	15.89	-16.77	-39.80	101.52	1,372	-3,159	-7,367	526	57,911
GLOW	Buy	61.00	76.00	24.6	61.9	2.01	2.40	2.60	3.30	3.93	4.26	15.10	9.11	8.52	16.78	5.57	58.65	62,095	55,561	48,277	1,463	89,235
RATCH	Buy	42.25	52.00	23.1	49.6	2.25	2.25	2.25	5.33	5.33	5.33	7.84	6.58	6.23	-11.68	24.61	10.28	20,750	14,688	9,807	1,450	61,263
TTW	Buy	6.55	7.40	13.0	7.1	0.44	0.46	0.49	6.78	7.02	7.50	7.76	8.50	7.95	9.60	4.08	5.79	2,707	7,295	5,956	3,990	26,135
Finance & Securities				**4.1**					**6.61**	**6.41**	**6.97**											**30,819**
Credit card																						
AEONTS	Sell	30.00	31.00	3.3	31.0	2.10	2.10	2.10	7.00	7.00	7.00										250	7,500
KTC	Sell	17.50	14.00	(20.0)	14.6	0.00	0.26	0.79	0.00	1.51	4.52										258	4,512
Securities																						
ASP	Sell	2.28	2.50	9.6	2.4	0.20	0.20	0.19	8.77	8.86	8.39										2,106	4,801
MBKET	Sell	13.30	14.20	6.8		1.17	1.14	1.15	8.80	8.57	8.66										571	7,592
PHATRA	Neutral	30.50	35.00	14.8		2.58	1.87	1.91	8.46	6.13	6.28										210	6,414
Food & Beverage				**26.5**					**3.10**	**4.05**	**4.60**	**16.82**	**8.87**	**7.26**	**6.01**	**12.49**	**78.57**	**45,108**	**25,054**	**16,263**		**300,039**
CPF	Buy	38.75	49.00	26.5	45.2	1.20	1.57	1.78	3.10	4.05	4.60	16.82	8.87	7.26	6.01	12.49	78.57	45,108	25,054	16,263	7,743	300,039

Company	Rec.	Price (Bt)	12-mth Target Price	% Up/(Down)	12-mth BB-CON	DPS (Bt) 11A	DPS (Bt) 12F	DPS (Bt) 13F	Dividend Yield (%) 11A	Dividend Yield (%) 12F	Dividend Yield (%) 13F	EV/EBITDA (x) 11A	EV/EBITDA (x) 12F	EV/EBITDA (x) 13F	EBITDA Growth (%) 10A	EBITDA Growth (%) 11A	EBITDA Growth (%) 12F	Net Debt (Btm) 11A	Net Debt (Btm) 12F	Net Debt (Btm) 13F	Shares (m Shrs.)	Mkt. Cap. (Btm)
Health Care Services				**9.7**					**1.71**	**2.29**	**2.35**	**16.57**	**13.84**	**12.43**	**6.84**	**23.82**	**18.76**	**16,781**	**15,079**	**11,470**		**207,891**
BGH	Buy	92.50	105.00	13.5	98.4	1.10	2.09	1.86	1.19	2.26	2.01	17.82	14.84	13.02	10.19	56.26	19.87	12,117	11,813	8,836	1,545	142,955
BH	Neutral	64.50	63.00	(2.3)	66.5	1.10	1.43	1.52	1.71	2.21	2.36	18.27	15.73	14.25	9.81	14.96	13.54	4,244	3,081	2,586	728	46,981
KH	Buy	9.00	10.00	11.1	9.5	0.20	0.21	0.24	2.22	2.38	2.68	13.63	10.95	10.03	0.52	0.24	22.86	420	185	49	1,995	17,955
Information & Communication Technology				**26.2**					**8.09**	**5.62**	**5.93**	**8.34**	**8.22**	**7.58**	**35.26**	**8.89**	**7.90**	**55,599**	**135,053**	**158,510**		**962,254**
Mobile																						
ADVANC	Buy	176.00	215.00	22.2	195.1	8.43	11.44	11.45	4.79	6.50	6.51	9.22	8.58	8.78	12.92	8.98	7.53	-608	-601	10,580	2,973	523,265
DTAC	Buy	74.50	100.00	34.2	90.7	17.84	4.87	4.83	23.95	6.54	6.48	5.70	7.52	7.29	26.34	8.26	-3.56	-17,384	25,826	29,154	2,368	176,402
TRUE	Buy	3.68	5.00	35.9	3.6	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	7.35	8.39	7.42	-6.08	-7.00	7.13	72,392	100,431	110,702	14,503	53,372
Internet																						
CSL	Neutral	7.10	7.30	2.8	6.9	0.54	0.57	0.67	7.61	8.03	9.44	5.54	5.74	5.07	14.71	11.05	-5.58	-223	-315	-464	595	4,221
Other																						
INTUCH	Buy	58.75	75.00	27.7	69.0	5.50	3.60	4.23	9.36	6.13	7.20	17.77	16.09	13.70	178.07	-53.64	15.08	-9,818	-2,339	-2,340	3,206	188,377
SAMART	Buy	9.05	11.00	21.5	11.5	0.52	0.60	0.60	5.75	6.63	6.63	5.77	5.19	5.05	7.04	40.56	14.74	7,467	7,997	7,489	986	8,920
SAMTEL	Buy	12.70	17.00	33.9	17.0	0.66	0.70	0.67	5.20	5.51	5.28	7.02	6.00	5.74	13.83	54.00	19.98	3,772	4,054	3,391	606	7,697
Insurance				**1.1**					**1.52**	**1.62**	**2.03**											**57,000**
BLA	Neutral	47.50	48.00	1.1	48.0	0.72	0.77	0.96	1.52	1.62	2.03										1,200	57,000
Media & Publishing				**6.3**					**5.13**	**5.37**	**5.81**	**9.97**	**9.89**	**9.33**	**17.59**	**3.42**	**1.88**	**-3,748**	**-3,907**	**-4,987**		**136,629**
TV broadcasting																						
BEC	Neutral	51.00	53.00	3.9	50.8	1.80	1.95	2.22	3.53	3.83	4.35	13.54	13.77	12.70	17.94	7.84	-2.31	-5,140	-5,726	-6,596	2,000	102,000
MCOT	Neutral	28.00	30.00	7.1	31.2	2.00	1.86	1.91	7.14	6.64	6.83	7.11	7.81	7.75	12.85	-0.48	-6.25	-1,083	-545	-631	687	19,239
Cinema																						
MAJOR	Neutral	17.40	21.00	20.7	20.3	0.82	0.98	1.09	4.71	5.65	6.26	9.27	8.07	7.53	22.00	2.90	14.19	2,475	2,364	2,240	885	15,391
Petrochemicals & Chemicals				**37.5**					**3.80**	**3.99**	**4.97**	**8.56**	**6.60**	**5.04**	**6.92**	**48.80**	**18.52**	**128,702**	**101,514**	**61,719**		**389,540**
IVL	Buy	28.25	41.00	45.1	44.8	0.70	0.80	1.20	2.48	2.83	4.25	10.38	7.53	5.19	17.94	31.60	20.01	36,131	13,817	2,380	4,814	136,003
PTTGC	Buy	56.25	75.00	33.3	82.8	2.88	2.90	3.20	5.13	5.16	5.69	6.74	5.68	4.89	-4.10	66.00	17.03	92,572	87,697	59,339	4,507	253,537
Property Development				**25.3**					**3.00**	**4.79**	**5.50**	**6.74**	**16.15**	**13.21**	**20.76**	**3.70**	**37.75**	**173,237**	**186,133**	**204,779**		**321,357**
Contractors																						
CK	Buy	7.00	10.80	54.3	8.6	0.35	0.20	0.20	5.00	2.86	2.86	-73.95	45.83	31.94	n.m.	n.m.	n.m.	17,839	18,923	22,523	1,653	11,568
ITD	Neutral	3.12	3.50	12.2	3.7	0.00	0.10	0.10	0.00	3.21	3.21	14.61	11.69	10.94	-14.33	35.90	40.84	27,688	32,874	43,210	4,194	13,084
STEC	Buy	13.30	17.00	27.8	16.9	0.55	0.61	0.74	4.14	4.59	5.57	13.58	11.15	8.94	11.05	35.28	25.37	-507	-56	-135	1,186	15,777
Industrial Estate																						
AMATA	Buy	15.70	23.00	46.5	20.2	0.40	0.65	0.81	2.55	4.17	5.13	12.80	9.43	7.53	83.11	38.61	44.95	5,691	7,215	6,440	1,067	16,752
HEMRAJ	Buy	2.98	3.60	20.8	3.2	0.03	0.12	0.16	0.93	3.96	5.24	27.20	8.10	6.96	114.77	-34.01	252.62	4,448	6,134	8,013	9,705	28,921
ROJNA	Neutral	8.40	7.30	(13.1)	7.9	0.20	0.30	0.33	2.38	3.55	3.97	-27.35	20.45	17.80	17.46	n.m.	n.m.	11,045	15,292	14,305	1,171	9,837
TICON	Neutral	13.50	14.50	7.4	14.2	0.20	1.35	1.45	1.48	9.99	10.74	15.10	7.89	7.71	31.10	-15.02	85.76	7,670	7,122	7,370	781	10,544
Residential																						
AP	Buy	7.30	9.30	27.4	7.7	0.22	0.28	0.41	3.01	3.89	5.65	13.11	11.73	8.61	10.02	-18.76	9.36	13,786	13,038	13,085	2,825	20,624
LH	Neutral	7.55	8.90	17.9	7.8	0.38	0.47	0.49	5.06	6.26	6.42	18.07	28.16	26.03	-14.78	45.09	-35.43	25,504	26,155	28,620	10,026	75,696
LPN	Neutral	16.70	17.80	6.6	17.2	0.65	0.69	0.83	3.89	4.14	4.99	9.23	8.82	7.48	10.79	16.93	2.35	305	-239	-561	1,476	24,644
PS	Neutral	15.20	18.00	18.4	16.5	0.40	0.49	0.53	2.63	3.22	3.49	11.83	11.30	10.50	-4.20	-9.62	9.66	18,258	20,735	19,992	2,209	33,583
QH	Buy	1.68	3.30	96.4	2.0	0.01	0.10	0.10	0.55	5.78	5.95	42.73	34.23	24.72	-5.06	-61.31	16.85	21,488	19,128	20,329	9,184	15,429
SIRI	Buy	2.20	2.90	31.8	2.4	0.14	0.16	0.20	6.36	7.07	9.01	9.49	9.29	8.22	24.80	4.42	6.52	15,595	16,945	18,861	7,222	15,889
SPALI	Buy	16.90	22.00	30.2	18.1	0.67	0.73	0.81	3.98	4.33	4.77	7.92	8.03	7.56	5.10	6.88	-5.89	4,427	2,868	2,727	1,717	29,010
Property Fund									**6.63**	**7.51**	**7.87**											**51,348**
Commercial																						
CPNRF	Buy	14.40	17.00	18.1	15.5	1.02	1.06	1.11	7.10	7.33	7.71	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	1,636	23,563
Industrial																						
TFUND	Sell	10.50	11.50	9.5	11.5	0.77	0.65	0.79	7.33	6.14	7.53	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	999	10,488
TLOGIS	Buy	11.40	14.00	22.8		0.75	0.91	0.87	6.58	7.97	7.61	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	238	2,708
WHAPF	Buy	11.00	14.00	27.3		0.44	0.70	0.73	4.03	6.34	6.65	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	311	3,421
Office																						
QHPF	Buy	9.25	10.50	13.5		0.76	0.77	0.80	8.20	8.32	8.66	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	797	7,372
POPF	Buy	11.10	12.00	8.1		0.72	0.99	1.01	6.52	8.94	9.07	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	342	3,796
Steel				**18.2**					**0.00**	**0.00**	**4.48**	**-21.41**	**179.33**	**7.54**	**n.m.**	**n.m.**	**n.m.**	**43,718**	**46,651**	**45,228**		**12,002**
SSI	Neutral	0.66	0.78	18.2	0.8	0.00	0.00	0.03	0.00	0.00	4.48	-21.41	179.33	7.54	n.m.	n.m.	n.m.	43,718	46,651	45,228	18,184	12,002
Transportation & Logistics				**21.7**					**2.26**	**2.37**	**2.29**	**19.16**	**18.00**	**13.97**	**-12.29**	**12.48**	**27.94**	**239,953**	**253,200**	**280,035**		**236,016**
Aviation																						
AOT	Buy	57.50	67.00	16.5	63.8	0.80	1.83	1.89	1.39	3.19	3.29	7.56	7.15	7.30	6.07	23.65	2.42	36,139	32,398	39,125	1,429	82,143
THAI	Buy	22.70	31.00	36.6	28.9	0.00	0.80	0.90	0.00	3.51	3.97	8.62	6.02	5.93	5.00	-40.13	54.34	125,215	138,868	151,557	2,183	49,549
Mass Transit																						
BMCL	Neutral	0.61	0.67	9.8	0.6	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	88.10	50.70	41.93	n.m.	147.66	77.93	15,591	16,138	16,568	11,950	7,290
BTS	Buy	0.81	0.94	16.0	1.0	0.04	0.03	0.01	4.39	3.42	1.53	45.13	26.24	23.23	n.m.	4.32	75.62	30,043	31,664	36,353	57,253	46,375
Shipping																						

คำแนะนำการลงทุน

ราคาปิด 21 มิ.ย. 55

SCB หลักทรัพย์ไทยพาณิชย์

Company	Rec.	Price	12-mth	%	12-mth	DPS (Bt)			Dividend Yield (%)			EV/EBITDA (x)			EBITDA Growth (%)			Net Debt (Btm)			Shares	Mkt. Cap.
		(Bt)	Target Price	Up/(Down)	BB-CON	11A	12F	13F	11A	12F	13F	11A	12F	13F	10A	11A	12F	11A	12F	13F	(m Shrs.)	(Btm)
PSL	Neutral	14.60	17.50	19.9	16.4	0.55	0.26	0.29	3.74	1.78	2.00	12.21	14.77	12.34	-49.47	-15.42	-16.77	2,651	2,771	6,421	1,040	15,177
RCL	Neutral	6.90	8.00	15.9	7.0	0.00	0.00	0.02	0.00	0.00	0.25	-23.87	23.45	8.15	n.m.	n.m.	n.m.	4,817	6,066	6,476	829	5,718
TTA	Neutral	16.70	20.00	19.8	20.2	0.50	0.25	0.09	2.99	1.50	0.56	8.98	9.52	7.60	-21.58	-22.75	-0.05	9,596	10,889	12,380	708	11,824
Tollroads																						
BECL	Buy	23.30	30.00	28.8	26.7	1.30	1.30	1.57	5.58	5.60	6.73	6.54	6.13	5.29	-1.44	-10.00	2.06	15,902	14,407	11,155	770	17,941
SCBS Coverage		**1159.05**		**20.3**					**3.9%**	**4.2%**	**4.6%**	**10.60**	**9.34**	**8.84**				**1,463,623**	**1,435,967**	**1,422,932**		**7,750,972**

Disclaimer: ข้อมูลในรายงานนี้เป็นข้อมูลที่มีการเปิดเผยต่อสาธารณะ ซึ่งนักลงทุนสามารถเข้าถึงได้โดยทั่วไป และเป็นข้อมูลที่เชื่อว่าน่าจะเชื่อถือได้ แต่ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ไทยพาณิชย์ 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") โดยที่ SCBS ได้ทำหน้าที่เป็นผู้ประสานงานการจัดจำหน่าย (Joint Bookrunner) ของหุ้นสามัญเพิ่มทุนของ บริษัท บิ๊กซี ซูเปอร์เซ็นเตอร์ จำกัด (มหาชน) ที่จะเสนอขายต่อผู้ลงทุนเฉพาะเจาะจง (Private Placement) 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 สงวนสิทธิในการใช้ดุลพินิจของตนแต่เพียงผู้เดียวในการแก้ไขเพิ่มเติมข้อมูลเป็นครั้งคราวโดยไม่ต้องบอกกล่าว เอกสารฉบับนี้จัดส่งให้แก่เฉพาะบุคคลที่กำหนดเท่านั้น และห้ามมิให้มีการทำซ้ำ ดัดแปลง เผยแพร่ ขาย จำหน่าย พิมพ์ซ้ำ ส่งต่อ หรือแสวงหาประโยชน์ในเชิงพาณิชย์ไม่ว่าในลักษณะใดๆ เว้นแต่จะได้รับความยินยอมเป็นลายลักษณ์อักษรจาก SCBS ก่อน

เอกสารฉบับนี้จัดทำโดย บริษัทหลักทรัพย์ไทยพาณิชย์ จำกัด ("SCBS") ซึ่งมีธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) ("ธนาคารฯ") เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่แต่เพียงผู้เดียว โดยธนาคารฯ ได้ทำหน้าที่เป็นที่ปรึกษาทางการเงินของ บริษัท อิตาเลียนไทย ดีเวลอ๊อปเมนต์ 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 สงวนสิทธิในการใช้ดุลพินิจของตนแต่เพียงผู้เดียวในการแก้ไขเพิ่มเติมข้อมูลเป็นครั้งคราวโดยไม่ต้องบอกกล่าว เอกสารฉบับนี้จัดส่งให้แก่เฉพาะบุคคลที่กำหนดเท่านั้น และห้ามมิให้มีการทำซ้ำ ดัดแปลง เผยแพร่ ขาย จำหน่าย พิมพ์ซ้ำ ส่งต่อ หรือแสวงหาประโยชน์ในเชิงพาณิชย์ไม่ว่าในลักษณะใดๆ เว้นแต่จะได้รับความยินยอมเป็นลายลักษณ์อักษรจาก SCBS ก่อน

CG Rating 2011 Companies with CG Rating under SCBS's Coverage

★★★★★	ADVANC, AOT, BANPU, BAY, BBL, BCP, BMCL, CPF, CSL, EGCO, HEMRAJ, IRPC, KBANK, KK, KTB, LPN, MCOT, PS, PSL, PTT, PTTEP, QH, RATCH, SAT, SCB, SCC, TISCO, TMB, TOP
★★★★	AMATA, AP, ASP, BEC, BECL, BH, BIGC, BLA, BTS, CK, CPALL, DELTA, DRT, DTAC, GFPT, GLOW, HANA, HMPRO, INTUCH, KCE, KEST, LH, IVL, MAJOR, MAKRO, PHATRA, SCCC, SMT, SPALI, SIRI, STANLY, STEC, SVI, TCAP, THAI, TRUE, TTA, TTW
★★★	AEONTS, AH, CCET, DCC, ESSO, ITD, KH, KTC, RCL, ROJNA, TICON, TPIPL
N/A	BGH, BLS, CPNRF, LHBANK, POPF, QHPF, SAMART, SAMTEL, SSI. TFUND, TLOGIS, WHAPF
	PTTGC is the merged entity of PTTCH and PTTAR

Corporate Governance Report disclaimer

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

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

สาขาสินธร
130-132 อาคารสินธร ทาวเวอร์ 1 ชั้น G
ถนนวิทยุ แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน
กรุงเทพฯ 10330
โทร: (662) 686-2000
โทรสาร: (662) 263-3822

สาขาเฉลิมนคร
269 มุมถนนเจริญกรุง-วรจักร
แขวงป้อมปราบ เขตป้อมปราบศัตรูพ่าย
กรุงเทพฯ 10100
โทร: (662) 688-9200
โทรสาร: (662) 688-9020

สาขาเชียงใหม่
166 หมู่ 1 ธนาคารไทยพาณิชย์ สาขาสีแยกสนามบินเชียงใหม่
ชั้น 2 ถนนเชียงใหม่-ฮอด ตำบลป่าแดด
อำเภอเมืองเชียงใหม่
จังหวัดเชียงใหม่ 50000
โทร: (66-53) 203-505
โทรสาร: (66-53) 203-750

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

สาขาหาดใหญ่
29 อาคารโรงแรม ลี การ์เดนส์ พลาซ่า ชั้น 6
ถนนประชาธิปัตย์ ตำบลหาดใหญ่ อำเภอหาดใหญ่
จังหวัดสงขลา 90110
โทร: (66-74) 262-678
โทรสาร: (66-74) 262-679