

แนวโน้มตลาดหุ้นไทยไตรมาส 3/58



อย่าได้ท้อ!

SCBS Market Strategy Reports



2014



2013



2012



See the end of this report for important disclaimer

Research Group

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

เลขานุการ

กนิยารัตน์ กาวีเยะ
kanyarat.kawiyat@scb.co.th, (662) 949-1011

วิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐาน

การแพทย์ ก่อตั้งโดย ชนส่ง ยานยนต์
รวีบุษ ปิยะกรียงไกร
raweenuch.piyakriengkai@scb.co.th, (662) 949-1002

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

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

พลังงาน ปิโตรเคมี
พิชชา จรรย์อร, CFA
pitchaya.janyaroj@scb.co.th, (662) 949-1008

อสังหาริมทรัพย์ นิคมอุตสาหกรรม
สิริการณ กฤษณิพัทธ์
sirikarn.krisnipat@scb.co.th, (662) 949-1020

เทคโนโลยีสารสนเทศและสื่อสาร สื่อและบันเทิง
ปัทมภา นวาทิตน์
phatpak.navawatana@scb.co.th, (662) 949-1007

ผู้ช่วยนักวิเคราะห์
ชนันธร พิชฌามานุวัฒน์
chananthorn.pichayapanupat@scb.co.th, (662) 949-1016

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

กลยุทธ์การลงทุน

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

กลยุทธ์การลงทุน
พรสิน ฐพันธ์
pornthep.jubandhu@scb.co.th, (662) 949-1015

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

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

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

วิเคราะห์ตราสารอนุพันธ์
ดรุณี ตันศิริ
duriti.tansiri@scb.co.th, (662) 949-1017

Research Support

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

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

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

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

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

สารบัญ

อย่าได้ก่อ!	1
-------------------	---

Stock Picks

บมจ. แอดวานซ์ อินโฟร์ เซอร์วิส (ADVANC)	29
บมจ. อีออน ธนสิริบริษั (ไทยแลนด์) (AEONTS)	33
บมจ. ซีพี ออลล์ (CPALL).....	37
บมจ. สยามโกลบอลเฮ้าส์ (GLOBAL).....	41
บมจ. ธนาคารกสิกรไทย (KBANK).....	45
บมจ. ทรู คอร์ปอเรชั่น (TRUE).....	49

กลุ่มอุตสาหกรรม

สายการบิน	55
ธนาคาร	57
พาณิชย์	59
วัสดุก่อสร้าง	61
เงินทุน.....	63
การแพทย์	65
นิคมอุตสาหกรรม	67
ประกัน	69
สื่อ	71
พัฒนาโครงการที่อยู่อาศัย	73
หลักทรัพย์	75
สื่อสาร	77
ท่องเที่ยว	79
SCBS Stock Universe	81

This page is left blank intentionally



อย่าได้ก่อ!

อิสระ อรดีดลเชษฐ์

นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1009

isara.ordeedolchest@scb.co.th

wsinw ฐพนธ์

นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1015

pornthep.jubandhu@scb.co.th

วโรฤทธิ์ จิระชน

นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1014

varorith.chirachon@scb.co.th

ตลาดหุ้นไทยอ่อนตัวลงมากกว่าคาดในไตรมาส 2/58 โดยปรับตัวลดลง 4.7% จากจุดสูงสุดในไตรมาส 2/58 แนวโน้มเช่นนี้ส่งผลกระทบต่อความเชื่อมั่นของนักลงทุน อย่างไรก็ตาม ภาวะเศรษฐกิจในประเทศไม่ได้อ่อนตัวลงมากนัก และความจริงแล้ว เราพบพัฒนาการเชิงบวกมากขึ้นเกี่ยวกับปัจจัยเศรษฐกิจภายในประเทศ ซึ่งน่าจะเป็นปัจจัยกระตุ้นให้ตลาดหุ้นปรับตัวขึ้นตั้งแต่ไตรมาส 3/58 เป็นต้นไป

สถานการณ์เลวร้ายผ่านพ้นไปแล้ว ภาวะเศรษฐกิจโลกไม่ได้แข็งแกร่งมากพอที่จะช่วยสนับสนุนการค้าระหว่างประเทศในไตรมาส 2/58 โดยหากมองเป็นการเฉพาะเจาะจงมากขึ้นพบว่า เศรษฐกิจในสหรัฐฯ และจีนดูเหมือนจะเติบโตน้อยกว่าที่นักเศรษฐศาสตร์ส่วนใหญ่คาดการณ์ไว้ในช่วง 5 เดือนแรก อย่างไรก็ตาม คาดว่าเศรษฐกิจสหรัฐฯ จะกลับมาขยายตัวดีขึ้นในระยะต่อไป ขณะเดียวกันราคาค่าการนำเข้าผู้จัดทำนโยบายของจีนจะพยายามออกมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจเพิ่ม ส่วนในยุโรปโซน กิจกรรมทางเศรษฐกิจโดยรวมน่าจะยังคงอยู่ในระดับสูง เนื่องจากธนาคารกลางยุโรป (ECB) ยังคงอัดฉีดสภาพคล่องเข้าสู่ระบบอย่างต่อเนื่อง ดังนั้นเราจึงน่าจะสามารสรูปได้ว่าความเสี่ยงทางด้านเศรษฐกิจน่าจะมีความกดดันจากจุดนี้เป็นต้นไป ความเสี่ยงสำคัญที่คาดว่าจะมีเข้ามาในไตรมาส 3 คือ ธนาคารกลางสหรัฐฯ (FED) เริ่มใช้นโยบายการเงินแบบตึงตัวซึ่งดูเหมือนจะเกิดขึ้นในเดือน ก.ย. นี้

เศรษฐกิจไทยปรับตัวลงถึงจุดต่ำสุดแล้วในไตรมาส 1/58 เรามองว่าเศรษฐกิจไทยปรับตัวลงถึงจุดต่ำสุดไปแล้วในไตรมาส 1/58 ด้วยอัตราการขยายตัวทางเศรษฐกิจ 0.3% QoQ โดยจะเห็นได้ว่า องค์ประกอบเศรษฐกิจในประเทศ คือ การอุปโภคบริโภคและการลงทุนภาคเอกชน เติบโตในระดับที่น่าพอใจ ซึ่งเมื่อรวมกับการใช้จ่ายที่เกี่ยวข้องกับภาครัฐที่ปรับตัวเพิ่มขึ้น น่าจะส่งผลทำให้เศรษฐกิจเติบโตอย่างแข็งแกร่งเพิ่มมากขึ้น ดังนั้นเราคิดว่าไม่น่าจะใช้เรื่องที่ยากจนเกินไปที่เศรษฐกิจจะขยายตัวประมาณ 3% YoY และเติบโตอย่างสมดุลมากขึ้น อย่างไรก็ตาม เรามองว่าการพัฒนาทางเศรษฐกิจเชิงบวกที่ชัดเจนจำเป็นต้องได้เป็นปัจจัยสำคัญที่จะกระตุ้นให้ตลาดหุ้นปรับตัวเพิ่มขึ้น เมื่อพิจารณาจากสถานการณ์การเมืองในปัจจุบัน ทำให้มีโอกาสสูงที่รัฐบาลจะสามารถเดินตามแผนลงทุนโครงสร้างพื้นฐานบางส่วนได้สำเร็จภายในระยะเวลาการบริหารงานของรัฐบาล

Top picks ไตรมาส 3/58 เรามองว่าไตรมาส 3/58 เป็นช่วงเวลาที่ทำนายสำหรับตลาดหุ้น โดยมีสาเหตุส่วนหนึ่งมาจากการเปลี่ยนแปลงนโยบายการเงินในสหรัฐฯ ซึ่งมีแนวโน้มที่จะทำให้เกิดความผันผวนอย่างมากในตลาดหุ้นทั่วโลก ดังนั้นเราจึงมุ่งเลือกหุ้น top picks ที่เกี่ยวข้องกับวัฏจักรเศรษฐกิจภายในประเทศที่ปรับตัวดีขึ้น ซึ่งก็คือ 1) การฟื้นตัวของอุปสงค์ในประเทศในระยะแรก และ 2) สัญญาณที่สดใสมากขึ้นของการลงทุนภาคครัวเรือน เมื่อพิจารณาจากสภาพคล่องในประเทศจำนวนมากและภาวะตลาดการเงินที่ผ่อนคลายลงมาก ธนาคารพาณิชย์จึงมีแนวโน้มสูงที่จะกลับมาทำธุรกิจเชิงรุกมากขึ้นในไตรมาส 3/58 เมื่อมีสัญญาณการฟื้นตัวทางเศรษฐกิจเกิดขึ้น ปัจจัยนี้บวกกับ valuation ที่น่าสนใจ ทำให้เราเลือกธนาคารพาณิชย์แห่งหนึ่ง (KBANK) เป็นหนึ่งในหุ้น top picks ของเราในไตรมาส 3/58 ด้วย

- **ADVANC** ผลตอบแทนจากเงินปันผล 5.8% และแทบไม่ได้รับผลกระทบจากความผันผวนทางเศรษฐกิจ ทำให้สามารถเติบโตได้ถึง 10% แม้ไม่มีบริการ 4G
- **AEONTS** ถูกที่สุดในกลุ่มผู้ให้บริการสินเชื่ออุปโภคบริโภค ด้วย PER 8.7 เท่า และ EPS โต 12% ซึ่งได้รับแรงหนุนจากการขยายสินเชื่อเพิ่มขึ้น การตั้งสำรองน้อยลง ต้นทุนทางการเงินที่ลดลง และค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานที่เติบโตในอัตราชะลอตัวลง
- **CPALL** EPS เติบโตสูง (33% ในปี 2558) และมี upside จากการขายหุ้นบางส่วนใน MAKRO
- **GLOBAL** หุ้น laggard ที่กำไรจะฟื้นตัวในไตรมาส 2/58 โดยได้รับแรงหนุนจากยอดขายสาขาเดิมที่เพิ่มขึ้น การขยายสาขา และอัตรากำไรที่เพิ่มขึ้น
- **KBANK** หุ้น laggard ซื้อขายที่ระดับ PBV เหนือในอดีต -1SD และราคาหุ้นที่ลดลง 15% สะท้อนถึงความกังวลมากเกินไปเกี่ยวกับ NPL และ NIM
- **TRUE** บริการโทรศัพท์เคลื่อนที่ไม่ค่อยได้รับผลกระทบจากปัจจัยภายนอกประเทศ กำไรจะฟื้นตัวในปี 2558 และเพิ่มขึ้นเท่าตัวในปี 2559 เนื่องจากบริษัทได้ส่วนแบ่งตลาดเพิ่ม

Top picks ไตรมาส 3/58 – Valuation Summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					14A	15F	16F	14A	15F	16F	14A	15F	16F	14A	15F	16F	14A	15F	16F	14A	15F	16F
ADVANC	Buy	230.00	270.0	23.2	19.0	17.3	16.6	(1)	10	4	14.6	14.1	13.9	78	83	84	5.2	5.8	6.0	10.5	9.8	10.1
AEONTS	Buy	94.75	130.0	41.2	9.8	8.7	7.5	(3)	12	17	2.3	1.9	1.6	25	24	24	3.6	4.0	4.7	-	-	-
CPALL	Buy	46.25	54.0	18.3	42.5	31.9	24.9	(11)	33	28	11.9	10.2	8.1	29	34	36	1.7	1.6	2.0	21.5	18.3	15.9
GLOBAL	Buy	8.30	12.0	44.8	41.3	34.9	26.9	(26)	18	30	2.1	1.9	1.8	6	6	7	0.2	0.2	0.2	19.4	16.8	13.9
KBANK	Buy	200.00	245.0	24.8	10.4	10.1	9.0	12	3	12	1.9	1.6	1.4	19	17	17	2.0	2.3	2.5	-	-	-
TRUE	Buy	11.90	17.0	43.6	n.m.	68.7	28.1	84	n.m.	145	4.1	4.0	3.6	(10)	6	14	0.0	0.7	1.8	19.7	13.9	10.1
Average					24.6	28.6	18.8	9	15	39	6.1	5.6	5.1	24	28	30	2.1	2.4	2.9	11.9	9.8	8.3

Source: SCBS Investment Research

เศรษฐกิจโลกมีแนวโน้ม
ขยายตัวต่อเนื่อง แม้มี
ความเสี่ยงจากความผัน
ผวนสูงขึ้น

ภาพรวมเศรษฐกิจโลก

ภาวะเศรษฐกิจโลกไม่ได้เปลี่ยนแปลงไปมากนักจากที่เรากล่าวไว้ในรายงานแนวโน้มตลาดหุ้นไทยไตรมาส 2/58 ซึ่งองค์ประกอบในการขับเคลื่อนเศรษฐกิจโลกส่วนใหญ่ยังคงเติบโตในระดับปานกลาง กองทุนการเงินระหว่างประเทศ (IMF) ยังคงประมาณการอัตราการขยายตัวของเศรษฐกิจโลกในปี 2558 ไว้ที่ 3.5% YoY (รายงานฉบับเดือน เม.ย.) การปรับเปลี่ยนประมาณการหลักๆ เกิดขึ้นที่สหรัฐฯ ซึ่งถูกปรับประมาณการอัตราการขยายตัวของเศรษฐกิจลดลงสู่ 3.1% YoY (จาก 3.6%) ในขณะที่ประมาณการอัตราการขยายตัวของเศรษฐกิจฝั่งยูโรโซนถูกปรับขึ้นจาก 1.2% สู่ 1.5% นอกจากนี้สิ่งที่น่าสนใจคือ IMF คาดว่าเศรษฐกิจญี่ปุ่นจะขยายตัวดีขึ้น โดยคาดการณ์อัตราการขยายตัวของเศรษฐกิจที่ 1% (ปรับเพิ่มขึ้นจาก 0.6%) ในขณะที่ไม่มีการปรับเปลี่ยนประมาณการอย่างมีนัยสำคัญในประเทศอื่นๆ ที่เหลือ ซึ่งหมายความว่าอัตราการขยายตัวของเศรษฐกิจที่สูงขึ้นในยูโรโซนและญี่ปุ่นจะสามารถชดเชยอัตราการขยายตัวของเศรษฐกิจที่ชะลอตัวลงในสหรัฐฯ พัฒนาการสำคัญอีกอย่างหนึ่งที่เราจำเป็นต้องกล่าวถึงในรายงานฉบับนี้ คือ นัยสำคัญจากการคาดการณ์ว่าเฟดจะปรับอัตราดอกเบี้ยเพิ่มขึ้น ซึ่งมีแนวโน้มที่จะเกิดขึ้นในการประชุม FOMC เดือน ก.ย. ในขณะที่เราคิดว่าเฟดน่าจะสามารถใช้นโยบายการเงินแบบตึงตัวขึ้นโดยไม่ส่งผลทำให้เศรษฐกิจเข้าสู่แนวโน้มขาลงครั้งใหญ่ และ/หรือยาวนาน แต่ความผันผวนของตลาดมักจะเป็นปัจจัยที่ไม่มีธนาคารกลางแห่งใดสามารถควบคุมได้ ดังนั้นเราจึงแนะนำให้ให้นักลงทุนเตรียมรับมือกับความผันผวนที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นในระยะสั้นในสินทรัพย์ทุกประเภทครอบคลุมตั้งแต่หุ้นพันธบัตร เงินตราต่างประเทศ ไปจนถึงสินค้าโภคภัณฑ์ (ดูรายละเอียดได้ในส่วนท้าย)

Figure 1: ประมาณการ GDP โลก

	Year over Year						4Q over 4Q		
					Difference from October 2014				
	2013	2014	Projections 2015	Projections 2016	Projections 2015	Projections 2016	Estimates 2014	Projections 2015	Projections 2016
World Output 1/	3.4	3.4	3.5	3.8	0.0	0.1	3.2	3.5	3.7
Advanced Economies	1.4	1.8	2.4	2.4	0.0	0.0	1.7	2.5	2.3
United States	2.2	2.4	3.1	3.1	-0.5	-0.2	2.4	3.1	2.8
Euro Area	-0.5	0.9	1.5	1.6	0.3	0.2	0.9	1.7	1.6
Germany	0.2	1.6	1.6	1.7	0.3	0.2	1.5	1.7	1.7
France	0.3	0.4	1.2	1.5	0.3	0.2	0.2	1.6	1.3
Italy	-1.7	-0.4	0.5	1.1	0.1	0.3	-0.5	1.0	1.1
Spain	-1.2	1.4	2.5	2.0	0.5	0.2	2.0	2.4	1.8
Japan	1.6	-0.1	1.0	1.2	0.4	0.4	-0.7	2.4	0.5
United Kingdom	1.7	2.6	2.7	2.3	0.0	-0.1	2.7	2.7	2.2
Canada	2.0	2.5	2.2	2.0	-0.1	-0.1	2.6	1.8	2.0
Other Advanced Economies 2/	2.2	2.8	2.8	3.1	-0.2	-0.1	2.6	3.0	3.1
Emerging Market and Developing Economies 3/	5.0	4.6	4.3	4.7	0.0	0.0	4.6	4.4	5.0
Commonwealth of Independent States	2.2	1.0	-2.6	0.3	-1.2	-0.5	-1.2	-4.9	1.7
Russia	1.3	0.6	-3.8	-1.1	-0.8	-0.1	0.1	-6.4	2.0
Excluding Russia	4.2	1.9	0.4	3.2	-2.0	-1.2	...	...	...
Emerging and Developing Asia	7.0	6.8	6.6	6.4	0.2	0.2	6.4	6.8	6.4
China	7.8	7.4	6.8	6.3	0.0	0.0	7.2	6.8	6.3
India 4/	6.9	7.2	7.5	7.5	1.2	1.0	6.8	7.9	7.5
ASEAN-5 5/	5.2	4.6	5.2	5.3	0.0	0.0	5.0	5.0	5.5
Emerging and Developing Europe	2.9	2.8	2.9	3.2	0.0	0.1	2.7	4.1	2.1
Latin America and the Caribbean	2.9	1.3	0.9	2.0	-0.4	-0.3	1.1	0.5	2.4
Brazil	2.7	0.1	-1.0	1.0	-1.3	-0.5	-0.2	-1.4	2.3
Mexico	1.4	2.1	3.0	3.3	-0.2	-0.2	2.6	3.3	3.2
Middle East, North Africa, Afghanistan, and Pakistan	2.4	2.6	2.9	3.8	-0.4	-0.1	...	...	...
Saudi Arabia 6/	2.7	3.6	3.0	2.7	0.2	0.0	2.0	2.8	2.7
Sub-Saharan Africa	5.2	5.0	4.5	5.1	-0.4	-0.1	...	...	...
Nigeria	5.4	6.3	4.8	5.0	0.0	-0.2	...	...	...
South Africa	2.2	1.5	2.0	2.1	-0.1	-0.4	1.3	1.6	2.4
Memorandum									
Low-Income Developing Countries	6.1	6.0	5.5	6.0	-0.4	-0.1	...	...	...
World Growth Based on Market Exchange Rates	2.5	2.6	2.9	3.2	-0.1	0.0	2.4	2.9	3.1
World Trade Volume (goods and services)	3.5	3.4	3.7	4.7	-0.1	-0.6	...	...	...
Imports									
Advanced Economies	2.1	3.3	3.3	4.3	-0.4	0.3	...	...	...
Emerging Market and Developing Economies	5.5	3.7	3.5	5.5	0.3	-0.3	...	...	...
Commodity Prices (U.S. dollars)									
Oil 7/	-0.9	-7.5	-39.6	12.9	1.5	-0.1	-28.7	-16.4	8.0
Nonfuel (average based on world commodity export weights)	-1.2	-4.0	-14.1	-1.0	-4.8	-0.6	-7.6	-10.1	0.1
Consumer Prices									
Advanced Economies	1.4	1.4	0.4	1.4	-0.6	-0.1	1.0	0.6	1.6
Emerging Market and Developing Economies 3/	5.9	5.1	5.4	4.8	-0.3	-0.6	5.1	5.7	4.5
London Interbank Offered Rate (percent)									
On U.S. Dollar Deposits (six month)	0.4	0.3	0.7	1.9	0.0	0.0	...	...	...
On Euro Deposits (three month)	0.2	0.2	0.0	0.0	0.0	-0.1	...	...	...
On Japanese Yen Deposits (six month)	0.2	0.2	0.1	0.2	0.0	0.1	...	...	...

Source: International Monetary Fund

*Note: Real effective exchange rates are assumed to remain constant at the levels prevailing during December 8, 2014–January 5, 2015. When economies are not listed alphabetically, they are ordered on the basis of economic size. The aggregated quarterly data are seasonally adjusted.

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

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

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

4/ For India, data and forecasts are presented on a fiscal year basis and output growth this based on GDP at market prices. Corresponding growth rates for GDP at factor cost are 4.7, 5.6, 6.3, and 6.5 percent for 2013/14, 2014/15, 2015/16, and 2016/17, respectively.

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

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

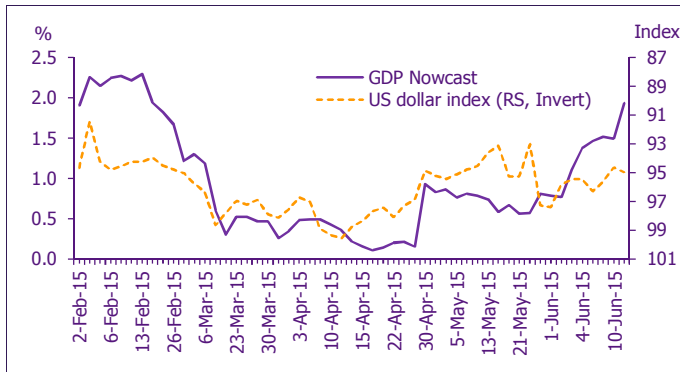
7/ Simple average of prices of U.K. Brent, Dubai Fateh, and West Texas Intermediate crude oil. The average price of oil in U.S. dollars a barrel was \$96.26 in 2014; the assumed price based on futures markets is \$56.73 in 2015 and \$63.88 in 2016.*

เศรษฐกิจสหรัฐ กลับมา
ขยายตัวขึ้นนับตั้งแต่ต้น
ไตรมาส 2/58...

สหรัฐ

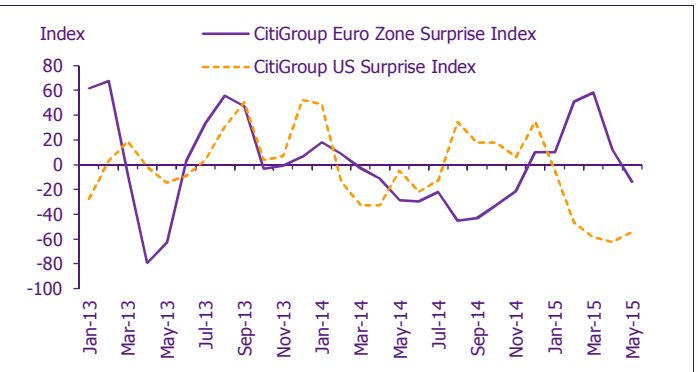
ตัวเลขเศรษฐกิจสหรัฐ ส่วนใหญ่ออกมาอ่อนแอกว่าคาดในไตรมาส 1/58 โดยตัวเลขอัตราการขยายตัวของเศรษฐกิจปรับปรุงครั้งสุดท้ายอยู่ที่ระดับเพียง -0.7% QoQ แม้นักเศรษฐศาสตร์ส่วนใหญ่ดูเหมือนจะรวมเอาปัจจัยเกี่ยวกับสภาพอากาศที่ไม่เอื้ออำนวยและการประท้วงหยุดงานของพนักงานที่ทำเรือในลอสแอนเจลิสเข้ามาไว้ในการทำประมาณการแล้ว แต่อัตราการขยายตัวของเศรษฐกิจก็ยังออกมาต่ำกว่าที่ตลาดคาดการณ์ไว้อย่างมาก ในขณะที่ตั้งแต่ต้นไตรมาส 2/58 ถึงปัจจุบัน เครื่องชี้เศรษฐกิจต่างๆ ดูเหมือนจะปรับตัวดีขึ้น ประมาณการอัตราขยายตัวทางเศรษฐกิจแบบ real time จากทางธนาคารกลางที่แอตแลนต้า ซึ่งเป็นตัวเลขประมาณการที่มีความแม่นยำมากที่สุดในไตรมาส 1/58 ชี้ให้เห็นว่าเศรษฐกิจสหรัฐ จะเติบโต 1.9% ในไตรมาส 2/58 (ณ วันที่ 11 มิ.ย.) การคำนวณดังกล่าวสอดคล้องกับแนวโน้มของดัชนี surprise index ของสหรัฐ ที่ดูเหมือนจะปรับตัวลงต่ำสุดแล้วในไตรมาส 2 (Figure 3)

Figure 2: เศรษฐกิจสหรัฐ เข้ารูปเข้ารอยมากขึ้นหลังจากหดตัวในไตรมาส 1



Source: Federal Reserve Bank of Atlanta, Bloomberg, SCBS Investment Research

Figure 3: ดัชนี Surprise index ทำจุดต่ำสุดแล้ว?

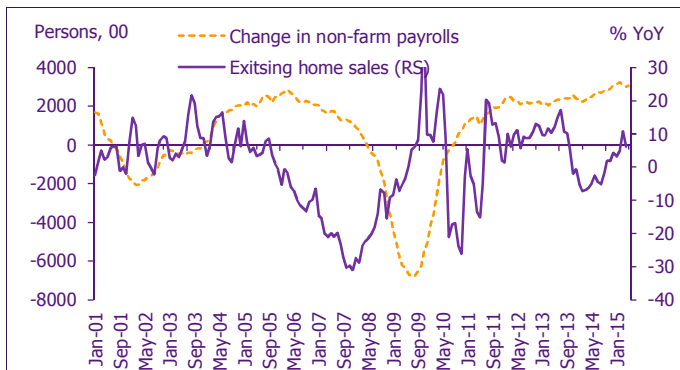


Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

...แต่ปัจจัยที่สร้างแรงกดดัน
ต่อเศรษฐกิจยังคงมีอยู่...

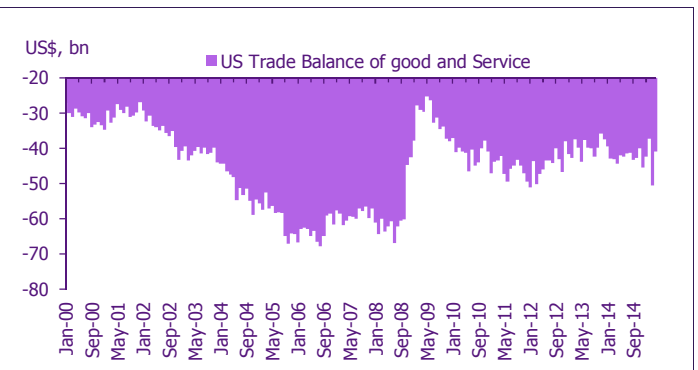
เศรษฐกิจสหรัฐ ปรับตัวดีขึ้นมากในหลายๆ ด้านด้วยกัน เริ่มจากตลาดแรงงานไปจนถึงสถานการณ์ตลาดที่อยู่อาศัย (Figure 4) แต่ยังมีความเสี่ยงอยู่ 2-3 ประการที่จำเป็นต้องพูดถึง ประการแรก การแข็งค่าขึ้นอย่างมากของดอลลาร์สหรัฐ ที่ส่วนหนึ่งเกิดจากการคาดการณ์ว่าเฟดจะขึ้นดอกเบี้ย ส่งผลกระทบต่ออัตราการขยายตัวของเศรษฐกิจสหรัฐ เนื่องจากขาดดุลการค้ามีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้น (Figure 5) ทั้งนี้การแข็งค่าของดอลลาร์สหรัฐมีทั้งผลกระทบต่อการขยายตัวของเศรษฐกิจดังแสดงใน Figure 2 นอกเหนือจากปัจจัยที่สร้างแรงกดดันต่อเศรษฐกิจตามที่คาดการณ์ไว้ การแข็งค่าของดอลลาร์สหรัฐจะกดดันให้อัตราเงินเพื่อปรับตัวลดลง 2 ทางด้วยกัน คือ (1) ช่องทางโดยตรงจากราคานำเข้า และ (2) ช่องทางทางอ้อมจากราคาน้ำมันดิบในตลาดโลก ระดับต่ำ อัตราเงินเพื่อที่ลดลงอาจจะส่งผลทำให้การปรับนโยบายการเงินเข้าสู่ภาวะปกติของเฟดต้องหยุดชะงักลงอย่างไม่สามารถหลีกเลี่ยงได้

Figure 4: กิจกรรมในตลาดที่อยู่อาศัยสหรัฐ ปรับตัวเพิ่มขึ้น และตลาดจ้างงานแข็งแกร่งมากขึ้น



Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

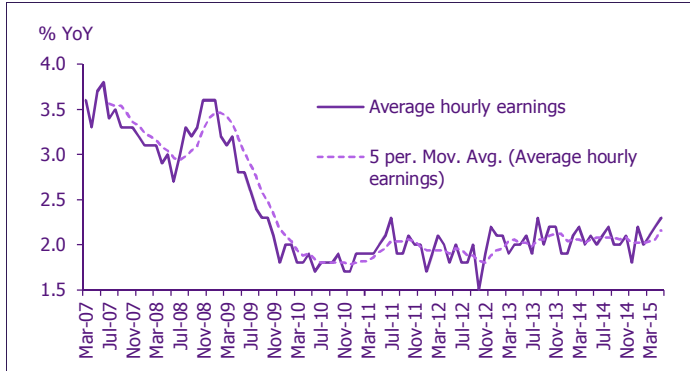
Figure 5: ดุลการค้าสหรัฐ



Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

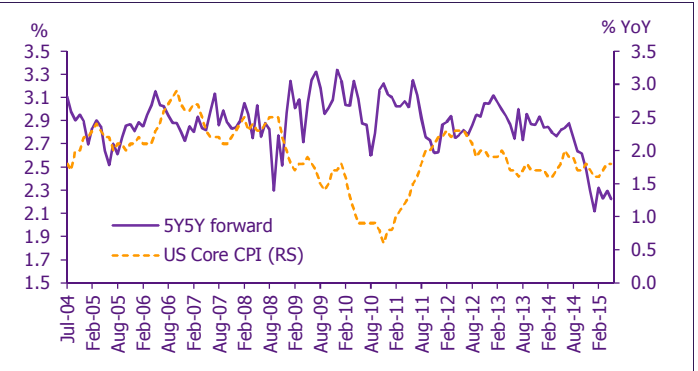
เรามองว่ามีเงื่อนไขเบื้องต้นบางข้อ ที่จำเป็นต้องเกิดขึ้นก่อนที่เฟดจะสามารถปรับขึ้นดอกเบี้ยอย่างต่อเนื่อง เงื่อนไขแรก คือ อัตราเงินเพื่อต้องได้รับปัจจัยกระตุ้นจากการเติบโตของค่าจ้างแรงงานพร้อมกับอุปสงค์ในประเทศที่สูงขึ้น ข้อมูลล่าสุดชี้ให้เห็นว่าดัชนีต้นทุนการจ้างงาน (employment cost index) ปรับตัวเพิ่มขึ้นถึง 2.6% ในไตรมาส 1/58 ในขณะที่ข้อมูลที่มีความถี่มากกว่า (อัตราค่าจ้างเฉลี่ยต่อชั่วโมง) ก็แสดงสัญญาณปรับตัวเพิ่มขึ้น (Figure 6) อย่างไรก็ตามดูเหมือนว่านักลงทุนยังไม่มั่นใจเกี่ยวกับแนวโน้มอัตราเงินเพื่อที่เพิ่มขึ้นเนื่องจาก 5Y5Y swap forward curve ยังอยู่ในระดับที่ค่อนข้างต่ำ (Figure 7)

Figure 6: อัตราค่าจ้างเฉลี่ยต่อชั่วโมงปรับตัวเพิ่มขึ้น



Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

Figure 7: คาดการณ์อัตราเงินเฟ้อ และ 5Y5Y forward

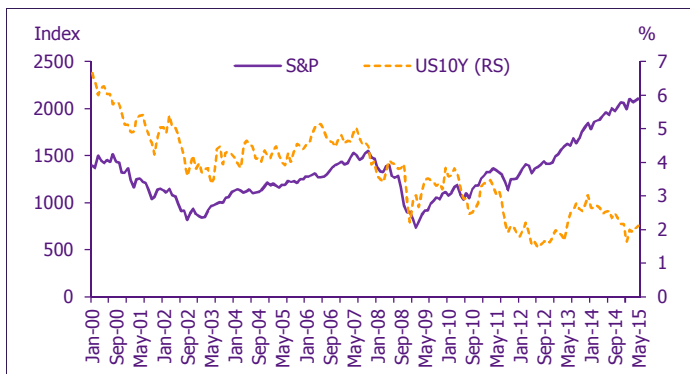


Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

ความเสี่ยงจากการดำเนิน
นโยบายการเงินในลักษณะ:
อิงตามบัญชียังมีน้อย

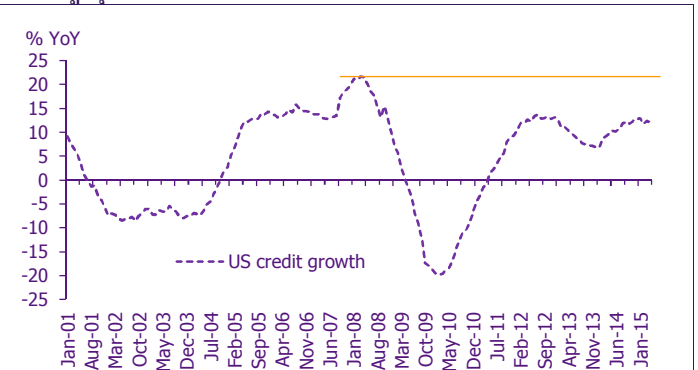
หนึ่งในเหตุผลสำคัญ ที่สนับสนุนให้ธนาคารกลางสหรัฐ พิจารณาในการปรับใช้นโยบายการเงินที่เข้มงวดมากขึ้น คือ การปล่อยให้อัตราดอกเบี้ยอยู่ในระดับต่ำเกินไปในเวลานานเกินไปจะส่งผลทำให้เกิดความไม่สมดุลทางการเงิน (Figure 8) ในขณะที่กรอบเวลาในการขึ้นอัตราดอกเบี้ยใกล้เข้ามาแล้ว แต่การพูดถึงการใช้นโยบายการเงินแบบดังกล่าวเร็วเกินไปและช้าเกินไปยังคงเป็นประเด็นร้อน เรามองว่าการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยช้าออกไปเล็กน้อยด้วยเหตุใดก็ตามไม่ส่งผลกระทบด้านลบอย่างมีนัยสำคัญมากนักต่อเศรษฐกิจ เนื่องจาก (1) อัตราเงินเฟ้อยังคงอยู่ในระดับต่ำ (2) อัตราการขยายตัวของสินเชื่อยังคงต่ำกว่าจุดสูงสุดเดิมอย่างมาก (3) การเติบโตของค่าจ้างยังไม่เป็นสาเหตุที่ทำให้เกิดภาวะ wage-inflation spiral หรือการที่อัตราค่าจ้างและเงินเฟ้อสูงขึ้นเป็นลูกโซ่ นอกจากนี้ผู้บริโภคก็ยังคงอยู่ในช่วงของการลดภาระหนี้ดังเห็นได้จากหนี้ครัวเรือนที่ปรับตัวลดลงเมื่อคิดเป็น % ของรายได้ที่ใช้จ่ายได้จริง (Figure 10)

Figure 8: ดัชนีตลาดหุ้นสหรัฐ เทียบกับผลตอบแทนพันธบัตร 10 ปี



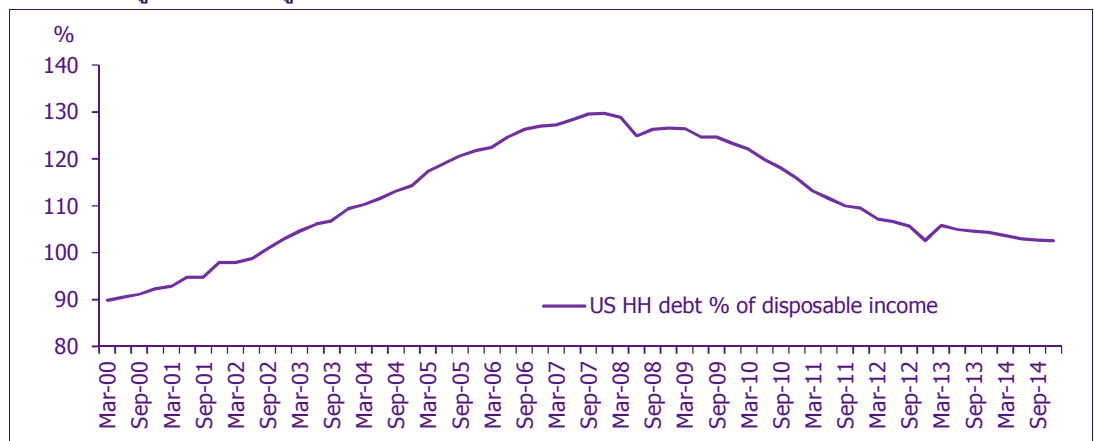
Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

Figure 9: อัตราการขยายตัวของสินเชื่อในสหรัฐยังคงเติบโตต่ำกว่าระดับสูงสุดที่ 22%



Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

Figure 10: ผู้บริโภคยังคงอยู่ในช่วงของการลดภาระหนี้



Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

ในกรณีที่มีการปรับขึ้น
อัตราดอกเบี้ยเกิดขึ้นจริง
ตลาดมีแนวโน้มที่จะพักฐาน
ในช่วงสั้นๆ ...

มีความเป็นไปได้ค่อนข้างสูงที่ตลาดหุ้นสหรัฐฯ จะตอบสนองการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยที่กำลังจะเกิดขึ้นด้วยการพักฐาน เนื่องจากความจริงแล้วตลาดหุ้นสหรัฐฯ ยังไม่ได้มีการปรับฐานอย่างมีนัยสำคัญในวัฏจักรขาขึ้นรอบนี้ ดังนั้นเราจะไม่รู้สึกแปลกใจถ้านักลงทุนจะใช้การคาดการณ์ถึงการเปลี่ยนแปลงนโยบายการเงินเป็นเหตุผลในการปรับพอร์ตลงทุน ในอดีตที่ผ่านมา ตลาดปรับฐานช่วงสั้นๆ (ประมาณ 1 เดือน) หลังจากวันขึ้นดอกเบี้ยก่อนที่จะค่อยๆ ปรับตัวเพิ่มขึ้น ปฏิริยาตอบสนองเช่นนี้ค่อนข้างสมเหตุสมผลภายใต้สมมติฐานว่าอัตราดอกเบี้ยมีแนวโน้มปรับตัวสูงขึ้นโดยมีสาเหตุมาจากภาวะเศรษฐกิจที่แข็งแกร่งมากขึ้น ในทางกลับกัน การเคลื่อนไหวของตลาดหุ้นไทยในช่วงที่เฟดขึ้นดอกเบี้ยไม่มีทิศทางที่ชัดเจน แต่ผลตอบแทนโดยรวมติดลบเล็กน้อยที่ 3%

Figure 11: ปฏิริยาตอบสนองของตลาดหุ้นสหรัฐฯ และไทยหลังเฟดขึ้นดอกเบี้ย (ผลกระทบตลอดวัฏจักร)

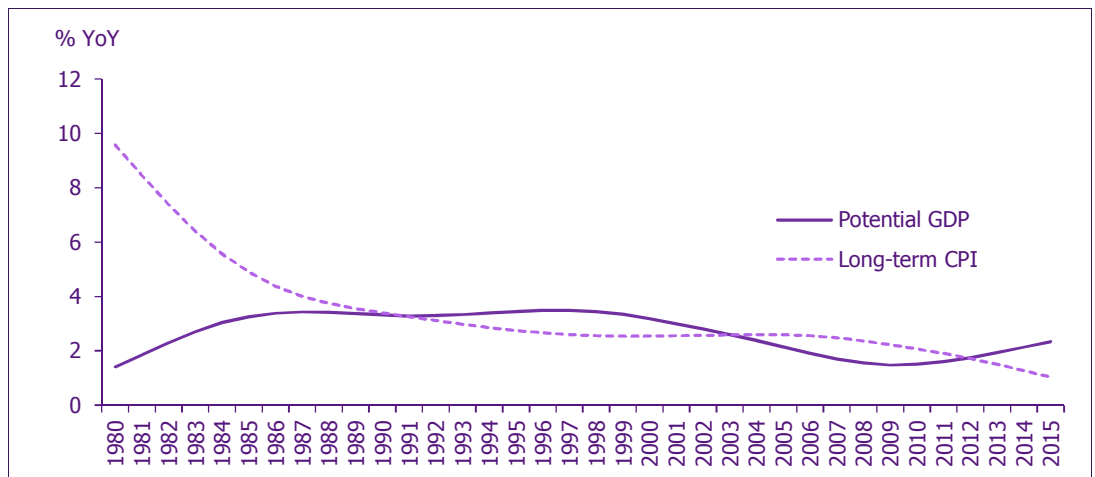
Rate hike cycle	SPX_R	SET_R	Policy cycle (months)	E (monthly return)	Rate cut (times)	Magnitude (bps)
Feb 1994 - Feb 1995	4.2%	1.6%	12	0.1%	7	300
Jun 1999 - May 2000	14.7%	-5.2%	11	-0.5%	6	175
Jun 2004 - Jun 2006	10.9%	-5.3%	24	-0.2%	17	425
Mean	9.9%	-3.0%	16	-0.2%	10	300
Median	10.9%	-5.2%	12	-0.2%	7	300
SD	5.3%	4.0%	7	0.3%	6	125

Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

...โดยตลาดยังคงอยู่ในแนวโน้ม
ขาขึ้นตราบที่ผลตอบแทนทาง
เศรษฐกิจโดยรวมยังเป็นบวก

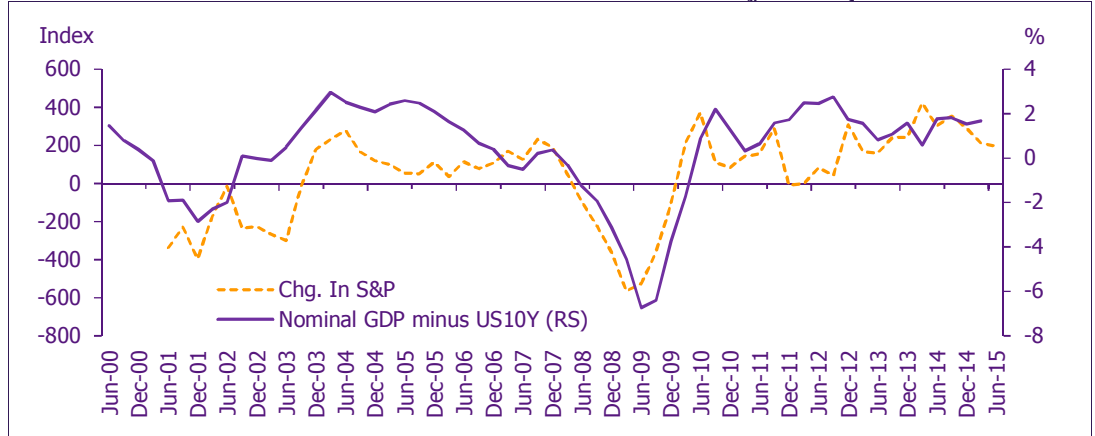
หนึ่งในคำถามยอดนิยม คือ ตลาดจะสามารถปรับขึ้นอย่างต่อเนื่องได้หรือไม่เมื่ออัตราดอกเบี้ยโดยรวมเริ่มปรับตัวขึ้น มีปัจจัย 2 ประการที่ต้องพิจารณาในที่นี้ ประการแรก คือ อัตราการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยของเฟดที่คาดการณ์ และอัตราดอกเบี้ย Fed funds rate ที่ระดับสมดุล (neutral rate) เมื่อพิจารณาจากการฟื้นตัวที่ไม่สมดุลกับแรงกดดันเงินเฟ้อที่ยังทรงตัวอยู่ในระดับต่ำ ทำให้มีความเป็นไปได้สูงที่เฟดจะนำเอาวิธีที่เรียกว่า stop-and-go มาใช้ เรามองว่าองค์ประกอบสำคัญที่ต้องติดตามดู คือ ค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯจะตอบสนองอย่างไรต่ออัตราดอกเบี้ยที่สูงขึ้น และปัจจัยที่สร้างแรงกดดันต่อเศรษฐกิจที่มีสาเหตุมาจากขาดดุลการค้ามีความรุนแรงมากน้อยเพียงใด สำหรับค่ากลางของอัตราดอกเบี้ย มีความเป็นไปได้ว่าระดับคงที่ของอัตราดอกเบี้ย Fed funds rate ในรอบนี้จะต่ำกว่าในอดีตอย่างมาก โดยมีสาเหตุมาจาก (1) GDP ที่มีแนวโน้มเติบโตต่ำในเชิงเปรียบเทียบ และ (2) แรงกดดันเงินเฟ้อระยะยาวปรับตัวลดลงดังแสดงใน Figure 12 จุดที่ตลาดน่าจะเปลี่ยนแนวโน้มเป็นปรับตัวขาขึ้นอย่างแท้จริงน่าจะเกิดขึ้นเมื่อ nominal GDP ต่ำกว่าต้นทุนทางการเงินโดยรวมซึ่งดูได้จากอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ อายุ 10 ปี (US10Y) nominal GDP ของสหรัฐฯขยายตัว 3.4% YoY ในไตรมาส 1/58 ในขณะที่อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ อายุ 10 ปีแกว่งตัวอยู่ที่ระดับเฉลี่ยประมาณ 2% ต่อปี ซึ่งหมายความว่ายังมีช่องว่างอีกมากก่อนที่จะต้นทุนทางการเงินจะไล่ตามอัตราขยายตัวของ GDP ได้ทัน (Figure 13)

Figure 12: อัตราการขยายตัวของ GDP ในระยะยาวและอัตราเงินเฟ้ออ่อนตัวลงอย่างมาก



Source: IMF, SCBS Investment Research

Figure 13: ตลาดมีแนวโน้มปรับตัวขึ้นต่อตราที่ nominal GDP ยังคงเติบโตสูงกว่าต้นทุนทางการเงิน



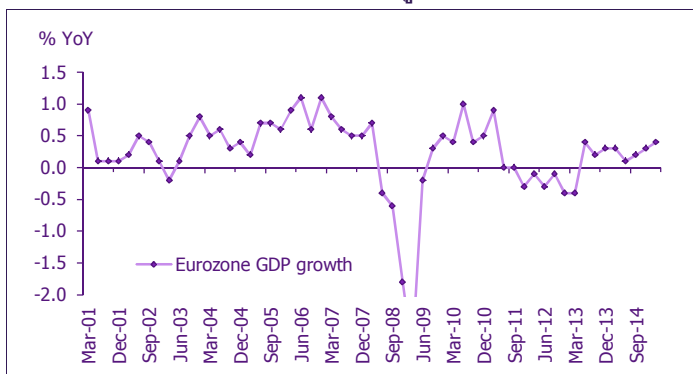
Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

ยุโรปโซน

เศรษฐกิจฟื้นตัวเข้าสู่รูป
ต่อเนื่องแม้ปัญหาเกิดขึ้น
ในกรีซ

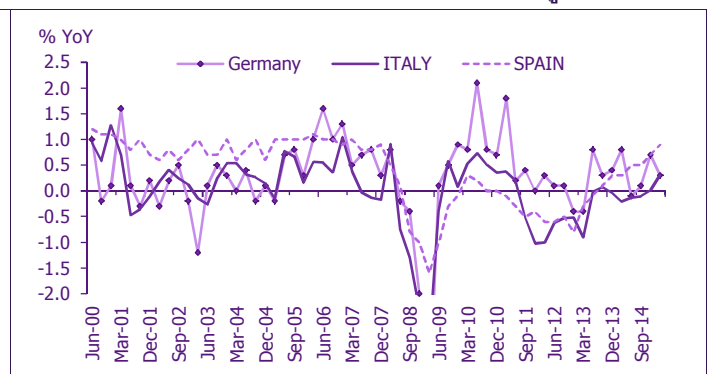
นับตั้งแต่เราจัดทำรายงานแนวโน้มตลาดหุ้นไทยไตรมาส 2/58 เศรษฐกิจยุโรปโซนก็แสดงการฟื้นตัวได้ดีอย่างต่อเนื่อง ทั้งๆ ที่ความจริงแล้วสถานการณ์ปัญหาในกรีซค่อนข้างผันผวนและดูเหมือนสร้างความเสี่ยงมากขึ้น (และอาจจะเข้าสู่ขั้นตอนการถดถอยหลังครั้งสุดท้ายสู่การผิดนัดชำระหนี้) ในด้านการเติบโต เศรษฐกิจยุโรปโซนฟื้นตัวดีขึ้น โดยมีอัตราการขยายตัว +0.4% เพิ่มขึ้นจาก +0.3% ในไตรมาสก่อนหน้า และยังเติบโตสูงที่สุดในรอบ 7 ไตรมาสด้วย การเติบโตของเศรษฐกิจยุโรปโซนโดยรวมได้รับปัจจัยสนับสนุนจากเศรษฐกิจที่แข็งแกร่งของอิตาลีและฝรั่งเศสซึ่งเติบโตดีกว่าคาด สิ่งหนึ่งที่เราต้องการพูดถึง คือ แม้แนวโน้มการเติบโตของเศรษฐกิจยุโรปโซนยังคงเป็นบวก แต่การคาดการณ์ดูเหมือนจะเป็นไปในด้านสูงอย่างมาก การคาดการณ์ด้านสูงส่งผลทำให้ตลาดหุ้นยุโรปปรับตัวขึ้นอย่างต่อเนื่องมาตั้งแต่ต้นปี นอกจากนี้ไม่เม้นต์ของการสร้างเซอร์ไพรส์เชิงบวกก็ดูเหมือนจะลดน้อยลง (เกิดจากความคาดหวังสูงขึ้น ไม่ใช่เพราะตัวเลขเศรษฐกิจอ่อนแอลง) ซึ่งหมายความว่าไม่เม้นต์ตลาดขาขึ้นน่าจะชะลอตัวลง (Figure 16)

Figure 14: อัตราการขยายตัวของ GDP ยุโรปโซน



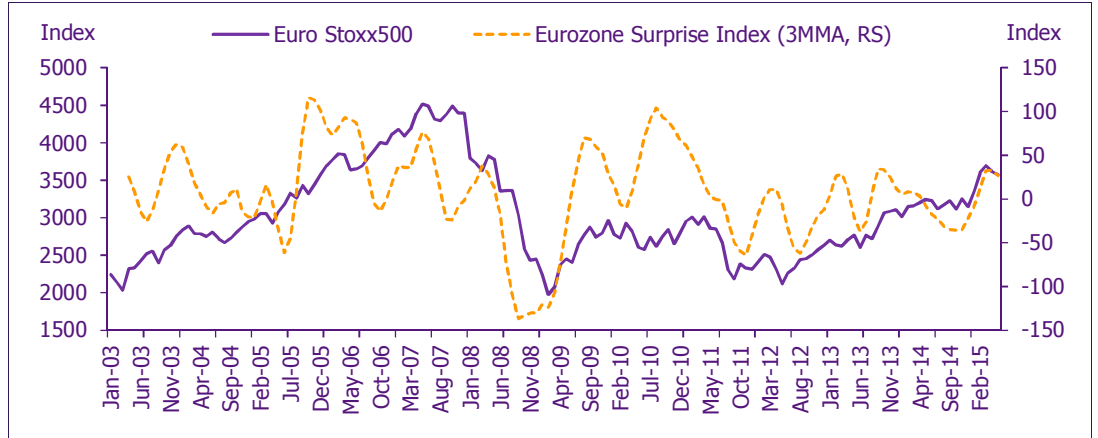
Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

Figure 15: อัตราการขยายตัวของ GDP บางประเทศในยุโรปโซน



Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

Figure 16: ดัชนี Eurozone surprise index เทียบกับดัชนี Euro Stoxx 500

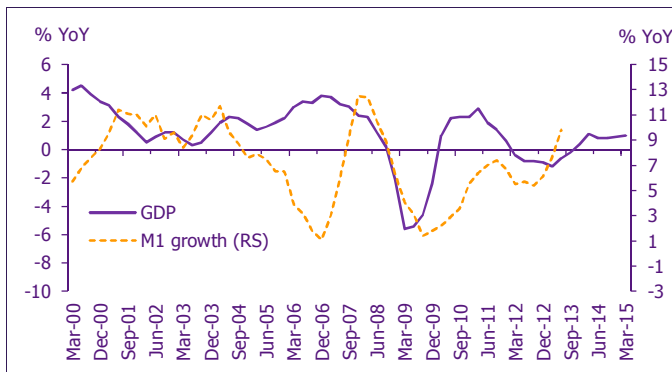


Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

แรงส่งทางเศรษฐกิจยังมี
อย่างชัดเจน

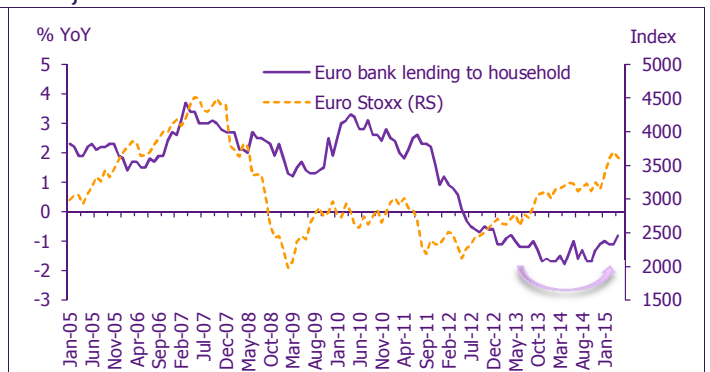
แนวโน้มเศรษฐกิจยูโรโซนยังสดใสในเชิงเปรียบเทียบ เนื่องจากธนาคารกลางยุโรป (ECB) ให้คำมั่นว่าจะอัดฉีดสภาพคล่องจำนวนมากเข้าระบบผ่านการดำเนินโครงการซื้อสินทรัพย์ (QE) เราคาดว่าจะเห็นขนาดงบดุลของธนาคารกลางยุโรปขยายใหญ่ขึ้นมาสู่ระดับสูงสุดก่อนหน้า ซึ่งน่าจะส่งผลดีต่อสินทรัพย์เสี่ยงโดยรวม นอกจากนี้เครื่องชี้ทางเศรษฐกิจยูโรโซนที่เราให้ความเชื่อถือ (อัตราเติบโตของปริมาณเงิน M1 และยอดการปล่อยสินเชื่อของธนาคารพาณิชย์ให้แก่ภาคครัวเรือน) ยังคงชี้ให้เห็นว่ากิจกรรมของภาคธุรกิจปรับตัวเร่งขึ้น (Figure 17-18)

Figure 17: การเติบโตของปริมาณเงิน M1 บ่งชี้ถึงโมเมนตัมที่ดีขึ้น



Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

Figure 18: ธนาคารในยุโรปปล่อยกู้ให้แก่ภาคครัวเรือนและบริษัทต่าง ๆ เพิ่มขึ้น

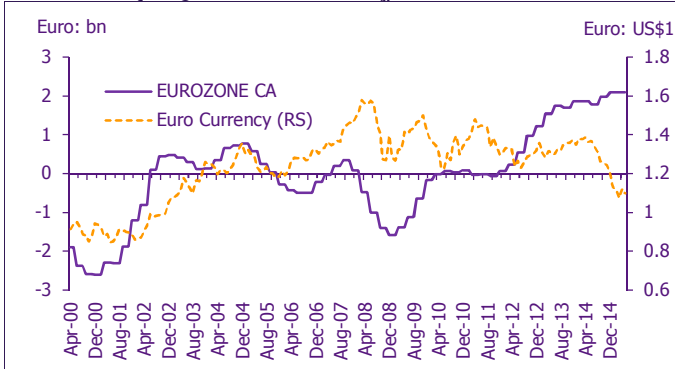


Source: European Central Bank (ECB), Bloomberg, SCBS Investment Research

สภาพคล่องจะยังคงมี
จำนวนมากเกินพอ

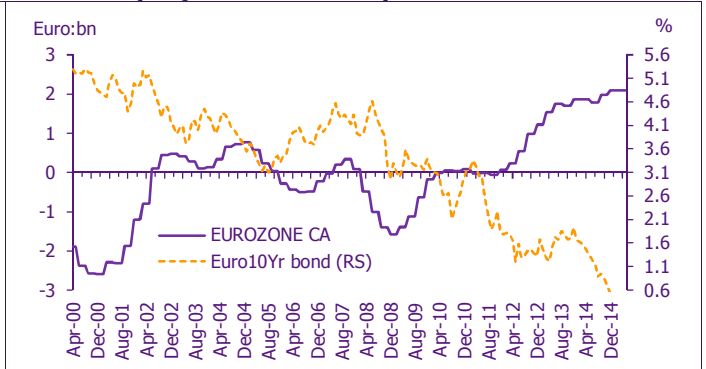
นอกเหนือจากการอัดฉีดสภาพคล่องรอบใหม่เข้าสู่ระบบโดย ECB แล้ว ยูโรโซนก็รายงานเกินดุลบัญชีเดินสะพัดในระดับที่สูงมาก (2.1% ของ GDP ในไตรมาส 4/57) และเงินยูโรที่อ่อนค่าลงจะช่วยสนับสนุนให้แนวโน้มดุลบัญชีเดินสะพัดแข็งแกร่งต่อเนื่องในอนาคต ทั้งนี้เกินดุลบัญชีเดินสะพัดจำนวนมากดังกล่าวมีสาเหตุส่วนหนึ่งมาจากการใช้จ่ายค่อนข้างต่ำของประเทศในกลุ่มยูโรโซน สภาพคล่องส่วนเกินจำนวนมากนี้จะมีประโยชน์อย่างมากเมื่อเศรษฐกิจยูโรโซนฟื้นตัวอย่างเต็มที่แล้ว เนื่องจากจะไม่มีข้อจำกัดด้านสภาพคล่องในยูโรโซน หรือพูดอีกนัยหนึ่งได้ว่าจะมีแรงกดดันขาขึ้นน้อยมากต่อต้นทุนทางการเงินของยูโรโซน (Figure 20) เมื่อเศรษฐกิจกลับมาเติบโตอย่างแข็งแกร่งมากยิ่งขึ้น

Figure 19: ดุลบัญชีเดินสะพัดและเงินยูโรยังคงมีแนวโน้มสวนทางกัน



Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

Figure 20: ดุลบัญชีเดินสะพัดและต้นทุนทางการเงินของ EU (10 ปี)

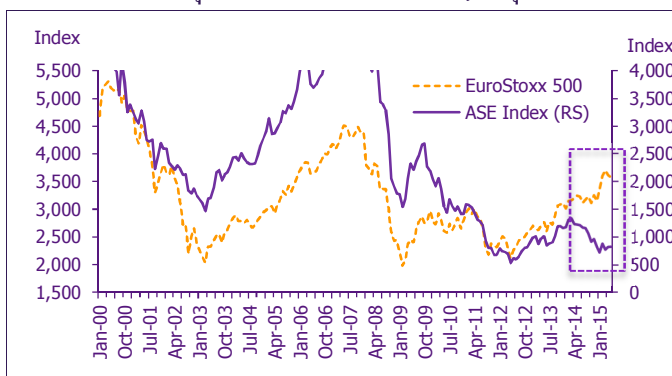


Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

สถานการณ์ในกรีซยังไม่ คลี่คลาย

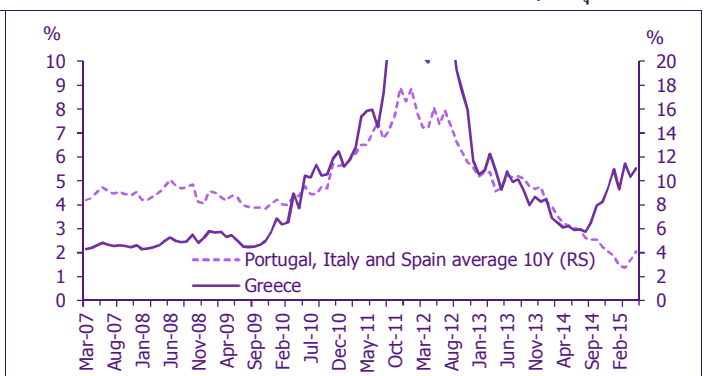
ก่อนที่จะเราพูดถึงส่วนต่อไป เราอยากจะชี้ให้เห็นถึงประเด็นที่น่าสนใจบางอย่างเกี่ยวกับสิ่งที่กำลังเกิดขึ้นในกรีซ แม้ความเสี่ยงที่กรีซจะผิดนัดชำระหนี้มีมากขึ้นในระยะหลังนี้ แต่เรายังคงคาดว่ารัฐบาลกรีซน่าจะสามารถหาข้อสรุปบางอย่างร่วมกันกับเจ้าหนี้ได้ ทั้งนี้เป็นเพราะการผิดนัดชำระหนี้โดยเจตนาอาจจะส่งผลทำให้เกิดเหตุการณ์ที่เลวร้ายอีกอย่างหนึ่งตามมา ซึ่งก็คือ กรีซถอนตัวออกจากยูโรโซน และเรามองว่าการถอนตัวออกจากยูโรโซนเมื่อความสามารถในการแข่งขันของกรีซ (วัดโดยผลผลิตต่อหน่วยของแรงงาน) กลับมาอยู่ในระดับเดียวกับประเทศอื่นๆ ในยูโรโซนเป็นสิ่งที่ไม่ค่อยสมเหตุสมผล นับถึงปัจจุบันตลาดหุ้นดูเหมือนจะบอกภาพที่ตรงกับเรามองไว้ เนื่องจากการปรับตัวสวนทางกันระหว่างตลาดหุ้นกับตลาดตราสารหนี้ของกรีซเมื่อเทียบกับตลาดอื่นๆ ในยุโรป (Figure 21-22)

Figure 21: ตลาดหุ้นกรีซ เทียบกับประเทศอื่น ๆ ในยุโรป



Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

Figure 22: ตลาดตราสารหนี้กรีซ เทียบกับประเทศอื่น ๆ ในยุโรป



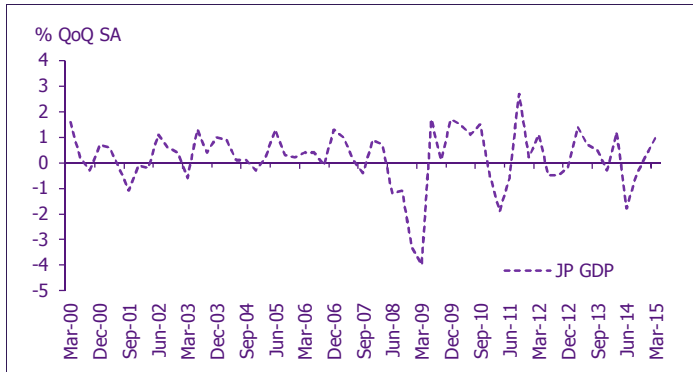
Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

ญี่ปุ่น

อัตราการขยายตัวของเศรษฐกิจและอัตราเงินเฟ้อยังคงมีความเสี่ยงมาลง

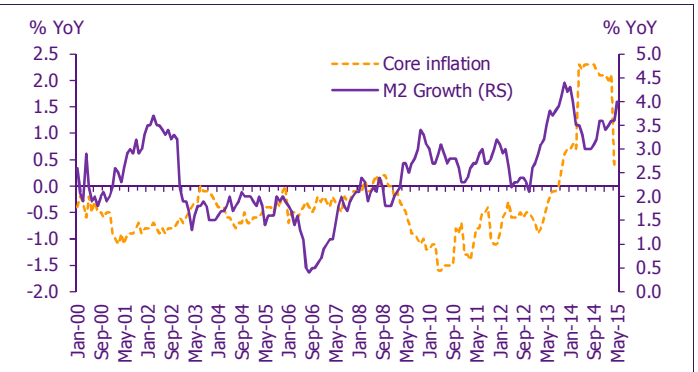
เศรษฐกิจญี่ปุ่นเติบโตสูงกว่าคาดในไตรมาส 1/58 โดย GDP เติบโต +1% (เฉลี่ยทั้งปีที่ +3.9%) เทียบกับตัวเลขที่ตลาดคาดการณ์ที่ +2.3% เศรษฐกิจญี่ปุ่นได้รับปัจจัยสนับสนุนจากการอุปโภคบริโภคที่เพิ่มขึ้น (+0.4%) และการใช้จ่ายของภาครัฐ (+0.4%) กิจกรรมทางเศรษฐกิจที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องช่วยหนุนให้สินค้าคงคลังโดยรวมปรับเพิ่มขึ้นอีกประมาณ 2.2% เพราะเศรษฐกิจโดยรวมเติบโต สิ่งที่น่าสนใจอีกอย่างหนึ่งคือ การลงทุนด้านที่อยู่อาศัยเริ่มปรับตัวเพิ่มขึ้น โดยมีอัตราเติบโต 1.4% ในไตรมาส 1/58 และเนื่องจากญี่ปุ่นจะเป็นเจ้าภาพจัดการแข่งขันโอลิมปิกครั้งที่ 32 ในปี ค.ศ. 2020 ดังนั้นเราคาดว่าจะเห็นการลงทุนภาคเอกชนและภาครัฐเติบโตอย่างมากในระยะ 2-3 ปีข้างหน้า แม้อัตราการขยายตัวของเศรษฐกิจในระยะกลางถึงยาวของญี่ปุ่นดูดี แต่ก็มีความเสี่ยงในระยะสั้นจากอัตราเงินเฟ้อที่ลดลง ข้อมูลแสดงให้เห็นว่าอัตราเงินเฟ้อชะลอตัวลงสู่ +0.6% YoY ในเดือนเม.ย. ลดลงจากอัตราเงินเฟ้อเฉลี่ย 2.6% ในช่วง 6 เดือนที่ผ่านมา นอกจากนี้อัตราเงินเฟ้อพื้นฐานก็ลดลงสู่ 0.3% จากระดับที่สูงกว่า 2% ด้วย ซึ่งแสดงให้เห็นอย่างชัดเจนว่าผลของการขึ้นภาษีมูลค่าเพิ่ม (VAT) ต่ออัตราเงินเฟ้อเริ่มปรับลดลง ในขณะที่ผลกระทบของราคาน้ำมันที่ลดลงเริ่มเป็นตัวถ่วงอัตราเงินเฟ้อในญี่ปุ่นให้ปรับตัวลดลง ในกรณีที่อัตราเงินเฟ้อทรงตัวอยู่ในระดับต่ำมากอย่างต่อเนื่อง และมีสัญญาณที่จะปรับตัวลดลงอีก เราจะต้องจับตาดูว่าธนาคารกลางญี่ปุ่น (BoJ) จะมีปฏิกิริยาต่อเหตุการณ์นี้อย่างไร โดยเฉพาะถ้าเงินเยนถ่วงน้ำหนักด้วยดุลการค้า (trade-weighted yen) แสดงสัญญาณแข็งค่ามากขึ้น

Figure 23: เศรษฐกิจญี่ปุ่นฟื้นตัวกลับมาอีกรอบอัตราเติบโตเป็นบวกในไตรมาส 1/58



Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

Figure 24: อัตราเงินเฟ้อทั่วไปและอัตราเงินเฟ้อพื้นฐานของญี่ปุ่นชะลอตัวลง เนื่องจากผลของการขึ้น VAT ลดน้อยลง

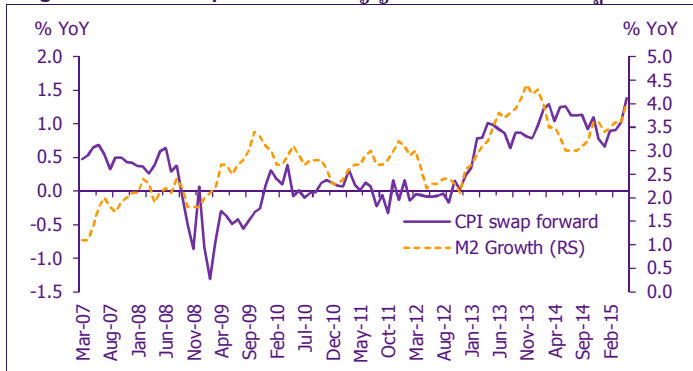


Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

แม้อัตราเงินเฟ้อในปัจจุบันปรับตัวลดลง แต่แนวโน้มความมีเสถียรภาพทางราคาจะปรับตัวดีขึ้น

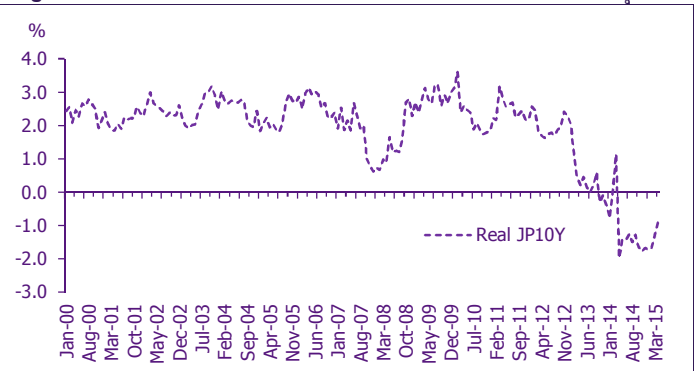
เนื่องจากแผนปฏิรูปด้านอุปสงค์ (เพื่อเพิ่มค่าจ้างที่แท้จริงให้มากพอกระตุ้นการเติบโตของอัตราเงินเฟ้อ) ยังคงมีความคืบหน้าค่อนข้างช้า การใช้นโยบายการเงินเป็นตัวกระตุ้นจะยังคงเป็นเครื่องมือที่สามารถใช้ได้เพียงอย่างเดียวในการสนับสนุนให้อัตราเงินเฟ้อปรับตัวเพิ่มขึ้น แต่ดูเหมือนว่าอัตราเติบโตของปริมาณเงิน (M2) ที่ 4% ไม่สามารถกระตุ้นให้อัตราเงินเฟ้อ (ทั้งอัตราเงินเฟ้อพื้นฐานและอัตราเงินเฟ้อทั่วไป) ปรับตัวเพิ่มขึ้นถึงระดับที่ BoJ ต้องการได้หลังจากผลของการขึ้น VAT เริ่มแผ่วลง (Figure 24) อย่างไรก็ตาม BoJ เลือกที่จะจับตาดูสถานการณ์ต่อไป แม้อัตราเงินเฟ้อพื้นฐานของญี่ปุ่นปรับตัวลดลงอย่างมาก ซึ่งน่าจะเป็นเพราะเครื่องชี้แนวโน้มอัตราเงินเฟ้อ (CPI swap forward rate) ยังคงเคลื่อนไหวในทิศทางที่สอดคล้องกันกับการผ่อนคลายนโยบายการเงินของ BoJ ดังแสดงใน Figure 25 บทสรุป คือ อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลญี่ปุ่นอายุ 10 ปีที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นเล็กน้อย และอัตราเงินเฟ้อที่ลดลง เป็นสาเหตุทำให้ผลตอบแทนที่แท้จริงเพิ่มขึ้นเล็กน้อยในระยะหลัง

Figure 25: CPI Swap forward ส่งสัญญาณถึงอัตราเงินเฟ้อที่สูงขึ้น...



Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

Figure 26: ผลตอบแทนที่แท้จริงเริ่มปรับตัวเพิ่มขึ้นจากระดับต่ำสุด

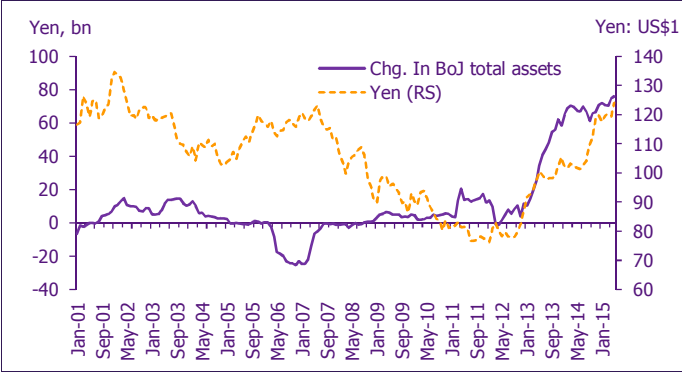


Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

เงินเยนยังคงเคลื่อนไหวในทิศทางที่ BoJ ต้องการ

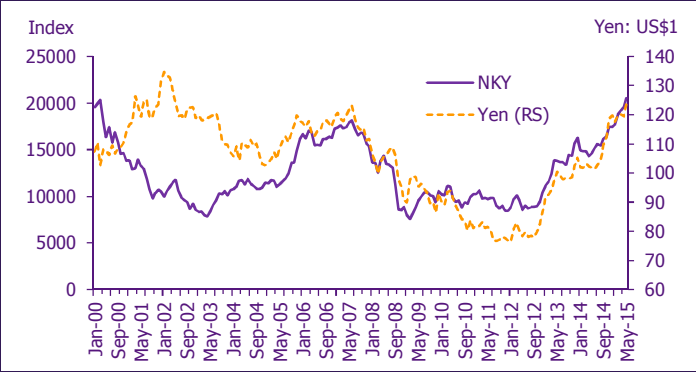
เรายังคงมุมมองของเราที่ว่าค่าของเงินเยนยังคงเป็นปัจจัยสำคัญเพื่อผลักดันให้ตลาดหุ้นญี่ปุ่นปรับตัวขึ้นต่อ (Figure 27-28) ความซับซ้อนที่สำคัญ คือ คู่ค่าหลักของญี่ปุ่น โดยเฉพาะยูโรโซน ได้ดำเนินนโยบายการเงินแบบผ่อนคลายเป็นมากขึ้น ซึ่งอาจจะส่งผลทำให้เงินเยนถ่วงน้ำหนักด้วยดุลการค้า (trade-weighted yen) แข็งค่าขึ้น มีปัจจัยเพียง 2 อย่างที่อาจจะช่วยลดแรงกดดันขาขึ้นต่อเงินเยน คือ (1) BoJ ใช้นโยบายการเงินแบบผ่อนคลายเป็นมากขึ้น และ/หรือ (2) เงินดอลลาร์สหรัฐแข็งค่าขึ้นมากภายใต้การคาดการณ์ว่าเฟดจะขึ้นดอกเบี้ยในอนาคตอันใกล้

Figure 27: งบดุลของ BoJ และค่าเงินเยน



Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

Figure 28: เงินเยนจำเป็นต้องอ่อนค่าเพื่อกระตุ้นให้ตลาดหุ้นญี่ปุ่นปรับตัวเพิ่มขึ้น



Source: Bloomberg, SCBS Investment Research



จีน

เศรษฐกิจของจีนจะไม่
ประสบกับภาวะหดตัวอย่าง
รุนแรง เพราะจีนมีแนวโน้มที่
จะใช้นโยบายการเงินแบบ
ผ่อนคลายเป็นพิเศษ

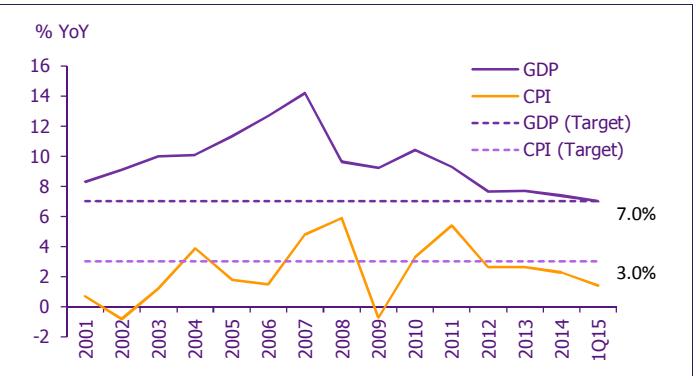
เศรษฐกิจยังคงอยู่ในช่วงของการปฏิรูปเพื่อให้เศรษฐกิจเติบโตอย่างยั่งยืน ซึ่งหมายความว่าอย่างดีที่สุดการเติบโตในระยะกลางจะอยู่ในระดับกลาง ทั้งนี้เป้าอัตราการขยายตัวของเศรษฐกิจที่รัฐบาลจีนวางไว้ล่าสุดอยู่ที่ 7% YoY และมีเป้าอัตราเงินเฟ้อที่ 3% ในขณะที่หน่วยงานด้านเศรษฐกิจสามารถบริหารจัดการให้เศรษฐกิจขยายตัวตามเป้าที่ 7% นับถึงปัจจุบัน แต่อัตราเงินเฟ้อ (1.2% YoY) ต่ำกว่าเป้าที่วางไว้ที่ 3% YoY อย่างมาก ทั้งนี้ความจริงแล้วดูเหมือนว่านอกเหนือจากอัตราการขยายตัวของ GDP แล้ว ตัวเลขเศรษฐกิจทุกอย่างออกมาต่ำกว่าเป้าที่วางไว้ ซึ่งหมายความว่านโยบายสำคัญจะยังคงมุ่งเน้นไปที่ความพยายามในการเพิ่มปริมาณเงินและสินเชื่อในระบบ เนื่องจากตลาดเงินเป็นตลาดส่งออกใหญ่สุดของประเทศไทยในตอนนี้ (Figure 31) ดังนั้นเราจึงจะเจาะลึกลงไปในเรื่องละเอียดอีกเล็กน้อยเพื่อคาดการณ์การเปลี่ยนแปลงแนวโน้มที่อาจเกิดขึ้นในจีนซึ่งจะส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจไทย

Figure 29: นโยบาย new normal ของจีน

	2015 Target	2014 Average	Latest	
GDP (%)	7	7.4	7.0	✓
Retail Sales (%)	13	12	10.0	✗
M2 (%)	12	12.2	10.1	✗
Unemployment	4.5	4.1	4.1	✗
CPI (%)	3	2	1.2	✗

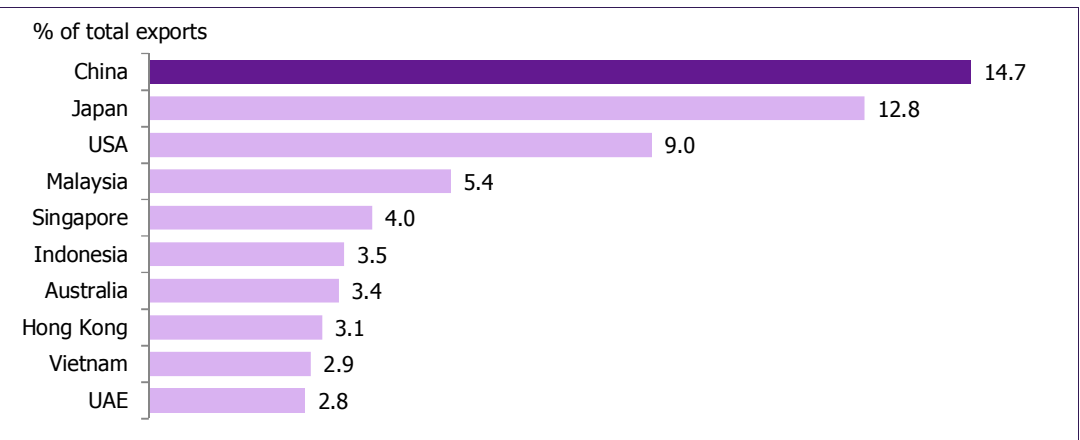
Source: The National People's Congress (NPC), Bloomberg, SCBS Investment Research

Figure 30: เป้าหมายเทียบกับความจริง



Source: NPC, IMF, Bloomberg

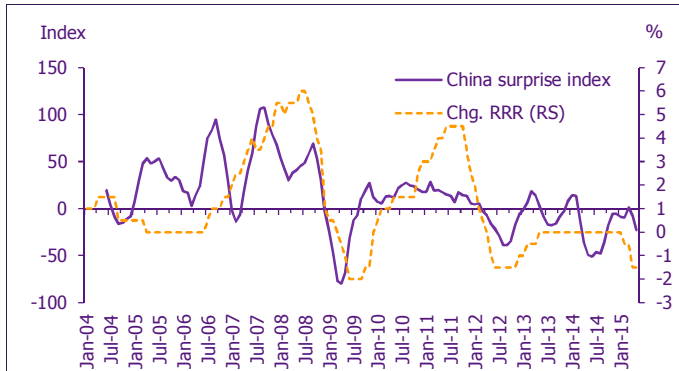
Figure 31: การส่งออกไทยแยกตามตลาด (10 อันดับแรก)



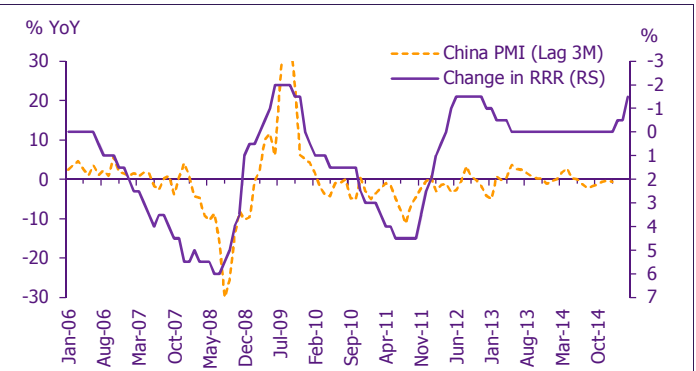
Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

ข้อมูลที่นำพิสดวง
หมายความว่าจีนจะใช้
นโยบายการเงินและการคลัง
แบบผ่อนคลายเป็นพิเศษ

Figure 32 ด้านล่างแสดงให้เห็นว่าหน่วยงานกำกับดูแลการเงินของจีนตอบสนองต่อตัวเลขเศรษฐกิจที่อ่อนแอกว่าคาดอย่างต่อเนื่อง โดยนับถึงปัจจุบันมีการปรับลดสัดส่วนการกันสำรองของธนาคารพาณิชย์ (RRR) ลงมาแล้ว 3 ครั้ง และลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลงมาแล้ว 2 ครั้ง อย่างไรก็ตาม สิ่งที่น่าสนใจคือ วัฏจักรธุรกิจ (business cycle) ตามที่วัดได้จากดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อ (PMI) ยังไม่ได้ตอบสนองต่อนโยบายการเงินที่ผ่อนคลายเป็นพิเศษ (ลดอัตราดอกเบี้ย) และมาตรการบริหารจัดการเงินทุน (ลด RRR) ดังที่เห็นได้ใน Figure 33 ทั้งนี้ นอกเหนือจากความพยายามของรัฐบาลจีนในการแก้ปัญหาหนี้ในระบบ ซึ่งจะส่งผลทำให้การขยายสินเชื่อชะลอตัวลง และอัตราการขยายตัวของเศรษฐกิจลดลงแล้ว ก็ยังมีความชัดเจนว่าทำไม business cycle โดยรวมของจีนจึงยังไม่ปรับตัวดีขึ้นตามการดำเนินนโยบายการเงินแบบผ่อนคลายเป็นพิเศษ

Figure 32: ดัชนี China surprise index เทียบกับการเปลี่ยนแปลงใน RRR

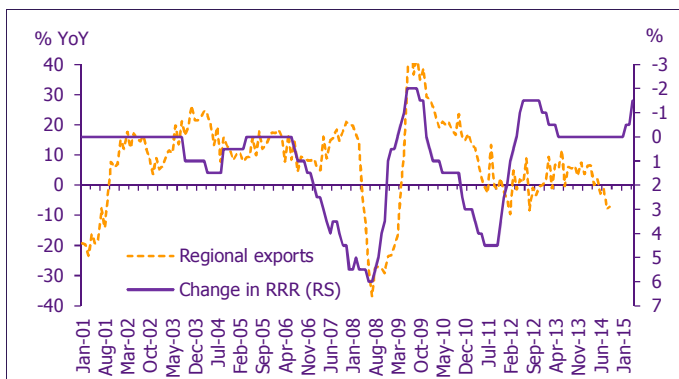
Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

Figure 33: business cycle ของจีนไม่ได้ตอบสนองต่อการเปลี่ยนแปลงใน RRR

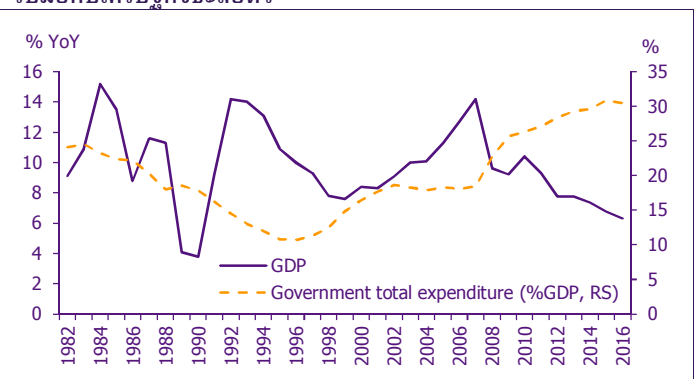
Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

ภูมิภาคเอเชียโดยรวมดูเหมือนจะเริ่มรู้สึกถึงผลกระทบของเศรษฐกิจจีนชะลอตัว

ภาวะเศรษฐกิจจีนชะลอตัวดูเหมือนกำลังสร้างแรงกดดันขาลงอย่างหนักต่อภูมิภาคเอเชียในวงกว้างมากขึ้น Figure 34 แสดงให้เห็นว่าอุปสงค์ผลิตภัณฑ์ในตลาดภูมิภาคของประเทศจีนปรับตัวเพิ่มขึ้นตามความพยายามผ่อนคลายนโยบายการเงิน แต่ผลดังกล่าวยังไม่เกิดขึ้นให้เห็นในวัฏจักรรอบนี้ ณ จุดนี้ มีเหตุการณ์ 2-3 อย่างที่สามารถคาดการณ์ได้ คือ 1) หน่วยงานกำกับดูแลภาคการเงินของจีนจะมองหาโอกาสที่จะลด RRR ลงอีกอย่างมากจากอัตราปัจจุบันที่ 18.5% และ 2) รัฐบาลจีนอาจจะต้องรับมือกับ business cycle ชะลอตัวด้วยการใช้จ่ายลงทุนภาครัฐในเชิงรุกมากขึ้น (Figure 35) หรือกระตุ้นให้ธนาคารพาณิชย์ปล่อยกู้ให้แก่ประชาชนเพิ่มมากขึ้น

Figure 34: อุปสงค์สินค้าต่างประเทศยังมีน้อย

Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

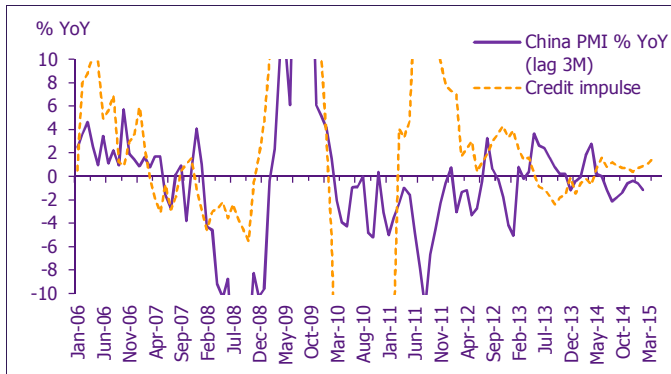
Figure 35: มีสัญญาณบางอย่างที่ชี้ให้เห็นว่ารัฐบาลจีนตั้งเป้าที่จะรับมือกับเศรษฐกิจชะลอตัว

Source: IMF, SCBS Investment Research

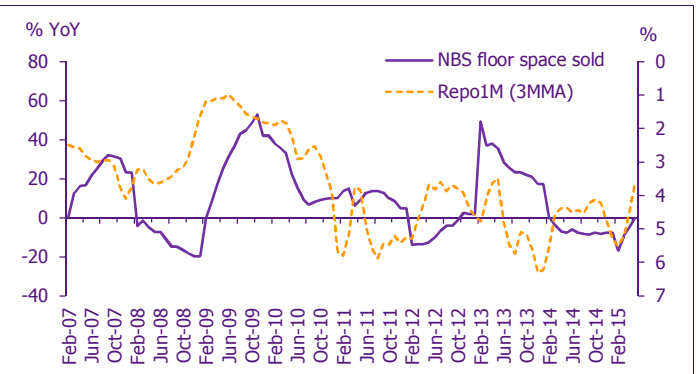
ปริมาณสินเชื่อที่เพิ่มขึ้นส่งสัญญาณถึงภาวะเศรษฐกิจที่ปรับตัวดีขึ้น

business cycle ที่ชะลอตัวลงในจีนดูเหมือนจะส่งผลกระทบในวงกว้างมากขึ้นต่อเศรษฐกิจในภูมิภาคเอเชียผ่านทางการค้าระหว่างประเทศ (Figure 34) เนื่องจากจีนเป็นตลาดส่งออกรายใหญ่สุดของไทย (14.7% ของการส่งออกทั้งหมด) ดังนั้นเราจะไม่รู้สึกแปลกใจหากพบว่าอัตราการขยายตัวของส่งออกของไทยอยู่ในระดับที่ค่อนข้างทรงตัวในอนาคตรอบนี้ ในขณะที่ยังไม่มีความชัดเจนถึงการฟื้นตัวอย่างแข็งแกร่งของเศรษฐกิจในจีน แต่เครื่องชี้เศรษฐกิจหลายๆ ตัว เช่น ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อ ข้อมูลเกี่ยวกับตลาดอสังหาริมทรัพย์บางอย่าง และตลาดเงินที่คลายความตึงตัว (Figure 36-37) น่าจะช่วยให้มั่นใจได้ว่าเศรษฐกิจขยายตัวในอนาคต พัฒนาการเชิงบวกอีกอย่างหนึ่งที่น่าจะเป็นเครื่องชี้ว่าเศรษฐกิจปรับตัวดีขึ้น คือ ปริมาณสินเชื่อที่เพิ่มขึ้น (Figure 36) นอกจากนี้ต้นทุนทางการเงินที่ลดลงและสัญญาณบางอย่างที่บ่งบอกถึงการฟื้นตัวของตลาดอสังหาริมทรัพย์ (Figure 37) อาจจะเป็นเครื่องชี้ที่น่าอย่างแรกๆ ถึงเศรษฐกิจที่เติบโตอย่างมีเสถียรภาพในจีน

Figure 36: PMI ของจีน, ปริมาณสินเชื่อ (Credit impulse)



Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

Figure 37: NBS floor space sold และอัตราดอกเบี้ยตลาดซื้อคืน
พันธบัตรระยะ 1 เดือน

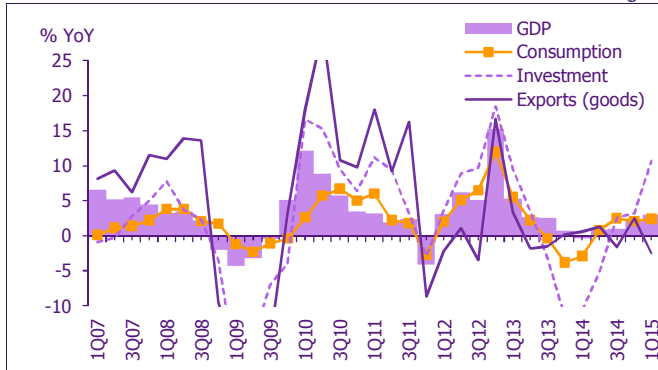
Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

อัตราการขยายตัวของ
เศรษฐกิจน่าจะทำได้ต่ำสุดไป
แล้วในไตรมาส 1/58

เศรษฐกิจไทย

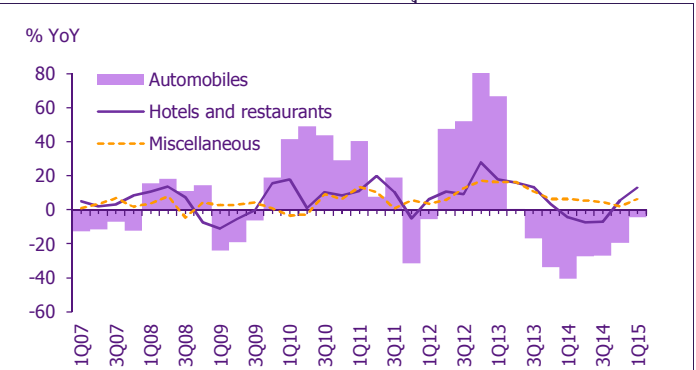
เศรษฐกิจไทยยังคงขยายตัวต่ำโดยมีสาเหตุหลักๆ มาจากอุปสงค์ภายนอกประเทศในระดับต่ำมาก การส่งออกของไทยปรับตัวลดลงสู่ระดับที่มีอัตราการเติบโตติดลบ 4 เดือนติดต่อกันแล้ว อย่างไรก็ตาม เมื่อมองที่ GDP ไตรมาส 1/58 เราจะพบว่ามีสัญญาณที่ดีบางอย่างสำหรับประเทศไทย ซึ่งทำให้เราค่อนข้างมั่นใจว่าเศรษฐกิจไทยปรับตัวลงถึงจุดต่ำสุดไปแล้ว สิ่งแรกที่เราค้นพบ คือ อุปสงค์ในประเทศเริ่มปรับตัวเพิ่มขึ้นในไตรมาส 1/58 เนื่องจากการอุปโภคบริโภคภาคเอกชนเติบโตปานกลางที่ 2.4% YoY เทียบกับที่เติบโตเพียง 0.6% ในปี 2557 จุดอ่อนยังคงอยู่ที่การใช้จ่ายในสินค้าคงทน ในขณะที่การใช้จ่ายในสินค้าจำเป็นปรับตัวเพิ่มขึ้นในอัตราที่น่าพอใจ ปัจจัยบวกอีกอย่างหนึ่ง คือ การลงทุนในประเทศปรับตัวเพิ่มขึ้นมาก (10.7% YoY) นอกจากนี้สิ่งที่น่าสนใจก็คือรัฐบาลเริ่มสามารถทำตามสัญญาที่ให้ไว้ได้ เนื่องจากการลงทุนภาครัฐปรับตัวเพิ่มขึ้นถึง 37.8% แม้การเติบโตเกิดจากฐานต่ำในช่วงเดียวกันของปีก่อน แต่พัฒนาการในระยะหลังส่วนใหญ่ยังคงน่าประทับใจ ในส่วนของแนวโน้มเศรษฐกิจ คาดว่า GDP จะขยายตัว 3% ในปีนี้ (อิงกับตัวเลขคาดการณ์ของ SCB Economic Intelligence Center) และอัตราเงินเฟ้อจะอยู่ที่ 0.7% ปัจจัยสนับสนุนที่สำคัญมาจากองค์ประกอบในประเทศ คือ การอุปโภคบริโภคภาคเอกชน (1.4% YoY) การใช้จ่ายภาครัฐ (3%) และการลงทุน (3.7%) ในขณะที่กิจกรรมทางเศรษฐกิจระหว่างประเทศยังไม่แสดงสัญญาณฟื้นตัวอย่างมีนัยสำคัญ เนื่องจากคาดว่าจะการส่งออกจะหดตัวลง -1.3% YoY และการนำเข้าจะปรับตัวลงแรงกว่าที่ -5% ซึ่งจะส่งผลทำให้ดุลบัญชีเดินสะพัดเกินดุลจำนวนมากถึง 2.7 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐ เทียบกับดุลบัญชีเดินสะพัดที่เกินดุลจำนวนมากอยู่แล้วถึง 1.31 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐในปีที่ผ่านมา

Figure 38: อัตราการขยายตัวของ GDP และองค์ประกอบที่สำคัญ



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

Figure 39: องค์ประกอบบางส่วนของ การอุปโภคบริโภคภาคเอกชน

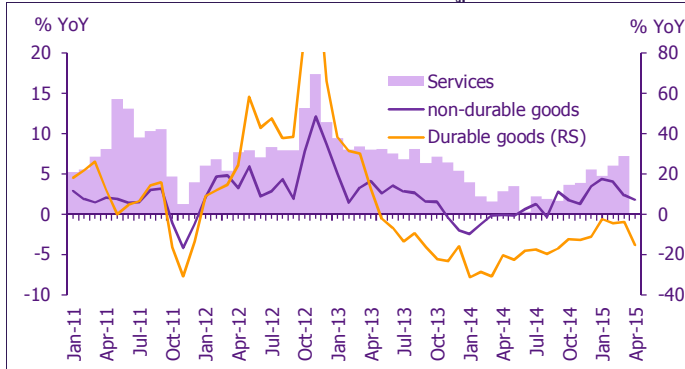


Source: NESDB, SCBS Investment Research

การอุปโภคบริโภคในประเทศมี
แนวโน้มฟื้นตัวดีขึ้น

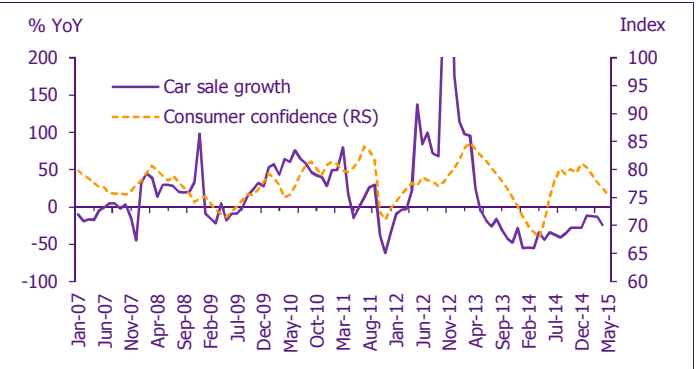
ในขณะที่การอุปโภคบริโภคภาคเอกชนยังคงเป็นองค์ประกอบใหญ่สุดของเศรษฐกิจไทย (50% ของ GDP) แต่การใช้จ่ายมากขึ้นซึ่งได้รับแรงกระตุ้นจากนโยบายรัฐบาล (หลักๆ คือ นโยบายรถคันแรก) และวิกฤตหลังน้ำท่วมส่งผลกระทบต่ออัตราการขยายตัวของการอุปโภคบริโภคต่อเนื่องมาจนถึงปัจจุบัน Chart 40 แสดงให้เห็นว่าผู้บริโภคไทยใช้จ่ายเงินเพื่อซื้อสินค้าคงทน เช่น รถยนต์ มากเกินไปในระหว่างปี 2555-56 (Figure 40-41) ซึ่งหนุนให้สินเชื่อเพื่อการอุปโภคบริโภคเติบโตสูงถึง 22% YoY (Figure 42) แต่ในที่สุดสถานการณ์ความวุ่นวายทางการเมืองและภาวะเศรษฐกิจชะลอตัวก็ทำให้การใช้จ่ายอุปโภคบริโภคมากขึ้นไปสิ้นสุดลง เนื่องจากข้อมูลแสดงให้เห็นว่า การใช้จ่ายอุปโภคบริโภคทุกประเภท (สินค้าคงทน สินค้าไม่คงทน และบริการ) ปรับตัวลดลงอย่างมากในปี 2556-57 เศรษฐกิจชะลอตัวลงถึงจุดต่ำสุดตอนต้นปี 2557 แต่การฟื้นตัวเกิดขึ้นช้ามาก โดยเฉพาะการใช้จ่ายในสินค้าคงทน อย่างไรก็ตาม การใช้จ่ายภายในประเทศโดยรวมได้รับปัจจัยหนุนจากการฟื้นตัวอย่างรวดเร็วและแข็งแกร่งของภาคบริการ

Figure 40: การใช้จ่ายเพื่อซื้อสินค้าคงทนยังอยู่ในระดับต่ำ



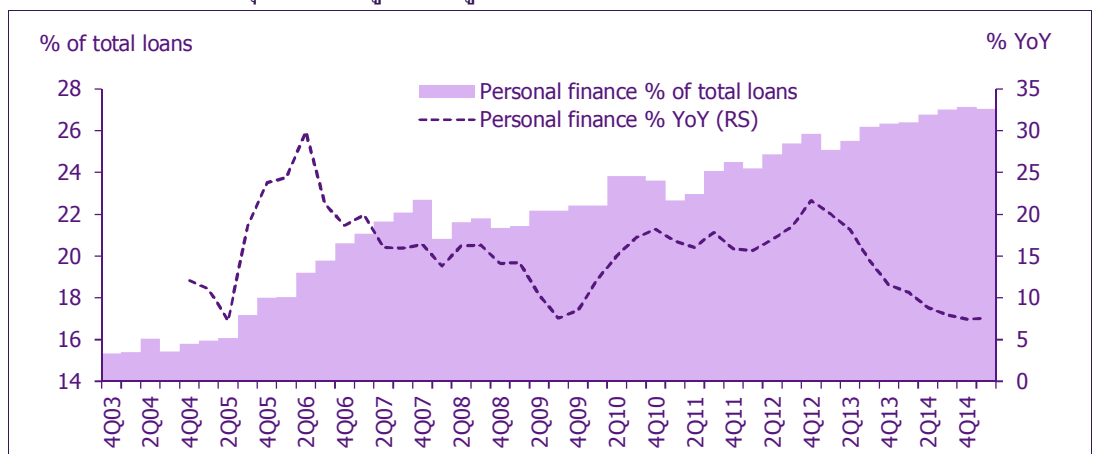
Source: Bank of Thailand (BoT), SCBS Investment Research

Figure 41: ยอดขายรถยนต์หดตัวอย่างต่อเนื่อง



Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

Figure 42: สินเชื่อส่วนบุคคลยังคงอยู่ในระดับสูง แต่เติบโตในอัตราที่ชะลอลงมาก

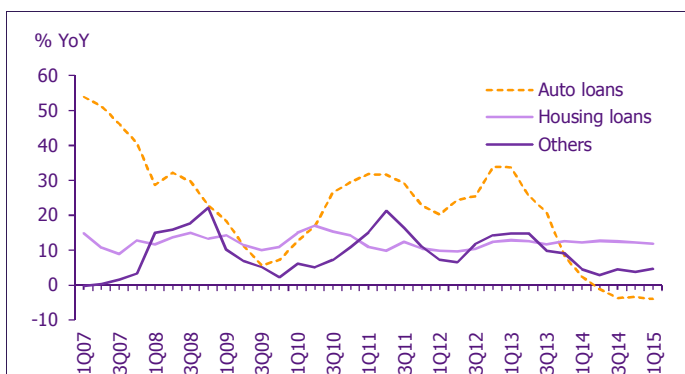


Source: BoT, SCBS Investment Research

หนี้ครัวเรือนสูงยังคงตามมา
หลอกหลอน?

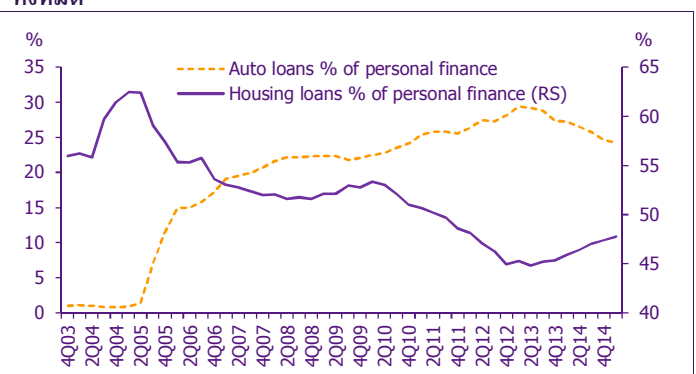
ความจริงแล้วเรามีความกังวลเช่นเดียวกันว่าหนี้ครัวเรือนของประเทศไทยปรับตัวเพิ่มขึ้นเร็วเกินไปในระหว่างปี 2555-56 อย่างไรก็ดี ณ จุดนี้ เรามองว่าความกังวลดังกล่าวมีมากเกินไป และมีสัญญาณบางอย่างว่าปัญหาเกี่ยวกับหนี้ครัวเรือนอาจจะผ่อนคลายลงบ้างแล้ว เราตระหนักดีว่าสินเชื่อรถยนต์เป็นหนึ่งในปัจจัยสำคัญที่ทำให้หนี้ครัวเรือนปรับตัวเพิ่มขึ้น และปัจจุบันยังอยู่ในช่วงของการชะลอตัว (ดู Figure 43 และ 44) ในขณะที่สินเชื่อประเภทอื่นๆ ดูเหมือนจะอยู่ในระดับที่ค่อนข้างทรงตัว

Figure 43: การขยายสินเชื่อภาคครัวเรือนจำแนกตามประเภท



Source: BoT, SCBS Investment Research

Figure 44: สินเชื่อรถยนต์คิดเป็นเปอร์เซ็นต์ของสินเชื่อภาคครัวเรือนทั้งหมด

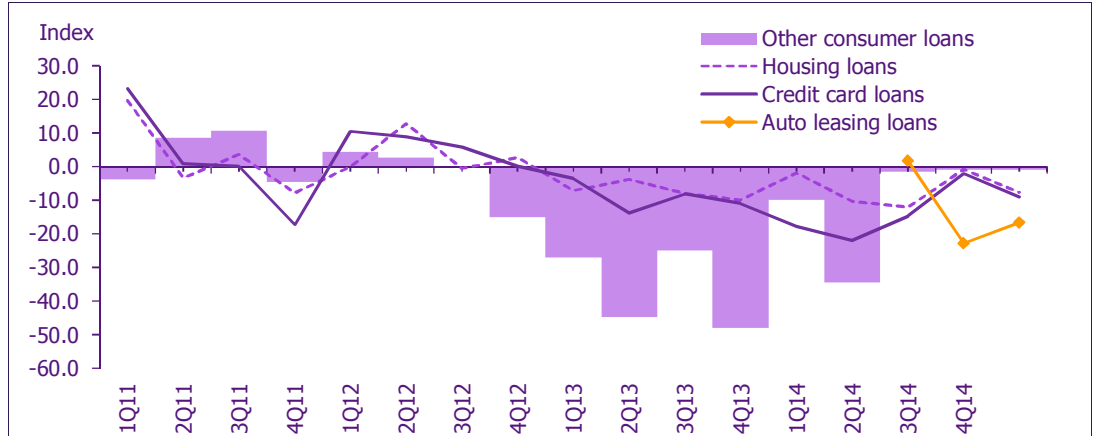


Source: BoT, SCBS Investment Research

เริ่มเห็นสัญญาณฟื้นตัว?

จากรายงานการสำรวจภาวะการปล่อยสินเชื่อของสถาบันการเงินที่จัดทำโดย ธปท. พบว่า ความต้องการสินเชื่อทุกประเภทครอบคลุมตั้งแต่สินเชื่อที่อยู่อาศัยไปจนถึงสินเชื่อรถยนต์ ยังคงเป็นบวกแม้ไม่เม่นเต็มซะโลตัวลง อย่างไรก็ตาม ภาวะสินเชื่อโดยรวมค่อนข้างดี ตัว เนื่องจากสถาบันการเงินมีความกังวลเกี่ยวกับสินเชื่อที่ไม่ก่อให้เกิดรายได้ที่อาจเกิดขึ้น เพราะภาวะเศรษฐกิจปรับตัวแย่ลง ข้อมูลล่าสุดของ ธปท. ระบุว่ามาตรฐานการปล่อยสินเชื่อของสถาบันการเงินไทยดูเหมือนจะมีความเข้มงวดมากที่สุดในไตรมาส 2/57 ก่อนที่จะเริ่มผ่อนคลายลงบ้างเล็กน้อย (Figure 45) มาตรฐานการปล่อยสินเชื่อรถยนต์ผ่อนคลายลงบ้างเล็กน้อยแม้ยังคงความเข้มงวดอยู่ พัฒนาการดังกล่าวสอดคล้องกับสิ่งที่เราเคยพูดไปก่อนหน้านี้ว่ากิจกรรมในอุตสาหกรรมรถยนต์ยังคงอยู่ในช่วงของการชะงักงัน และจะต้องใช้เวลาระยะหนึ่งก่อนที่ธุรกิจจะปรับตัวดีขึ้น เรือโน้ไขเบื่องต้นอย่างหนึ่งที่จะสนับสนุนการฟื้นตัว คือ การฟื้นตัวของความเชื่อมั่นผู้บริโภคโดยรวม ซึ่งในตอนนี้มีแนวโน้มปรับตัวลดลงอย่างต่อเนื่อง (Figure 41)

Figure 45: การสำรวจภาวะการปล่อยสินเชื่อของสถาบันการเงินที่จัดทำโดย ธปท. - มาตรฐานการปล่อยสินเชื่อภาคครัวเรือนบางประเภท

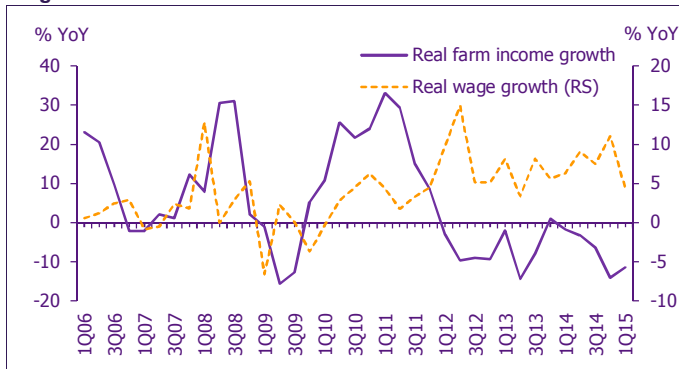


Source: BoT, SCBS Investment Research

รายได้ของฟาร์มบริโภคเป็นหนึ่งในปัจจัยเสี่ยงต่อการฟื้นตัวของภาคอุปโภคบริโภค

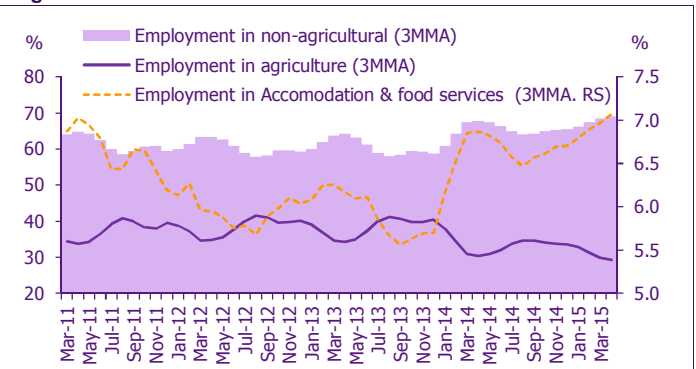
ไม่มีอะไรที่ได้มาโดยไม่มีความเสี่ยง หนึ่งในปัจจัยเสี่ยงหลักๆ ต่อการฟื้นตัวของภาคอุปโภคบริโภคของประเทศไทยอยู่ที่ด้านรายได้ ในขณะที่ตลาดแรงงานโดยรวมยังมีเสถียรภาพอย่างมาก โดยอัตราการว่างงานอยู่ในระดับต่ำเพียง 0.8% (เม.ย. 2558) แต่ค่าจ้างได้รับผลกระทบจากภาวะเศรษฐกิจชะลอตัว อัตราการเติบโตของค่าจ้างที่ปรับปรุงอัตราเงินเฟ้อแล้วในภาคที่ไม่ใช่การเกษตรดูเหมือนจะเพิ่มขึ้นได้ดี ในทางกลับกัน อัตราค่าจ้างในภาคการเกษตรได้รับผลกระทบจากรายได้เกษตรกรที่ปรับตัวลดลงมากตั้งแต่ปี 2555 และยังไม่มีความยืดหยุ่นปรับตัวเพิ่มขึ้นในปัจจุบัน อย่างไรก็ตาม พัฒนาการเชิงบวก คือ ดูเหมือนว่าจะมีการย้ายถิ่นแรงงานจากภาคการเกษตรไปยังภาคอื่นๆ เช่น บริการ และการผลิต (Figure 47) เนื่องจากโดยปกติแล้วภาคบริการและภาคการผลิตสร้างมูลค่าเพิ่มและผลิตภาพได้สูงกว่าภาคการเกษตร ดังนั้นสภาพความเป็นอยู่ของแรงงานน่าจะปรับตัวดีขึ้นในอนาคตอันใกล้

Figure 46: รายได้เกษตรกร และอัตราค่าจ้างเฉลี่ย



Source: BoT, SCBS Investment Research

Figure 47: โครงสร้างกำลังแรงงาน – โยกออกจากภาคการเกษตร

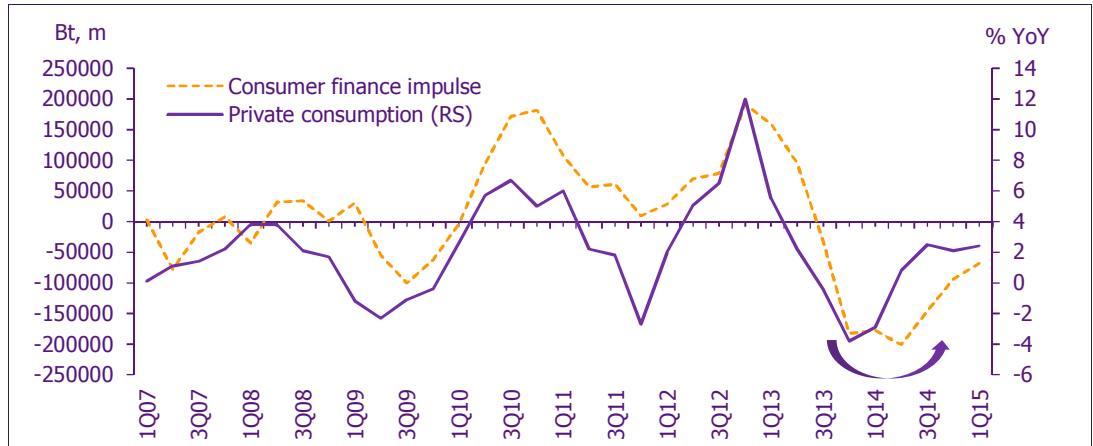


Source: BoT, SCBS Investment Research

บทสรุปเรื่องการอุปโภคบริโภค คือ “การอุปโภคบริโภคปรับตัวลงถึงจุดต่ำสุดแล้ว และมีแนวโน้มค่อยๆ ฟื้นตัวเพิ่มขึ้น”

ก่อนที่จะพูดถึงองค์ประกอบทางเศรษฐกิจส่วนอื่นๆ เราขอสรุปมุมมองของเราว่าการชำระคืนหนี้ของภาคครัวเรือนอาจจะสิ้นสุดลงแล้วตอนต้นไตรมาส 1/57 แม้การฟื้นตัวจะเป็นไปในลักษณะค่อยเป็นค่อยไป วิธีหนึ่งที่เรานำมาใช้ดูแนวโน้มการใช้จ่ายของผู้บริโภค (นอกเหนือจากความเชื่อมั่นผู้บริโภค) คือ ปริมาณสินเชื่อภาคครัวเรือนที่เพิ่มขึ้น และเราทราบมาว่าข้อมูลดังกล่าวฟื้นตัวได้ดีพร้อมๆ กับการใช้จ่ายอุปโภคบริโภคภาคเอกชนที่ปรับตัวดีขึ้น (Figure 48) สิ่งที่เราหวังคือ การฟื้นตัวที่กำลังจะเกิดขึ้นมีแนวโน้มที่จะไม่สมดุล เนื่องจากประชาชนในระดับรากหญ้ายังไม่ได้ใช้จ่ายเพิ่มเพราะรายได้เกษตรกรปรับตัวลดลง ปริมาณสินเชื่อที่เพิ่มขึ้นซึ่งเราเห็นได้ใน Figure ด้านล่าง หลักๆ สะท้อนถึงการใช้จ่ายเพิ่มขึ้นของกลุ่มคนที่มีความน่าเชื่อถือทางเครดิต

Figure 48: สินเชื่อภาคครัวเรือนและการอุปโภคบริโภคมีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้น

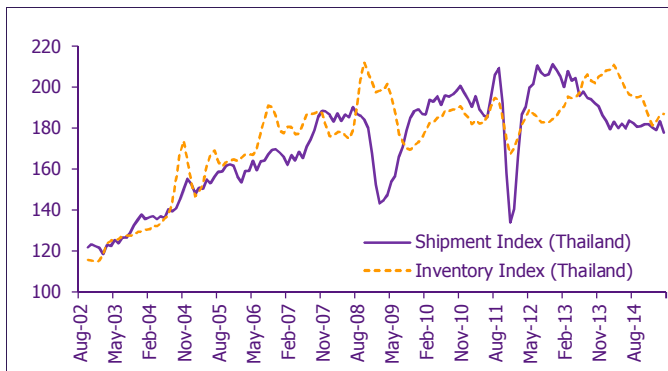


Source: BoT, SCBS Investment Research

ในที่สุดแล้วการติดตามระดับสินค้าคงเหลือ: ให้พลที่คุ้มค่า

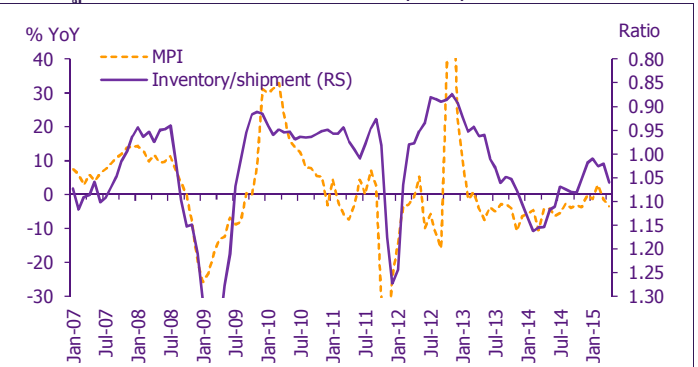
ผู้อ่านที่ติดตามบทวิเคราะห์หลักยุทธ์ของเราจะพบว่าเราให้ความสนใจอย่างมากต่อการปรับปรุงสินค้าคงเหลือในประเทศเพื่อให้สามารถมองเห็นสัญญาณเริ่มแรกของการฟื้นตัวทางเศรษฐกิจ ทั้งนี้การลดระดับสินค้าคงเหลือจากร้อยอัตราการขยายตัวของเศรษฐกิจมากกว่า 2% ในปีที่ผ่านมา ในทางการกลับกัน เมื่อมีการจัดเก็บสินค้าคงเหลือเพิ่มเกิดขึ้น ก็จะส่งผลทำให้เศรษฐกิจกลับมาเติบโตได้ในทันที การคาดการณ์ของเราเกี่ยวกับแนวโน้มการจัดเก็บสินค้าคงเหลือย้อนกลับไปในเดือน มี.ค. ได้พิสูจน์ให้เห็นแล้วว่าค่อนข้างแม่นยำ เนื่องจากข้อมูลที่จัดทำโดยสำนักงานคณะกรรมการพัฒนาการเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ (สศช.) แสดงให้เห็นว่าประเทศไทยเริ่มรายงานสินค้าคงเหลือเพิ่มขึ้นตั้งแต่ไตรมาส 4/57 และเกิดขึ้นต่อเนื่องมายังไตรมาส 1/58 ทั้งนี้สินค้าคงเหลือหดตัวลงในไตรมาส 4/57 ภายใต้วิธีการคำนวณ GDP แบบเดิม ดัชนีสินค้าสำเร็จรูปคงคลังที่รวบรวมโดยสำนักงานเศรษฐกิจอุตสาหกรรม (สศอ.) แสดงให้เห็นว่าดัชนีสินค้าสำเร็จรูปคงคลังฟื้นตัวขึ้นมาเล็กน้อย ในขณะที่ดัชนีการส่งสินค้าปรับตัวลดลงเล็กน้อย (Figure 49) อย่างไรก็ตาม เราจะไม่ให้ความสำคัญกับข้อมูลเดือน เม.ย. มากนักเนื่องจากโดยปกติแล้วข้อมูลเดือน เม.ย. มักจะบิดเบือนเพราะมีวันหยุดยาวในเดือนดังกล่าว

Figure 49: ดัชนีสินค้าสำเร็จรูปคงคลังและดัชนีขนส่งสินค้าของ สศอ.



Source: The Office of Industrial Economics (OIE), SCBS Investment Research

Figure 50: ดัชนีผลผลิตภาคอุตสาหกรรม และอัตราส่วนสินค้าสำเร็จรูปคงคลังเทียบกับการขนส่งสินค้า (สศอ.)

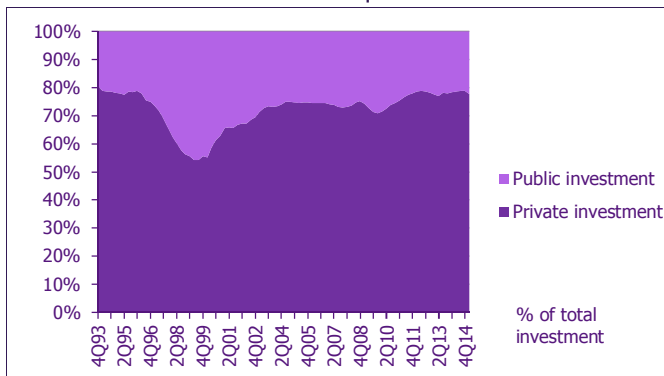


Source: OIE, SCBS Investment Research

จับตาวัฏจักรการลงทุนรอบต่อไป

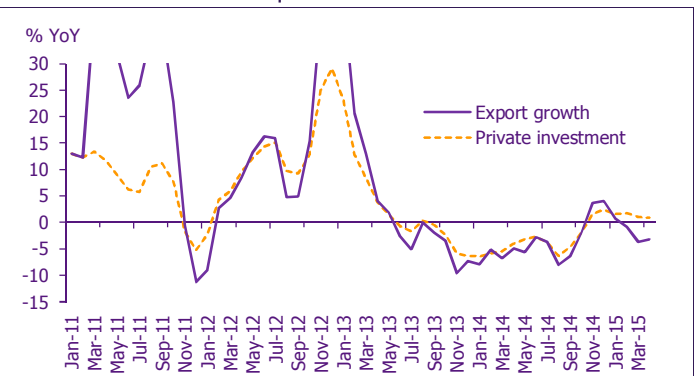
ภายใต้ภาวะเศรษฐกิจปัจจุบันที่การอุปโภคบริโภคในประเทศฟื้นตัวอย่างช้าๆ และการขนส่งสินค้าขาออกลดลงอย่างต่อเนื่อง การลงทุนในประเทศที่ฟื้นตัวขึ้นจึงเป็นตัวเลือกที่เห็นได้ชัดเจนเพียงอย่างเดียวที่จะช่วยสนับสนุนให้เศรษฐกิจของประเทศไทยกลับมาไม่เม่นต้มที่ดีขึ้น และเนื่องจากความจริงแล้วการลงทุนภาคเอกชนพึ่งพาการส่งออกเป็นส่วนใหญ่ (Figure 52) ตัวเลือกที่ยังเหลืออยู่เพียงอย่างเดียว คือ การลงทุนที่เกี่ยวข้องกับภาครัฐ มีองค์ประกอบหลักๆ 2 อย่างสำหรับการลงทุนภาครัฐ คือ (1) การลงทุนภายใต้งบประมาณประจำปีของรัฐบาล และ (2) การลงทุนภายใต้แผนพัฒนาโครงสร้างพื้นฐาน ปัจจุบันวิธีที่มีประสิทธิภาพมากที่สุดในการวัดประสิทธิภาพของรัฐบาล คือ การติดตามดูการเบิกจ่ายงบประมาณลงทุน ทั้งนี้ต้องยอมรับว่าการเบิกจ่ายงบประมาณล่าช้าในช่วง 2-3 เดือนแรกของปีงบประมาณ โดยเกิดจากหลายเหตุผลด้วยกัน เช่น การเพิ่มความโปร่งใสของโครงการ แต่ไม่เม่นต้มดูเหมือนจะดีขึ้นมากดังเห็นได้ใน Figure 53 ซึ่งสอดคล้องกับการเบิกจ่ายงบประมาณภาครัฐได้มากขึ้นดังแสดงใน Figure 54

Figure 51: องค์ประกอบการลงทุนของประเทศไทย



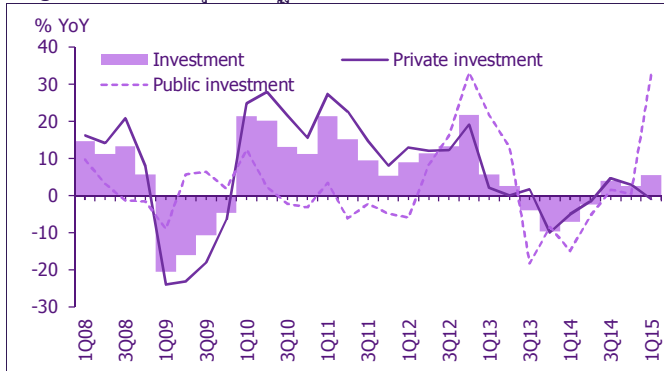
Source: NESDB, SCBS Investment Research

Figure 52: แนวโน้มการลงทุนภาคเอกชนยังไม่สดใส



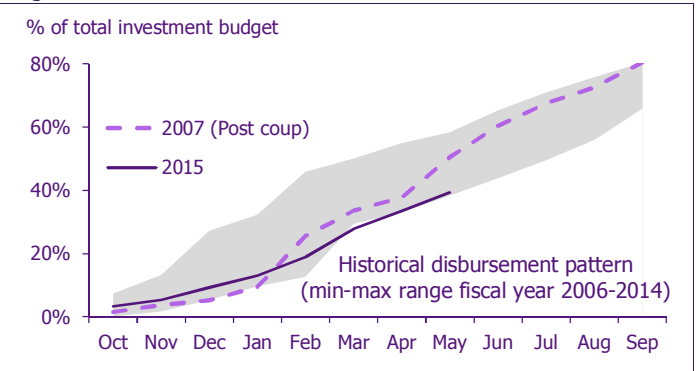
Source: NESDB, SCBS Investment Research

Figure 53: การลงทุนภาครัฐปรับตัวดีขึ้น



Source: BoT, SCBS Investment Research

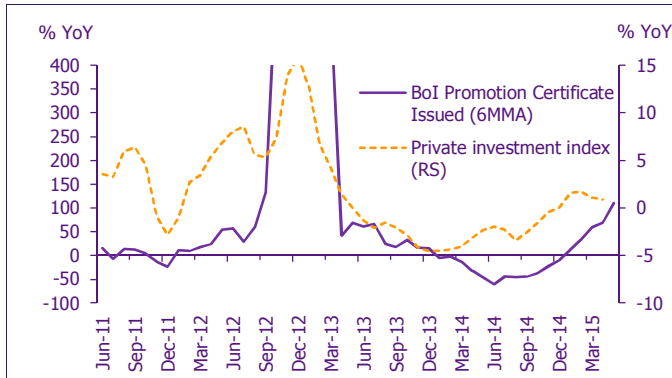
Figure 54: การเบิกจ่ายงบประมาณ



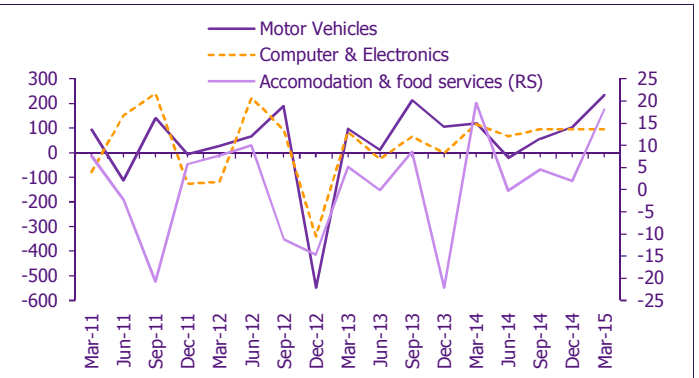
Source: Fiscal Policy Office (FPO), SCBS Investment Research

FDI แลข้อมูลจาก Bol ส่งสัญญาณถึงแนวโน้มการลงทุนที่ดีขึ้น

วิธีอีกอย่างหนึ่งที่สามารถใช้ดูแนวโน้มการลงทุนในอนาคต ได้ คือ การติดตามดูเม็ดเงินที่ต่างชาตินำเข้ามาลงทุนในประเทศไทย ขั้นตอนแรก คือ ดูที่ข้อมูลจากสำนักงานคณะกรรมการส่งเสริมการลงทุน (BoI) ซึ่งเปิดเผยว่ายอดการออกบัตรส่งเสริมการลงทุนทำจุดต่ำสุดตอนกลางปี 2557 และหลังจากนั้นก็ฟื้นตัวขึ้นอย่างมากดังแสดงใน Figure 55 ข้อมูลที่เพิ่มขึ้นจาก BoI สอดคล้องกับ FDI ของประเทศไทยที่แสดงสัญญาณให้เห็นบ้างแล้วถึงการฟื้นตัวเล็กน้อยในไตรมาส 1/58 กลุ่มอุตสาหกรรม 3 กลุ่มที่มี FDI ไหลเข้ามาจำนวนมาก คือ (1) ยานยนต์ (2) คอมพิวเตอร์และอิเล็กทรอนิกส์ และ (3) สถานที่พักและบริการอาหาร ทั้งนี้ 3 กลุ่มนี้รวมกันคิดเป็นสัดส่วน 37% ของ FDI ทั้งหมด

Figure 55: ยอดการออกบัตรส่งเสริมการลงทุนของ BoI ทำจุดต่ำสุดตอนกลางปี 2557

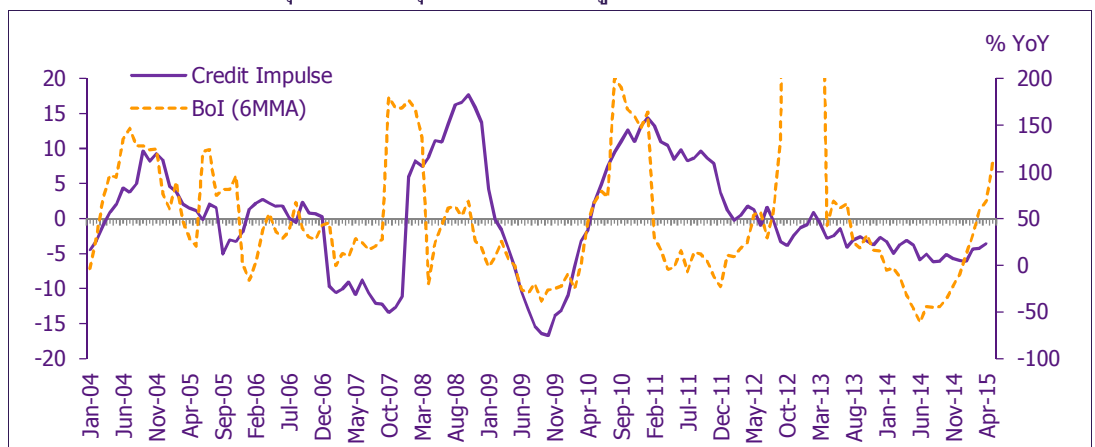
Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

Figure 56: กลุ่มอุตสาหกรรมที่ FDI มีสัญญาณฟื้นตัวดีขึ้นมาก

Source: Board of Investment (BoI), SCBS Investment Research

ปัจจัยที่น่าจะช่วยกระตุ้นให้ สินเชื่อบีบโต

ในขณะที่ไม่มีกฎเกณฑ์ตายตัวว่ากิจกรรมการลงทุนของต่างชาติจะกระตุ้นให้มีการปล่อยสินเชื่อเพิ่มมากขึ้น แต่ข้อมูลในอดีตแสดงให้เห็นว่ากิจกรรมของ BoI มีค่า correlation ค่อนข้างสูงกับการเติบโตของสินเชื่อ (Figure 57) เครื่องชี้ว่าการขยายตัวของสินเชื่อของธนาคารพาณิชย์ คือ ปริมาณสินเชื่อ ซึ่งอยู่ในแนวโน้มขาลงมาตั้งแต่ทำจุดสูงสุดครั้งก่อนตอนต้นปี 2554 ซึ่งน่าจะมีสาเหตุมาจาก: 1) สถานการณ์น้ำท่วมครั้งใหญ่ในปี 2554 และ 2) สถานการณ์ความไม่สงบทางการเมืองที่เกิดขึ้นอย่างต่อเนื่องในช่วง 2-3 ปีที่ผ่านมา สิ่งที่น่าจับตา คือ การขยายตัวของสินเชื่อจะตอบสนองอย่างไรกับกิจกรรมการลงทุนใหม่ๆ ที่กำลังจะเกิดขึ้น เรามองว่าสภาพคล่องในประเทศโดยรวมยังคงมีอยู่มากเกินพอ แต่กิจกรรมทางธุรกิจยังคงได้รับผลกระทบจากความเชื่อมั่นระดับต่ำและปรับตัวลดลง และเรายังคงเชื่อว่านโยบายรัฐบาล (ถ้าประกาศใช้ด้วยประสิทธิภาพสูง) จะสามารถเรียกความเชื่อมั่นให้กลับคืนมาได้ และจะช่วยสนับสนุนให้สินเชื่อเติบโตเพิ่มขึ้น ซึ่งจะเป็นเป็นส่วนประกอบสำคัญอย่างหนึ่งในการกระตุ้นให้เศรษฐกิจฟื้นตัว

Figure 57: กิจกรรมการลงทุนที่เพิ่มขึ้นหนุนให้สินเชื่อเติบโตสูงขึ้น

Source: BoT, SCBS Investment Research

Figure 58: ประมาณการตัวเลขเศรษฐกิจที่สำคัญโดย EIC

Key Indicators	2014		Actual				EIC forecast				Consensus	BOT
	Share (%)	Unit	2014	14Q3	14Q4	15Q1	15Q2	15Q3	15Q4	2015	2015	2015
Real GDP Growth		% YOY	0.70%	0.60%	2.30%	3.40%	3.00%	2.70%	2.70%	3.00%	3.70%	3.80%
Demand side												
Private consumption	50.6%	%YOY	0.3%	2.2%	1.9%	2.1%	0.6%	1.2%	1.6%	1.4%	2.8%	2.4%
Public consumption	10.5%	%YOY	2.8%	0.4%	5.5%	6.5%	1.5%	2.3%	2.3%	3.0%		4.2%
Investment (GFCF)	21.0%	%YOY	-2.8%	2.9%	3.2%	2.4%	1.1%	3.0%	8.6%	3.7%	5.2%	
Private investment	16.6%	%YOY	-1.9%	3.9%	4.1%	-1.0%	0.2%	2.3%	8.7%	2.5%		3.1%
Public investment	4.4%	%YOY	-6.1%	-0.8%	-0.3%	17.0%	4.4%	5.8%	8.0%	8.4%		8.0%
Supply-side												
Agriculture	8.3%	%YOY	1.1%	1.6%	-1.6%	-1.9%	-2.1%	1.3%	5.2%	0.8%		
Manufacturing	37.4%	%YOY	-1.1%	-0.7%	0.7%	2.3%	2.6%	1.9%	3.3%	2.5%		
Services	54.3%	%YOY	1.9%	1.3%	4.1%	5.1%	4.0%	3.3%	1.9%	3.6%		
External sector												
Export of Goods (USD)		%YOY	-0.4%	-1.8%	1.6%	-4.7%	-2.1%	0.0%	1.6%	-1.3%	2.0%	80.0%
Import of Goods (USD)		%YOY	-9.0%	-1.3%	-5.6%	-6.4%	-7.7%	-6.1%	0.3%	-5.0%	3.8%	0.0%
Current account		USD bln	13.1	-0.5	8.7	8.2	4.5	4.4	9.9	27.0	15.2	4.3
Key rates												
Headline inflation		%YOY	1.9%	2.0%	1.1%	-0.5%	-0.3%	0.8%	2.5%	70.0%	0.3%	10.0%
Core inflation		%YOY	1.6%	1.8%	1.7%	1.5%	1.1%	1.3%	1.7%	1.4%		1.2%
Policy rate (RP-1D) (end period)		% p.a.	2.00%	2.00%	2.00%	1.75%	1.25%	1.25%	1.25%	1.25%		
THB/USD (end period)		THB/USD	33.0	32.4	33.0	32.6	33.0	33.5	33.5	33.5		
Oil prices -Brent (period avg.)		USD/BBL	99	102	76	54	59	62	66	60	As of Apr-15	As of Mar-15

Source: Economic Intelligence Center (EIC)

สรุปผลประกอบการไตรมาส 1/58

ผลประกอบการส่วนใหญ่เป็นไปตามคาด ในไตรมาส 1/58 บริษัทส่วนใหญ่ที่ Bloomberg มีตัวเลขคาดการณ์ผลประกอบการของนักวิเคราะห์ในตลาด รายงานผลประกอบการตามคาด ในขณะที่จำนวนบริษัทที่รายงานผลประกอบการดีกว่าคาดและแย่กว่าคาดค่อนข้างใกล้เคียงกัน โดยมีบริษัท 51 บริษัทจาก 120 บริษัท (43%) รายงานผลประกอบการไตรมาส 1/58 ตามคาด, 36 บริษัท (30%) รายงานผลประกอบการแย่กว่าคาด, และ 33 บริษัท (27%) รายงานผลประกอบการดีกว่าคาด บริษัทส่วนใหญ่ที่จดทะเบียนใน SET รายงานผลประกอบการแย่กว่าคาด บริษัทที่รายงานผลประกอบการแย่กว่าคาดส่วนใหญ่อยู่ในกลุ่มสื่อ (ทุกบริษัทรายงานผลประกอบการแย่กว่าคาด) และอสังหาริมทรัพย์ ในขณะที่บริษัทที่รายงานผลประกอบการดีกว่าคาดส่วนใหญ่อยู่ในกลุ่มอาหาร และขนส่ง กลุ่มที่รายงานผลประกอบการแย่กว่าคาดอย่างมาก คือ บริการรับเหมาก่อสร้าง (-74%) และปิโตรเคมี (-19%) ในขณะที่กลุ่มอาหาร (+64%) และท่องเที่ยว (+28%) รายงานผลประกอบการดีกว่าคาดอย่างมาก

Figure 59: ตัวเลขจริงเทียบกับประมาณการกำไรไตรมาส 1/58 ของนักวิเคราะห์ในตลาด

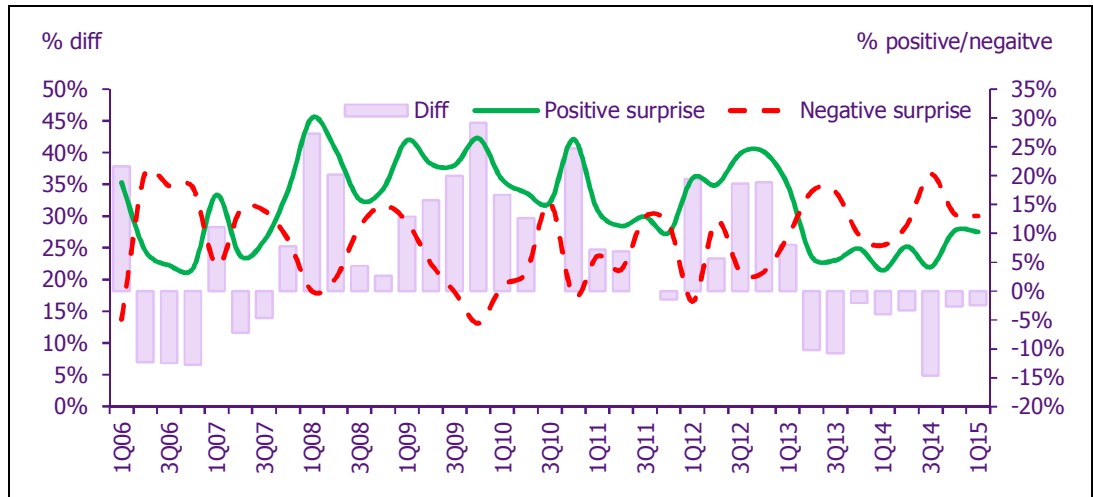
	No. Est.	1Q15F	1Q15	Consensus % Surprise	Earnings Surprise		
					Positive	Inline	Negative
Agribusiness	1	223	218	-2%	-	1	-
Automotive	3	514	490	-5%	-	2	1
Banking	10	53,273	52,347	-2%	-	8	2
Commerce	10	8,259	8,881	8%	1	8	1
Construction Materials	4	13,075	13,975	7%	2	1	1
Construction Services	6	5,970	1,582	-74%	1	2	3
Electronic Components	4	2,432	2,862	18%	3	-	1
Energy & Utilities	15	44,052	46,575	6%	5	6	4
Finance & Securities	4	3,520	3,377	-4%	1	3	-
Food & Beverage	8	3,546	5,802	64%	5	1	2
Health Care Services	4	3,262	3,492	7%	1	2	1
ICT	8	16,938	18,953	12%	3	4	1
Insurance	2	876	890	2%	-	2	-
Media & Publishing	8	2,103	2,063	-2%	-	-	8
Petrochemicals & Chemicals	3	7,519	6,070	-19%	1	1	1
Property Development	14	8,819	8,264	-6%	1	7	6
Property Fund & REITs	1	1,720	1,877	9%	-	1	-
Tourism & Leisure	2	763	973	28%	2	-	-
Transportation & Logistics	10	10,338	11,416	10%	6	1	3
mai	3	836	781	-7%	1	1	1
Total	120				33	51	36

Source: Bloomberg

ความแตกต่างของผลประกอบการที่ดี/แย่กว่าคาดแคบลง ในระหว่างปี 2550-2555 จำนวนบริษัทที่รายงานผลประกอบการดีกว่าคาดมีมากกว่าจำนวนบริษัทที่รายงานผลประกอบการแย่กว่าคาดต่อเนื่องมาจนกระทั่งไตรมาส 2/56 เมื่อโมเมนตัมดังกล่าวเปลี่ยนไป โดยจำนวนบริษัทที่รายงานผลประกอบการแย่กว่าคาดมีมากกว่าจำนวนบริษัทที่รายงานผลประกอบการดีกว่าคาด แนวโน้มเช่นนี้เกิดขึ้นต่อเนื่องมาจนถึงปัจจุบัน แต่ความแตกต่างแคบลงมาตั้งแต่ไตรมาส 4/57 เราเชื่อว่าจำนวนบริษัทที่รายงานผลประกอบการดีกว่าคาดน่าจะมีมากกว่าจำนวนบริษัทที่รายงานผลประกอบการแย่กว่าคาดอีกครั้งเมื่อโมเมนตัมเริ่มฟื้นตัวพร้อมๆ กับภาวะเศรษฐกิจที่ดีขึ้น



Figure 60: สัดส่วนบริษัทที่รายงานผลประกอบการดีกว่าคาดเทียบกับแย่กว่าคาด



Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

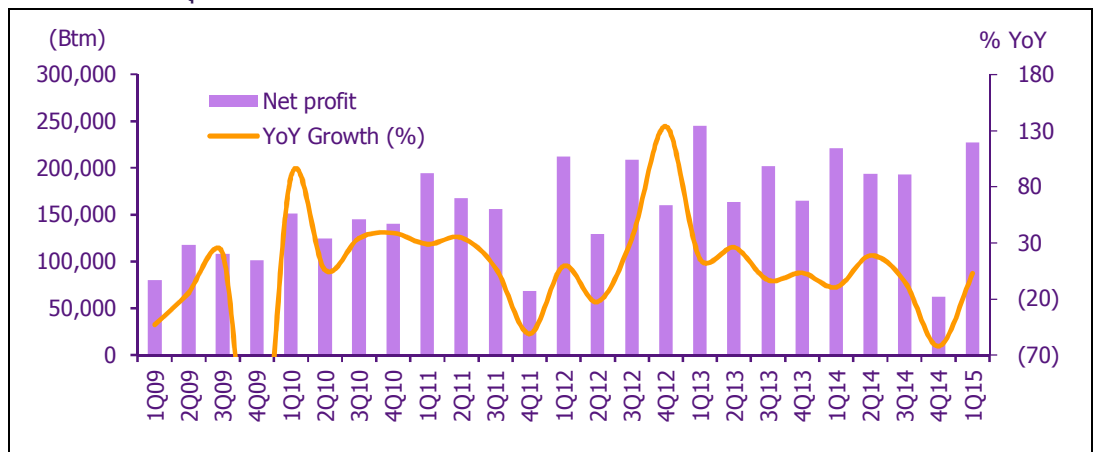
กำไรสุทธิไตรมาส 1/58 โดยรวมสำหรับ SET index อยู่ที่ 2.32 หมื่นล้านบาท +3.3% YoY และ +254% QoQ อุตสาหกรรมที่กำไรเติบโตสูงที่สุด คือ อุตสาหกรรมเกษตรและอาหาร (+19.6% YoY, +43.1% QoQ) และ บริการ (+63.7% YoY, +71.8% QoQ) ขณะที่ในระดับหมวดธุรกิจพบว่า หมวดอาหาร (+29.6% YoY, +45.8% QoQ), วัสดุก่อสร้าง (+25.2% YoY, +42.9% QoQ), การแพทย์ (+14.3% YoY, +22.1% QoQ), สื่อ (+22.1% YoY, +23.7% QoQ), และท่องเที่ยว (+28.8% YoY, +15.2% QoQ) รายงานกำไรเติบโตสูงทั้งเมื่อเทียบ YoY และ QoQ ในทางกลับกัน อุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค (-22.3% YoY, -38.3% QoQ) และสินค้าอุตสาหกรรม (-45.3% YoY, n.m.) รายงานกำไรลดลง YoY และ QoQ อุตสาหกรรมทรัพยากรยังคงรายงานผลประกอบการแย่มาก YoY โดยมีสาเหตุมาจากราคาน้ำมันที่ลดลง YoY แต่เมื่อเทียบ QoQ พบว่าผลประกอบการฟื้นตัวดีขึ้นจากฐานติดลบในไตรมาส 4/57

Figure 61: กำไรสุทธิโดยรวมในไตรมาส 1/58 ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ (SET)

Sector	No. of Co.	Net Profit (Bt mn)			
		1Q15	4Q14	1Q14	% YoY %QoQ
AGRO & FOOD INDUSTRY	47	11,565	8,079	9,669	19.6 43.1
CONSUMER PRODUCTS	37	824	1,336	1,061	(22.3) (38.3)
FINANCIALS	59	63,077	57,999	58,214	8.4 8.8
INDUSTRIALS	74	4,604	(8,251)	8,419	(45.3) n.m.
PROPERTY & CONSTRUCTION	117	31,397	34,412	27,815	12.9 (8.8)
RESOURCES	33	48,898	(67,020)	57,053	(14.3) n.m.
SERVICES	94	28,942	16,849	17,678	63.7 71.8
TECHNOLOGY	40	37,537	21,609	42,704	(12.1) 73.7
Medium Sized Enterprise (mai)	106	2,232	313	1,637	36.4 614.0
TOTAL	619	231,820	65,460	224,485	3.3 254.1

Source: SET, SCBS Investment Research

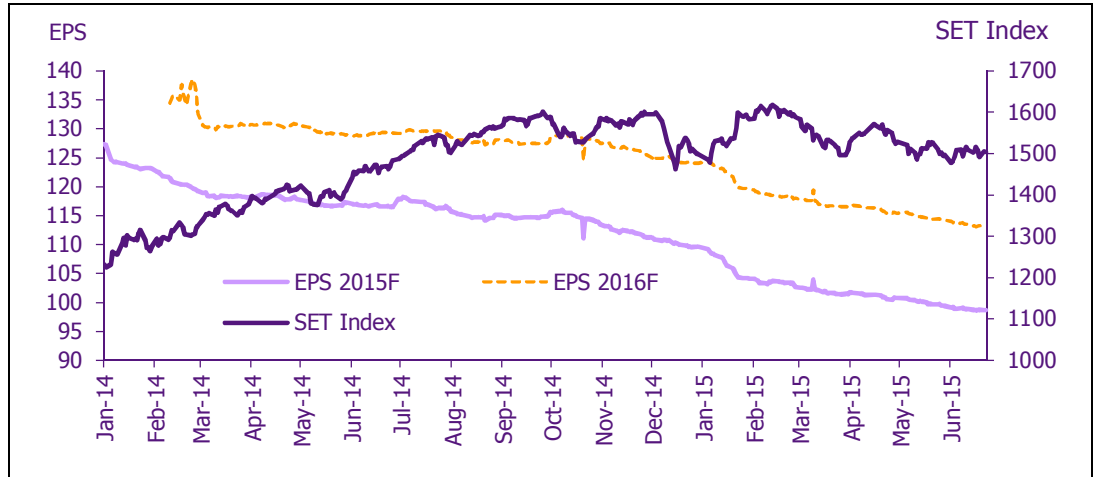
Figure 62: กำไรสุทธิตามไตรมาสของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ (SET) และ % เติบโต YoY



Source: SET, SCBS Investment Research

ปรับประมาณการกำไรปี 2558 และ 2559 ตั้งแต่ต้นปี 2557 เราพบว่านักวิเคราะห์ในตลาดปรับประมาณการกำไรปี 2558 และปี 2559 ของบริษัทจดทะเบียนลดลงเรื่อยมา การปรับประมาณการกำไรลดลงเกิดขึ้นพร้อมๆ กับการเชื่อมั่นทางเศรษฐกิจที่ลดลง ในช่วงประกาศผลประกอบการไตรมาส 1/58 ตัวเลขประมาณการ EPS ของ SET index ใน Bloomberg ยังคงถูกปรับลดลงอย่างต่อเนื่อง โดยปัจจุบัน ตัวเลขคาดการณ์ EPS ของ SET index ปี 2558 และปี 2559 อยู่ที่ 99 และ 113 ตามลำดับ และยังไม่มีความฟื้นตัวขึ้น

Figure 63: การปรับประมาณการ EPS ของ SET Index



Source: Bloomberg

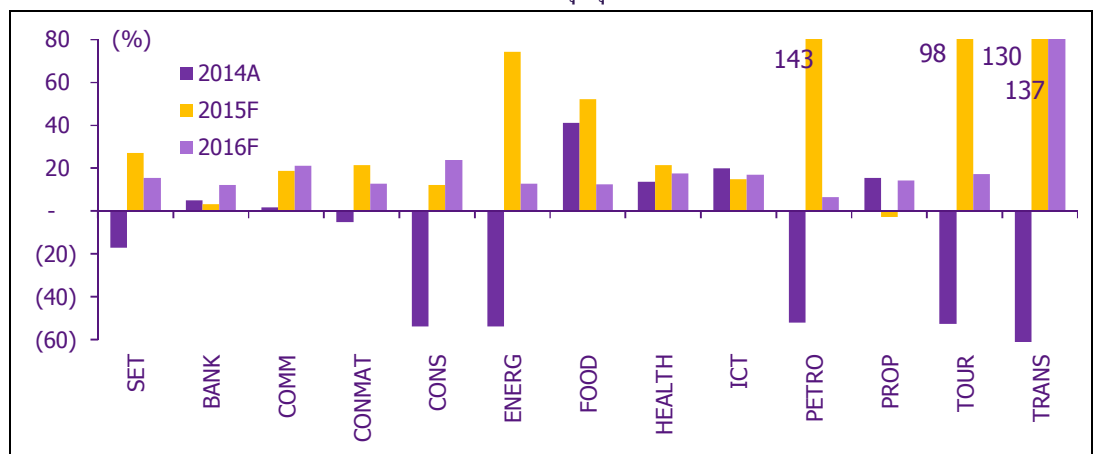
เราคาดว่ากำไรโดยรวมในปีนี้จะเติบโตจากฐานต่ำ ภาพรวมของกำไรไม่ได้เปลี่ยนแปลงมากนักในช่วง 3 เดือนที่ผ่านมา เราคาดว่าปัจจัยสำคัญที่จะช่วยสนับสนุนให้กำไรเติบโตจะมาจากฐานต่ำในปี 2557 ด้วยราคาน้ำมันที่ฟื้นตัวขึ้น ทำให้เราคาดว่าสถานการณ์จะกลับคืนสู่ภาวะปกติในปี 2558 ซึ่งจะช่วยสนับสนุนให้กำไรโดยรวมเติบโตสูงถึง 27% และชะลอตัวลงสู่ 15% ในปี 2559 กลุ่มที่คาดว่าจะรายงานกำไรเติบโตสูงที่สุดในปี 2558 คือ กลุ่มที่กำไรเติบโตต่ำหรือติดลบในปี 2557 ได้แก่ ประกัน ขนส่ง ปีโตรเคมี ท่องเที่ยว พลังงาน และอาหาร มีเพียงกลุ่มสื่อที่จะรายงานกำไรหดตัวลงในปี 2558 โดยมีสาเหตุมาจากต้นทุนที่เกี่ยวข้องกับการเริ่มทำธุรกิจดิจิทัลทีวี ในขณะที่กำไรของกลุ่มพัฒนาอสังหาริมทรัพย์จะอยู่ในระดับทรงตัว

Figure 64: ประมาณการอัตราเติบโตของกำไรแยกตามกลุ่มอุตสาหกรรมโดย SCBS

	Net Profit (Btm)			NP Growth (%)		
	14A	15F	16F	14A	15F	16F
Agribusiness	1,780	2,108	2,258	18	18	7
Automotive	2,235	3,002	3,533	(28)	34	18
Banking	207,530	214,206	240,038	5	3	12
Commerce	28,216	33,485	40,532	2	19	21
Construction Materials	42,176	51,263	57,784	(5)	22	13
Construction Services	5,352	6,003	7,428	(54)	12	24
Energy & Utilities	87,674	152,808	172,216	(54)	74	13
Finance & Securities	6,265	6,849	7,662	(0)	9	12
Food & Beverage	21,008	31,970	36,021	41	52	13
Health Care Services	10,646	12,914	15,189	14	21	18
Information & Communication Technology	67,648	77,642	90,754	20	15	17
Insurance	1,080	7,190	5,860	(45)	566	(19)
Media & Publishing	6,005	4,663	5,796	(26)	(22)	24
Petrochemicals & Chemicals	16,521	40,112	42,723	(52)	143	7
Property Development	37,599	36,524	41,734	15	(3)	14
Tourism & Leisure	1,077	2,131	2,500	(53)	98	17
Transportation & Logistics	5,745	13,223	31,275	(69)	130	137
SCBS Universe	548,557	696,093	803,302	(17)	27	15

Source: SCBS Investment Research

Figure 65: ประมาณการอัตราเติบโตของกำไรแยกตามกลุ่มอุตสาหกรรมโดย SCBS



Source: SCBS Investment Research

แนวโน้มตลาดและกลยุทธ์การลงทุน: เตรียมรับความผันผวนในไตรมาส 3/58

ตลาดหุ้นไทยแกว่งตัวในกรอบ นับตั้งแต่ต้นปี 2558 SET index แกว่งตัวขึ้นลงในกรอบ โดยทำจุดสูงสุดที่ 1615 จุดในเดือน ก.พ. และทำจุดต่ำสุดที่ระดับประมาณ 1475 จุดในเดือน มิ.ย. แนวรับที่ 1475 และ 1485 ดูเหมือนจะเป็นแนวรับที่แข็งแกร่ง โดยถูกทดสอบมาแล้ว 2 หรือ 3 ครั้งในช่วงครึ่งแรกปี 58

ปัจจัยลบหลายอย่างกดดันให้ดัชนีปรับตัวลงจากจุดสูงสุด ปัจจัยลบที่คอยกดดันตลาด ได้แก่ ผลประกอบการไตรมาส 4/57 ที่ออกมาแยกว่าคาด (ทำให้ P/E ของ SET ดูแพงเมื่อเทียบกับข้อมูลในอดีต) วิกฤตหนี้กรีซที่เลวร้ายลง ผลตอบแทนพันธบัตรที่สูงขึ้น (เนื่องจากตลาดรับรู้ว่ามีโอกาสสูงขึ้นที่เฟดจะขึ้นดอกเบี้ย) ความกังวลเรื่องเงินเฟ้อ และตัวเลข GDP ที่น่าผิดหวัง

ได้รับการชดเชยจากข่าวดีบางส่วน การปรับตัวลงทั้งสามครั้งในช่วงครึ่งแรกปี 58 เป็นแค่การปรับฐานเล็กๆ โดยดัชนีไม่ได้ปรับตัวลงแรงต่ำกว่า 1450 จุดอย่างที่หลายคนกลัว ปัจจัยบวกบางอย่างที่ควรกล่าวถึง คือ 1) ธป.ท.ลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลง 2 ครั้งด้วยกัน ส่งผลให้อัตราดอกเบี้ยนโยบายปรับลดลงสู่ระดับ 1.5% สูงกว่าระดับต่ำสุดเป็นประวัติการณ์ที่ 1.25% อยู่เพียง 0.25% การลดอัตราดอกเบี้ยส่งผลทำให้เงินบาทอ่อนค่าลงประมาณ 4% นับตั้งแต่ลดอัตราดอกเบี้ยครั้งที่ 2 และทำให้อัตราการเปลี่ยนแปลงของเงินบาทตั้งแต่ต้นปี 2558 ถึงปัจจุบันอยู่ในระดับเดียวกับเงินเยน ดอลลาร์สิงคโปร์ และเกาหลีวอน 2) อุตสาหกรรมที่เกี่ยวข้องกับการท่องเที่ยวรายงานการเติบโตอย่างแข็งแกร่งในช่วงครึ่งแรกปี 58 3) การลงทุนภาครัฐแสดงสัญญาณปรับตัวเพิ่มขึ้นในไตรมาส 2/58 4) เกินดุลบัญชีเดินสะพัดชี้ให้เห็นว่าการส่งออกที่ชะลอตัวลงได้รับการชดเชยจากการนำเข้าที่มีแนวโน้มลดลงเช่นเดียวกัน

ไตรมาส 3/58 จะเป็นไตรมาสที่ทำลายสำหรับ SET ปัจจัยเสี่ยงส่วนใหญ่เป็นปัจจัยภายนอกประเทศ เฟดมีแนวโน้มที่จะยืนยันการกลับมาขึ้นนโยบายการเงินตึงตัวในการประชุมที่กำลังจะมาถึง โดยมีโอกาสสูงขึ้นอย่างต่อเนื่องที่จะขึ้นดอกเบี้ยครั้งแรกในเดือน ก.ย. 2558 ซึ่งจะส่งผลทำให้เงินทุนไหลออกจากตลาดเกิดใหม่เข้าสู่สหรัฐฯ วิกฤตหนี้ในกรีซไม่น่าจะยุติลงในระยะเวลานี้ สถานการณ์ตึงเครียดในยูเครนรุนแรงมากขึ้น เมอร์สยังคงสร้างความกังวลต่ออุตสาหกรรมที่เกี่ยวข้องกับการท่องเที่ยว ทั้งหมดนี้บ่งบอกว่าการฟื้นตัวทางเศรษฐกิจของประเทศไทยยังคงเปราะบาง

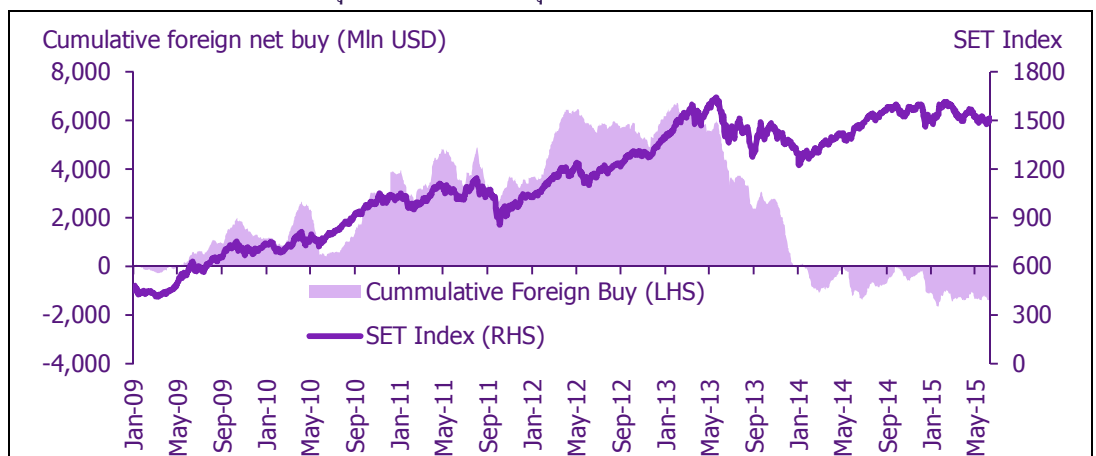
...แต่ตลาดไม่น่าจะปรับตัวลงแรง ปัจจัยลบส่วนใหญ่ดูเหมือนจะถูกรับรู้ไปแล้ว ความจริงแล้วการขึ้นดอกเบี้ยของเฟดเป็นสัญญาณที่แสดงถึงเศรษฐกิจที่ฟื้นตัวดีขึ้น ไม่ใช่วิกฤต ตลาดอาจจะปรับตัวลงในระยะสั้น แต่หลังจากนั้นไม่นานนักก็จะฟื้นตัวขึ้น (Figure 66) SET index สามารถปรับตัวขึ้นได้ดีสวนทางกับเงินทุนไหลออกในช่วง 2-3 ปีที่ผ่านมา วิกฤตหนี้กรีซอาจจะส่งผลกระทบต่อตลาด แต่ในเวลาเดียวกัน ปัญหาไม่น่าจะลุกลามในวงกว้างถ้ากรีซตัดสินใจผิดนัดชำระหนี้หรือออกจากยูโรโซน GDP ของกรีซ ณ ราคาตลาดปัจจุบัน คิดเป็นสัดส่วนเพียงประมาณ 1% ของ GDP สหภาพยุโรป เงินกู้ที่ธนาคารต่างชาติปล่อยกู้ให้แก่กรีซได้รับการชำระคืนมาแล้วเกือบครึ่ง จากประมาณ 1.10 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐในปี 2555 มาอยู่ที่ 5 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐในปี 2557 ตามรายงานประจำไตรมาสของ Bank of International Settlement (BIS)

Figure 66: ปฏิกริยาตอบสนองของตลาดหุ้นไทยหลังจากเฟดขึ้นอัตราดอกเบี้ย

SET Index return (%)	Prior to Fed rate hike				After the Fed rate hike			
	Feb-94	Jun-99	Jun-04	Average	Feb-94	Jun-99	Jun-04	Average
3-month	17.7	33.0	-10.5	13.4	-15.2	-2.9	-2.6	-6.9
6-month	60.9	25.0	-0.8	28.4	-7.8	-6.9	2.4	-4.1
12-month	53.3	39.3	58.7	50.4	-18.5	-28.7	4.1	-14.4

Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

Figure 67: การไหลออกของเงินทุนต่างชาติซึ่งมีสาเหตุมาจากเฟดขึ้นดอกเบี้ยน่าจะมีผลกระทบจำกัด



Source: Bloomberg, SET SMART, SCBS Investment Research

แม้ตลาดหุ้นไทยไม่น่าจะปรับตัวลงแรง แต่ไตรมาส 3/58 จะเป็นไตรมาสที่ท้าทาย

เราเริ่มเห็นแสงสว่างเล็กน้อยที่ปลายอุโมงค์ เพราะ: 1) ภาวะเศรษฐกิจชะลอตัว โดยเฉพาะอุปสงค์ในประเทศ แสดงสัญญาณของการปรับตัวลงถึงจุดต่ำสุดแล้ว 2) การเบิกจ่ายงบประมาณลงทุนภาครัฐปรับตัวเพิ่มขึ้นมาก และมีโมเมนตัมเพิ่มขึ้นในอนาคต และ 3) สภาพคล่องมีอยู่มากโดยได้รับปัจจัยหนุนจากสภาวะอัตราดอกเบี้ยต่ำ นอกจากนี้เราก็เชื่อว่าตลาดหุ้นไทยจะมีความอ่อนไหวน้อยลง (เมื่อเทียบกับตลาดอื่นๆ ในภูมิภาค) ต่อการขึ้นอัตราดอกเบี้ยของเฟดที่คาดว่าจะเกิดขึ้นในเดือน ก.ย. เนื่องจากเงินทุนต่างชาติจำนวนมากไหลออกไปจากตลาดหุ้นไทยแล้วตั้งแต่เฟดเริ่มปรับลดเม็ดเงินในมาตรการ QE

แนวโน้มตลาดยังเป็นบวกในระยะยาว

ดังนั้น เรายังคงมุมมองเชิงบวกที่เรามีต่อเป้า SET index ผลตอบแทนพันธบัตรและความผันผวนที่สูงขึ้นในตลาดตราสารหนี้หน้าจะชะลอตัวลง เนื่องจากตลาดรับรู้แล้วว่า การขึ้นอัตราดอกเบี้ยของเฟดน่าจะเป็นแบบค่อยเป็นค่อยไป กระแสข่าวมีแนวโน้มที่จะเป็นบวก โดยกำไรปี 2558 จะเติบโตสูง (ประมาณ 30% YoY จากฐานกำไรต่ำในไตรมาส 4/57) แนวโน้มของวัฏจักรการลงทุนรอบใหม่ น่าจะมีความชัดเจนมากขึ้นภายในสิ้นปีนี้ เราคาดว่าปี 2559 จะเป็นจุดเริ่มต้นของวัฏจักรการลงทุนที่รอกอัยกันมานานของประเทศไทย โดยจะมุ่งเน้นไปที่การลงทุนในโครงสร้างพื้นฐาน วัฏจักรการลงทุนครั้งก่อนๆ ได้แก่ การพัฒนาโครงการอีสเทิร์นซีบอร์ดในทศวรรษ 1990 และท่าอากาศยานสุวรรณภูมิในทศวรรษ 2000 ซึ่งตามลำดับแล้วช่วยกระตุ้นให้ผลผลิตอุตสาหกรรมและการท่องเที่ยวของไทยเติบโตเป็นเวลาหลายปีหลังจากนั้น

ประเด็นลงทุนที่สำคัญ:

- อุปสงค์ในประเทศ
- หุ้น defensive หรือราคาต่ำกว่ามูลค่า

เตรียมรับมือกับความผันผวนในไตรมาส 3/58 ด้วยการโฟกัสที่ประเด็นบวก เช่น การฟื้นตัวของการอุปโภคบริโภคภาคเอกชน... ตามที่เรากล่าวไว้ก่อนหน้านี้ว่ามีสัญญาณชัดเจนว่าการใช้จ่ายอุปโภคบริโภคภาคเอกชนในส่วนของสินค้าไม่คงทนและบริการฟื้นตัวดีขึ้น โดยได้รับปัจจัยหนุนจากอัตราดอกเบี้ยต่ำ และการเติบโตอย่างแข็งแกร่งของค่าจ้างที่แท้จริง โดยได้รับแรงหนุนจากราคาน้ำมันระดับต่ำและอัตราการว่างงานต่ำ ปัจจัยสนับสนุนเหล่านี้มีแนวโน้มที่จะเกิดขึ้นต่อเนื่องในช่วงครึ่งหลังปี 2558

...และการลงทุนภาครัฐปรับตัวเพิ่มขึ้น หลังจากอัตราการเบิกจ่ายงบประมาณภาครัฐอยู่ในระดับต่ำเพียง 9% ในช่วง 3 เดือนแรกของปีงบประมาณ 2558 (ไตรมาส 4/57) ก็มีสัญญาณชัดเจนว่าการใช้จ่ายงบประมาณเพิ่มขึ้น ตัวเลขล่าสุดจากงบประมาณแสดงให้เห็นว่าอัตราการเบิกจ่ายอยู่ที่ระดับประมาณ 43% (ณ วันที่ 5 มิ.ย.) กระทรวงการคลังเปิดเผยว่าอัตราการเบิกจ่ายงบประมาณลงทุนน่าจะทำได้สูงสุดเป็นประวัติการณ์ที่ระดับมากกว่า 80% ภายในสิ้นปีงบประมาณในเดือน ก.ย. ซึ่งหมายความว่า จะมีการเบิกจ่ายงบประมาณเพิ่มเติมประมาณ 1.9 แสนล้านบาทในระยะ 4 เดือนข้างหน้า (มิ.ย.-ก.ย.) แนวโน้มที่การเลือกตั้งทั่วไปจะเลื่อนออกไปประมาณ 6 เดือนเพื่อทำประชามติร่างรัฐธรรมนูญอาจไม่ใช่เรื่องที่ฟังดูดีนัก แต่ความจริงแล้วอาจจะมีนัยสำคัญเป็นบวกต่อการลงทุนในโครงการขนาดใหญ่ เนื่องจากจะทำให้มีโอกาสสูงขึ้นที่กระบวนการประมูลจะแล้วเสร็จ

กลุ่มที่ราคาต่ำกว่ามูลค่า: ธนาคาร ในช่วง 3 เดือนที่ผ่านมา SETBANK ปรับตัวลดลงกว่า 13% ในขณะที่ SET index ลดลงเพียง 1% เมื่อดูที่ valuation พบว่า PBV ของ SETBANK อยู่ที่ระดับ -1SD ต่ำกว่าค่าเฉลี่ย และดูต่ำกว่ามูลค่าเมื่อเทียบกับกลุ่มอื่นๆ เครื่องมือที่เราใช้ดูสัญญาณ (relative performance index ระหว่าง SETBANK กับ SET) ชี้ให้เห็นว่า SETBANK อยู่ในสถานะ oversold เมื่อเทียบกับ SET อัตราส่วนดัชนีราคา (SETBANK Index เทียบกับ SET Index) ปรับตัวลงสู่ระดับต่ำสุดนับตั้งแต่ปี 2555 สัญญาณระยะสั้นจากอัตราส่วน moving index ระยะ 3 เดือนของ SETBANK เทียบกับ SET (Figure 70) ชี้ให้เห็นว่ามีโอกาสสูงที่จะเห็น SETBANK ปรับตัว outperform SET ผลการทดสอบย้อนหลังของเครื่องมือที่เราใช้ดูสัญญาณบ่งบอกว่า SETBANK มีโอกาสให้ผลตอบแทนสูงกว่า SET index อยู่ 4-6% ในระยะ 90-120 วันข้างหน้า

Figure 68: SETBANK ปรับตัว underperformed SET index อย่างมากในช่วง 3 เดือนที่ผ่านมา

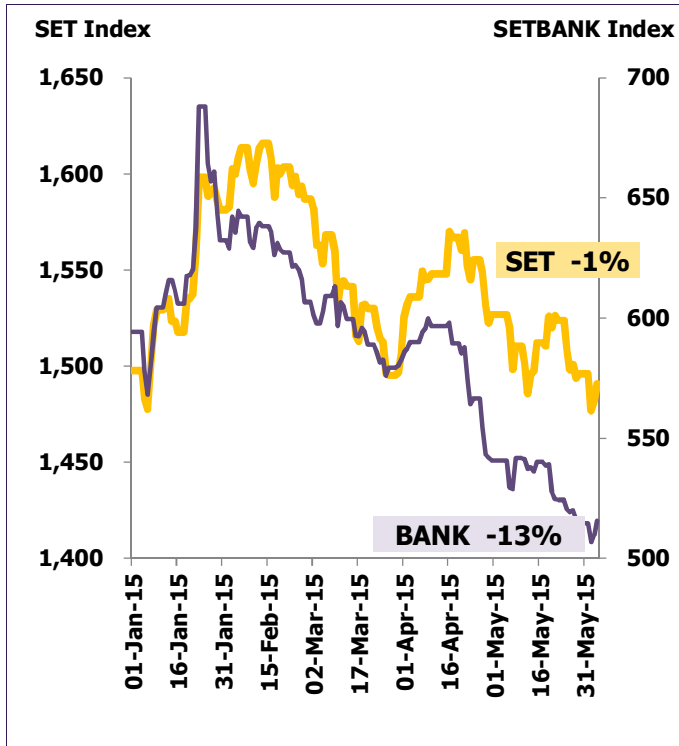


Figure 69: SETBANK PBV อยู่ในระดับ -1SD ต่ำกว่าค่าเฉลี่ย และดูต่ำกว่ามูลค่าเมื่อเทียบกับกลุ่มอุตสาหกรรมอื่นๆ

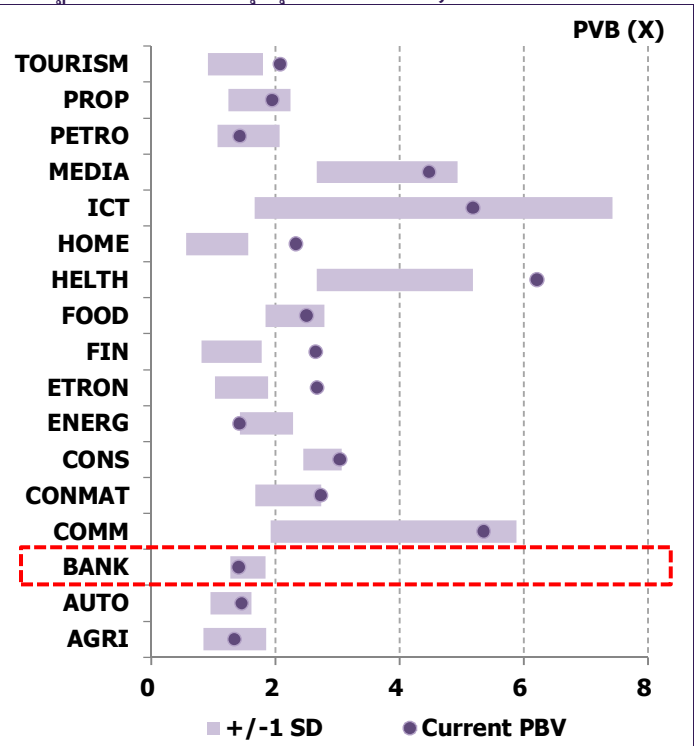
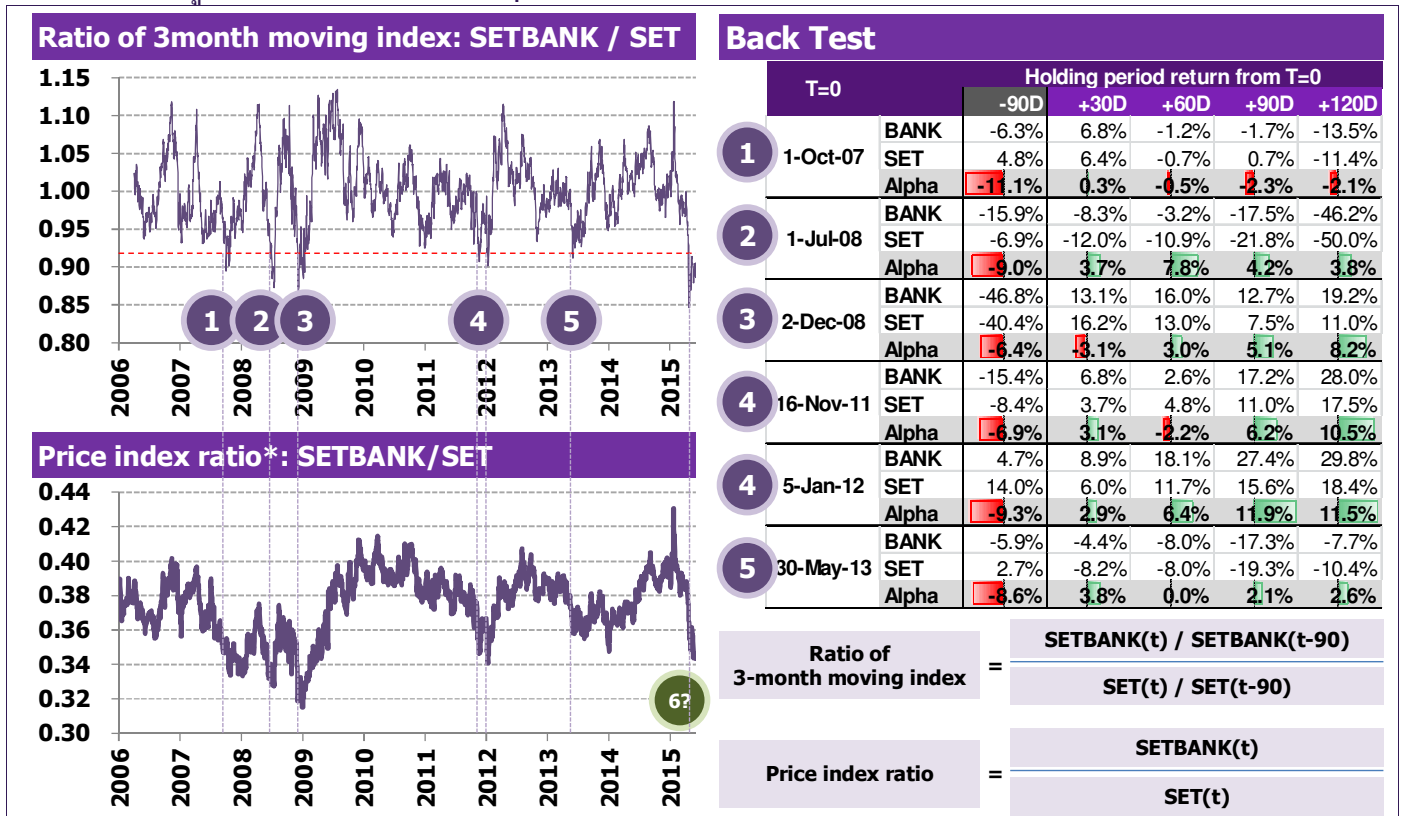


Figure 70: SETBANK ปรับตัว underperform อย่างมากในระยะหลังนี้ และเกิดขึ้นเพียง 5 ครั้งในช่วง 10 ปีที่ผ่านมา การทดสอบย้อนหลังแสดงให้เห็นว่ามีโอกาสสูงที่จะเห็น SETBANK ปรับตัว outperform SET ในระยะ 90-120 วันข้างหน้า



Top Picks



This page is left blank intentionally



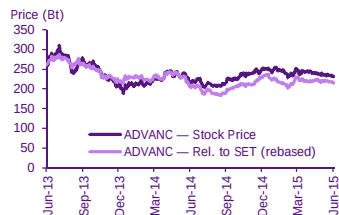
ข้อ

Stock Data

Last close (Jun 22) (Bt)	230.00
12-m target price (Bt)	270.00
Upside (Downside) to TP (%)	17.39
Mkt cap (Btbn)	683.81
Mkt cap (US\$mn)	20,309

Bloomberg code	ADVANC TB
Reuters code	ADVANC.BK
Risk rating	L
Mkt cap (%) SET	4.84
Sector % SET	12.28
Shares issued (mn)	2,973
Par value (Bt)	1
12-m high / low (Bt)	257 / 202
Avg. daily 6m (US\$mn)	33.71
Foreign limit / actual (%)	48 / 43
Free float (%)	36.2
Dividend policy (%)	≥ 40

Price Performance



Source: SET, SCBS Investment Research

Share Performance

	1M	3M	12M
Absolute	(4.2)	(6.9)	7.0
Relative to SET	(2.9)	(5.9)	4.5

Source: SET, SCBS Investment Research

ปฏิภาณ นาววัฒน

นักวิเคราะห์การลงทุนวิจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1007

phatipak.navawatana@scb.co.th

ยังคงรั้งตำแหน่งผู้นำและให้ปันผลสูง

เราชอบ ADVANC เพราะให้ผลตอบแทนจากเงินปันผลดี และธุรกิจของบริษัทไม่ได้รับผลกระทบจากภาวะเศรษฐกิจชะลอตัว แม้ ADVANC ยังไม่สามารถให้บริการ 4G แต่เราเชื่อว่าบริษัทจะสามารถรายงานกำไรเติบโต 10% YoY ในปีนี้ บริษัทลงทุนด้วยตัวเองและสามารถรักษาอัตราการจ่ายเงินปันผลที่ 100% เอาไว้ได้ เราคาดการณ์ผลตอบแทนจากเงินปันผลที่ 5.8% ในปีนี้ และจะปรับตัวเพิ่มขึ้น

หุ้น defensive ที่ให้ผลตอบแทนจากเงินปันผลสูง เราชอบ ADVANC เนื่องจากเป็นหุ้นที่ให้ผลตอบแทนจากเงินปันผลสูง และแนวโน้มธุรกิจมีเสถียรภาพ ธุรกิจโทรศัพท์เคลื่อนที่ที่ไม่ได้รับผลกระทบจากภาวะเศรษฐกิจชะลอตัวเนื่องจากบริการโทรศัพท์เคลื่อนที่จัดเป็นสิ่งจำเป็นไม่ใช่สินค้าฟุ่มเฟือย นอกจากนี้ แม้ ADVANC ยังไม่มีคลื่นความถี่ใหม่สำหรับให้บริการ 4G แต่เราคาดว่ากำไรของบริษัทจะเติบโตได้เกือบ 10% YoY โดยเกิดจากความพยายามขยายรายได้จากการให้บริการเสียงและลดต้นทุนการกำกับดูแล นอกจากนี้ ADVANC ยังลงทุนด้วยตัวเองด้วยเพราะสามารถสร้าง EBITDA ได้ปีละประมาณ 7 หมื่นล้านบาท ซึ่งคิดเป็นสองเท่าของรายจ่ายลงทุนปีละ 4 หมื่นล้านบาท เงินสดในมือสามารถนำมาใช้ชำระหนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยได้เกือบทั้งหมด ซึ่งหมายความว่า ADVANC จะกลายเป็นบริษัทที่มีสถานะปลอดหนี้โดยไม่ต้องใช้ความพยายามใดๆ ราคาหุ้นปัจจุบันซื้อขายที่ระดับค่ากลางของกรอบการซื้อขายในอดีต และผลตอบแทนจากเงินปันผลอยู่ในระดับสูงที่ 5.8% ในปีนี้ และจะเพิ่มขึ้น

ยังคงรั้งตำแหน่งผู้นำ หลังจากติดตั้งโครงข่าย 3G เสร็จในไตรมาส 2/57 ADVANC ก็สามารถไล่ตามแนวโน้มอุตสาหกรรมได้ทัน รายได้จากการให้บริการข้อมูลเติบโตในอัตราเร่งจาก 20-25% สู่ 32-40% ในช่วง 4 ไตรมาสที่ผ่านมา (เริ่มตั้งแต่ไตรมาส 2/57) โดยได้รับปัจจัยหนุนจากคุณภาพโครงข่าย 3G บนคลื่นความถี่ 2.1GHz ที่ดีกว่าคลื่นความถี่อื่นๆ และช่วยให้ ADVANC สามารถรักษาส่วนแบ่งตลาดรายได้ของบริษัทเอาไว้ที่ 52% (เทียบกับ DTAC ที่ส่วนแบ่งตลาดรายได้ลดลง และ TRUE ที่ส่วนแบ่งตลาดรายได้สูงขึ้น) อย่างไรก็ตาม ผู้บริหารยอมรับว่าบริษัทจำเป็นต้องมีคลื่นความถี่ใหม่ภายในสิ้นปีนี้เพื่อลดปริมาณ traffic ของบริการ 3G บนคลื่นความถี่ 2.1GHz ในปัจจุบัน มิฉะนั้น คุณภาพของการให้บริการอาจจะได้รับผลกระทบ และอาจจะส่งผลทำให้บริษัทสูญเสียส่วนแบ่งตลาดรายได้อย่างที่เคยเกิดขึ้นในปี 2556

ความร่วมมือกับทีโอทีและการประมูลจะส่งผลดี ADVANC จะได้รับประโยชน์จากการประมูลคลื่นความถี่ที่กำลังจะมาถึง เนื่องจากบริษัทต้องการคลื่นความถี่ใหม่เพื่อรักษาคุณภาพการให้บริการของบริษัท ทั้งนี้เมื่ออ้างอิงข้อมูลจาก กสทช. การประมูลคลื่นความถี่ 1800MHz น่าจะเกิดขึ้นในวันที่ 11 พ.ย.ปีนี้ และการประมูลคลื่นความถี่ 900MHz จะเกิดขึ้นในวันที่ 15 ธ.ค. ADVANC จะประมูลใบอนุญาต 1 ใบในแต่ละคลื่นความถี่ ในโมเดลของเรา เรารวมเอาต้นทุนค่าใบอนุญาตและค่าใช้จ่ายลงทุนติดตั้งโครงข่ายบนคลื่นความถี่ 1800MHz และ 900MHz เข้ามาไว้ในประมาณการของเราแล้วเริ่มตั้งแต่ปี 2559 เป็นต้นไป อย่างไรก็ตาม เรายังไม่ได้รวมเอาแนวโน้ม upside จาก ARPU ที่สูงขึ้นจากการให้บริการ 4G เข้ามา นอกจากนี้เรายังชอบที่ ADVANC ดูเหมือนจะเตรียมพร้อมด้วยแผนสำรองในกรณีที่การประมูลเลื่อนออกไปจากปลายปีด้วย บริษัทยื่นข้อเสนอต่อทีโอทีเพื่อขอเช่าโครงข่าย 2.1GHz และ 2.3GHz ถ้าทีโอทีอนุมัติ ก็น่าจะช่วยสนับสนุนให้ ADVANC รักษาความได้เปรียบในการแข่งขันเอาไว้ได้

แนะนำ “ซื้อ” ด้วยราคาเป้าหมายปลายปี 58 ที่คำนวณได้จากวิธี DCF ที่ 270 บาท การคำนวณด้วยวิธี DCF อิงกับ cost of debt 5% และ cost of equity 10.9% ซึ่งเราใช้สมมติฐาน market risk-free rate ที่ 4.5% และ risk premium 7.5%, WACC 10.2%, และ terminal growth rate 3%

Forecasts and valuation

Year to 31 Dec	Unit	2013	2014	2015F	2016F	2017F
Revenue	(Btmn)	146,811	148,729	154,824	159,982	165,320
EBITDA	(Btmn)	63,143	65,659	71,434	69,681	71,321
Core profit	(Btmn)	36,507	36,033	39,581	42,449	45,363
Reported profit	(Btmn)	36,274	36,033	39,581	42,449	45,363
Core EPS	(Bt)	12.28	12.12	13.31	14.28	15.26
DPS	(Bt)	12.15	12.00	13.31	14.28	15.26
P/E, core	(x)	18.81	19.06	17.35	16.18	15.14
EPS growth, core	(%)	3.99	(1.30)	9.84	7.25	6.86
P/BV, core	(x)	15.01	14.69	14.12	13.73	13.36
ROE	(%)	81.95	77.91	82.99	86.07	89.48
Dividend yield	(%)	5.26	5.19	5.76	6.18	6.61
EV/EBITDA	(x)	11.22	10.89	8.91	10.57	9.84

Source: SCBS Investment Research

Financial statement

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	2013	2014	2015F	2016F	2017F
Total revenue	146,811	148,729	156,078	161,274	166,651
Cost of goods sold	85,170	82,948	82,721	79,186	81,659
Gross profit	61,642	65,781	73,357	82,088	84,991
SG&A	15,040	19,044	19,985	19,353	19,998
Other income	871	700	346	358	370
Interest expense	1,002	1,527	1,527	1,527	1,527
Pre-tax profit	46,471	45,910	52,191	61,566	63,836
Corporate tax	10,008	10,080	10,438	12,313	12,767
Equity a/c profits	0	0	0	0	0
Minority interests	44	30	31	33	34
Core profit	36,507	36,033	41,784	49,285	51,102
Extra-ordinary items	(233)	0	0	0	0
Net Profit	36,274	36,033	41,784	49,285	51,102
EBITDA	63,143	65,659	74,186	78,223	78,493
Core EPS (Bt)	12.28	12.12	14.06	16.58	17.19
Net EPS (Bt)	12.20	12.12	14.06	16.58	17.19
DPS (Bt)	12.15	12.00	14.06	16.58	17.19

Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	2013	2014	2015F	2016F	2017F
Total current assets	34,965	39,127	33,459	33,962	34,583
Total fixed assets	77,061	87,224	56,816	59,153	59,010
Total assets	112,026	126,351	90,275	93,115	93,593
Total loans	32,091	47,881	14,367	12,201	11,706
Total current liabilities	32,532	36,678	33,129	34,542	35,159
Total long-term liabilities	33,602	42,808	7,326	5,101	4,156
Total liabilities	66,133	79,486	40,454	39,643	39,315
Paid-up capital	2,973	2,973	2,973	2,973	2,973
Total equity	45,748	46,865	49,738	53,421	54,262
BVPS (Bt)	15.39	15.72	16.73	17.97	18.25

Cash Flow Statement (Btmn)

FY December 31	2013	2014	2015F	2016F	2017F
Core Profit	36,507	36,033	41,784	49,285	51,102
Depreciation and amortization	16,541	18,922	26,137	10,488	11,499
Operating cash flow	52,726	57,332	67,132	61,975	63,590
Investing cash flow	(31,420)	(28,579)	2,918	(14,127)	(12,361)
Financing cash flow	(31,967)	44,692	(74,308)	(47,848)	(51,229)
Net cash flow	(10,662)	73,445	(4,258)	0	0

Key Financial Ratios

	2013	2014	2015F	2016F	2017F
Gross margin(%)	42.0	44.2	47.0	50.9	51.0
Operating margin(%)	31.7	31.4	34.2	38.9	39.0
EBITDA margin(%)	43.0	44.1	47.5	48.5	47.1
EBIT margin(%)	31.7	31.4	34.2	38.9	39.0
Net profit margin(%)	24.8	24.1	26.8	30.5	30.6
ROE (%)	81.9	77.9	86.6	95.6	94.9
ROA (%)	34.3	30.2	38.6	53.7	54.7
Net D/E (x)	0.5	0.6	(0.1)	(0.1)	(0.1)
Interest coverage (x)	46.5	30.6	35.0	41.1	42.6
Debt service coverage (x)	9.3	6.7	6.7	14.7	15.7
Payout Ratio (%)	99.6	99.0	100.0	100.0	100.0

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	4Q13	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14
Total revenue	36,803	36,449	36,480	35,355	40,444
Cost of goods sold	22,221	22,145	22,136	20,880	24,555
Gross profit	14,582	14,304	14,344	14,475	15,889
SG&A	4,440	4,004	5,144	4,643	5,069
Other income	195	91	168	176	134
Interest expense	228	229	369	471	458
Pre-tax profit	11,722	11,845	10,674	11,139	12,234
Corporate tax	2,707	2,443	2,226	2,311	2,447
Equity a/c profits	(16)	(7)	(5)	(7)	(11)
Minority interests	9,031	9,409	8,452	8,835	9,798
Extra-ordinary items	(215)	72	22	120	(676)
Net Profit	8,817	9,481	8,474	8,955	9,122
EBITDA	16,316	16,454	15,804	16,442	17,727
Core EPS (Bt)	3.04	3.16	2.84	2.97	3.30
Net EPS (Bt)	2.97	3.19	2.85	3.01	3.07

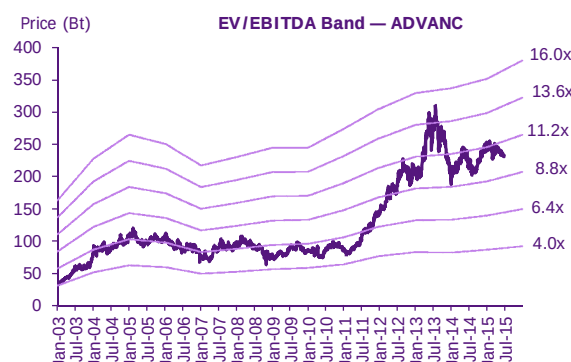
Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	4Q13	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14
Total current assets	34,965	35,671	47,002	35,335	39,127
Total fixed assets	77,061	80,199	83,440	85,914	87,224
Total assets	112,026	115,870	130,443	121,250	126,351
Total loans	20,658	18,005	39,356	36,570	47,881
Total current liabilities	45,491	20,579	41,651	41,306	36,678
Total long-term liabilities	20,642	57,013	42,043	42,198	42,808
Total liabilities	66,133	77,593	83,693	83,505	79,486
Paid-up capital	2,973	2,973	2,973	2,973	2,973
Total equity	45,748	38,277	46,749	37,745	46,865
BVPS (Bt)	15.39	12.87	15.72	12.70	15.72

Main Assumptions

	2013	2014	2015F	2016F	2017F
Prepaid subscribers ('000)	36,594	37,326	38,072	38,834	39,611
Postpaid subscribers ('000)	4,267	4,352	4,439	4,528	4,619
Total subscribers ('000)	40,861	41,678	42,512	43,362	44,229
Net additions ('000)	5,117	817	834	850	867
Blended ARPU (Bt/sub/month)	234	229	225	220	216
Net IC (Btmn)	565	300	200	200	201

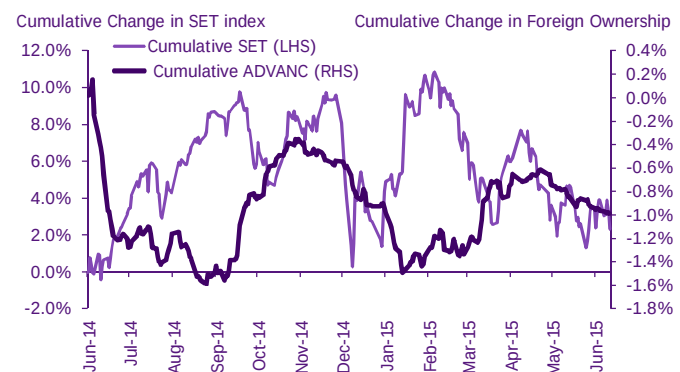
EV/EBITDA Band Chart



12-Month Cumulative directors trade

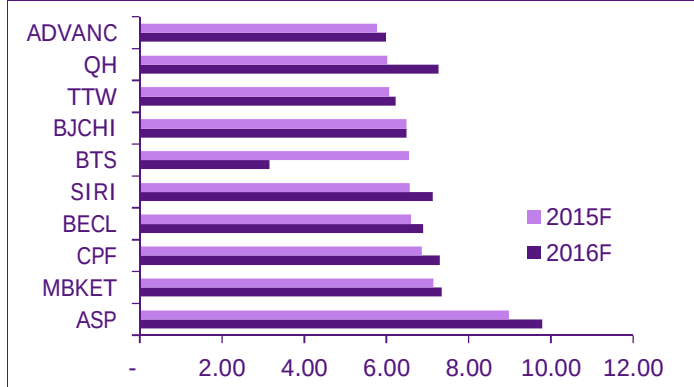
NA

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



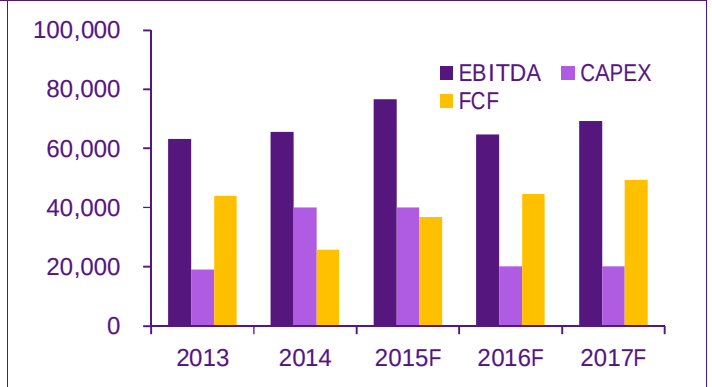
Source: SET, SCBS Investment Research

Figure 1: High yield play with high visibility



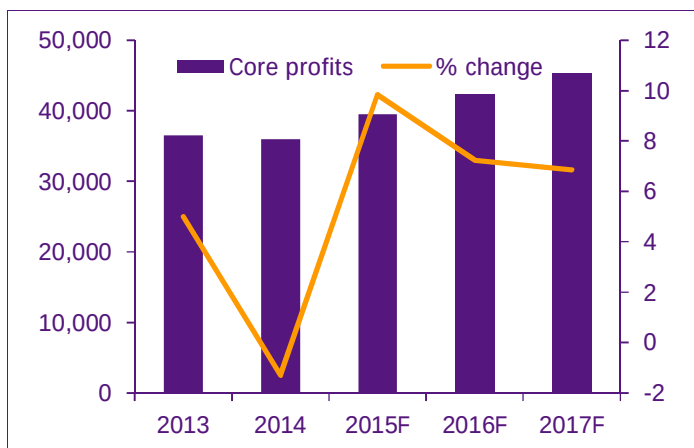
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 2: ADVANC's EBITDA, CAPEX, FCF



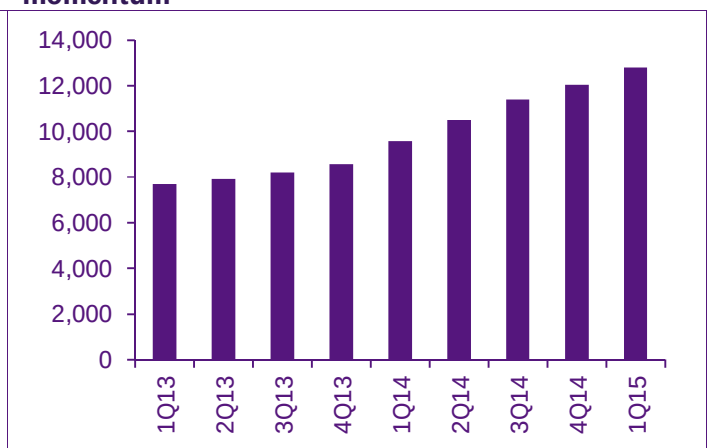
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 3: Earnings are still moving up



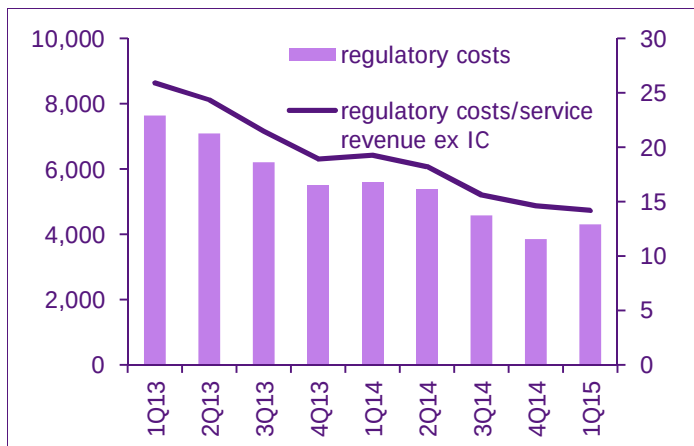
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 4: Non-voice revenue continues to gain momentum



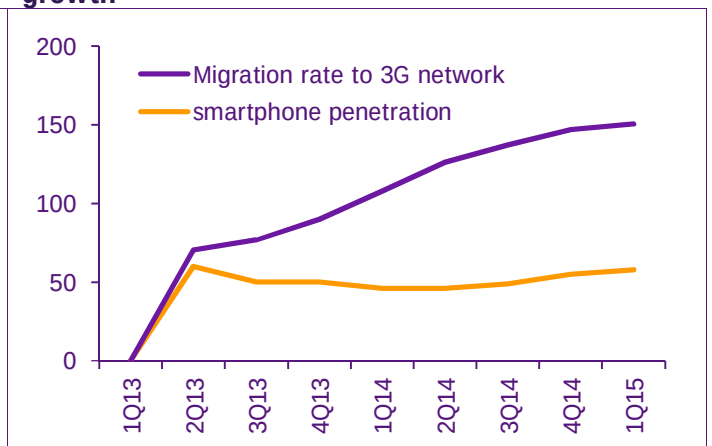
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 5: Regulatory costs are also coming down



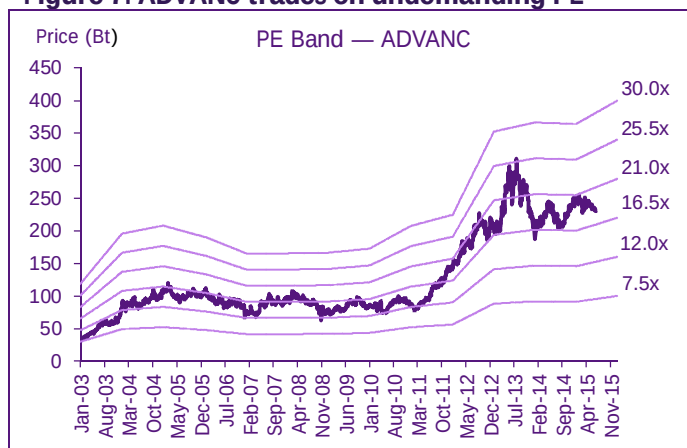
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 6: Rising smartphone adoption drives earnings growth



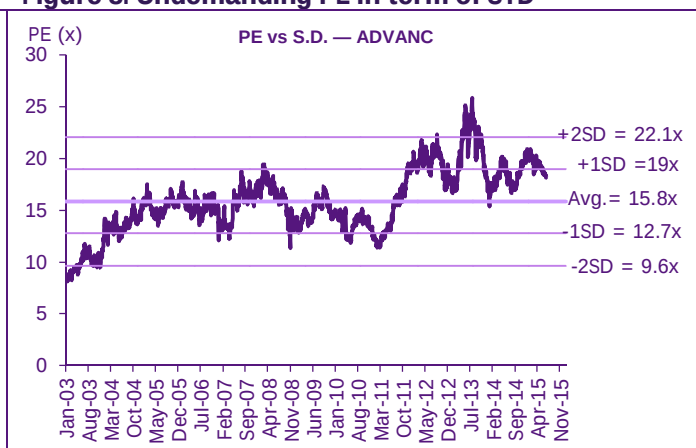
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 7: ADVANC trades on undemanding PE



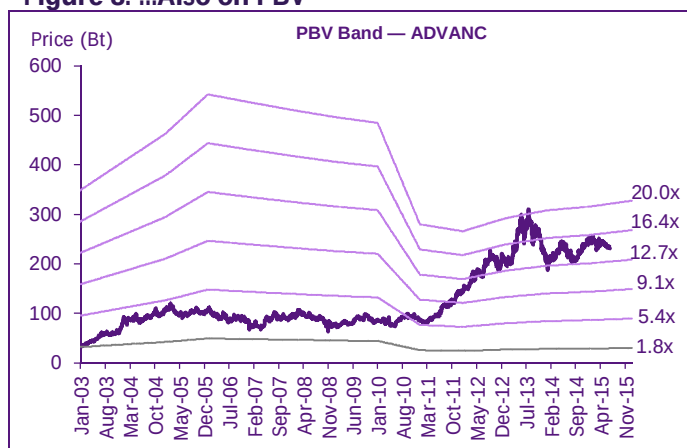
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 8: Undemanding PE in term of STD



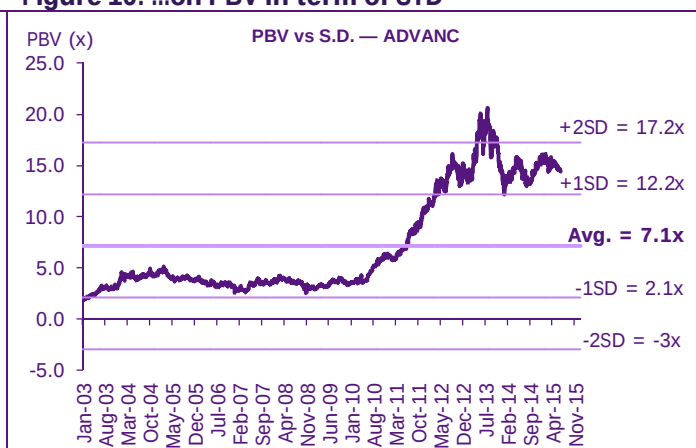
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 8: ...Also on PBV



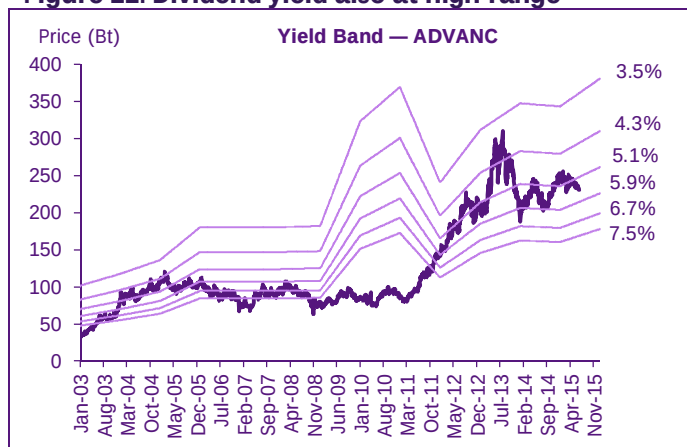
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 10: ...on PBV in term of STD



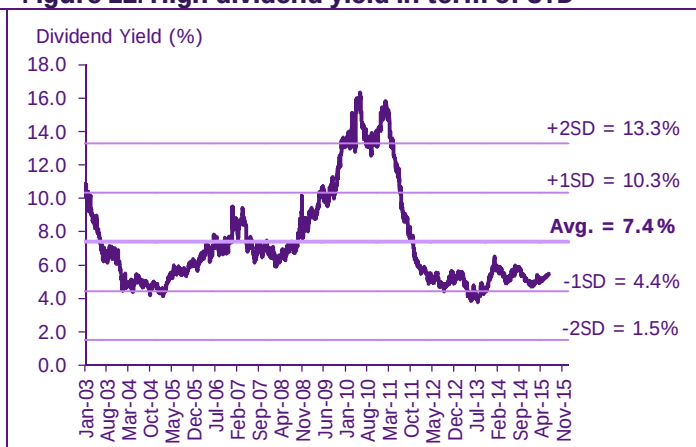
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 11: Dividend yield also at high range



Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 12: High dividend yield in term of STD



Source: Company data and SCBS Investment Research

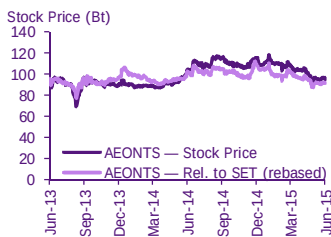
ชื่อ

Stock Data

Last close (Jun 22) (Bt)	94.75
12-m target price (Bt)	130.00
Upside (Downside) to TP (%)	37.20
Mkt cap (Btbn)	23.69
Mkt cap (US\$mn)	704

Bloomberg code	AEONTS TB
Reuters code	AEONTS.BK
Risk rating	H
Mkt cap (%) SET	0.17
Sector % SET	1.69
Shares issued (mn)	250
Par value (Bt)	1
12-m high / low (Bt)	120 / 91.3
Avg. daily 6m (US\$mn)	0.26
Foreign limit / actual (%)	49 / 49
Free float (%)	29.9
Dividend policy (%)	≥ 30

Price Performance



Source: SET, SCBS Investment Research

Share performances

	1M	3M	12M
Absolute	(1.6)	(10.6)	(8.5)
Relative to SET	(0.3)	(9.7)	(10.6)

Source: SET, SCBS Investment Research

กิตติมา สัตยพันธ์, CFA

นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1003

kittima.sattayapan@scb.co.th

สินเชื่อส่วนบุคคล และต้นทุนลดลง

สินเชื่อที่เติบโตเพิ่มมากขึ้น การตั้งสำรองน้อยลง ต้นทุนทางการเงินที่ลดลง และค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานที่เติบโตในอัตราชะลอตัวลง น่าจะช่วยสนับสนุนให้กำไรของ AEONTS กลับมาเติบโต 12% ในปีบัญชี 2558 ราคาหุ้นที่ปรับตัวลดลง 20% จากจุดสูงสุดในเดือน ม.ค. ทำให้ AEONTS กลายเป็นหุ้นที่ถูกที่สุดในกลุ่มผู้ให้บริการสินเชื่ออุปโภคบริโภค โดยซื้อขายที่ PER 8.7 เท่า เทียบกับอัตราเติบโตของ EPS ที่ 12% และ PBV 1.9 เท่า เทียบกับ ROE 24% ในปีบัญชี 2558 เราเชื่อว่าราคาหุ้นที่ลดลงส่วนหนึ่งมีสาเหตุมาจากความผิดหวังว่า AEONTS ไม่ได้เร่งขอใบอนุญาตทำธุรกิจสินเชื่อออนไลน์ การขอใบอนุญาตทำธุรกิจนี้ในภายหลังจะช่วยหนุนให้ราคาหุ้นปรับตัวเพิ่มขึ้น

สินเชื่อจะขยายตัวเพิ่มขึ้น เราคาดว่า AEONTS จะมีอัตราการขยายตัวของสินเชื่อเพิ่มขึ้นจาก 7% ในปีบัญชี 2557 สู่ 10% ในปีบัญชี 2558 โดยได้รับปัจจัยหนุนจากนโยบายปล่อยสินเชื่อที่มีความเข้มงวดน้อยลง การใช้จ่ายอุปโภคบริโภคในประเทศที่เพิ่มขึ้น ค่าจ้างที่สูงขึ้น และธุรกิจของบริษัทอยู่ในกลุ่มประเทศ CLMV ที่เติบโตสูง AEONTS ตั้งเป้าสินเชื่อส่วนบุคคลเติบโตเพิ่มขึ้นจาก 3% ในปีบัญชี 2557 สู่ 10% ในปีบัญชี 2558 โดยได้รับแรงหนุนจากฐานลูกค้าที่ขยายใหญ่ขึ้นผ่านความร่วมมือกับ BTS Group ออกบัตร AEON Rabbit Member Card กว่า 700,000 ใบ บริษัทคาดว่าสินเชื่อบัตรเครดิตจะเติบโตในอัตราที่ชะลอตัวลงจาก 14% ในปีบัญชี 2557 สู่ 8% ในปีบัญชี 2558 ซึ่งสะท้อนถึงฐานสูงและการเปลี่ยนมาเน้นตลาดระดับบนมากขึ้น เราคาดว่าสินเชื่อเช่าซื้อจะเติบโตในอัตราเร่งจาก 15% ในปีบัญชี 2557 สู่ 20% ในปีบัญชี 2558 โดยส่วนใหญ่จะเกิดจากบริษัทที่อยู่ในกลุ่มประเทศ CLMV ฐานลูกค้าของ AEONTS เติบโตตามรายได้เฉลี่ยที่สูงขึ้นและอัตราการว่างงานระดับต่ำ และบริษัทวางแผนผ่อนคลายมาตรฐานการปล่อยสินเชื่อต่อมาภายหลังในปีเพื่อสะท้อนเศรษฐกิจที่ฟื้นตัวดีขึ้นหลังจากตั้งสำรองไว้ในระดับที่น่าพอใจและขยายที่มติดตามหนี้ในปีที่ผ่านมา

ตั้งสำรองน้อยลง ต้นทุนทางการเงินลดลง และค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานเติบโตในอัตราที่ชะลอตัวลง การเติบโตของกำไรในปีบัญชี 2558 จะได้รับปัจจัยหนุนจากการตั้งสำรองน้อยลง ต้นทุนทางการเงินที่ลดลง และค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานที่เติบโตในอัตราชะลอตัวลง AEONTS คาดว่าจะตั้งสำรองลดลงอย่างต่อเนื่องในปี 2558 เนื่องจากบริษัทสามารถควบคุม NPL เอาไว้ได้ และบริษัทก็ตั้งสำรองพิเศษไปแล้วจำนวน 400 ล้านบาทในปีบัญชี 2557 เพื่อสนับสนุนการนำเอามาตรฐานการตั้งสำรองที่เข้มงวดมากขึ้นภายใต้วิธีกันสำรองแบบรายกลุ่มสินเชื่อ (collective approach) มาใช้ บริษัทวางแผนลดการตั้งสำรองลงจาก 5 พันล้านบาทในปีบัญชี 2557 สู่ ~4.7 พันล้านบาท (SCBS คาดการณ์ที่ 4.8 พันล้านบาท) ในปีบัญชี 2558 ซึ่งจะส่งผลทำให้อัตราส่วนค่าเผื่อหนี้สงสัยจะสูญต่อสินเชื่อรวมปรับลดลงจาก 8.5% ในปีบัญชี 2557 สู่ 7.5% ในปีบัญชี 2558 เงินกู้ยืมระยะสั้น (คิดเป็นสัดส่วน 30% ของเงินกู้ยืมทั้งหมด) จะได้รับประโยชน์จากการลดอัตราดอกเบี้ยในไตรมาส 2/58 เราคาดว่าค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานจะเติบโตในอัตราที่ลดลงจาก 10% ในปีบัญชี 2557 สู่ 7% ในปีบัญชี 2558 AEONTS ได้วางจ้างบริษัทย่อยติดตามหนี้เพื่อลดค่าใช้จ่ายซ้ำซ้อนในเดือน เม.ย. และชะลอการขยายที่มติดตามหนี้เนื่องจากบริษัทได้พนักงานจำนวนมากพอสำหรับศูนย์ติดตามหนี้แห่งใหม่ที่เปิดในปีที่ผ่านมาแล้ว

หุ้นที่ถูกที่สุดในกลุ่มผู้ให้บริการสินเชื่ออุปโภคบริโภค และมี upside จากสินเชื่อออนไลน์ เราคาดว่าราคาหุ้นที่ปรับตัวลดลง 20% จากจุดสูงสุดในเดือน ม.ค. ทำให้ AEONTS กลายเป็นหุ้นที่ถูกที่สุดในกลุ่มผู้ให้บริการสินเชื่ออุปโภคบริโภค ด้วย valuation ระดับต่ำที่ PER 8.7 เท่า เทียบกับอัตราเติบโตของ EPS ที่ 12% และ PBV 1.9 เท่า เทียบกับ ROE 24% ในปีบัญชี 2558 ราคาหุ้นที่ลดลงส่วนหนึ่งมีสาเหตุมาจากความผิดหวังว่า AEONTS ไม่ได้เร่งขอใบอนุญาตทำธุรกิจสินเชื่อออนไลน์ บริษัทต้องการรอจังหวะเวลาที่เหมาะสมกว่านี้ คือ รอให้เศรษฐกิจฟื้นตัวอย่างแข็งแกร่งมากขึ้น ในขณะที่บริษัทยังคงเล็งเห็นโอกาสเติบโตอีกมากในธุรกิจสินเชื่อส่วนบุคคล ตำแหน่งผู้นำในตลาดสินเชื่อส่วนบุคคลแบบไม่มีหลักประกันในตลาดระดับล่างของ AEONTS ทำให้บริษัทอยู่ในตำแหน่งที่ดีที่จะเข้าไปทำธุรกิจสินเชื่อออนไลน์ และเราคาดว่าในที่สุดแล้วบริษัทจะขอใบอนุญาตทำธุรกิจสินเชื่อออนไลน์ ซึ่งจะช่วยหนุนให้ราคาหุ้นปรับตัวเพิ่มขึ้น

Forecasts and valuation

FY Feb 20 of the following year	Unit	FY2013	FY2014	FY2015F	FY2016F	FY2017F
Net profit	(Btbn)	2,501	2,418	2,707	3,169	3,827
EPS	(Bt)	10.01	9.67	10.83	12.67	15.31
BVPS	(Bt)	35.6	41.8	49.1	57.8	68.6
DPS	(Bt)	3.45	3.45	3.79	4.44	5.36
PER (x)	(x)	9.5	9.8	8.7	7.5	6.2
EPS growth	(%)	48	(3)	12	17	21
PBV	(x)	2.66	2.27	1.93	1.64	1.38
ROE	(%)	31.0	25.0	23.8	23.7	24.2
Dividend yields	(%)	3.64	3.64	4.00	4.68	5.66

Source: SCBS Investment Research

Financial statement

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY Feb 20 of the following year	2013	2014	2015F	2016F	2017F
Interest & dividend income	13,962	15,248	16,379	18,188	20,432
Interest expense	2,061	2,358	2,343	2,602	2,952
Net interest income	11,901	12,890	14,035	15,586	17,480
Non-interest income	1,273	1,960	1,471	1,599	1,741
Non-interest expenses	6,194	6,827	7,305	7,817	8,364
Earnings before tax & provision	6,980	8,022	8,201	9,369	10,857
Tax	636	611	671	787	951
Equities & minority interest	(0)	21	22	22	22
Core pre-provision profit	6,344	7,433	7,551	8,604	9,927
Provision	3,843	5,015	4,843	5,435	6,100
Core net profit	2,501	2,418	2,707	3,169	3,827
Extra item	0	0	0	0	0
Net profit	2,501	2,418	2,707	3,169	3,827
EPS (Bt)	10.01	9.67	10.83	12.67	15.31
DPS (Bt)	3.45	3.45	3.79	4.44	5.36

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY Feb 20 of the following year	4Q13	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14
Interest & dividend income	3,692	3,640	3,799	3,879	3,929
Interest expense	573	561	593	606	598
Net interest income	3,119	3,079	3,206	3,273	3,332
Non-interest income	311	320	842	464	334
Non-interest expenses	1,541	1,616	1,763	1,755	1,693
Earnings before tax & provision	1,888	1,782	2,286	1,982	1,972
Tax	161	150	171	141	150
Equities & minority interest	0	0	(0)	18	4
Core pre-provision profit	1,727	1,632	2,114	1,860	1,826
Provision	1,121	1,046	1,441	1,292	1,236
Core net profit	606	586	674	568	590
Extra item	0	0	0	0	0
Net profit	606	586	674	568	590
EPS (Bt)	2.42	2.34	2.69	2.27	2.36

Balance Sheet (Btmn)

FY Feb 20 of the following year	2013	2014	2015F	2016F	2017F
Cash	2,435	2,769	2,872	2,986	3,085
Gross loans	54,808	58,914	64,579	72,467	81,333
Loan loss reserve	1,912	2,428	2,913	3,456	4,066
Net loans	52,896	56,485	61,667	69,011	77,267
Total assets	60,637	64,392	69,728	77,241	85,651
Borrowings	48,833	49,452	52,968	58,284	64,002
Total liabilities	51,729	53,947	57,463	62,780	68,497
Paid-up capital	250	250	250	250	250
Total Equities	8,906	10,444	12,264	14,460	17,153
BVPS (Bt)	35.62	41.78	49.06	57.84	68.61

Balance Sheet (Btmn)

FY Feb 20 of the following year	4Q13	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14
Cash	2,435	2,390	2,370	2,551	2,769
Gross loans	54,808	56,817	58,144	58,834	58,914
Loan loss reserve	1,912	1,852	2,263	2,349	2,428
Net loans	52,896	54,964	55,881	56,485	56,485
Total assets	60,637	62,656	63,540	64,717	64,392
Borrowings	48,833	51,494	52,189	52,026	49,452
Total liabilities	51,731	53,166	53,841	54,853	53,947
Paid-up capital	250	250	250	250	250
Total Equities	8,907	9,490	9,699	9,863	10,444
BVPS (Bt)	35.63	37.96	38.80	39.45	41.78

Key Financial Ratios & Key assumptions

	2013	2014	2015F	2016F	2017F
Loan growth (%)	20.9	7.5	9.6	12.2	12.2
Yield on earn'g assets (%)	27.89	26.82	26.53	26.54	26.57
Cost on int-bear'g liab (%)	4.67	4.85	4.62	4.72	4.87
Spread (%)	23.22	21.96	21.90	21.82	21.70
Net interest margin(%)	23.77	22.67	22.73	22.75	22.73
ROA (%)	4.48	3.87	4.04	4.31	4.70
ROE (%)	30.95	24.99	23.84	23.71	24.21
NPLs/ Total Loans (%)	2.97	3.38	3.38	3.38	3.38
Provision/Total loans (%)	7.01	8.51	7.50	7.50	7.50
LLR/NPLs(%)	117.0	121.9	133.4	141.0	147.8
Cost to income ratio (%)	47.0	46.0	47.1	45.5	43.5
D/E (x)	5.8	5.2	4.7	4.3	4.0

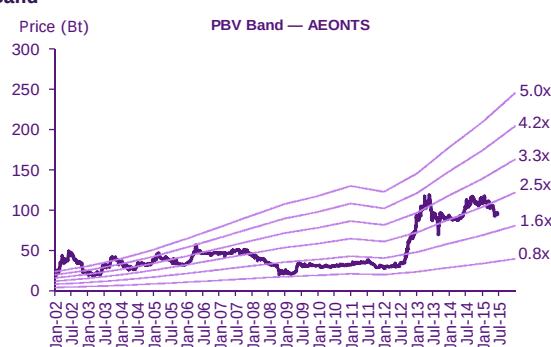
Key Financial Ratios

	4Q13	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14
Yield on earn'g assets (%)	27.26	26.09	26.44	26.53	26.69
Cost on int-bear'g liab (%)	4.83	4.58	4.74	4.83	4.82
Net interest margin(%)	23.03	22.06	22.31	22.38	22.64
NPLs/ Total Loans(%)	2.97	2.98	3.31	3.29	3.38
Provision/Total loans (%)	8.18	7.37	9.91	8.78	8.39
LLR/NPLs(%)	117.02	109.28	117.27	121.00	121.90
Cost to income ratio (%)	44.94	47.56	49.39	48.62	46.18

Loan breakdown

	2013	2014	2015F	2016F	2017F
Hire purchase	2.5	2.6	3.0	3.2	3.4
Personal loans	61.9	59.4	59.7	59.5	59.4
Credit card loans	35.7	37.7	37.1	37.1	37.0

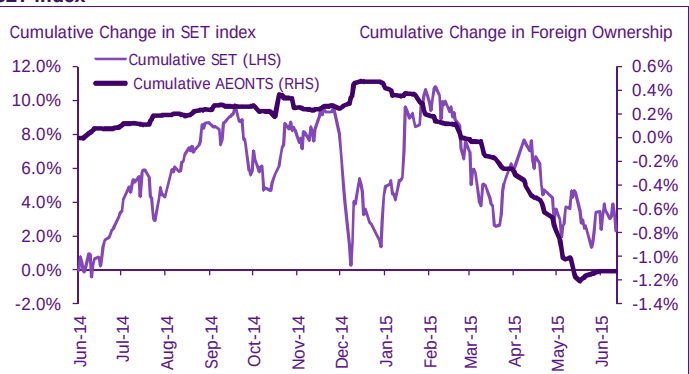
PBV Band



12-Month Cumulative directors trade

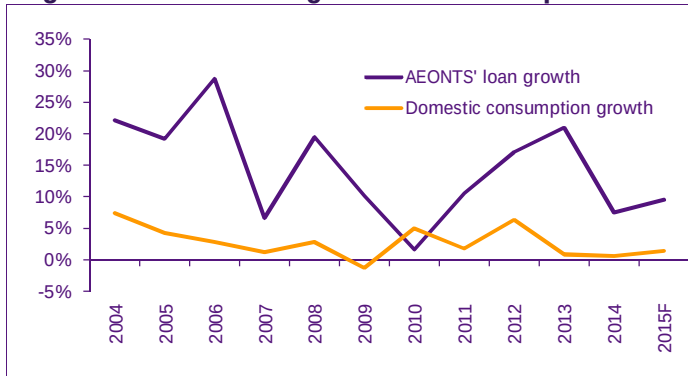
NA

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



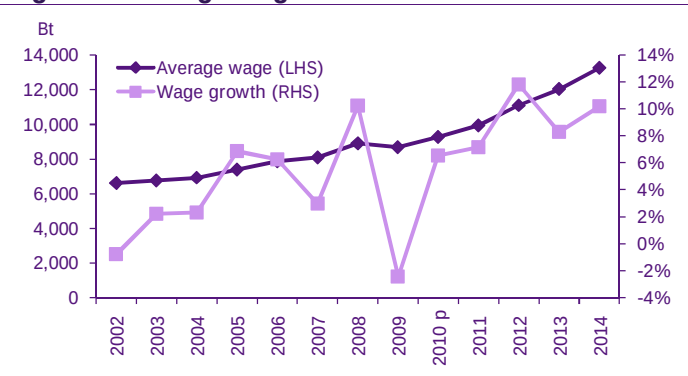
Source: SET, SCBS Investment Research

Figure 1: AEONTS' loan growth vs. consumption



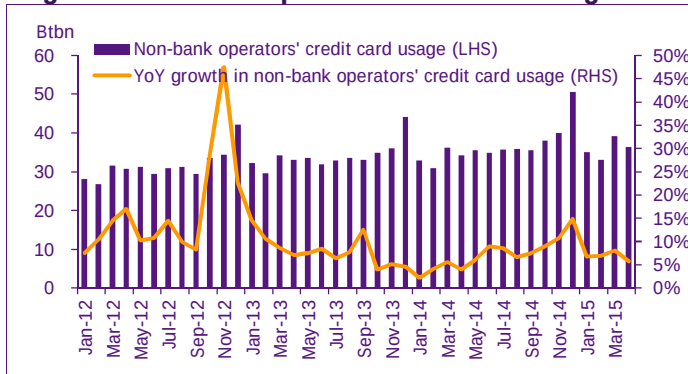
Source: AEONTS, BoT and SCBS Investment Research

Figure 2: Average wage



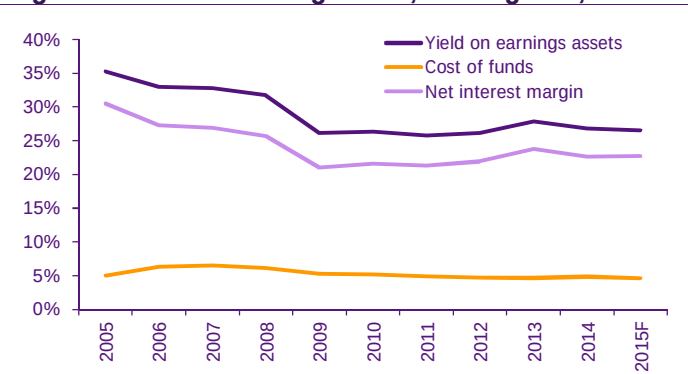
Source: BoT and SCBS Investment Research

Figure 3: Non-bank operators' credit card usage



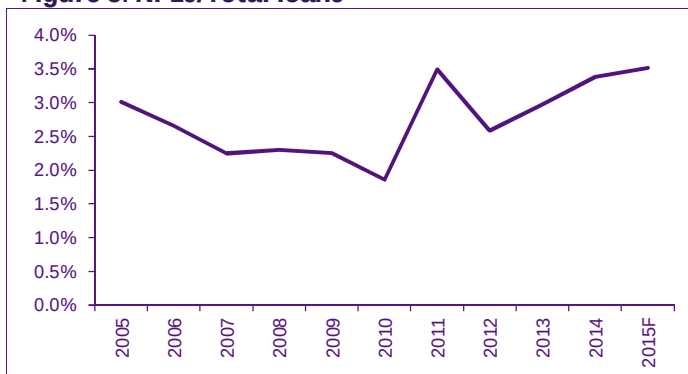
Source: BoT and SCBS Investment Research

Figure 4: Yield on earning assets, funding cost, NIM



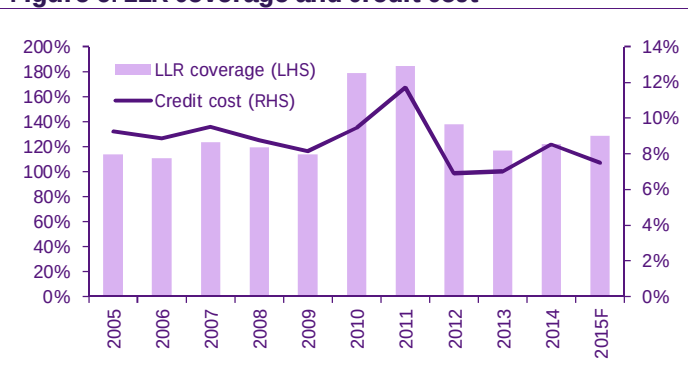
Source: AEONTS and SCBS Investment Research

Figure 5: NPLs/Total loans



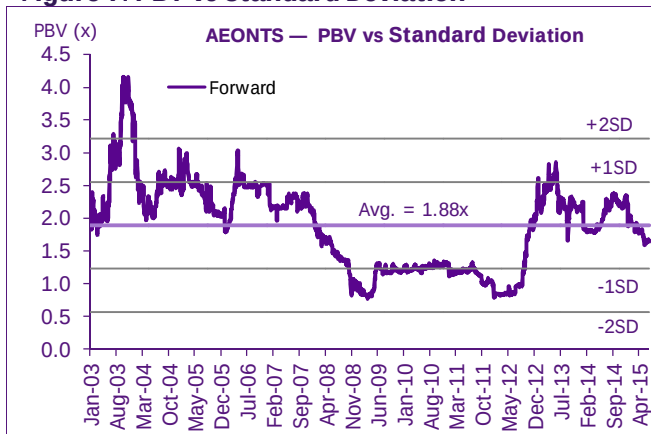
Source: AEONTS and SCBS Investment Research

Figure 6: LLR coverage and credit cost



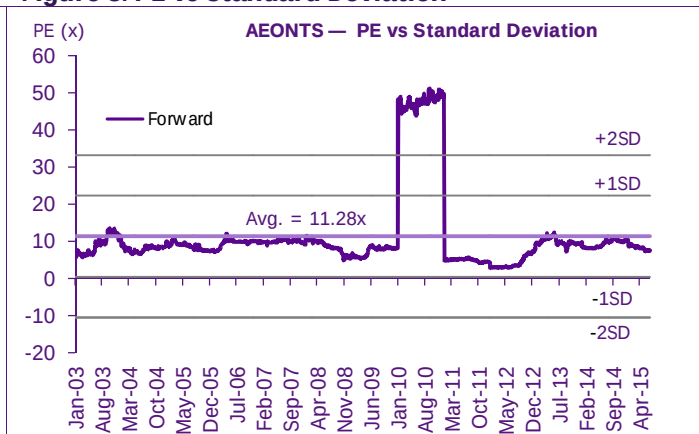
Source: AEONTS and SCBS Investment Research

Figure 7: PBV vs Standard Deviation



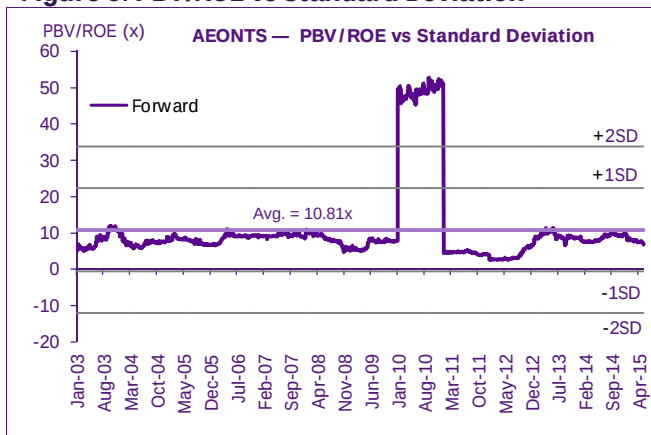
Source: SCBS Investment Research

Figure 8: PE vs Standard Deviation



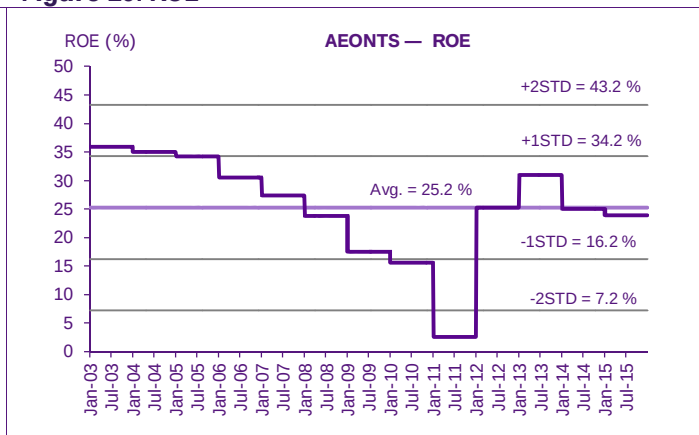
Source: SCBS Investment Research

Figure 9: PBV/ROE vs Standard Deviation



Source: SCBS Investment Research

Figure 10: ROE



Source: SCBS Investment Research

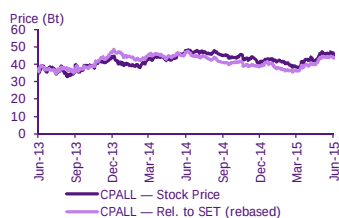
ชื่อ

Stock Data

Last close (Jun 22) (Bt)	46.25
12-m target price (Bt)	54.00
Upside (Downside) to TP (%)	16.76
Mkt cap (Btbn)	415.47
Mkt cap (US\$m)	12,339

Bloomberg code	CPALL TB
Reuters code	CPALL.BK
Risk rating	L
Mkt cap (%) SET	2.94
Sector % SET	7.79
Shares issued (mn)	8,983
Par value (Bt)	1
12-m high / low (Bt)	48.5 / 37.5
Avg. daily 6m (US\$m)	18.41
Foreign limit / actual (%)	49 / 32
Free float (%)	58.3
Dividend policy (%)	50

Price Performance



Source: SET, SCBS Investment Research

Share performance

	1M	3M	12M
Absolute	(2.1)	20.9	(3.6)
Relative to SET	(0.8)	22.2	(5.9)

Source: SET, SCBS Investment Research

ศิริมา ดิสราร, CFA

นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1004

sirima.dissara@scb.co.th

ดูข้อมูลความรับผิดชอบ
ด้านหนึ่งของรายงานฉบับนี้

โดดเด่นที่สุดในกลุ่ม consumer play

กำไรไตรมาส 1/58 ที่ออกมาดี (+36% YoY เทียบกับค่าเฉลี่ยของกลุ่มพาณิชย์ที่ +22% YoY) ช่วยสนับสนุนให้ราคาหุ้น CPALL ปรับตัว outperform SET และกลุ่มพาณิชย์อยู่ 8% YTD ซึ่งมีแนวโน้มที่จะเกิดขึ้นอย่างต่อเนื่องจากการรายงานกำไรเติบโตสูงที่สุดในกลุ่มพาณิชย์ในช่วงที่เหลือของปี 2558 EPS น่าจะเติบโต 33% ในปี 2558 โดยการเติบโต 16% จะเกิดจากธุรกิจร้านสะดวกซื้อ, 10% เกิดจากธุรกิจ cash and carry (ถือหุ้น 98% ใน MAKRO) และ 7% เกิดจากต้นทุนทางการเงินที่ลดลงจากการรีไฟแนนซ์หนี้และไม่มีค่าธรรมเนียมจากดีล MAKRO เกิดขึ้นอีก แนวโน้ม upside คือ การชำระคืนหนี้ได้เร็วกว่าค่าจากการขายหุ้นที่ถืออยู่บางส่วนใน MAKRO และหน้า "ซื้อ" ด้วยราคาเป้าหมายที่คำนวณได้จากวิธี DCF ที่ 54 บาท

ธุรกิจร้านสะดวกซื้อจะปรับตัวดีขึ้นอีก ในเดือน เม.ย.-พ.ค. 2558 ยอดขายสาขาเดิมของ CPALL เติบโตสูงกว่าระดับ +0.3% ในไตรมาส 1/58 และ +0.5% ในไตรมาส 2/57 เพราะอากาศร้อนช่วยสนับสนุนให้ยอดขายเครื่องดื่มปรับตัวเพิ่มขึ้น บวกกับยอดขายผลิตภัณฑ์อาหารและไม่ใช่อาหารฟื้นตัวดีขึ้น ยอดขายสาขาเดิมในช่วงครึ่งหลังปี 58 จะเติบโตเพิ่มมากขึ้นจากฐานต่ำของปีก่อนที่ -4.1% ซึ่งมีสาเหตุมาจากแคมเปญแอสต์มปีที่ 1 ไม่ได้รับความนิยมในเดือน ก.ค.-พ.ย. 2557 ทั้งนี้ นอกเหนือจากยอดขายสาขาเดิมที่ดีขึ้นแล้ว ยอดขายที่เติบโตดีขึ้นยังจะได้รับปัจจัยสนับสนุนจากการขยายสาขาด้วย CPALL ตั้งเป้าขยายสาขาเพิ่ม 600-700 สาขาในปี 2558 (เทียบกับ 207 สาขาในไตรมาส 1/58) +7-9% YoY อัตราการไต่ขึ้นต้นจะปรับตัวเพิ่มขึ้นอีกผ่านทางต้นทุนโลจิสติกส์ที่ลดลง (ช่วยให้อัตราการไต่ขึ้นต้นปรับเพิ่มขึ้นได้ +0.30% YoY ในไตรมาส 1/58) โดยได้รับแรงหนุนจากราคาน้ำมันระดับต่ำอย่างต่อเนื่องและส่วนผลผลิตภัณฑ์ที่ดีขึ้นผ่านการเพิ่มผลผลิตภัณฑ์ที่ให้อัตรากำไรสูง

ส่วนแบ่งกำไรจากธุรกิจ cash and carry (MAKRO) ปรับตัวดีขึ้น ในเดือน เม.ย.-พ.ค. 2558 ยอดขายสาขาเดิมอยู่ในระดับทรงตัวหรือลดลงเล็กน้อย สะท้อนตัวลงจาก +2.8% ในไตรมาส 1/58 และ +6.3% ในไตรมาส 2/57 โดยมีสาเหตุมาจากการปิดสาขาในลำพูนเป็นเวลา 10 วันจากพายุฤดูร้อนและยอดขายที่ลดลงในภูเก็ตหลังจากคู่แข่ง คือ Supercheap กลับมาเปิดให้บริการ (ปิดเพราะเพลิงไหม้ในปีที่ผ่านมา) แม้ยอดขายสาขาเดิมอ่อนแอ แต่ยอดขายจะเติบโตอย่างต่อเนื่อง โดยได้รับแรงหนุนจากการเปิดสาขาเพิ่มอีก 12 สาขา (เทียบกับ 3 สาขาในไตรมาส 1/58) +16% YoY อัตราการไต่ขึ้นต้นจะเพิ่มขึ้นโดยเกิดจากยอดขายผลิตภัณฑ์กลุ่ม HoReCa ซึ่งให้อัตรากำไรสูงปรับตัวเพิ่มขึ้น และฐานต่ำของปีก่อน (บันทึกค่าใช้จ่ายตั้งสำรองสำหรับอาหารแช่เย็นในไตรมาส 2/57-ไตรมาส 3/57) เราคาดว่ากำไรของ MAKRO จะคิดเป็นสัดส่วน 45% ของกำไรในปี 2558 ของ CPALL กำไรของ MAKRO ที่คาดว่าจะเติบโต 22% ในปี 2558 จะช่วยสนับสนุนให้กำไรปี 2558 ของ CPALL เติบโต 10%

ต้นทุนทางการเงินลดลง ต้นทุนทางการเงินทั้งหมดของ CPALL (ค่าธรรมเนียมเกี่ยวกับดีล MAKRO ในค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร และดอกเบี้ยจ่าย) จะลดลงจากระดับประมาณ 5.5% ในปี 2557 สู่ระดับต่ำกว่า 5% ในปี 2558 เพราะไม่มีค่าธรรมเนียมเกี่ยวกับ MAKRO เกิดขึ้นอีก (ส่วนใหญ่บันทึกในไตรมาส 3/56-ไตรมาส 2/57) และการรีไฟแนนซ์หนี้ด้วยต้นทุนที่ลดลง ทั้งนี้จากหนี้สินระยะยาวทั้งหมดที่เกิดจากดีล MAKRO จำนวน 1.8 แสนล้านบาท CPALL รีไฟแนนซ์หนี้ไปแล้วจำนวน 1.6 แสนล้านบาทด้วยการออกหุ้นกู้ที่อัตราดอกเบี้ยเฉลี่ย 4.56% (อัตราดอกเบี้ยคงที่) และหนี้อีก 2 หมื่นล้านบาทอยู่ในรูปของเงินกู้ระยะยาวที่มีอัตราดอกเบี้ยเฉลี่ย 5-6% (อัตราดอกเบี้ยลอยตัว) CPALL วางแผนออกหุ้นกู้เพิ่มเพื่อรีไฟแนนซ์หนี้ระยะยาวที่เหลือเพื่อให้ได้รับประโยชน์จากอัตราดอกเบี้ยต่ำ การคำนวณของเราพบว่าภาระรีไฟแนนซ์หนี้ด้วยอัตราดอกเบี้ยต่ำจะทำให้อัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงของ CPALL อยู่ที่ 4.7% ในไตรมาส 2/58 ลดลงจาก 4.9% ในไตรมาส 1/58 และ 5.1% ในไตรมาส 4/57 เราคาดว่าต้นทุนทางการเงินทั้งหมดที่ลดลงจะช่วยสนับสนุนให้กำไรปี 2558 ของ CPALL เติบโต 7%

มี upside จากการขายหุ้นที่ถืออยู่บางส่วนใน MAKRO CPALL กำลังพิจารณาขายหุ้น MAKRO บางส่วนเพื่อเพิ่ม free float จาก 2.12% ในปัจจุบัน CPALL ต้องการขายหุ้น MAKRO ในราคาที่สูงกว่าราคาเข้าซื้อบวกกับต้นทุนถือครอง แต่บริษัทยังไม่ได้กำหนดกรอบเวลาและสัดส่วนหุ้นที่จะขาย เราคาดว่า การขายหุ้นที่ถืออยู่ใน MAKRO ออกไปทุกๆ 10% จะช่วยสนับสนุนให้กำไรของ CPALL ปรับขึ้นได้อีก 2% (ต้นทุนทางการเงินที่ลดลงจากการชำระคืนหนี้ช่วยชดเชยส่วนแบ่งกำไรจาก MAKRO ที่ลดลง)

Forecasts and valuation

Year to 31 Dec	Unit	2013	2014	2015F	2016F	2017F
Revenue	(Btmn)	272,286	357,766	393,804	435,190	478,680
EBITDA	(Btmn)	20,183	26,981	31,738	35,988	40,778
Core profit	(Btmn)	11,001	9,777	13,006	16,652	20,756
Reported profit	(Btmn)	10,503	10,154	13,006	16,652	20,756
Core EPS	(Bt)	1.22	1.09	1.45	1.85	2.31
DPS	(Bt)	0.90	0.80	0.72	0.93	1.16
P/E, core	(x)	37.77	42.49	31.94	24.95	20.02
EPS growth, core	(%)	(0.08)	(11.13)	33.03	28.04	24.64
P/BV, core	(x)	12.60	11.85	10.16	8.14	6.55
ROE	(%)	36.47	28.74	34.26	36.24	36.26
Dividend yield	(%)	1.95	1.73	1.57	2.00	2.50
EV/EBITDA	(x)	28.49	21.51	18.32	15.95	13.83

Source: SCBS Investment Research

Financial statement

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	2013	2014	2015F	2016F	2017F
Total revenue	272,286	357,766	393,804	435,190	478,680
Cost of goods sold	(210,657)	(281,443)	(309,337)	(341,242)	(374,594)
Gross profit	61,629	76,323	84,467	93,948	104,086
SG&A	(58,384)	(68,809)	(73,711)	(80,735)	(87,981)
Other income	12,313	13,158	14,483	16,081	17,778
Interest expense	(2,214)	(8,518)	(8,832)	(8,298)	(7,724)
Pre-tax profit	13,343	12,153	16,407	20,996	26,160
Corporate tax	(2,255)	(2,258)	(3,281)	(4,199)	(5,232)
Equity a/c profits	0	0	0	0	0
Minority interests	(88)	(119)	(120)	(145)	(171)
Core profit	11,001	9,777	13,006	16,652	20,756
Extra-ordinary items	(498)	377	0	0	0
Net Profit	10,503	10,154	13,006	16,652	20,756
EBITDA	20,183	26,981	31,738	35,988	40,778
Core EPS (Bt)	1.22	1.09	1.45	1.85	2.31
Net EPS (Bt)	1.17	1.13	1.45	1.85	2.31
DPS (Bt)	0.90	0.80	0.72	0.93	1.16

Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	2013	2014	2015F	2016F	2017F
Total current assets	53,963	64,684	64,175	63,280	61,217
Total fixed assets	250,045	261,726	269,970	279,305	288,465
Total assets	304,008	326,410	334,145	342,585	349,682
Total loans	185,309	198,420	195,506	183,665	167,728
Total current liabilities	200,798	92,015	101,709	123,569	123,000
Total long-term liabilities	70,239	199,337	191,559	167,989	163,226
Total liabilities	271,037	291,352	293,268	291,558	286,226
Paid-up capital	8,983	8,983	8,983	8,983	8,983
Total equity	32,970	35,058	40,877	51,027	63,456
BVPS (Bt)	3.67	3.90	4.55	5.68	7.06

Cash Flow Statement (Btmn)

FY December 31	2013	2014	2015F	2016F	2017F
Core Profit	11,001	9,777	13,006	16,652	20,756
Depreciation and amortization	4,625	6,310	6,499	6,694	6,895
Operating cash flow	41,451	17,603	24,415	29,892	34,502
Investing cash flow	(220,324)	(16,660)	(15,331)	(16,029)	(16,055)
Financing cash flow	180,421	5,045	(10,100)	(18,344)	(24,263)
Net cash flow	1,547	5,988	(1,017)	(4,481)	(5,817)

Key Financial Ratios

	2013	2014	2015F	2016F	2017F
Gross margin(%)	22.6	21.3	21.4	21.6	21.7
Operating margin(%)	1.2	2.1	2.7	3.0	3.4
EBITDA margin(%)	7.4	7.5	8.1	8.3	8.5
EBIT margin(%)	5.7	5.8	6.4	6.7	7.1
Net profit margin(%)	3.9	2.8	3.3	3.8	4.3
ROE (%)	31.9	29.0	31.8	32.6	32.7
ROA (%)	3.5	3.1	3.9	4.9	5.9
Net D/E (x)	4.8	4.7	4.1	3.1	2.3
Interest coverage (x)	9.1	3.2	3.6	4.3	5.3
Payout Ratio (%)	77.0	70.8	50.0	50.0	50.0

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15
Total revenue	86,158	88,945	87,672	94,991	95,554
Cost of goods sold	-68,152	-70,031	-68,842	-74,419	-75,125
Gross profit	18,006	18,915	18,831	20,572	20,429
SG&A	-16,449	-16,885	-16,733	-18,742	-17,085
Other income	2,991	3,188	3,392	3,587	3,227
Interest expense	-1,346	-2,398	-2,415	-2,360	-2,263
Pre-tax profit	3,203	2,819	3,075	3,057	4,307
Corporate tax	-643	-542	-596	-476	-842
Equity a/c profits	0	0	0	0	0
Minority interests	-31	-26	-28	-33	-37
Core profit	2,528	2,250	2,451	2,548	3,428
Extra-ordinary items	177	1	237	-38	0
Net Profit	2,705	2,252	2,688	2,509	3,428
EBITDA	5,877	6,619	6,956	6,937	8,123
Core EPS (Bt)	0.28	0.25	0.27	0.28	0.38
Net EPS (Bt)	0.30	0.25	0.30	0.28	0.38

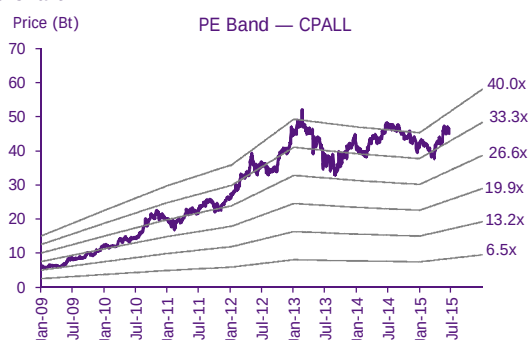
Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15
Total current assets	49,723	43,774	43,061	64,684	50,433
Total fixed assets	253,093	254,754	257,300	261,726	263,967
Total assets	302,816	298,529	300,361	326,410	314,400
Total loans	186,825	190,230	188,018	198,420	187,975
Total current liabilities	63,402	65,542	65,249	92,015	77,900
Total long-term liabilities	203,768	203,222	202,658	199,337	198,045
Total liabilities	267,170	268,764	267,907	291,352	275,945
Paid-up capital	8,983	8,983	8,983	8,983	8,983
Total equity	35,646	29,765	32,453	35,058	38,455
BVPS (Bt)	3.97	3.31	3.61	3.90	4.28

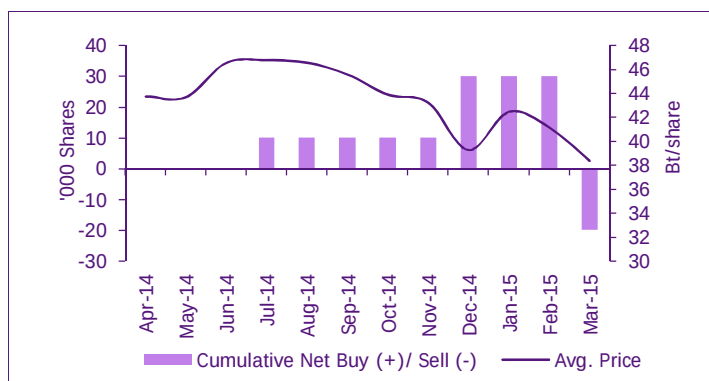
Main Assumptions

	2013	2014	2015F	2016F	2017F
SSS growth (%) - CPALL	5.7	-2.6	2.5	4.0	4.0
No. of new stores - CPALL	607	698	640	640	640
No. of stores (year end) - CPALL	7,429	8,127	8,767	9,407	10,047
SSS growth (%) - MAKRO	7.8	4.4	3.0	4.0	4.0
No. of new stores - MAKRO	7	13	12	10	10
No. of stores (year end) - MAKRO	64	77	89	99	109

PE Band Chart

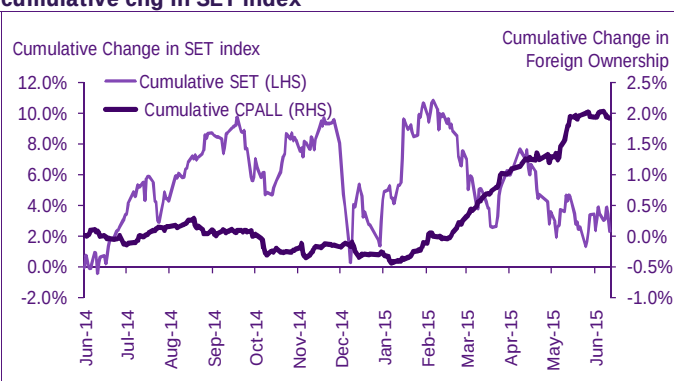


12-Month Cumulative directors trade



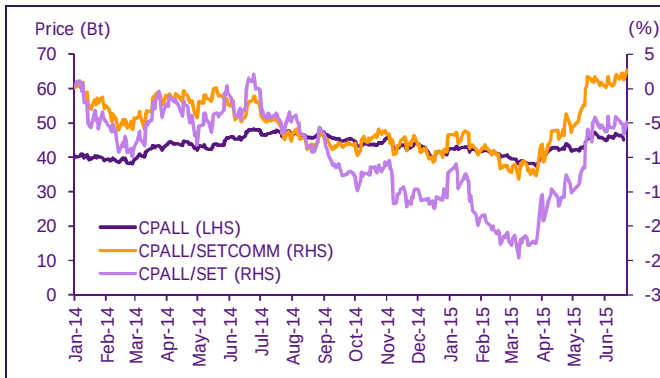
Source: SEC

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



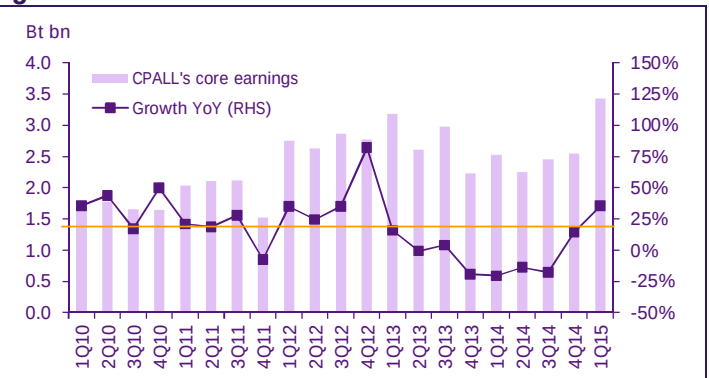
Source: SET, SCBS Investment Research

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



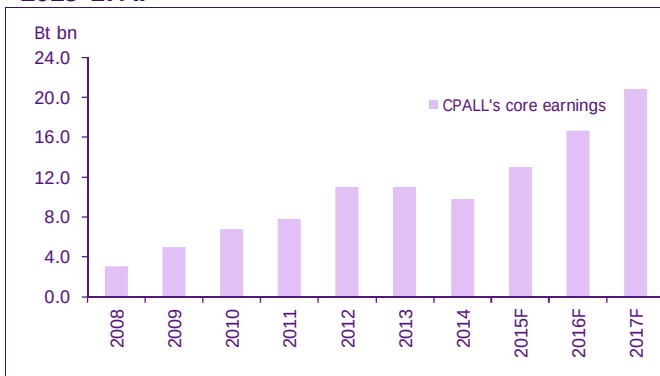
Source: SCBS Investment Research

Figure 2: This is set to continue to reflect its strong growth for the rest of 2015



Source: SCBS Investment Research

Figure 3: CPALL's earnings turned to growth in 2015-17F..



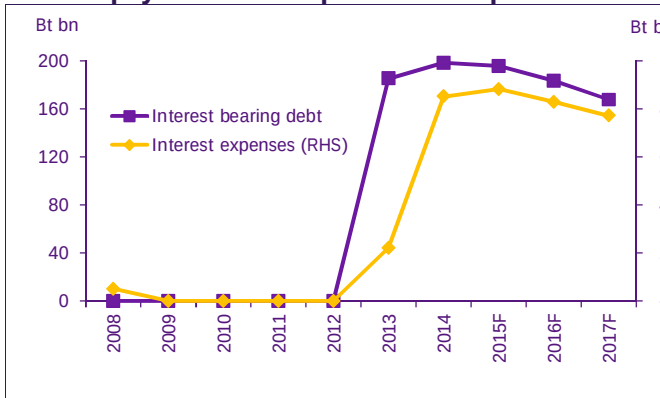
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 4: partly supported by better MAKRO's earnings (98% stake), accounting for 45% of CPALL's earnings



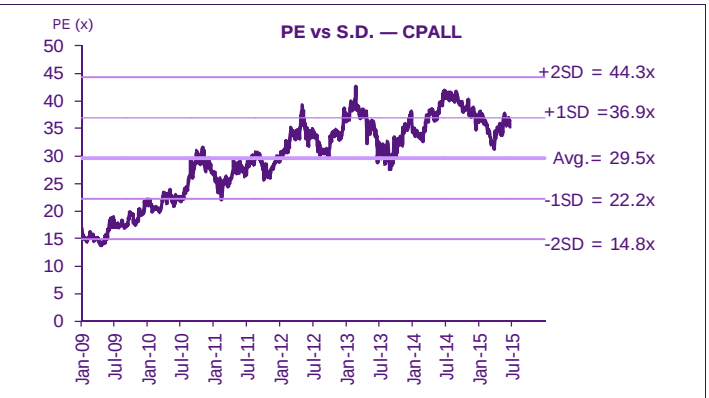
Source: SCBS Investment Research

Figure 5: partly from lower interest expenses from debt repayment on its operational improvement



Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 6: CPALL's historical PE band



Source: SCBS Investment Research

Figure 7: CPALL's debt profile (company only - excluding MAKRO)

	4Q14A		1Q15A		2Q15F		Note
	Amount (Bt mn)	Effective Rate (%)	Amount (Bt mn)	Effective rate (%)	Amount (Bt mn)	Effective rate (%)	
Interest expenses (CPALL only)	2,304		2,209		2,117		
Long-term liabilities (CPALL only)	181,215	5.09%	180,601	4.89%	180,601	4.69%	
1) LT loan (float rate)	51,215	6.01%	40,601	5.66%	20,601	5.66%	Conservatively assuming flat rate, amid downward interest rate trend
2) Debenture (fixed rate)	130,000	4.72%	140,000	4.67%	160,000	4.56%	
Details of debenture							
Debenture (31 Oct 13) (3-10 year)	50,000	4.84%	50,000	4.84%	50,000	4.84%	Full-quarter contribution in 1Q15 Full-quarter contribution in 2Q15
Debenture (27 Mar 14) (3-10 year)	40,000	4.70%	40,000	4.70%	40,000	4.70%	
Debenture (22 Aug 14) (3-10 year)	40,000	4.59%	40,000	4.59%	40,000	4.59%	
Debenture (26 Dec 14) (3-12 year)			10,000	3.99%	10,000	3.99%	
Debenture (20 Mar 14) (2-5 year)					20,000	3.83%	

Source: SCBS Investment Research

Figure 8: Sector normalized profit

Normalized profit	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	% YoY	% QoQ	2014	2015F	2016F
BIGC	1,256	1,889	1,570	2,519	1,440	15%	-43%	7,235	8,006	9,036
CPALL	2,528	2,250	2,451	2,548	3,428	36%	35%	9,777	13,006	16,652
MAKRO	1,271	1,052	1,082	1,480	1,539	21%	4%	4,885	5,983	7,159
ROBINS	539	440	353	595	614	14%	3%	1,927	2,202	2,648
HMPRO	726	795	766	1,027	734	1%	-29%	3,313	3,482	3,959
GLOBAL	225	172	131	171	238	6%	39%	699	828	1,077
Total	6,544	6,599	6,353	8,341	7,993	22%	-4%	27,837	33,506	40,532
% Growth YoY										
BIGC	-10.1%	20.4%	-3.2%	-4.4%	14.7%			0.2%	10.7%	12.9%
CPALL	-20.6%	-13.8%	-17.7%	14.3%	35.6%			-11.1%	33.0%	28.0%
MAKRO	25.8%	9.6%	5.7%	13.4%	21.1%			13.6%	22.5%	19.7%
ROBINS	-2.3%	-1.5%	-17.0%	13.0%	14.0%			-1.2%	14.2%	20.3%
HMPRO	5.0%	8.8%	6.5%	10.8%	1.1%			8.0%	5.1%	13.7%
GLOBAL	-21.8%	-33.0%	-35.1%	-12.2%	5.9%			-25.7%	18.3%	30.1%
Total	-8.1%	0.4%	-8.8%	6.7%	22.1%			-2.3%	20.4%	21.0%

Source: SCBS Investment Research

Figure 9: Sector SSS growth

SSS growth (%)	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	ppts YoY	ppts QoQ	2014	2015F	2016F
BIGC	-2.4	-2.0	-2.2	0.5	-0.2	2.2	-0.7	-1.5	1.5	1.5
CPALL	-1.1	0.5	-4.5	-3.6	0.3	1.4	3.9	-2.6	2.5	4.0
MAKRO	7.5	6.3	3.8	0.1	2.8	-4.7	2.7	4.4	3.0	4.0
ROBINS	-3.3	-7.0	-6.8	-6.1	-6.6	-3.3	-0.5	-5.8	-1.7	4.5
HMPRO	3.8	6.5	4.8	4.9	-2.7	-6.5	-7.6	5.0	0.0	4.0
GLOBAL	-7.1	-11.3	-7.4	1.3	0.4	7.5	-0.9	-6.1	3.0	4.0
Average	-0.4	-1.2	-2.1	-0.5	-1.0	-0.6	-0.5	-1.1	1.4	3.7

Source: SCBS Investment Research

Figure 10: Sector store expansion

No. Store, ending	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	% YoY	% QoQ	2014	2015F	2016F
BIGC	579	616	624	636	643	11.1%	1.1%	636	825	978
-Hyper/Supermkt	150	155	158	160	160	6.7%	0.0%	160	179	192
-Small formats	429	461	466	476	483	12.6%	1.5%	476	646	786
CPALL	7,651	7,816	7,965	8,127	8,334	8.9%	2.5%	8,127	8,767	9,407
MAKRO	66	68	70	77	80	21.2%	3.9%	77	89	99
ROBINS	34	35	36	41	41	20.6%	0.0%	41	45	50
HMPRO	67	70	71	76	77	14.9%	1.3%	76	85	94
GLOBAL	29	29	31	32	34	17.2%	6.3%	32	39	46
Total	8,426	8,634	8,797	8,989	9,209	9.3%	2.4%	8,989	9,850	10,674
YoY (%)										
BIGC	50%	40%	22%	14%	11%			14%	30%	19%
-Hyper/Supermkt	13%	13%	10%	7%	7%			7%	12%	7%
-Small formats	70%	52%	27%	16%	13%			16%	36%	22%
CPALL	9%	8%	9%	9%	9%			9%	8%	7%
MAKRO	14%	11%	15%	20%	21%			20%	16%	11%
ROBINS	13%	9%	13%	21%	21%			21%	10%	11%
HMPRO	22%	25%	20%	15%	15%			15%	12%	11%
GLOBAL	32%	21%	19%	19%	17%			19%	22%	18%
Total	11%	10%	10%	10%	9%			10%	10%	8%

Source: SCBS Investment Research

Figure 11: Sector EBIT margin

EBIT margin (%)	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	ppts YoY	ppts QoQ	2014F	2015F	2016F
BIGC	6.3	8.3	7.5	10.5	6.7	0.4	-3.8	8.2	8.4	8.9
CPALL	5.3	5.9	6.3	5.7	6.9	1.6	1.2	5.8	6.4	6.7
MAKRO	4.8	4.0	4.4	5.0	5.2	0.4	0.2	4.5	4.9	5.2
ROBINS	10.9	8.6	6.9	10.7	11.8	0.9	1.1	9.3	10.1	11.2
HMPRO	9.2	9.2	9.3	10.8	8.6	-0.6	-2.2	9.6	9.3	9.1
GLOBAL	7.6	6.3	5.4	6.4	7.2	-0.3	0.8	6.5	6.6	7.1
Average	7.3	7.0	6.6	8.2	7.7	0.4	-0.5	7.3	7.6	8.0
YoY(ppts)										
BIGC	-0.8	0.8	0.8	-1.2	0.4			-0.1	0.2	0.5
CPALL	-2.5	-0.6	0.8	1.3	1.6			0.1	0.6	0.3
MAKRO	0.5	0.0	0.1	0.3	0.4			0.2	0.4	0.3
ROBINS	0.2	-0.9	-1.3	1.5	0.9			-0.1	0.8	1.1
HMPRO	-0.7	-0.8	-0.6	-0.7	-0.6			-0.7	-0.3	-0.2
GLOBAL	-2.6	-2.8	-2.2	-1.0	-0.3			-2.2	0.1	0.5
Total	-1.0	-0.7	-0.4	0.0	0.4			-0.5	0.3	0.4

Source: SCBS Investment Research

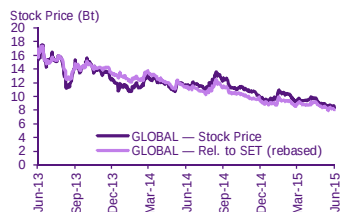
ชื่อ

Stock Data

Last close (Jun 22) (Bt)	8.30
12-m target price (Bt)	12.00
Upside (Downside) to TP (%)	44.58
Mkt cap (Btbn)	25.30
Mkt cap (US\$mn)	752

Bloomberg code	GLOBAL TB
Reuters code	GLOBAL.BK
Risk rating	L
Mkt cap (%) SET	0.18
Sector % SET	7.79
Shares issued (mn)	3,049
Par value (Bt)	1
12-m high / low (Bt)	13.7 / 8.1
Avg. daily 6m (US\$mn)	0.69
Foreign limit / actual (%)	49 / 1.62
Free float (%)	33.1
Dividend policy (%)	≥ 30

Price Performance



Source: SET, SCBS Investment Research

Share performance

	1M	3M	12M
Absolute	(6.7)	(14.4)	(28.7)
Relative to SET	(5.5)	(13.5)	(30.4)

Source: SET, SCBS Investment Research

ศิริมา ดิสรสา, CFA

นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน
ด้านหลักทรัพย์
0-2949-1004
sirima.dissara@scb.co.th

ไต่เวลาปรับตัว

ในช่วง 1 ปีที่ผ่านมา GLOBAL เป็นหุ้น laggard มากที่สุดในกลุ่มพาณิชย์ (-22% เทียบกับกลุ่มพาณิชย์ที่ -11%) เพราะถูกกดดันโดยกำไรสุทธิอ่อนแอที่สุดในกลุ่มพาณิชย์ที่ -21% ในปี 2557 และ -5% ในไตรมาส 1/58 อย่างไรก็ตาม ผลการดำเนินงานจะพลิกกลับมาดีขึ้นด้วยกำไรที่เพิ่มขึ้น YoY ตั้งแต่ไตรมาส 2/58 เป็นต้นไป โดยได้รับแรงหนุนจากการดำเนินงานที่ดีขึ้นและไม่มีขาดทุนจากสินค้าคงคลังเหลือเหมือนในไตรมาส 1/58 เกิดขึ้นซ้ำอีก GLOBAL มีแนวโน้มรายงานกำไรเติบโตสูงที่สุดในกลุ่มพาณิชย์ที่ 30% ในปี 2559 เน้นว่า "ซื้อ" ด้วยราคาเป้าหมายที่คำนวณได้จากวิธี DCF ที่ 12 บาท

ยอดขายสาขาเดิมเติบโตสูงที่สุดในกลุ่มพาณิชย์ตั้งแต่ต้นไตรมาส 2/58 ถึงปัจจุบัน และปี 2558 ในเดือน เม.ย.-พ.ค. 2558 ยอดขายสาขาเดิมของ GLOBAL เติบโตดีขึ้น +2-3% (เทียบกับ +0.4% ในไตรมาส 1/58 และ -11.3% ในไตรมาส 2/57) จากรายงานของปีก่อน โดยได้รับปัจจัยหนุนจากการแย่งชิงยอดขายระหว่างสาขาลดน้อยลงจากการเปิดดำเนินการตลอดทั้งปีของสาขาที่อัตราหนี้ หนองคาย และชลบุรี (3-4% ต่ออัตราเติบโตยอดขายสาขาเดิม) และการกลับมาเปิดสาขาสรินทร์ซึ่งปิดไปเป็นเวลา 5 เดือนหลังจากกำแพงคอนกรีตถล่มในเดือน พ.ค. 2557 (2-3% ต่ออัตราเติบโตยอดขายสาขาเดิม) เนื่องจากจะไม่มีปัญหาเกี่ยวกับผลกระทบจากการแย่งชิงยอดขายระหว่างสาขาและการปิดสาขาสรินทร์เกิดขึ้นเหมือนในปี 2557 เกิดขึ้นอีก ดังนั้นเราคาดว่า GLOBAL จะรายงานยอดขายสาขาเดิมเติบโตสูงที่สุดในกลุ่มพาณิชย์ที่ 3% ในปี 2558 (เทียบกับ -6% ในปี 2557)

ขยายสาขาเชิงรุกมากที่สุดในกลุ่มพาณิชย์ในปี 2558-59 GLOBAL ตั้งเป้าขยายสาขาเชิงรุกมากที่สุดในกลุ่มพาณิชย์ที่ 7 สาขาต่อปี +22% YoY ในปี 2558 และ +18% YoY ในปี 2559 โดยในไตรมาส 1/58 GLOBAL เปิดสาขาใหม่ 2 สาขาในเพชรบูรณ์และบุรีรัมย์ บริษัทจะเปิดสาขาในนครนายกในไตรมาส 3/58 และเปิดสาขาเพิ่มอีก 4 สาขาในสุราษฎร์ธานี นครศรีธรรมราช ประจวบคีรีขันธ์ และบึงกาฬ ในไตรมาส 4/58

อัตรากำไรมีแนวโน้มปรับตัวดีขึ้น GLOBAL คาดว่าอัตรากำไรขั้นต้นจะปรับตัวดีขึ้นอีกหลังจากเพิ่มขึ้น 0.15-0.30% ในไตรมาส 3/57-ไตรมาส 1/58 โดยได้รับแรงหนุนจากกลยุทธ์การทำ cross-sell สินค้าและการปรับนโยบายขายสินค้า private brand กลยุทธ์สำหรับสินค้า private brand ประกอบด้วยการแต่งตั้งพนักงานขายตรงเพื่อผลักดันสินค้า และการปรับปรุงบรรจุภัณฑ์และการกำหนดราคา ซึ่งเริ่มในเดือน ก.ค. 2557 และนำกลยุทธ์นี้มาใช้กับทุกสาขาในเดือน พ.ย. 2557 ด้วยเหตุนี้ GLOBAL จึงตั้งเป้าเพิ่มสัดส่วนยอดขายสินค้า private brand ของบริษัทสู่ 12% ของยอดขายในปี 2558 จาก 11% ในไตรมาส 1/58 และ 10.5% ในปี 2557 กลยุทธ์นี้จะช่วยให้อัตรากำไรเพิ่มขึ้น เนื่องจากอัตรากำไรของสินค้า private band อยู่ที่ 30-40% สูงกว่าอัตรากำไรของสินค้าทั่วไปที่ 12-13% อย่างมาก GLOBAL วางแผนเปิดศูนย์กระจายสินค้าแห่งใหม่ตอนปลายปี 2558 ซึ่งจะช่วยปรับปรุงห่วงโซ่อุปทานและจะเปิดโอกาสให้เพิ่มสัดส่วนผลิตภัณฑ์ private brand ของบริษัทในอนาคต

กำไรที่ฟื้นตัวดีขึ้นในไตรมาส 2/58 จะช่วยให้ราคาหุ้นหยุดปรับตัว underperform ราคาหุ้น GLOBAL ที่ลดลง 22% ในช่วง 12 เดือนที่ผ่านมาสะท้อนปัจจัยลบทั้งหมดไปเรียบร้อยแล้ว (กำไรสุทธิอ่อนแอที่สุดในกลุ่มพาณิชย์ เพราะยอดขายสาขาเดิมตกต่ำที่สุดในปี 2557 บวกกับขาดทุนจากสินค้าคงคลังเหลือจำนวน 21 ล้านบาทในไตรมาส 1/58 จากราคาเฉลี่ยที่ลดลง) ราคาหุ้น GLOBAL น่าจะหยุดปรับตัว underperform โดยได้รับแรงหนุนจากการกำไรที่มีอัตราเติบโตเป็นบวก YoY ตั้งแต่ไตรมาส 2/58 เป็นต้นไป การดำเนินงานที่ดีขึ้น (จากรายงานของปีก่อนซึ่งเป็นผลมาจากการแย่งชิงยอดขายระหว่างสาขาและการปิดสาขาสรินทร์) และไม่มีขาดทุนจากสินค้าคงคลังเหลือเกิดขึ้นอีกหลังจากราคาเฉลี่ยทำจุดต่ำสุดไปแล้วในเดือน มี.ค. 2558 ด้วยยอดขายสาขาเดิมที่ฟื้นตัวดีขึ้น (+4%) การขยายสาขาเชิงรุก (+18%) และอัตรากำไรที่กว้างขึ้น GLOBAL จึงมีแนวโน้มที่จะรายงานกำไรเติบโตสูงที่สุดในกลุ่มพาณิชย์ที่ 30% ในปี 2559

Forecasts and valuation

Year to 31 Dec	Unit	2013	2014	2015F	2016F	2017F
Revenue	(Btmn)	14,302	15,561	17,927	20,853	23,920
EBITDA	(Btmn)	1,619	1,691	1,973	2,363	2,778
Core profit	(Btmn)	942	699	828	1,077	1,364
Reported profit	(Btmn)	885	702	807	1,077	1,364
Core EPS	(Bt)	0.27	0.20	0.24	0.31	0.39
DPS	(Bt)	0.02	0.02	0.01	0.02	0.02
P/E, core	(x)	30.62	41.34	34.94	26.85	21.21
EPS growth, core	(%)	47.56	(25.95)	18.34	30.11	26.62
P/BV, core	(x)	2.80	2.05	1.95	1.82	1.69
ROE	(%)	9.81	5.74	5.73	7.02	8.26
Dividend yield	(%)	0.20	0.19	0.17	0.22	0.28
EV/EBITDA	(x)	19.85	19.42	16.77	13.92	11.73

Source: SCBS Investment Research

Financial statement

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	2013	2014	2015F	2016F	2017F
Total revenue	14,302	15,561	17,927	20,853	23,920
Cost of goods sold	-12,113	-13,205	-15,186	-17,623	-20,167
Gross profit	2,189	2,356	2,741	3,230	3,753
SG&A	-1,388	-1,842	-2,133	-2,430	-2,740
Other income	434	494	587	704	831
Interest expense	-71	-133	-161	-158	-139
Pre-tax profit	1,164	875	1,035	1,346	1,705
Corporate tax	-222	-176	-207	-269	-341
Equity a/c profits	0	0	0	0	0
Minority interests	0	0	0	0	0
Core profit	942	699	828	1,077	1,364
Extra-ordinary items	-57	2	-21	0	0
Net Profit	885	702	807	1,077	1,364
EBITDA	1,619	1,691	1,973	2,363	2,778
Core EPS (Bt)	0.27	0.20	0.24	0.31	0.39
Net EPS (Bt)	0.25	0.20	0.23	0.31	0.39
DPS (Bt)	0.02	0.02	0.01	0.02	0.02

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15
Total revenue	4,131	3,891	3,644	3,896	4,515
Cost of goods sold	-3,525	-3,307	-3,082	-3,291	-3,846
Gross profit	606	584	561	604	669
SG&A	-436	-461	-462	-482	-492
Other income	143	124	99	129	149
Interest expense	-30	-32	-35	-37	-34
Pre-tax profit	282	215	164	215	292
Corporate tax	-57	-42	-33	-43	-54
Equity a/c profits	0	0	0	0	0
Minority interests	0	0	0	0	0
Core profit	225	172	131	171	238
Extra-ordinary items	5	-3	0	0	-21
Net Profit	229	170	131	172	217
EBITDA	480	417	369	426	499
Core EPS (Bt)	0.06	0.05	0.04	0.05	0.07
Net EPS (Bt)	0.07	0.05	0.04	0.05	0.06

Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	2013	2014	2015F	2016F	2017F
Total current assets	7,420	7,918	8,076	8,443	8,973
Total fixed assets	8,627	13,256	14,443	15,352	16,187
Total assets	16,046	21,174	22,519	23,794	25,160
Total loans	3,466	4,219	4,500	4,400	4,000
Total current liabilities	5,370	2,974	3,519	6,744	6,683
Total long-term liabilities	376	4,117	4,165	1,189	1,316
Total liabilities	5,746	7,091	7,684	7,933	7,999
Paid-up capital	2,613	3,049	3,049	3,049	3,049
Total equity	10,301	14,083	14,834	15,862	17,161
BVPS (Bt)	2.97	4.04	4.26	4.55	4.93

Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15
Total current assets	7,603	7,474	7,833	7,918	7,904
Total fixed assets	12,793	13,007	13,141	13,256	13,289
Total assets	20,396	20,481	20,974	21,174	21,193
Total loans	3,589	3,663	4,134	4,219	3,562
Total current liabilities	2,590	2,565	2,937	2,974	2,787
Total long-term liabilities	4,147	4,136	4,127	4,117	4,105
Total liabilities	6,737	6,701	7,063	7,091	6,892
Paid-up capital	2,613	3,049	3,049	3,049	3,049
Total equity	13,659	13,780	13,911	14,083	14,301
BVPS (Bt)	3.92	3.95	3.99	4.04	4.10

Cash Flow Statement (Btmn)

FY December 31	2013	2014	2015F	2016F	2017F
Core Profit	942	699	828	1,077	1,364
Depreciation and amortization	384	683	777	859	934
Operating cash flow	-1,163	1,600	1,790	2,006	2,156
Investing cash flow	-2,508	-5,312	-1,965	-1,768	-1,769
Financing cash flow	3,715	3,832	226	-150	-465
Net cash flow	45	120	51	88	-77

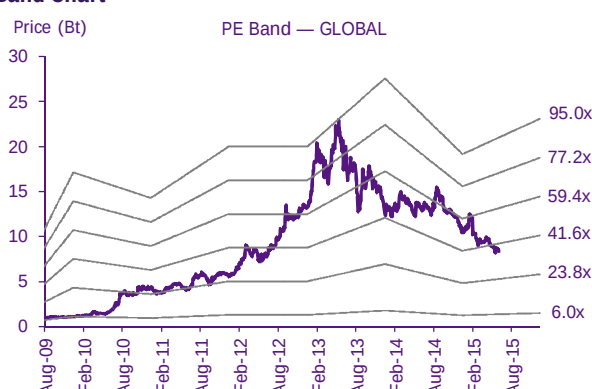
Main Assumptions

	2013	2014	2015F	2016F	2017F
SSS growth (%)	1.5%	-6.1%	3.0%	4.0%	4.0%
No of new stores (stores)	7	5	7	7	7
No of stores, ending (stores)	27	32	39	46	53

Key Financial Ratios

	2013	2014	2015F	2016F	2017F
Gross margin(%)	15.3	15.1	15.3	15.5	15.7
Operating margin(%)	5.6	3.3	3.4	3.8	4.2
EBITDA margin(%)	11.3	10.9	11.0	11.3	11.6
EBIT margin(%)	8.6	6.5	6.7	7.2	7.7
Net profit margin(%)	6.2	4.5	4.5	5.2	5.7
ROE (%)	8.6	5.0	5.4	6.8	7.9
ROA (%)	5.5	3.3	3.6	4.5	5.4
Net D/E (x)	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2
Interest coverage (x)	22.8	12.7	12.3	15.0	19.9
Payout Ratio (%)	6.2	7.9	6.0	6.0	6.0

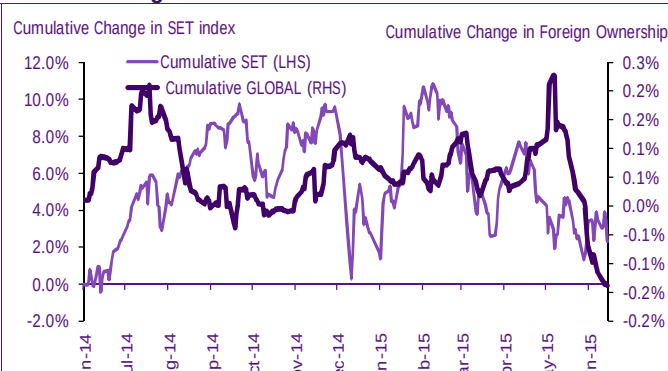
PE Band Chart



12-Month Cumulative directors trade

NA

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



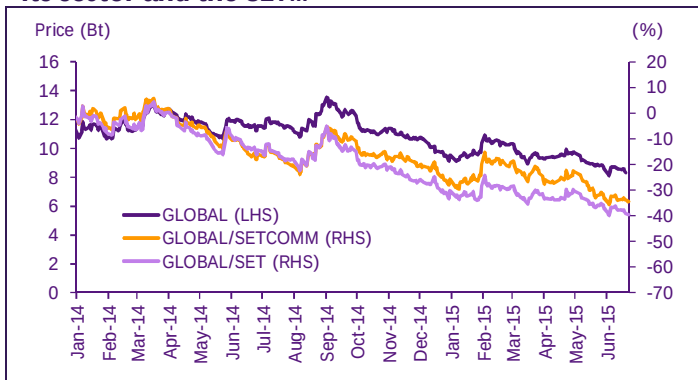
Source: SET, SCBS Investment Research

Figure 1: Adverse events led to negative SSS growth for GLOBAL in 3Q13-3Q14; Without these, its SSS growth will grow in 2015F

Key events	Our estimation for SSS impact
The opening of Thai Wasadu in Udon Thani in 3Q13	<-1%
The opening of Dohome and Homehub in Udon Thani in 4Q13	-2%
The opening of GLOBAL's second store in Udon Thani in Feb 2014	-1-2%
The opening of Megahome in Nong Khai in Feb 2014	-1%
The opening of Megahome in Chonburi in April 2014	-1%
The closure of GLOBAL's Surin store in May-Sep 2014	-2-3%

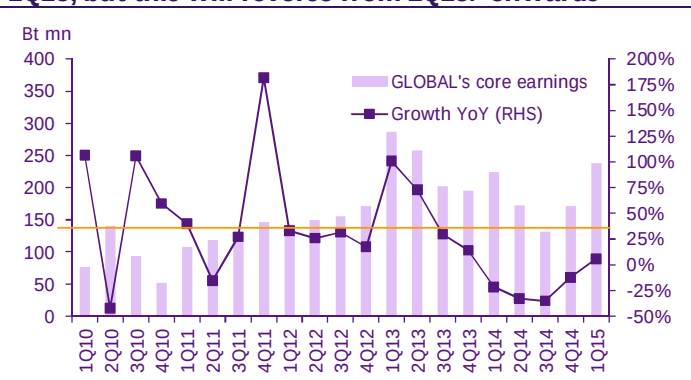
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 2: GLOBAL's share price has underperformed its sector and the SET...



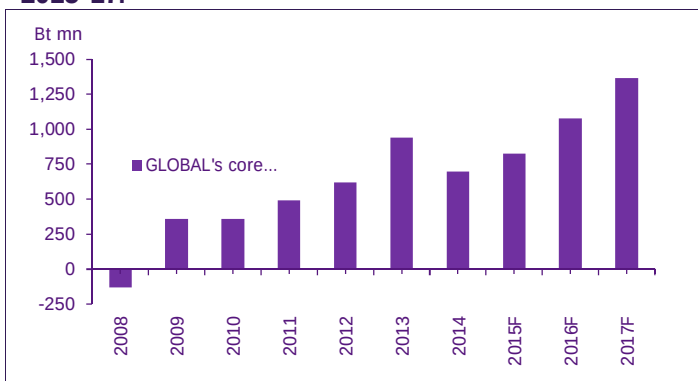
Source: SCBS Investment Research

Figure 3: ...to reflect its weak earnings in 2014 and 1Q15, but this will reverse from 2Q15F onwards



Source: SCBS Investment Research

Figure 4: GLOBAL earnings turned to grow in 2015-17F



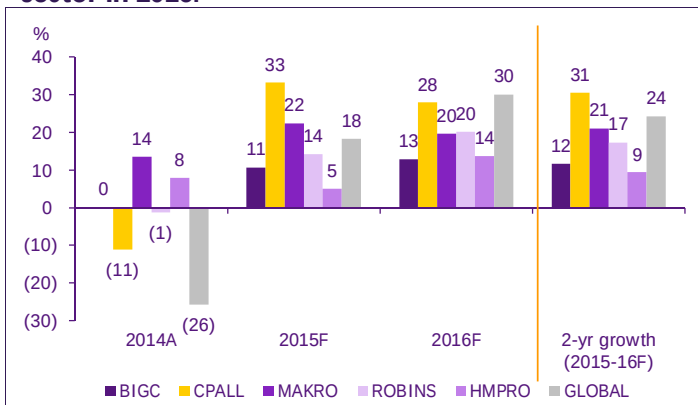
Source: SCBS Investment Research

Figure 5: GLOBAL's historical PE band



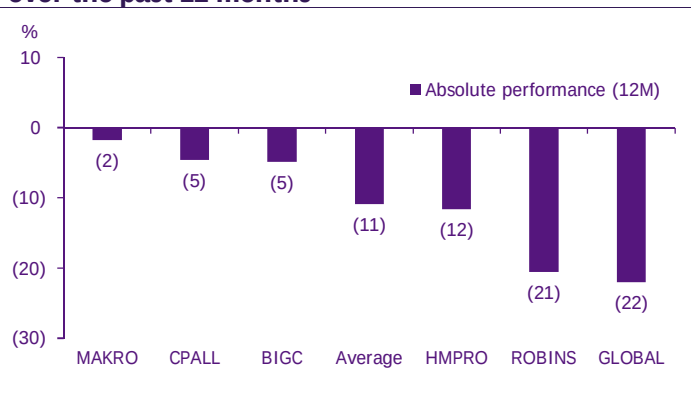
Source: SCBS Investment Research

Figure 6: GLOBAL earnings turned to outperform sector in 2016F



Source: SCBS Investment Research

Figure 7: GLOBAL is the most laggard in the sector over the past 12 months



Source: SCBS Investment Research

Figure 8: Sector normalized profit

Normalized profit	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	% YoY	% QoQ	2014	2015F	2016F
BIGC	1,256	1,889	1,570	2,519	1,440	15%	-43%	7,235	8,006	9,036
CPALL	2,528	2,250	2,451	2,548	3,428	36%	35%	9,777	13,006	16,652
MAKRO	1,271	1,052	1,082	1,480	1,539	21%	4%	4,885	5,983	7,159
ROBINS	539	440	353	595	614	14%	3%	1,927	2,202	2,648
HMPRO	726	795	766	1,027	734	1%	-29%	3,313	3,482	3,959
GLOBAL	225	172	131	171	238	6%	39%	699	828	1,077
Total	6,544	6,599	6,353	8,341	7,993	22 %	-4 %	27,837	33,506	40,532
% Growth YoY										
BIGC	-10.1%	20.4%	-3.2%	-4.4%	14.7%			0.2%	10.7%	12.9%
CPALL	-20.6%	-13.8%	-17.7%	14.3%	35.6%			-11.1%	33.0%	28.0%
MAKRO	25.8%	9.6%	5.7%	13.4%	21.1%			13.6%	22.5%	19.7%
ROBINS	-2.3%	-1.5%	-17.0%	13.0%	14.0%			-1.2%	14.2%	20.3%
HMPRO	5.0%	8.8%	6.5%	10.8%	1.1%			8.0%	5.1%	13.7%
GLOBAL	-21.8%	-33.0%	-35.1%	-12.2%	5.9%			-25.7%	18.3%	30.1%
Total	-8.1 %	0.4 %	-8.8 %	6.7 %	22.1 %			-2.3 %	20.4 %	21.0 %

Source: SCBS Investment Research

Figure 9: Sector SSS growth

SSS growth (%)	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	ppts YoY	ppts QoQ	2014	2015F	2016F
BIGC	-2.4	-2.0	-2.2	0.5	-0.2	2.2	-0.7	-1.5	1.5	1.5
CPALL	-1.1	0.5	-4.5	-3.6	0.3	1.4	3.9	-2.6	2.5	4.0
MAKRO	7.5	6.3	3.8	0.1	2.8	-4.7	2.7	4.4	3.0	4.0
ROBINS	-3.3	-7.0	-6.8	-6.1	-6.6	-3.3	-0.5	-5.8	-1.7	4.5
HMPRO	3.8	6.5	4.8	4.9	-2.7	-6.5	-7.6	5.0	0.0	4.0
GLOBAL	-7.1	-11.3	-7.4	1.3	0.4	7.5	-0.9	-6.1	3.0	4.0
Average	-0.4	-1.2	-2.1	-0.5	-1.0	-0.6	-0.5	-1.1	1.4	3.7

Source: SCBS Investment Research

Figure 10: Sector store expansion

No. Store, ending	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	% YoY	% QoQ	2014	2015F	2016F
BIGC	579	616	624	636	643	11.1%	1.1%	636	825	978
-Hyper/Supermkt	150	155	158	160	160	6.7%	0.0%	160	179	192
-Small formats	429	461	466	476	483	12.6%	1.5%	476	646	786
CPALL	7,651	7,816	7,965	8,127	8,334	8.9%	2.5%	8127	8767	9407
MAKRO	66	68	70	77	80	21.2%	3.9%	77	89	99
ROBINS	34	35	36	41	41	20.6%	0.0%	41	45	50
HMPRO	67	70	71	76	77	14.9%	1.3%	76	85	94
GLOBAL	29	29	31	32	34	17.2%	6.3%	32	39	46
Total	8,426	8,634	8,797	8,989	9,209	9.3 %	2.4 %	8,989	9,850	10,674
YoY (%)										
BIGC	50%	40%	22%	14%	11%			14%	30%	19%
-Hyper/Supermkt	13%	13%	10%	7%	7%			7%	12%	7%
-Small formats	70%	52%	27%	16%	13%			16%	36%	22%
CPALL	9%	8%	9%	9%	9%			9%	8%	7%
MAKRO	14%	11%	15%	20%	21%			20%	16%	11%
ROBINS	13%	9%	13%	21%	21%			21%	10%	11%
HMPRO	22%	25%	20%	15%	15%			15%	12%	11%
GLOBAL	32%	21%	19%	19%	17%			19%	22%	18%
Total	11 %	10 %	10 %	10 %	9 %			10 %	10 %	8 %

Source: SCBS Investment Research

Figure 11: Sector EBIT margin

EBIT margin (%)	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	ppts YoY	ppts QoQ	2014F	2015F	2016F
BIGC	6.3	8.3	7.5	10.5	6.7	0.4	-3.8	8.2	8.4	8.9
CPALL	5.3	5.9	6.3	5.7	6.9	1.6	1.2	5.8	6.4	6.7
MAKRO	4.8	4.0	4.4	5.0	5.2	0.4	0.2	4.5	4.9	5.2
ROBINS	10.9	8.6	6.9	10.7	11.8	0.9	1.1	9.3	10.1	11.2
HMPRO	9.2	9.2	9.3	10.8	8.6	-0.6	-2.2	9.6	9.3	9.1
GLOBAL	7.6	6.3	5.4	6.4	7.2	-0.3	0.8	6.5	6.6	7.1
Average	7.3	7.0	6.6	8.2	7.7	0.4	-0.5	7.3	7.6	8.0
YoY(ppts)										
BIGC	-0.8	0.8	0.8	-1.2	0.4			-0.1	0.2	0.5
CPALL	-2.5	-0.6	0.8	1.3	1.6			0.1	0.6	0.3
MAKRO	0.5	0.0	0.1	0.3	0.4			0.2	0.4	0.3
ROBINS	0.2	-0.9	-1.3	1.5	0.9			-0.1	0.8	1.1
HMPRO	-0.7	-0.8	-0.6	-0.7	-0.6			-0.7	-0.3	-0.2
GLOBAL	-2.6	-2.8	-2.2	-1.0	-0.3			-2.2	0.1	0.5
Total	-1.0	-0.7	-0.4	0.0	0.4			-0.5	0.3	0.4

Source: SCBS Investment Research

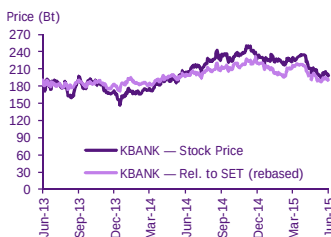
ซื้อ

Stock Data

Last close (Jun 22) (Bt)	200.00
12-m target price (Bt)	245.00
Upside (Downside) to TP (%)	22.50
Mkt cap (Btbn)	478.65
Mkt cap (US\$mn)	14,216

Bloomberg code	KBANK TB
Reuters code	KBANK.BK
Risk rating	L
Mkt cap (%) SET	3.39
Sector % SET	15.17
Shares issued (mn)	2,393
Par value (Bt)	10
12-m high / low (Bt)	252 / 190.5
Avg. daily 6m (US\$mn)	39.63
Foreign limit / actual (%)	49 / 49
Free float (%)	78.5
Dividend policy (%)	NA

Price Performance



Source: SET, SCBS Investment Research

Share performance

	1M	3M	12M
Absolute	0.0 (11.9)	(1.0)	(1.0)
Relative to SET	1.3 (11.0)	(3.3)	(3.3)

Source: SET, SCBS Investment Research

กิตติมา สัตยพันธ์, CFA

นักวิเคราะห์การลงทุนวิจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1003

kittima.sattayapan@scb.co.th

รายได้จะเติบโตอย่างโดดเด่น ขณะที่ข่าวร้ายสะท้อนในราคาหุ้นแล้ว

เราเชื่อว่าราคาหุ้น KBANK ที่ปรับตัวลดลง 15% ในช่วง 2 เดือนที่ผ่านมาสะท้อนถึงความกังวลมากเกินไปเกี่ยวกับ NPL และ NIM และปัจจุบันหุ้น KBANK ซื้อขายที่ valuation ระดับต่ำที่ -1SD ของค่าเฉลี่ยในอดีต ซึ่งเป็นระดับต่ำสุดนับตั้งแต่ปี 2547 (ยกเว้นปี 2552) รายได้ที่มีใช้ดอกเบี้ยและสินเชื่อที่มีแนวโน้มเติบโตสูงของ KBANK มากเกินพอชดเชยผลกระทบจากการตั้งสำรองเพิ่มขึ้นและ NIM ที่ลดลง การทำโครงการ K-transformation แล้วเสร็จในปีนี้จะส่งผลทำให้ค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานเติบโตในอัตราที่ลดลง ซึ่งจะช่วยให้กำไรเติบโตเพิ่มขึ้นในระยะยาวตั้งแต่ปี 2559 เป็นต้นไป

รายได้ที่มีใช้ดอกเบี้ยมีแนวโน้มเติบโตสูง รายได้ที่มีใช้ดอกเบี้ยและสินเชื่อที่มีแนวโน้มเติบโตสูงของ KBANK มากเกินพอชดเชยผลกระทบจากการตั้งสำรองเพิ่มขึ้นและ NIM ที่ลดลง KBANK น่าจะรายงานรายได้ที่มีใช้ดอกเบี้ยเติบโตสูงกว่าธนาคารอื่นๆ ได้อย่างต่อเนื่องที่ 14% ในปี 2558 (เทียบกับกลุ่มธนาคารที่ -10%) หลังจากเติบโต 16% ในปีที่ผ่านมา (เทียบกับกลุ่มธนาคารที่ -3%) การมีรายได้ที่มีใช้ดอกเบี้ยสัดส่วนสูงที่สุดในกลุ่มธนาคารที่ 40% ทำให้ KBANK มีเกราะป้องกันผลกระทบจากรายได้ดอกเบี้ยสุทธิที่ปรับตัวตามวัฏจักรมากที่สุด อัตราการขยายตัวของสินเชื่อในช่วง 5 เดือนแรกปี 58 ของ KBANK อยู่ที่ 2.7% สูงกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่มธนาคารที่ 1.1% ซึ่งจะช่วยให้ upside ให้กับประมาณการอัตราการขยายตัวของสินเชื่อปี 2558 ของเราที่ 6% KBANK สามารถเพิ่มส่วนแบ่งตลาดสินเชื่อ SME ได้อย่างต่อเนื่อง โดยสินเชื่อ SME เติบโต 3% QoQ (เทียบกับกลุ่มธนาคารที่ 2% QoQ) ในไตรมาส 1/58 และ 10% (เทียบกับกลุ่มธนาคารที่ 5%) ในปี 2557

ยอมให้ NIM ลดลงเพื่อแลกกับคุณภาพสินทรัพย์ที่ดี KBANK ยอมลด NIM เพื่อป้องกันไม่ให้ NPL ปรับตัวเพิ่มขึ้นด้วยการลดอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ลงไม่เท่ากันในอัตรา 0.13-0.25% และเสนอระยะเวลาปลอดการชำระเงินต้นเป็นเวลา 6-12 เดือน สำหรับสินเชื่อ SME มูลค่า 5.2 หมื่นล้านบาท (3% ของสินเชื่อทั้งหมด และ 9% ของสินเชื่อ SME) ในเดือน พ.ค. ความเคลื่อนไหวครั้งนี้จะส่งผลกระทบต่อ NIM ในไตรมาส 2/58 ลดลง ~0.15% อย่างไรก็ดี ความเคลื่อนไหวดังกล่าวน่าจะช่วยลด NPL เกิดใหม่ได้ในอนาคตอันใกล้ LLR coverage ที่ระดับ 140% และการตั้งเป้าค่าเผื่อหนี้สงสัยจะสูญต่อสินเชื่อบริษัทที่ 1% ในปี 2558 (เทียบกับ 0.93% ในปี 2557) มากเกินพอชดเชยอัตราส่วน NPL ที่เพิ่มขึ้นในระดับที่สามารถจัดการได้ (0.09% QoQ ในไตรมาส 1/58) KBANK จะลดการออกแคมเปญเงินฝากและอาจจะลดอัตราดอกเบี้ยเงินฝากลงในเวลาต่อมาเพื่อชดเชยการลดอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ลงก่อนหน้านี้ ซึ่งจะช่วยให้ upside ให้แก่ประมาณการ NIM ปี 2558 ของเรา (-0.11%) ได้บ้าง

กำไรจะเติบโตเพิ่มขึ้นในระยะยาวเพราะค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานจะเติบโตในอัตราที่ชะลอตัวลง การทำโครงการ K-transformation ระยะเวลา 10 ปีเสร็จในปีนี้ น่าจะช่วยให้ค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานเติบโตในอัตราที่ลดลงสู่ระดับเฉลี่ย 7% ต่อปีในปี 2559-2563 จาก 12% ต่อปีในปี 2550-2558 และ 19% ต่อปีในปี 2549-2554 ซึ่งจะส่งผลทำให้อัตราส่วนต้นทุนต่อรายได้ปรับตัวลดลงสู่ระดับต่ำกว่า 40% ภายในปี 2563 จาก 45% ในปี 2555-2558 และ 49% ในปี 2549-2554 เราเชื่อว่าค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานที่เติบโตน้อยลงจะช่วยสนับสนุนให้กำไรเติบโตเพิ่มมากขึ้นตั้งแต่ปี 2559 เป็นต้นไป ทั้งนี้จากงบประมาณทั้งหมดกว่า 1.9 หมื่นล้านบาท KBANK จะใช้ปีก่อนสุดท้ายจำนวน 4.55 พันล้านบาท (รายจ่ายลงทุน 70% และรายจ่ายดำเนินงาน 30%) ในปีนี้ KBANK ประกาศหยุดให้บริการบัตร (ยกเว้นบัตรเครดิต) ที่สาขา ตู้ ATM และช่องทางธนาคารอิเล็กทรอนิกส์ ในช่วงสุดสัปดาห์กลางเดือน ก.ค. เพื่ออัปเดตไอทีของระบบ core banking ด้านเงินฝากครั้งใหญ่ ซึ่งจะช่วยให้โครงการ K-transformation แล้วเสร็จ

Valuation อยู่ในระดับต่ำ ความกังวลของนักลงทุนในตลาดเกี่ยวกับ NPL และ NIM ส่งผลทำให้ราคาหุ้น KBANK ปรับตัวลดลง 15% ในช่วง 2 เดือนที่ผ่านมา และกดดันให้ valuation ของ KBANK ปรับตัวลดลงสู่ระดับ -1SD ของค่าเฉลี่ยในอดีตที่ PER 10.1 เท่า และ PBV 1.6 เท่า (เทียบกับ ROE 17%) เราเชื่อว่าความกังวลเกี่ยวกับ NPL และ NIM สะท้อนในราคาหุ้นไปเรียบร้อยแล้ว valuation ระดับ -1SD เป็น valuation ระดับต่ำสุดของ KBANK นับตั้งแต่ปี 2547 (ยกเว้นปี 2552)

Forecasts and valuation

FY Dec	Unit	2013	2014	2015F	2016F	2017F
Pre-provision profit	(Bt mn)	53,068	60,396	63,558	69,794	77,667
Net profit	(Bt mn)	41,325	46,153	47,371	53,186	60,675
PPP/Sh	(Bt)	22.17	25.24	26.56	29.16	32.45
EPS	(Bt)	17.27	19.28	19.79	22.22	25.35
BVPS	(Bt)	91.60	107.41	123.20	140.93	161.28
DPS	(Bt)	3.50	4.00	4.50	5.00	5.75
PER	(x)	11.58	10.37	10.10	9.00	7.89
P/PPP	(x)	9.02	7.93	7.53	6.86	6.16
EPS growth	(%)	17.20	11.68	2.64	12.28	14.08
PBV	(x)	2.18	1.86	1.62	1.42	1.24
ROE	(%)	20.45	19.38	17.17	16.83	16.78
Dividend yields	(%)	1.75	2.00	2.25	2.50	2.88

Source: SCBS Investment Research

Financial statement

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	2013	2014	2015F	2016F	2017F
Interest & dividend income	106,226	113,578	115,920	124,067	134,123
Interest expense	33,429	30,446	30,769	33,309	36,460
Net interest income	72,797	83,132	85,151	90,757	97,663
Non-interest income	47,959	55,435	63,307	71,931	81,646
Non-interest expenses	52,903	61,419	67,268	72,993	78,938
Earnings before tax & provision	67,853	77,148	81,190	89,695	100,371
Tax	11,457	12,692	13,001	14,617	16,676
Equities & minority interest	3,328	4,060	4,632	5,284	6,028
Core pre-provision profit	53,068	60,396	63,558	69,794	77,667
Provision	11,743	14,243	16,187	16,608	16,993
Core net profit	41,325	46,153	47,371	53,186	60,675
Extra item	0	0	0	0	0
Net profit	41,325	46,153	47,371	53,186	60,675
EPS (Bt)	17.27	19.28	19.79	22.22	25.35
DPS (Bt)	3.50	4.00	4.50	5.00	5.75

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15
Interest & dividend income	27,778	27,880	28,471	29,450	28,531
Interest expense	8,283	7,300	7,177	7,686	7,556
Net interest income	19,494	20,580	21,294	21,764	20,975
Non-interest income	13,645	13,556	14,305	13,928	15,258
Non-interest expenses	13,247	15,137	14,954	18,080	15,417
Earnings before tax & provision	19,892	18,999	20,645	17,612	20,816
Tax	3,237	3,265	3,368	2,822	3,321
Equities & minority interest	1,057	966	1,099	938	1,087
Core pre-provision profit	15,599	14,767	16,178	13,852	16,408
Provision	3,660	3,036	3,661	3,886	4,007
Core net profit	11,939	11,732	12,516	9,966	12,401
Extra item	0	0	0	0	0
Net profit	11,939	11,732	12,516	9,966	12,401
EPS (Bt)	4.99	4.90	5.23	4.16	5.18

Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	2013	2014	2015F	2016F	2017F
Cash	40,610	58,006	59,044	59,865	60,603
Interbank assets	203,282	135,518	172,108	217,717	277,154
Investments	496,932	567,706	567,706	567,706	567,706
Gross loans	1,438,978	1,527,080	1,618,704	1,748,201	1,888,057
Accrued interest receivable	2,928	3,025	3,025	3,025	3,025
Loan loss reserve	45,099	50,992	67,179	83,787	100,779
Net loans	1,396,807	1,479,113	1,554,551	1,667,439	1,790,303
Total assets	2,290,045	2,389,137	2,512,378	2,682,806	2,877,980
Deposits	1,529,835	1,629,831	1,716,326	1,841,103	1,983,881
Interbank liabilities	167,403	75,694	71,909	71,909	71,909
Borrowings	71,518	87,314	87,314	87,314	87,314
Total liabilities	2,053,038	2,108,451	2,191,057	2,315,834	2,458,612
Minority interest	17,775	23,627	26,464	29,699	33,386
Paid-up capital	23,933	23,933	23,933	23,933	23,933
Total Equities	219,232	257,059	294,857	337,273	385,981
BVPS (Bt)	91.60	107.41	123.20	140.93	161.28

Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15
Cash	40,236	38,387	35,639	58,006	41,467
Interbank assets	209,367	206,121	252,646	135,518	227,338
Investments	512,300	531,704	529,414	567,706	560,047
Gross loans	1,450,381	1,471,922	1,501,203	1,527,080	1,548,238
Accrued interest receivable	2,397	2,604	2,701	3,025	2,950
Loan loss reserve	46,635	48,149	49,857	50,992	52,975
Net loans	1,406,143	1,426,377	1,454,048	1,479,113	1,498,212
Total assets	2,308,996	2,339,798	2,415,588	2,389,137	2,474,871
Deposits	1,553,899	1,567,499	1,621,056	1,629,831	1,653,391
Interbank liabilities	158,112	149,201	149,034	75,694	111,528
Borrowings	62,910	73,986	72,929	87,314	84,794
Total liabilities	2,057,979	2,080,975	2,143,653	2,108,451	2,180,645
Minority interest	19,330	21,440	23,122	23,627	24,789
Paid-up capital	23,933	23,933	23,933	23,933	23,933
Total Equities	231,688	237,383	248,814	257,059	269,437
BVPS (Bt)	96.81	99.19	103.96	107.41	112.58

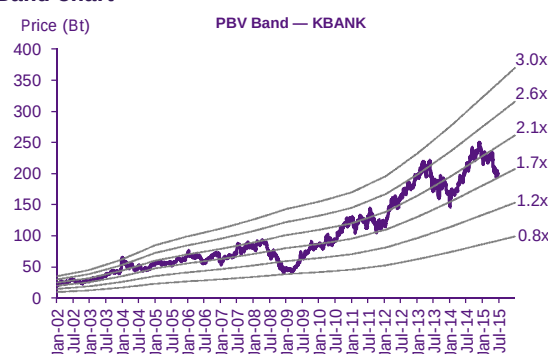
Key Assumptions and Financial Ratios

	2013	2014	2015F	2016F	2017F
Growth					
YoY loan growth	8.46	6.12	6.00	8.00	8.00
YoY fee & insurance income growth	23.21	16.70	14.74	15.00	15.00
Profitability					
Yield on earn'g assets (%)	5.18	5.20	5.05	5.07	5.09
Cost on int-bear'g liab (%)	1.95	1.71	1.68	1.72	1.76
Spread (%)	3.23	3.49	3.37	3.35	3.33
Net interest margin(%)	3.55	3.81	3.71	3.71	3.71
ROE (%)	20.45	19.38	17.17	16.83	16.78
Asset Quality					
NPLs/Total Loans(%)	2.33	2.36	2.47	2.52	2.57
LLR/NPLs(%)	134.52	141.38	167.84	190.12	208.04
Provision expense/Total loans (%)	0.82	0.93	1.00	0.95	0.90
Liquidity					
Loans/Deposits & borrowings (%)	89.86	88.93	89.75	90.65	91.16
Efficiency					
Cost to income ratio (%)	44.15	44.71	45.68	45.20	44.32
Capital Fund					
Capital adequacy ratio(%)	15.91	17.30	18.38	19.31	20.27
Tier-1(%)	12.68	13.49	14.83	16.00	17.18
Tier-2(%)	3.23	3.81	3.55	3.31	3.09

Financial Ratios

	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15
YoY loan growth	6.98	5.88	6.24	6.12	6.75
YoY fee & insurance income growth	16.35	10.90	19.75	20.03	10.12
Yield on earn'g assets (%)	5.15	5.09	5.07	5.22	5.00
Cost on int-bear'g liab (%)	1.87	1.64	1.58	1.69	1.66
Net interest margin(%)	3.62	3.76	3.79	3.86	3.67
Cost to income ratio (%)	40.37	44.59	42.41	51.12	42.89
NPLs/Total Loans(%)	2.33	2.32	2.33	2.36	2.45
LLR/NPLs(%)	137.76	140.83	142.39	141.38	139.74
Provision expense/Total loans (%)	1.01	0.82	0.98	1.02	1.04

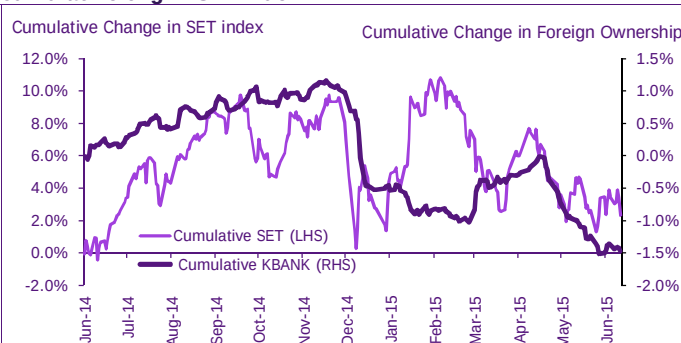
PBV Band Chart



12-Month Cumulative directors trade

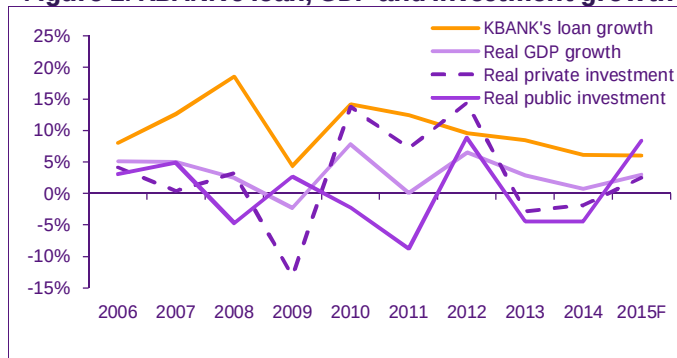
NA

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



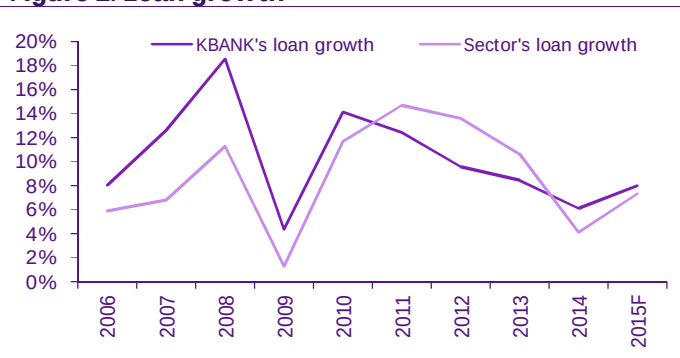
Source: SET, SCBS Investment Research

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



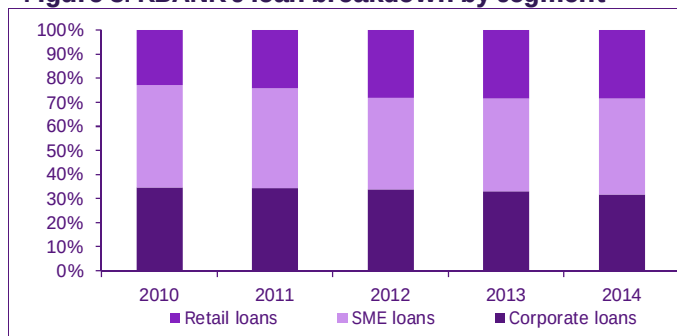
Source: KBANK, NESDB and SCBS Investment Research

Figure 2: Loan growth



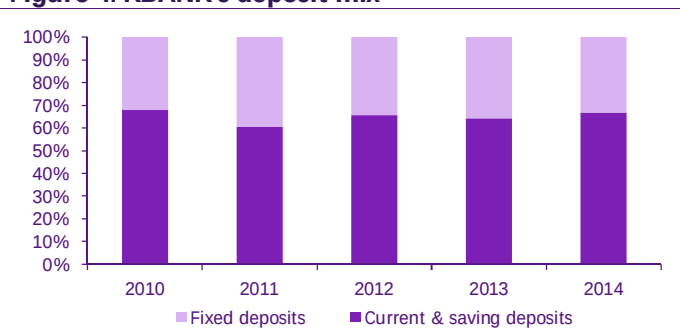
Source: KBANK and SCBS Investment Research

Figure 3: KBANK's loan breakdown by segment



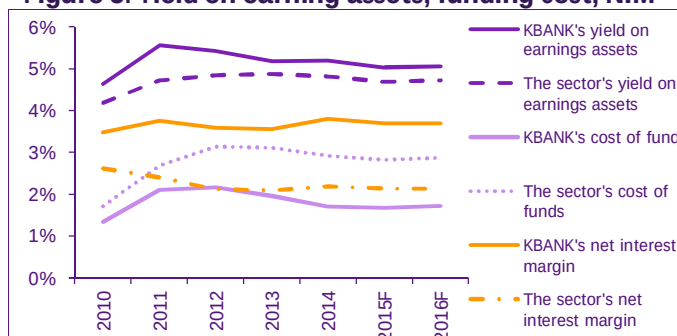
Source: KBANK and SCBS Investment Research

Figure 4: KBANK's deposit mix



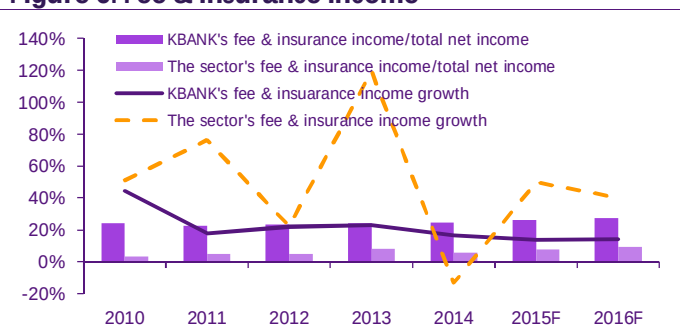
Source: KBANK and SCBS Investment Research

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



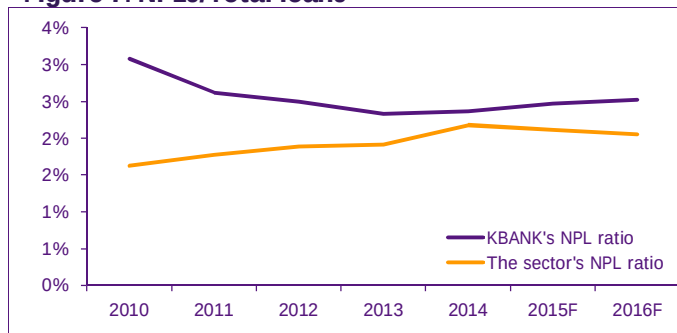
Source: KBANK and SCBS Investment Research

Figure 6: Fee & insurance income



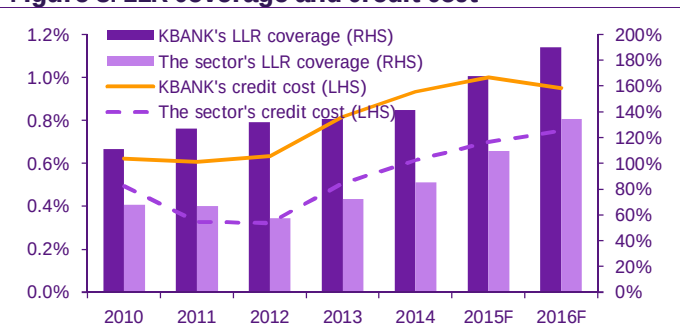
Source: KBANK and SCBS Investment Research

Figure 7: NPLs/Total loans



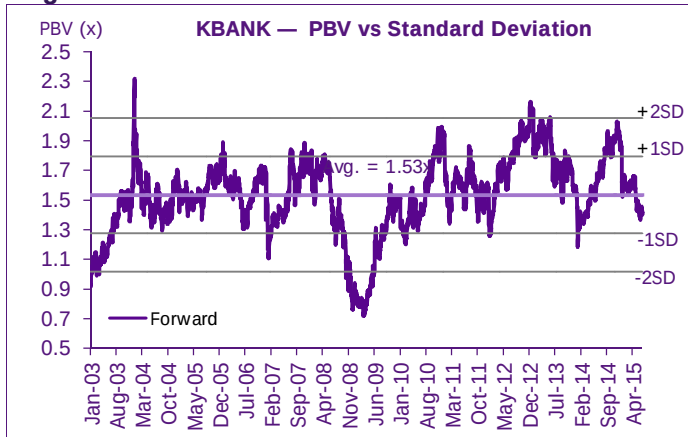
Source: KBANK and SCBS Investment Research

Figure 8: LLR coverage and credit cost



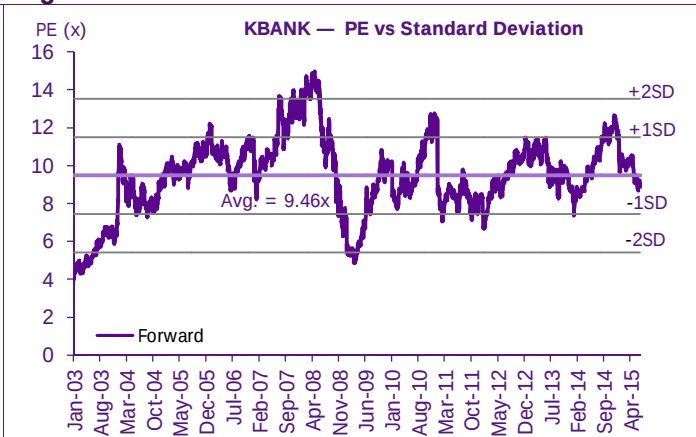
Source: KBANK and SCBS Investment Research

Figure 9: PBV vs Standard Deviation



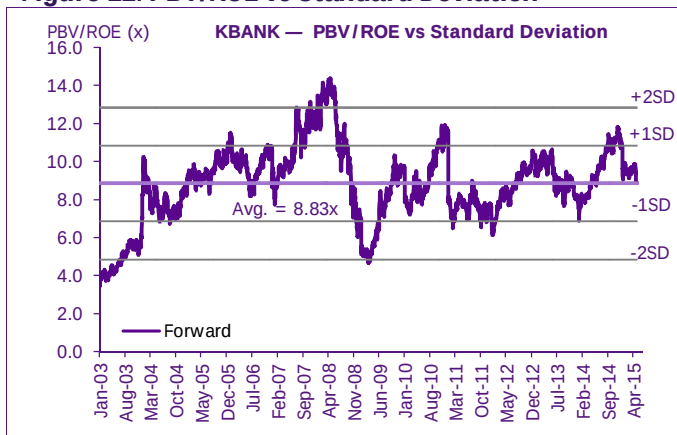
Source: SCBS Investment Research

Figure 10: PE vs Standard Deviation



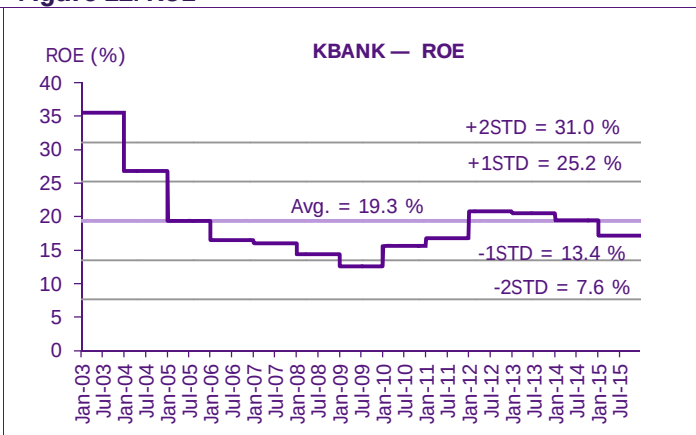
Source: SCBS Investment Research

Figure 11: PBV/ROE vs Standard Deviation



Source: SCBS Investment Research

Figure 12: ROE



Source: SCBS Investment Research

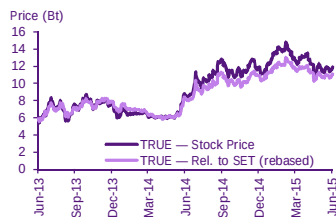
ชื่อ

Stock Data

Last close (Jun 22) (Bt)	11.90
12-m target price (Bt)	17.00
Upside (Downside) to TP (%)	42.86
Mkt cap (Btbn)	292.83
Mkt cap (US\$mn)	8,697

Bloomberg code	TRUE TB
Reuters code	TRUE.BK
Risk rating	H
Mkt cap (%) SET	2.07
Sector % SET	12.24
Shares issued (mn)	24,608
Par value (Bt)	10
12-m high / low (Bt)	15 / 8.3
Avg. daily 6m (US\$mn)	58.80
Foreign limit / actual (%)	49 / 32
Free float (%)	30.9
Dividend policy (%)	40

Price Performance



Source: SET, SCBS Investment Research

Share Performance

	1M	3M	12M
Absolute	0.0	(4.0)	41.0
Relative to SET	1.3	(3.0)	37.7

Source: SET, SCBS Investment Research

ปฏิภาณ นาวาวัน

นักวิเคราะห์การลงทุนวิจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1007

phatipak.navawatana@scb.co.th

ผู้ทำวิจัยตำแหน่งผู้นำที่นำกรรขาม

ข้อมูลที่เราได้มาจากการสนทนากับผู้บริหาร TRUE เมื่อไม่นานนี้ช่วยยืนยันมุมมองของเราที่ว่าธุรกิจโทรศัพท์เคลื่อนที่ของ TRUE ยังคงได้ส่วนแบ่งตลาดเพิ่มอย่างต่อเนื่องในไตรมาส 2/58 ดังนั้นรายได้ของบริษัทจะแตกต่างออกไปจากช่วง low season ตามปกติในไตรมาส 2/58 และจะดีกว่าคู่แข่ง ถ้าไปปกติในไตรมาส 2/58 จะมีจำนวน 400-600 ล้านบาท และจะทำกำไรติดต่อกัน 2 ไตรมาส กำไรปี 2558 น่าจะอยู่ที่ 4.2 พันล้านบาท และจะเพิ่มขึ้นเท่าตัวสู่ 1 หมื่นล้านบาทในปี 2559 เราคาดว่าบริษัทจะจ่ายเงินปันผลครั้งแรกจากผลการดำเนินงานช่วงครึ่งแรกปี 58 ที่ 0.045 บาท แนะนำ "ซื้อ" ด้วยราคาเป้าหมาย 17 บาท

ส่วนแบ่งตลาดรายได้เพิ่มขึ้นตามคาด ด้วยคุณภาพโครงข่าย 3G และ 4G ที่แข็งแกร่ง ทำให้ TRUE ยังคงสามารถรักษาตำแหน่งอันดับ 2 ในตลาดให้บริการโทรศัพท์เคลื่อนที่แบบเหมาจ่ายรายเดือน แชนจ์หน้า DTAC ได้อย่างต่อเนื่อง นอกจากนี้บริษัทก็สามารถเพิ่มส่วนแบ่งตลาดอย่างต่อเนื่องสู่ระดับ 18.4% ในไตรมาส 1/58 หรือเพิ่มขึ้นประมาณ 0.6% จากไตรมาส 4/57 การสนทนากับผู้บริหารเมื่อไม่นานนี้ยังทำให้เราทราบด้วยว่า TRUE ได้ส่วนแบ่งตลาดเพิ่มอย่างต่อเนื่อง แม้กระทั่งในช่วง low season ในไตรมาส 2/58 ถ้าเราใช้สมมติฐานว่า TRUE สามารถรักษาโมเมนตัมที่เกิดขึ้นในไตรมาส 1/58 เอาไว้ได้ตลอดปี บริษัทจะมีส่วนแบ่งตลาดรายได้เพิ่มขึ้น 2.4% ในปี 2558 สูงกว่าสมมติฐานของเราที่ 1.3% ซึ่งเรามองว่ามีความเป็นไปได้สูงเมื่อพิจารณาจากตำแหน่งผู้นำด้านคุณภาพโครงข่าย 3G และ 4G ของบริษัท การวิเคราะห์ความอ่อนไหวโดยกำหนดให้ปัจจัยอื่นๆ คงที่พบว่า การเปลี่ยนแปลงในส่วนแบ่งตลาดรายได้ทุกๆ 1% จะส่งผลทำให้กำไรสุทธิของ TRUE ปรับเพิ่มขึ้นได้ ~10% ในปี 2558

ต้นทุนที่สูงขึ้นไม่ใช่เรื่องที่น่าเป็นห่วง ต้นทุนการดำเนินงานที่สูงขึ้นในไตรมาส 1/58 เกิดจากการขยายโครงข่าย 4G เร็วกว่าที่วางแผนไว้ในตอนแรก และไม่ใช่เรื่องที่น่าเป็นห่วงแต่อย่างใด โครงข่าย 4G ของ TRUE ครอบคลุมประชากร 80% ณ สิ้นเดือน เม.ย. สูงกว่าคู่แข่ง TRUE เชื่อว่าต้นทุนการดำเนินงาน โดยเฉพาะค่าใช้จ่ายการตลาด จะลดลงในไตรมาสที่เหลือของปีนี้ เนื่องจากแบรนด์ 4G ของบริษัทเป็นที่รู้จักในตลาดเรียบร้อยแล้ว แม้จะมีค่าใช้จ่ายจำนวนมากเพื่อเร่งทำตลาด 4G แต่ TRUE ยืนยันว่าจะพยายามควบคุมต้นทุนอย่างต่อเนื่อง และค่าใช้จ่ายการตลาดในปีนี้จะไม่สูงกว่าปีที่ผ่านมา ซึ่งจะช่วยให้ EBITDA margin กว้างขึ้น

ไตรมาส 2/58 จะเป็นอีกไตรมาสที่รายงานกำไรปกติ เราคาดว่า TRUE จะรายงานกำไรปกติจำนวน 400-600 ล้านบาทในไตรมาส 2/58 โดยได้รับปัจจัยหนุนจากรายได้ในธุรกิจโทรศัพท์เคลื่อนที่ที่เติบโตแบบเร่งตัวขึ้นและการควบคุมต้นทุน เรายังคงประมาณการกำไรทั้งปี 2558 เอาไว้ที่ 4.2 พันล้านบาท พันตัวดีขึ้นอย่างมากจากขาดทุนจำนวนมากในปี 2557 และหลังจากนั้นกำไรก็จะเพิ่มขึ้นเท่าตัวสู่ 1 หมื่นล้านบาทในปี 2559 นอกจากนี้เรายังคาดว่าบริษัทจะจ่ายเงินปันผลระหว่างกาลครั้งแรกที่ 0.045 บาทในช่วงครึ่งแรกปี 58 (อิงกับอัตราจ่ายปันผล 50%) และเงินปันผลงวดสุดท้ายของปี 2558 ที่ 0.045 บาท แม้เงินปันผลจำนวนดังกล่าวคิดเป็นอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลระดับต่ำที่ 0.8% แต่ก็ถือเป็นพัฒนาการเชิงบวกครั้งสำคัญ

มุมมองของเรา: ประมูลตอนต้นปี 2559 เราคาดว่าในที่สุดแล้วการประมูลคลื่นความถี่จะเกิดขึ้น แต่จะยังไม่เกิดขึ้นจนกว่าจะถึงต้นปี 2559 แม้สำหรับ TRUE แล้วการประมูลจะไม่มีความกระทบต่อบริษัทมากนัก แต่จัดว่ามีความสำคัญในแง่ที่จะช่วยให้ผู้ให้บริการโทรศัพท์เคลื่อนที่ที่สามารถให้บริการ 4G อย่างเท่าเทียมกันนั้นจะส่งผลทำให้การแข่งขันลดน้อยลง สงครามราคาไม่น่าจะเกิดขึ้น เนื่องจากบริษัทที่ได้รับใบอนุญาตจะต้องใช้เงินจำนวนมากเพื่อขยายโครงข่ายให้ครอบคลุมประชากรในระดับเดียวกับ TRUE

แนะนำ "ซื้อ" ด้วยราคาเป้าหมายปลายปี 58 ที่คำนวณได้จากวิธี DCF ที่ 17 บาท การคำนวณด้วยวิธี DCF อิงกับ cost of debt 5% และ cost of equity 10.9% ซึ่งเราใช้สมมติฐาน market risk-free rate ที่ 4.5% และ risk premium 7.5%, WACC 10.2%, และ terminal growth rate 3%

Forecasts and valuation

Year to 31 Dec	Unit	2013	2014	2015F	2016F	2017F
Revenue	(Btbn)	96,214	109,216	117,203	125,852	130,836
EBITDA	(Btbn)	16,386	17,219	25,198	35,428	42,315
Core profit	(Btbn)	(13,069)	(3,626)	4,259	10,415	14,466
Reported profit	(Btbn)	(9,063)	1,425	4,259	10,415	14,466
Core EPS	(Bt)	(0.90)	(0.15)	0.17	0.42	0.59
DPS	(Bt)	0.00	0.00	0.09	0.21	0.29
P/E, core	(X)	n.m	n.m.	68.68	28.09	20.22
EPS growth, core	(%)	97.03	84	n.m.	145	39
P/BV, core	(X)	42.29	4.12	3.98	3.65	3.31
ROE	(%)	(149.98)	(9.67)	5.90	13.56	0.00
Dividend yield	(%)	0.00	0.00	0.75	1.84	2.56
EV/EBITDA	(X)	14.98	19.65	13.92	10.07	8.04

Source: SCBS Investment Research

Financial statement

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	2013	2014	2015F	2016F	2017F
Total revenue	96,214	109,216	117,203	125,852	130,836
Cost of goods sold	76,918	84,520	87,663	89,341	90,460
Gross profit	19,296	24,696	29,541	36,511	40,376
SG&A	22,638	21,812	21,529	20,420	19,514
Other income	148	184	91	100	100
Interest expense	7,766	4,830	3,518	3,888	3,568
Pre-tax profit	(11,805)	(3,612)	3,955	11,641	16,700
Corporate tax	0	2,063	791	2,328	3,340
Equity a/c profits	62	6,220	1,000	1,000	1,000
Minority interests	78	(51)	95	102	106
Core profit	(13,069)	(3,626)	4,259	10,415	14,466
Extra-ordinary items	4,006	5,051	0	0	0
Net Profit	(9,063)	1,425	4,259	10,415	14,466
EBITDA	16,386	17,219	25,198	35,428	42,315
Core EPS (Bt)	(0.90)	(0.15)	0.17	0.42	0.59
Net EPS (Bt)	(0.62)	0.06	0.17	0.42	0.59
DPS (Bt)	0.00	0.00	0.09	0.21	0.29

Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	2013	2014	2015F	2016F	2017F
Total current assets	70,059	88,066	75,283	83,815	86,892
Total fixed assets	135,794	146,504	178,720	187,437	179,344
Total assets	205,852	234,570	254,003	271,252	266,236
Total loans	3,743	44,987	44,987	44,987	44,987
Total current liabilities	107,348	117,649	125,668	134,121	131,803
Total long-term liabilities	76,261	45,981	43,725	45,876	34,614
Total liabilities	201,120	163,630	180,105	190,709	177,553
Paid-up capital	145,302	246,079	245,809	245,809	245,809
Total equity	4,081	70,941	73,431	80,178	88,423
BVPS (Bt)	0.28	2.88	2.99	3.26	3.60

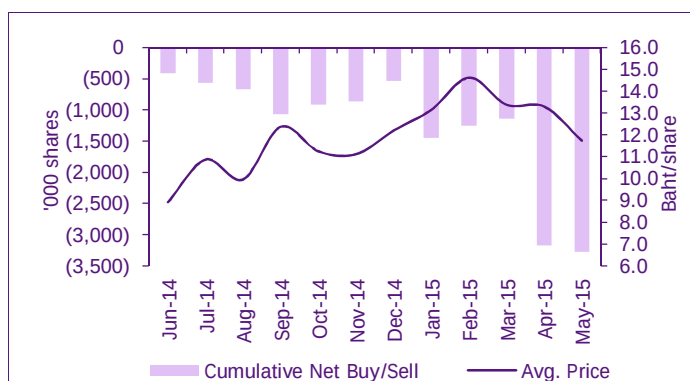
Cash Flow Statement (Btmn)

FY December 31	2013	2014	2015F	2016F	2017F
Core Profit	(13,069)	(3,626)	4,259	10,415	14,466
Depreciation and amortization	19,728	17,281	17,186	19,337	21,453
Operating cash flow	34,348	11,106	18,522	25,639	35,650
Investing cash flow	(10,858)	(50,985)	(29,062)	(28,053)	(12,935)
Financing cash flow	(12,080)	33,643	244	2,415	(22,715)
Net cash flow	11,410	(6,236)	(10,296)	0	0

Key Financial Ratios

	2013	2014	2015F	2016F	2017F
Gross margin(%)	20.1	21.1	25.2	29.0	30.9
Operating margin(%)	(3.5)	(0.1)	6.8	12.8	15.9
EBITDA margin(%)	17.0	15.8	21.5	28.2	32.3
EBIT margin(%)	(3.5)	(0.1)	6.8	12.8	15.9
Net profit margin(%)	(12.3)	(4.7)	2.7	7.4	10.2
ROE (%)	na	(9.67)	5.9	13.6	17.2
ROA (%)	na	(1.6)	1.7	4.0	5.4
Net D/E (x)	15.4	0.6	0.8	0.8	0.5
Interest coverage (x)	(0.4)	(0.0)	2.3	4.1	5.8
Debt service coverage (x)	(0.4)	(0.0)	2.3	4.1	5.8
Payout Ratio (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	1.0

12-Month Cumulative directors trade



Source: SEC

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15
Total revenue	25,083	24,308	26,448	33,376	28,301
Cost of goods sold	15,675	19,184	20,519	25,226	21,033
Gross profit	9,408	5,124	5,929	8,150	7,268
SG&A	4,896	4,927	5,371	6,618	5,753
Other income					
Interest expense	1,493	1,550	1,347	616	641
Pre-tax profit	2,048	1,719	1,855	2,091	2,114
Corporate tax	(235)	417	149	1,429	(285)
Equity a/c profits	80	(5)	173	203	378
Minority interests	20	(11)	1	(1)	4
Core profit	(750)	(1,039)	(796)	(1,041)	625
Extra-ordinary items	4,605	(1,230)	(2,174)	2,960	1,004
Net Profit	3,855	(1,708)	(2,641)	1,920	1,629
EBITDA	4,742	4,719	5,123	5,467	5,412
Core EPS (Bt)	(0.03)	(0.07)	(0.04)	(0.04)	0.03
Net EPS (Bt)	0.16	(0.12)	(0.11)	0.08	0.07

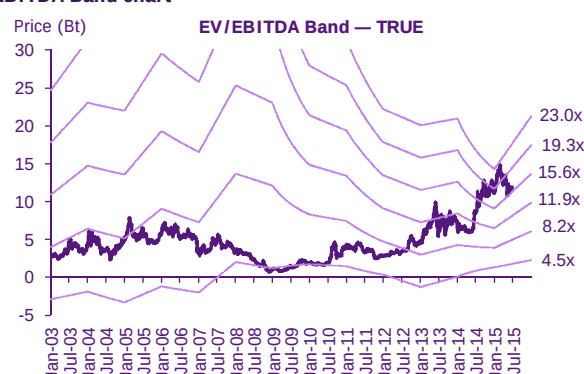
Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15
Total current assets	71,269	75,788	87,189	88,066	96,358
Total fixed assets	145,434	148,163	145,079	146,504	149,541
Total assets	216,703	223,951	232,268	234,570	245,899
Total loans	94,786	99,417	44,783	44,987	43,578
Total current liabilities	108,072	115,239	105,888	117,649	116,261
Total long-term liabilities	100,063	101,884	101,884	45,981	57,077
Total liabilities	208,135	217,123	163,256	163,630	173,338
Paid-up capital	145,302	145,302	246,079	246,079	246,079
Total equity	8,568	6,828	69,011	70,941	72,561
BVPS (Bt)	0.59	0.47	2.80	2.88	2.95

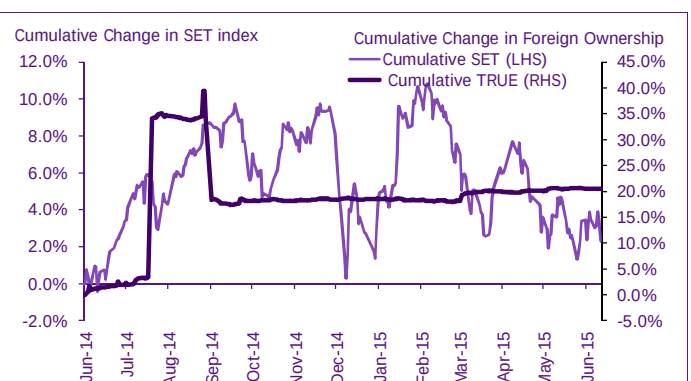
Main Assumptions

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

EV/EBITDA Band chart

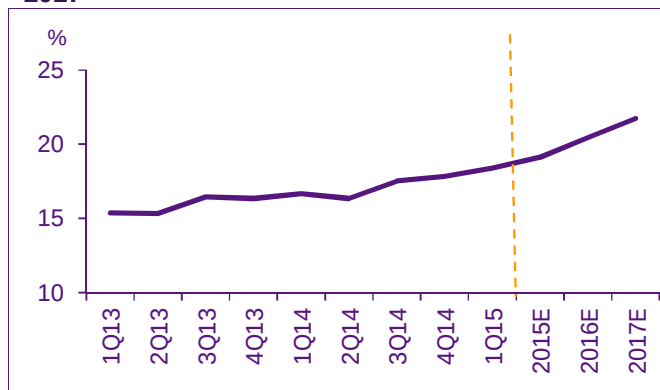


12 Month cumulative chg in foreign ownership versus cumulative chg in SET index



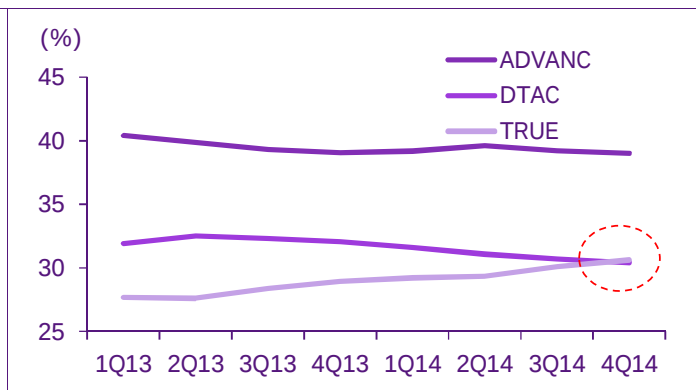
Source: SET, SCBS Investment Research

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



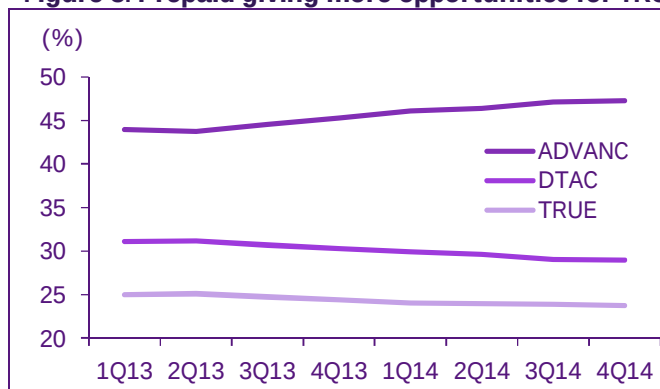
Source: Company data and SCBS Investment Research

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



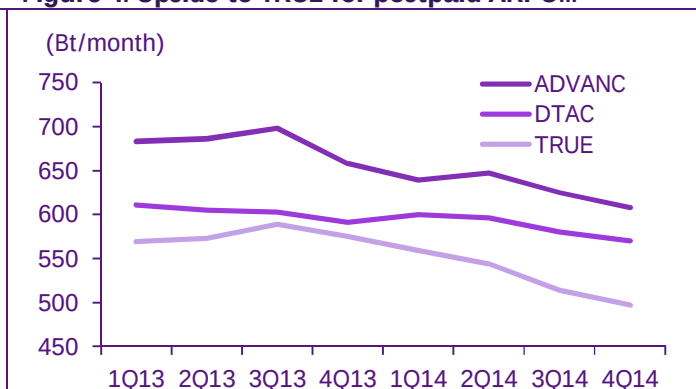
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 3: Prepaid giving more opportunities for TRUE



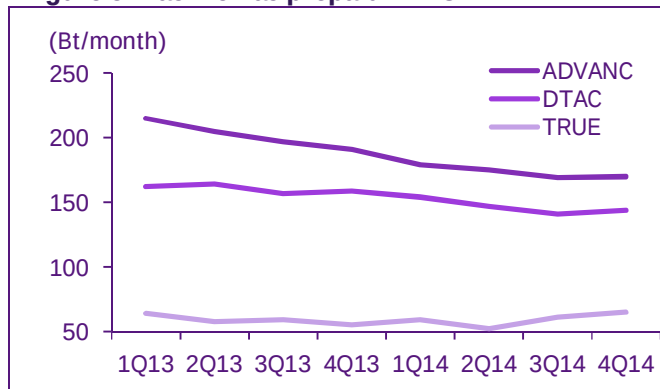
Source: Company data and SCBS Investment Research

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



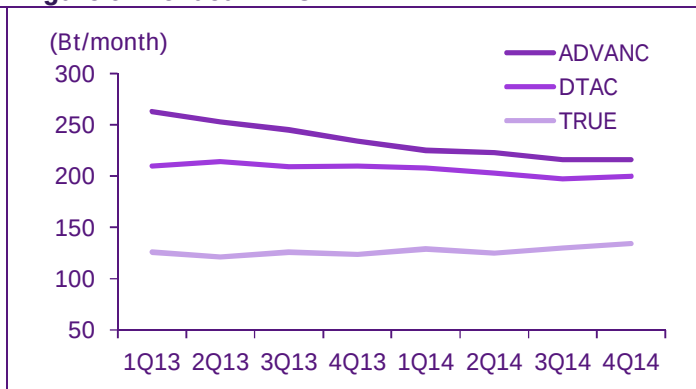
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 5: ...as well as prepaid ARPU



Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 6: Blended ARPU



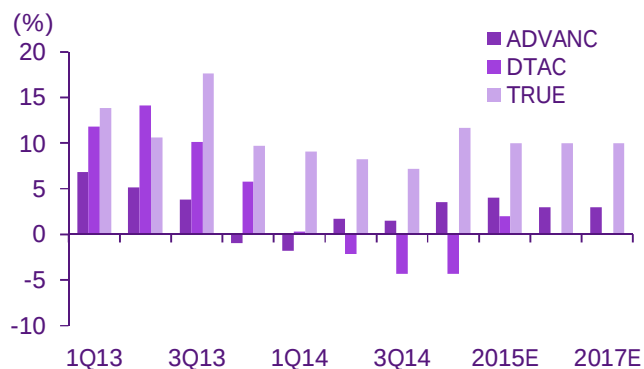
Source: Company data and SCBS Investment Research

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



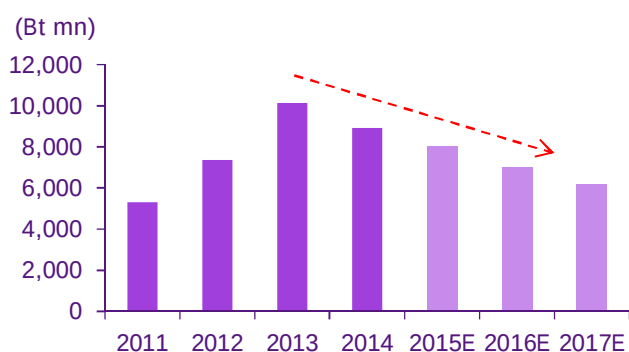
Source: Company data and SCBS Investment Research

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



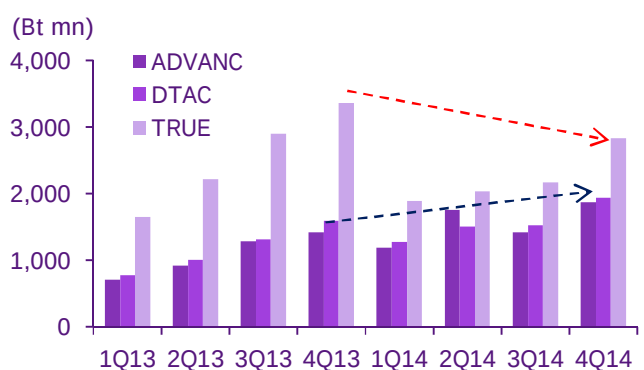
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 8: Selling & marketing expense down for TRUE



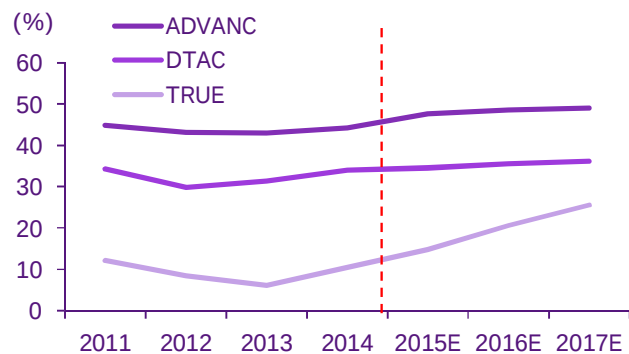
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 10: But still room to fall vs. peers



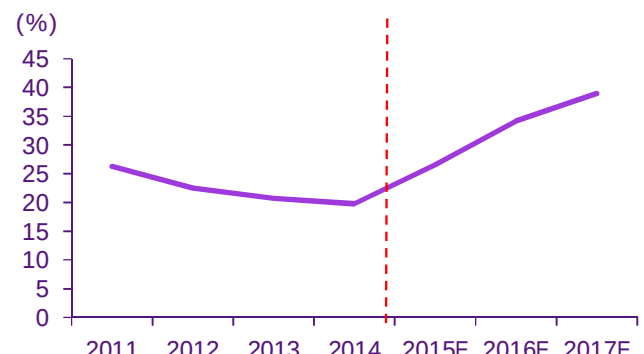
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 11: EBITDA margin is trending up



Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 12: Group EBITDA margin for the widening



Source: Company data and SCBS Investment Research

กลุ่มอุตสาหกรรม

This page is left blank intentionally

รวิญญู ปิยะกรียงไกร

นักวิเคราะห์การลงทุนวิจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1002

raweenuch.piyakriengkai@scb.co.th

ปัจจัยกดดันจากการถูกตรวจสอบเพิ่มเติมหลัง ICAO ปักธงแดง SSC

- เมื่อวันที่ 18 มิ.ย. ICAO ปักธงแดงประเทศไทยบนเว็บไซต์ในฐานะประเทศที่มีข้อบกพร่องที่มีนัยสำคัญต่อความปลอดภัยด้านการบิน (SSC) เนื่องจาก บพ.ไม่ผ่านการตรวจสอบด้านการปฏิบัติการบินของอากาศยาน แต่ไม่ได้หมายความว่าสายการบินสัญชาติไทยไม่ปลอดภัย
- สายการบินสัญชาติไทยที่ทำการบินระหว่างประเทศ (THAI และ AAV) จะถูกตรวจสอบเพิ่มมากขึ้น อย่างไรก็ตาม เราไม่คิดว่าจะเกิดเหตุการณ์เลวร้าย เช่น การถูกสั่งห้ามบิน เนื่องจากสายการบินเหล่านี้ผ่านมาตรฐานความปลอดภัยของประเทศที่เป็นจุดหมายปลายทาง
- ปัจจัยบวกที่สำคัญ คือ การผ่านการตรวจสอบของประเทศต่างๆ และการปลดเครื่องหมาย SSC ซึ่งคาดว่าจะเกิดขึ้นในเดือน ต.ค.

ICAO ปักธงแดงประเทศไทยในฐานะประเทศที่มีข้อบกพร่อง SSC เมื่อวันที่ 18 มิ.ย. องค์การการบินพลเรือนระหว่างประเทศ (ICAO) ปักธงแดงประเทศไทยบนเว็บไซต์ ในฐานะประเทศที่ยังพบข้อบกพร่องที่มีนัยสำคัญต่อความปลอดภัยด้านการบิน (SSC) ในจำนวนองค์ประกอบสำคัญ 8 ประการที่ ICAO ตรวจสอบกรมการบินพลเรือนไทย (บพ.) ไม่ผ่านการตรวจสอบด้านการปฏิบัติการบินของอากาศยานในแง่ของความสามารถในการกำกับดูแลสายการบินที่อยู่ภายใต้การดูแลของ บพ. เพราะ บพ. ไม่สามารถแก้ไขปัญหาเร่งด่วน ซึ่งรวมถึงการออกใบรับรองผู้ดำเนินการเดินอากาศรอบใหม่ให้เสร็จทันกำหนดในเดือน มิ.ย. ได้อย่างไรก็ดี การที่ บพ. ไม่ผ่านการตรวจสอบไม่ได้หมายความว่าสายการบินสัญชาติไทยไม่ปลอดภัย

ถูกตรวจสอบมากขึ้นหลังปักธงแดงข้อบกพร่อง SSC การขึ้นเครื่องหมายธงแดงข้อบกพร่อง SSC จะส่งผลให้สายการบินสัญชาติไทยถูกองค์กรการบินพลเรือนของแต่ละประเทศที่เป็นจุดหมายปลายทางตรวจสอบเพิ่มมากขึ้น ทั้งนี้ นับตั้งแต่เดือน ก.พ. เมื่อ ICAO แจ้งว่าไทยมีข้อบกพร่องที่มีนัยสำคัญต่อความปลอดภัย (SSC) ก่อนประกาศสถานะอย่างเป็นทางการ สายการบินสัญชาติไทยก็ถูกตรวจสอบเพิ่มมากขึ้นมากกว่าปกติ โดยการตรวจสอบสำคัญที่กำลังจะมาถึงคือ U.S. Federal Aviation Administration (FAA) จะบินมาตรวจสอบมาตรฐานการบินของประเทศไทยในระหว่างวันที่ 13-17 ก.ค.

อินโดนีเซียเป็นกรณีศึกษา การออกมาตรการใดๆ ต่อสายการบินสัญชาติไทย เช่น การห้ามเพิ่มจำนวนเที่ยวบินหรือการสั่งห้ามบินเข้าประเทศเลย เป็นการตัดสินใจของแต่ละประเทศหลังการตรวจสอบมาตรฐานความปลอดภัย เราดูที่อินโดนีเซียเป็นกรณีศึกษา ในปี 2550 อินโดนีเซียไม่ผ่านการตรวจสอบมาตรฐานความปลอดภัยของ ICAO และมีการเข้ามาตรวจสอบเพิ่มเติม หลังจากนั้น สายการบินสัญชาติอินโดนีเซียทุกสายถูกสั่งห้ามบินเข้าประเทศในภูมิภาคยุโรปในปี 2550 และ FAA ก็ปรับลดอันดับอินโดนีเซียสู่สถานะประเภทที่ 2 ต่อมาในปี 2552 ประเทศในภูมิภาคยุโรปได้ปลดคำสั่งห้ามบินสำหรับสายการบิน Garuda Indonesia, Airfast Indonesia, Mandala Airlines และ Premiair หลังจากที่มีมาตรฐานความปลอดภัยของสายการบินต่างๆ เหล่านี้ดีขึ้น แต่สหรัฐฯ ยังคงจำกัดการเพิ่มเที่ยวบินของสายการบินสัญชาติอินโดนีเซีย

กรณีเลวร้าย เช่น การสั่งห้ามบินมีโอกาสเกิดขึ้นไม่มาก กรณีของอินโดนีเซียทำให้เกิดความกังวลเกี่ยวกับสายการบินสัญชาติไทยที่บินเส้นทางระหว่างประเทศอย่าง THAI และ AAV อย่างไรก็ตาม เนื่องจากสายการบินทั้งสองสายนี้ผ่านมาตรฐานความปลอดภัยของประเทศที่เป็นจุดหมายปลายทาง ดังนั้น เราจึงเชื่อว่ากรณีเลวร้าย เช่น การสั่งห้ามบินมีโอกาสเกิดขึ้นไม่มาก ข่าวดีล่าสุดคือ เมื่อวันที่ 25 มิ.ย. คณะกรรมาธิการความปลอดภัยทางการบินของสหภาพยุโรปได้มีการประกาศว่าไม่มีการห้ามบินของสายการบินเพิ่มจากรายชื่อเดิมที่มีอยู่ ซึ่งหมายความว่า สายการบินสัญชาติไทยยังคงดำเนินงานในกลุ่มประเทศยุโรปได้ตามปกติ ซึ่งเป็นข่าวบวกต่อ THAI เนื่องจากรายได้เกือบทั้งหมดของ THAI มาจากเส้นทางบินระหว่างประเทศ โดยรายได้ราว 30% มาจากเส้นทางยุโรป โดย THAI ผ่านการตรวจสอบของ IATA Operational Safety Audit (IOSA) ซึ่งเป็นมาตรฐานความปลอดภัยระดับโลกและแนวปฏิบัติที่ดีที่สุดในอุตสาหกรรม ประเด็นสำคัญสำหรับ AAV คือมาตรการของจีน เนื่องจากจีนเป็นตลาดสำคัญของ AAV คิดเป็น ~20% ของรายได้ ประเด็นบวก คือ เมื่อไม่นานนี้ประเทศจีนได้อนุมัติให้ AAV เปิด 3 เส้นทางบินใหม่ในจีน โดยคาดว่าจะเริ่มบินในไตรมาส 4/58 ประเด็นนี้เป็นการยืนยันว่าสายการบินสัญชาติไทยสามารถบินไปยังจีนได้ตามปกติถ้าคุณสมบัติผ่านมาตรฐานของจีน

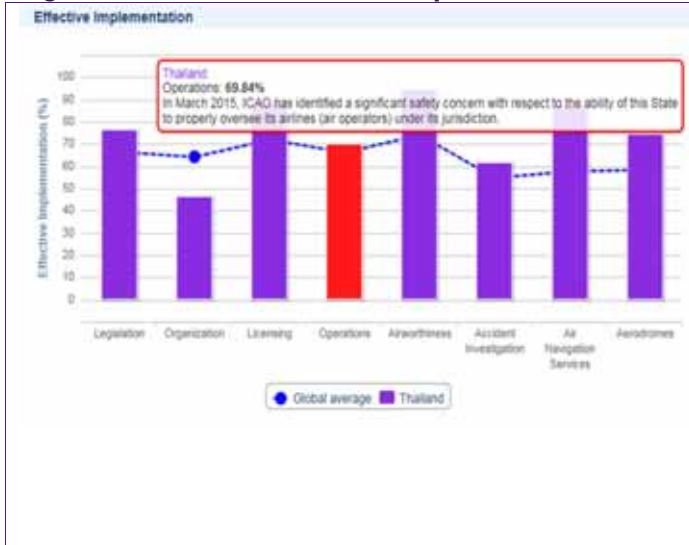
ปัจจัยบวกสำคัญ: สายการบินผ่านการตรวจสอบ และการปลดเครื่องหมาย SSC ความกังวลเกี่ยวกับการถูกตรวจสอบเพิ่มขึ้นจะสร้างแรงกดดันต่อหุ้นกลุ่มสายการบินในระยะสั้น อย่างไรก็ตาม เราเชื่อว่ากรณีเลวร้าย เช่น การสั่งห้ามบินไม่น่าจะเกิดขึ้น ปัจจัยบวกสำคัญ คือ สายการบินผ่านการตรวจสอบของประเทศต่างๆ และการปลดเครื่องหมาย SSC โดย บพ.คาดว่าจะออกใบรับรองผู้ดำเนินการเดินอากาศรอบใหม่เสร็จในเดือน ต.ค. ซึ่งเราหวังว่าเรื่องนี้จะส่งผลทำให้ ICAO ปลดเครื่องหมาย SSC ได้ AAV เป็นหุ้นที่เราชื่นชอบมากที่สุดในกลุ่มสายการบิน เนื่องจากเราคาดว่าบริษัทจะรายงานกำไรสูงสุดเป็นประวัติการณ์ในปีนี้ โดยได้รับแรงหนุนจากการฟื้นตัวของอุตสาหกรรมท่องเที่ยวไทยและราคาน้ำมันเครื่องบินที่ลดลง รวมถึง valuation ที่น่าสนใจ เนื่องจากราคาหุ้นอยู่ใกล้กับระดับต่ำสุดในรอบ 5 เดือน โดยซื้อขายที่ PBV ปี 2558 ระดับ 1.0 เท่า หรือเท่ากับระดับ -1.0SD ของ PBV เฉลี่ยในอดีตที่ 1.3 เท่า

Valuation summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					14A	15F	16F	14A	15F	16F	14A	15F	16F	14A	15F	16F	14A	15F	16F	14A	15F	16F
AAV	Buy	4.34	7.5	74.9	184.9	11.9	11.2	(87)	n.m.	6	1.1	1.0	0.9	1	9	9	0.0	2.1	2.2	20.1	5.1	4.7
NOK	Under review	9.65	Under review	-	n.m.	n.a.	n.a.	n.m.	n.a.	n.a.	1.6	n.a.	n.a.	(11)	n.a.	n.a.	0.0	n.a.	n.a.	(4.7)	n.a.	n.a.
THAI	Neutral	13.00	15.0	15.4	n.m.	21.1	6.9	(484)	n.m.	206	0.7	1.0	0.9	(45)	4	13	0.0	0.0	3.6	56.0	7.0	5.9
Average					184.9	16.5	9.1	(286)	n.m.	106	1.1	1.0	0.9	(18)	6	11	0.0	1.0	2.9	23.8	6.1	5.3

Source: SCBS Investment Research

Figure 1: DCA failed the aircraft operation audit



Source: ICAO website

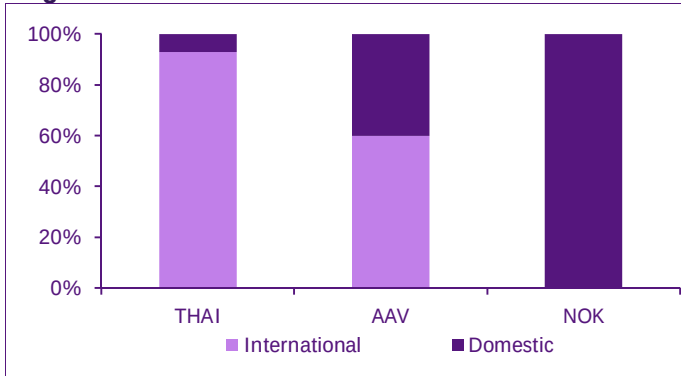
Figure 2: ICAO branded Thailand as SSC

List of All Audited States

SSC	State	Audit Period	Progress Validation Period	Graph
	Botswana	2008	2013	Complete
	Uruguay	2008	2014	Complete
	Angola	2007	2015	Complete
	Djibouti	2008		Complete
	Eritrea	2010		Complete
	Georgia	2007	2013	Complete
	Frak	2012		Complete
	Kazakhstan	2008	2014	Complete
	Lebanon	2006	2013	Complete
	Malawi	2008		Complete
	Nepal	2009	2013	Complete
	Thailand	2008		Complete
	Sierra Leone	2006	2014	Complete
	Albania	2008	2014	Complete
	Algeria	2011		Complete
	Andorra	2007		Complete
	Antigua and Barbuda	2007	2013	Complete

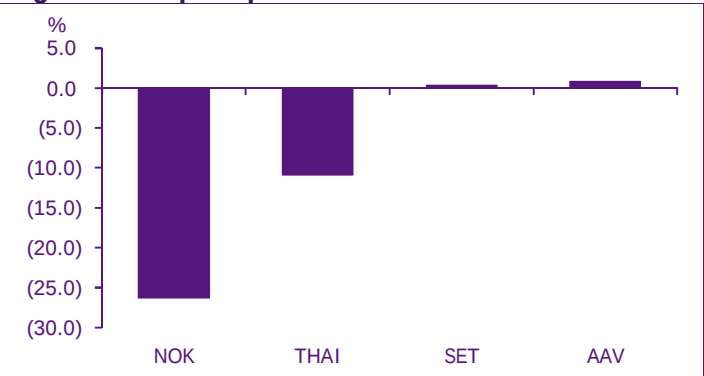
Source: ICAO website

Figure 3: Revenue breakdown



Source: Company data

Figure 4: YTD price performance



Source: SET and SCBS Investment Research

Figure 5: Timeline for DCA to resolve SSC status

Date	Events
January 19-30, 2015	ICAO conducted the Universal Safety Oversight Audit Program (USOAP) for the DCA
February 14, 2015	ICAO notified the SSC after the ICAO found that some of the DCA's operations do not meet a critical element
March 24, 2015	Japan Civil Aviation Bureau (JCAB) put all new charter and scheduled flights operated by Thai-registered airlines to their countries on indefinite hold in response to the SSC notification
March 30, 2015	Thai government set up a committee to handle the SSC resolution
April 3, 2015	JCAB has decided not to stop charter flights by Thai-registered carriers, as earlier announced, into Japan during April-May, high travel season for both countries
April 10, 2015	DCA submitted its corrective action plan to the ICAO and updated on the progress of the plan
May 13, 2015	Civil Aviation Administration of China inspected five Thai-based airlines including Orient Thai, City Airways, R Airlines, NokScoot and Jet Asia
May 31, 2015	JCAB allowed six Thai-registered airlines to operate flights to Japan (after the reprieve ended in May)
June 18, 2015	As per deadline, ICAO placed Thailand on the list of countries with SSS status on its website
June 25, 2015	EU Commission announced no new bans have been imposed on the EU air safety list
July 11, 2015	DCA will start the recertification of Thai-registered airlines mainly Thai Airways, Bangkok Airways, NokScoot Airline and Thai AirAsia
July 13-17, 2015	FAA will come in to audit the DCA during July 13-17
September 2015	DCA expects to finish recertification of 16 airlines
October 2015	DCA expects to finish recertification of all 28 airlines

Source: SCBS Investment Research

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

ไต่เวลาซ้อนซ้อน

- ความกังวลเกี่ยวกับ NPL และ NIM เป็นสาเหตุทำให้ SETBANK ปรับตัว underperform แต่เรามองว่า NPL ที่เพิ่มขึ้นอยู่ในระดับที่สามารถจัดการได้ และจะปรับตัวลดลงในช่วงครึ่งหลังของปี 58 สถานการณ์เลวร้ายสุดสำหรับ NIM จากการลดอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ลงไม่เท่ากันผ่านพ้นไปแล้ว
- สินเชื่อเติบโตต่ำ NIM หดตัวลงมากจากการลดอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ลงไม่เท่ากัน และการตั้งสำรองตามหลักความระมัดระวัง น่าจะทำให้กำไรปรับตัวลงทำจุดต่ำสุดในไตรมาส 2/58
- Valuation น่าสนใจที่ระดับ -1SD โดยมี PER ระดับต่ำที่ 9 เท่า และ PBV 1.1 เท่า ช่วยสนับสนุนให้เรายังคงเลือก KBANK กับ KTB เป็น top picks

NPL เพิ่มขึ้นในระดับที่สามารถจัดการได้ตามปกติ ความกังวลเกี่ยวกับคุณภาพสินทรัพย์ซึ่งมีสาเหตุมาจาก NPL ที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นในไตรมาส 1/58 เป็นหนึ่งในปัจจัยสำคัญที่ส่งผลทำให้ SETBANK ปรับตัว underperform อย่างไรก็ดี เรามองว่า NPL ที่เพิ่มขึ้นในปี 2558 ไม่น่าเป็นห่วงมากนัก และสะท้อนในราคาหุ้นที่ปรับตัวลงมากเกินไป ด้วยเหตุผล 5 ข้อ: 1) NPL ที่แกว่งตัวขึ้นเริ่มที่จะกลายเป็นเรื่องปกติ เนื่องจาก NPL มาถึงจุดเปลี่ยนที่ NPL ไหลเข้ามีความผันผวนสูงขึ้นตามสัดส่วนสินเชื่อ SME และสินเชื่อรายย่อย (ความเสี่ยงสูงและให้ผลตอบแทนสูง) ที่สูงขึ้น และ NPL ไหลออกลดน้อยลงจากการแก้ปัญหา NPL ที่มีมาแต่ดั้งเดิม 2) NPL ไหลเข้าในไตรมาส 1/58 ต่ำกว่าระดับวิกฤตในปี 2551-2552 (ซึ่งพิสูจน์ให้เห็นแล้วว่าเป็นระดับที่สามารถจัดการได้) อย่างมาก 3) มาตรการป้องกันของธนาคารด้วยการผ่อนปรนเงื่อนไขการชำระหนี้ให้แก่ลูกค้า SME และลดอัตราดอกเบี้ยเงินกู้จะช่วยลด NPL เกิดใหม่ 4) การตั้งสำรองตามหลักความระมัดระวังของธนาคารและ LLR coverage สูงพอรับมือกับ NPL ที่เพิ่มขึ้น 5) เศรษฐกิจที่ค่อยๆฟื้นตัวน่าจะช่วยชะลอ NPL ไหลเข้า

สถานการณ์เลวร้ายสุดสำหรับ NIM จบลงแล้ว ความกังวลเกี่ยวกับผลกระทบของการลดอัตราดอกเบี้ยต่อ NIM เป็นปัจจัยอีกอย่างหนึ่งที่ส่งผลทำให้ราคาหุ้นกลุ่มธนาคารปรับตัว underperform เราเชื่อว่าสถานการณ์เลวร้ายสุดสำหรับ NIM จากการประกาศลดอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ลงไม่เท่ากันในเดือน พ.ค. ผ่านพ้นไปแล้ว ธนาคารพาณิชย์อาจจะลดอัตราดอกเบี้ยเงินฝากในเวลาต่อมา และชะลอการออกแคมเปญเงินฝาก ส่วนหนึ่งเพื่อชดเชยการลดอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ไปก่อนหน้านี้ ถ้ามีการลดอัตราดอกเบี้ยลงอีก คาดว่าจะเป็นไปในทางที่จะไม่มีผลกระทบต่อ NIM มากนัก โดยน่าจะเป็นการลดอัตราดอกเบี้ยลงน้อยกว่าที่เท่ากัน เรารวมเอาการคาดการณ์ถึงการปรับอัตราดอกเบี้ยนโยบายลงอีก 0.25% เข้ามาไว้ในประมาณการแล้ว

ทำจุดต่ำสุดในไตรมาส 2/58 สินเชื่อที่เติบโตต่ำ NIM ที่หดตัวลงมากจากการลดอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ลงไม่เท่ากัน และการตั้งสำรองตามหลักความระมัดระวัง น่าจะทำให้กำไรปรับตัวลงทำจุดต่ำสุดของปีในไตรมาส 2/58 เราคาดว่าจะเห็นกำไรฟื้นตัวในช่วงครึ่งหลังของปี 58 และปี 2559 โดยได้รับปัจจัยสนับสนุนจากสินเชื่อที่เติบโตแบบเร่งตัวขึ้น NIM ที่ฟื้นตัวดีขึ้น และรายได้ที่มีใช้ดอกเบี้ยที่สูงขึ้น

Valuation น่าสนใจหลังจาก underperform อย่างมาก นับตั้งแต่ประกาศผลประกอบการไตรมาส 1/58 SETBANK (-13%) ก็ปรับตัว underperform SET (-3%) อยู่ 9% ท่ามกลางความกังวลเกี่ยวกับคุณภาพสินทรัพย์และผลกระทบด้านลบจากการลดอัตราดอกเบี้ยต่อ NIM valuation ของกลุ่มธนาคารเข้าใกล้ระดับ -1SD ด้วย valuation ระดับต่ำที่ PER 9 เท่า และ PBV 1.1 เท่า ในระหว่างปี 2551-2552 ซึ่งเป็นช่วงที่มีความกังวลอย่างเดียวกันนี้ SETBANK ปรับตัว underperform SET อยู่ 6% เพราะเศรษฐกิจชะลอตัว แต่ปรับตัว outperform SET อยู่ 43% ในเวลาต่อมาเมื่อเศรษฐกิจฟื้นตัว

KTB และ KBANK ยังคงเป็น top picks เราคาดว่าสินเชื่อและรายได้ของสองธนาคารนี้มีแนวโน้มเติบโตดีกว่าธนาคารอื่นๆ KBANK จะทำโครงการ transformation เสร็จ และ valuation ของ KTB อยู่ในระดับต่ำเกินไปจาก ความกังวลเกี่ยวกับคุณภาพสินทรัพย์และ NIM ราคาหุ้น KTB ตอบสนองเชิงลบมากเกินไปต่อการประกาศตั้งสำรองพิเศษจำนวน 3.6 พันล้านบาทในเดือน เม.ย. ซึ่งคิดเป็นครึ่งหนึ่งของประมาณการทั้งปีของเรา การตั้งสำรองพิเศษถือเป็นเรื่องปกติสำหรับ KTB แต่มีแนวโน้มที่จะเกิดขึ้นในช่วงครึ่งปีแรกมากกว่า

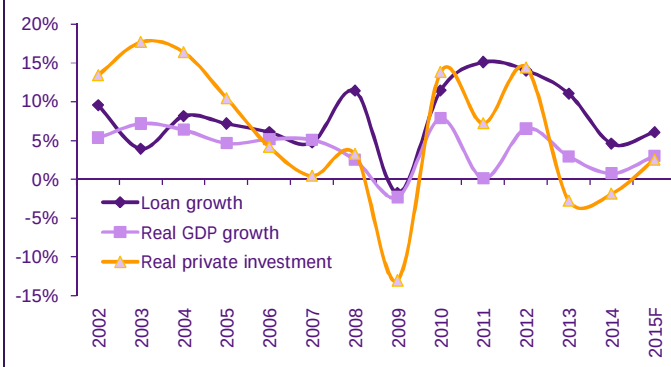
Valuation Summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)		
					14A	15F	16F	14A	15F	16F	14A	15F	16F	14A	15F	16F	14A	15F	16F
BAY	Sell	34.25	32.0	(4.5)	14.7	14.8	11.2	19	(1)	31	1.6	1.3	1.2	11	10	11	2.0	2.0	2.7
BBL	Buy	178.50	230.0	32.8	9.4	9.6	9.1	1	(2)	5	1.1	1.0	0.9	12	11	10	3.7	3.9	4.1
KBANK	Buy	200.00	245.0	24.8	10.4	10.1	9.0	12	3	12	1.9	1.6	1.4	19	17	17	2.0	2.3	2.5
KKP	Neutral	35.75	40.0	17.6	6.7	6.1	5.6	0	11	8	1.1	1.0	0.9	17	17	17	5.6	5.8	6.0
KTB	Buy	17.80	25.0	45.5	7.5	7.3	6.6	(2)	2	11	1.1	1.0	0.9	15	14	14	5.1	5.0	5.6
LHBANK	Sell	1.92	1.3	(31.0)	21.1	22.7	21.9	30	(7)	4	1.6	1.5	1.4	8	7	7	0.2	1.3	1.4
TCAP	Buy	33.00	44.0	38.2	8.2	7.5	7.2	(45)	10	4	0.8	0.8	0.7	10	11	10	4.8	4.8	4.8
TISCO	Buy	47.25	54.0	18.6	8.9	8.1	7.5	0	10	8	1.5	1.3	1.2	17	17	16	4.2	4.3	4.5
TMB	Sell	2.50	2.5	2.3	11.4	12.9	11.4	66	(12)	14	1.6	1.5	1.3	15	12	12	2.6	2.3	2.6
Average					10.9	10.9	9.8	4	1	12	1.4	1.3	1.1	14	13	13	3.4	3.6	3.9

Source: SCBS Investment Research

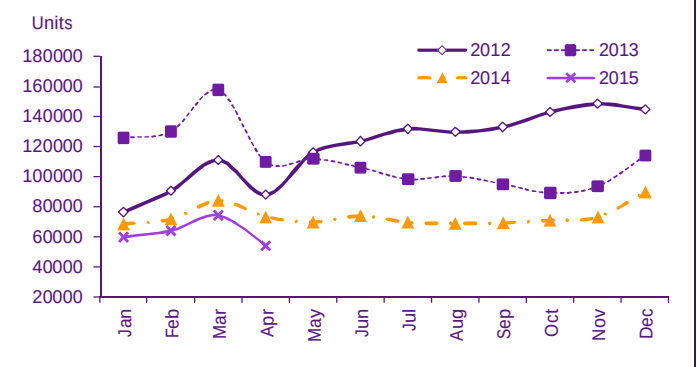
หมายเหตุสำคัญ: บริษัทหลักทรัพย์ ไทยพาณิชย์ จำกัด (SCBS) เป็นบริษัทย่อยที่ธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) (SCB) ถือหุ้นทั้งหมด ข้อมูลใด ๆ ที่เกี่ยวข้องกับ SCB มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ในการเปรียบเทียบเท่านั้น

Figure 1: Loans vs. GDP & private investment growth



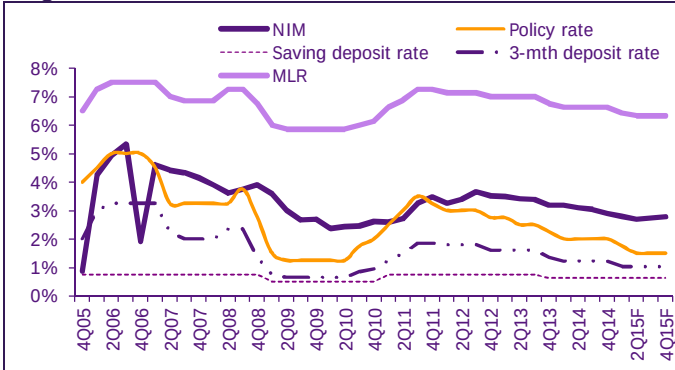
Source: NESDB, SCB EIC and SCBS Investment Research

Figure 2: Domestic car sales



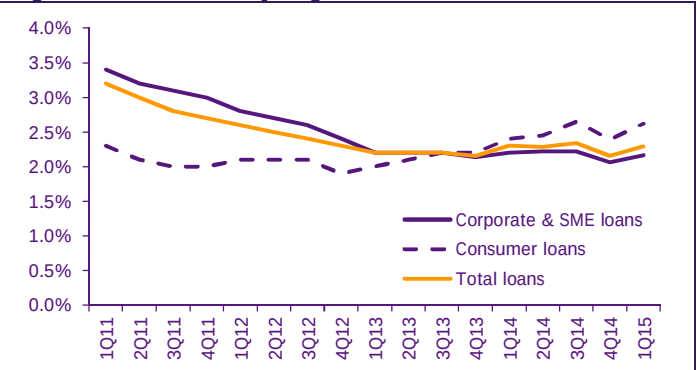
Source: Toyota (Thailand) and SCBS Investment Research

Figure 3: NIM and interest rates



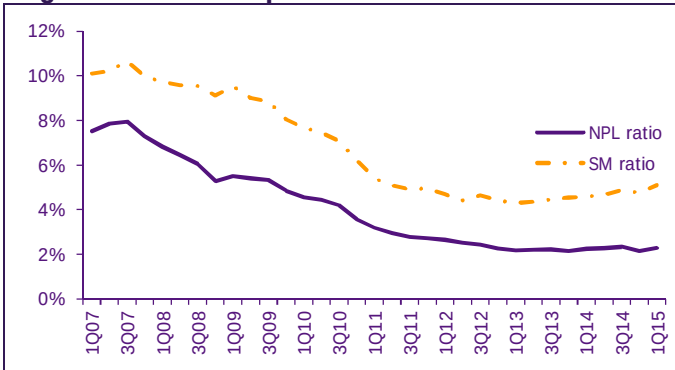
Source: SCBS Investment Research

Figure 4: NPL ratio by segment



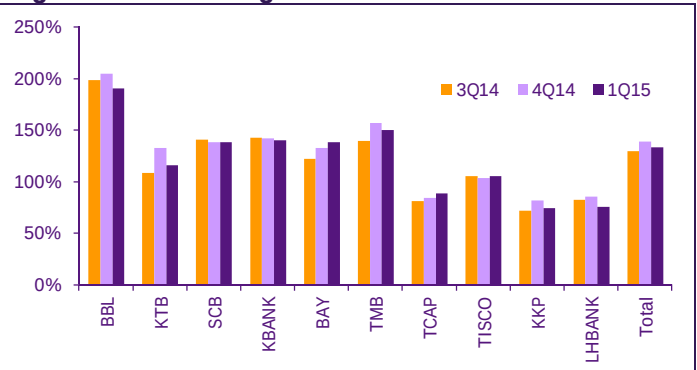
Source: NESDB and SCBS Investment Research

Figure 5: NPLs and special mentioned loans



Source: BoT and SCBS Investment Research

Figure 6: LLR coverage



Source: BoT and SCBS Investment Research

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

ดูข้อจำกัดความรับผิดชอบได้ใน
ด้านหลังของรายงานฉบับนี้

ฟื้นตัวต่อเนื่องในช่วงครึ่งหลังปี 58

- ยอดขายสาขาเดิมของกลุ่มพาณิชย์จะหดตัวลงเล็กน้อยในไตรมาส 2/58 เพราะเครื่องขึ้นการอุปโภคบริโภคอ่อนแอ แต่จะดีกว่าไตรมาส 1/58 โดยมีสาเหตุมาจากฐานต่ำของปีก่อนจากการประกาศเคอร์ฟิวในเดือน พ.ค.-มิ.ย.
- ความเชื่อมั่นมีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้นในช่วงครึ่งหลังปี 58 จากการเร่งเบิกจ่ายงบประมาณรัฐบาลเพิ่มขึ้นและราคาผลิตภัณฑ์การเกษตรมีเสถียรภาพ

■ **Top picks คือ CPALL (เติบโตสูงที่สุด) และ GLOBAL (หุ้น laggard ของกลุ่มพาณิชย์ แต่กำไรจะเติบโต)**
สรุปผลประกอบการไตรมาส 1/58 กำไรปกติของกลุ่มพาณิชย์เพิ่มขึ้น 22% YoY โดยเกิดจากการขยายสาขาและอัตรากำไรที่เพิ่มขึ้น ซึ่งมากเกินพอชดเชยยอดขายสาขาเดิมที่หดตัวลง ยอดขายสาขาเดิมหดตัวลงติดต่อกันเป็นไตรมาสที่ 6 ที่ -1.0% ในไตรมาส 1/58 (เทียบกับ -0.4% ในไตรมาส 1/57 และ -0.5% ในไตรมาส 4/57) บริษัทส่วนใหญ่ในกลุ่มพาณิชย์รายงานยอดขายสาขาเดิมในตัวเมืองดีกว่าในต่างจังหวัด เพราะการใช้จ่ายอุปโภคบริโภคของกลุ่มผู้มีรายได้ปานกลางถึงต่ำฟื้นตัวช้า จำนวนสาขาเพิ่มขึ้น 9% YoY EBIT margin ของกลุ่มพาณิชย์อยู่ที่ 7.7% +0.50% YoY CPALL เป็นบริษัทที่รายงานกำไรปกติเติบโตสูงที่สุด (+36% YoY) เนื่องจากไม่มีค่าธรรมเนียมจากดีล MAKRO เข้ามาอีก บวกกับผลการดำเนินงานของธุรกิจร้านสะดวกซื้อและธุรกิจ cash and carry (MAKRO: +21% YoY) ปรับตัวดีขึ้น ในขณะที่ HMPRO เป็นบริษัทที่รายงานกำไรปกติอ่อนแอที่สุด (+1% YoY) โดยเกิดจากยอดขายสาขาเดิมที่หดตัวลงและอัตรากำไรที่แคบลง ซึ่งไม่สามารถชดเชยได้ด้วยประโยชน์จากการขยายสาขา

ยอดขายสาขาเดิมยังไม่ฟื้นตัวเพราะเครื่องขึ้นการอุปโภคบริโภคไม่เปลี่ยนแปลงตั้งแต่ต้นไตรมาส 2/58 ถึงปัจจุบัน เราคาดว่ายอดขายสาขาเดิมของกลุ่มพาณิชย์จะหดตัวลงเล็กน้อย เนื่องจากเครื่องขึ้นการอุปโภคบริโภคอยู่ในระดับต่ำต่อเนื่อง แต่น่าจะปรับตัวดีขึ้นจากไตรมาส 1/58 โดยมีสาเหตุมาจากฐานต่ำของปีก่อน (การประกาศเคอร์ฟิวในเดือน พ.ค.-มิ.ย. ทำให้ต้องปิดร้านค้าเร็วขึ้น) ดัชนีการอุปโภคบริโภคภาคเอกชนเดือน เม.ย. 2558 อยู่ในระดับทรงตัว YoY โดยได้รับปัจจัยหนุนจากการใช้จ่ายเพื่อซื้อสินค้าไม่คงทนและกึ่งคงทนเพิ่มมากขึ้น ซึ่งถูกหักล้างโดยการใช้จ่ายเพื่อซื้อสินค้าคงทนลดลง ดัชนีความเชื่อมั่นผู้บริโภคเดือน พ.ค. ปรับลดลงสู่ 75.6 จาก 76.6 ในเดือน เม.ย. ต่ำที่สุดในรอบ 11 เดือน สะท้อนถึงความกังวลอย่างต่อเนื่องต่อเศรษฐกิจ ดัชนีรายได้เกษตรกรในเดือน เม.ย.-พ.ค. 2558 ปรับตัวลดลง 15% YoY เพราะได้รับผลกระทบจากราคาผลิตภัณฑ์การเกษตรที่ลดลง (-9% YoY) หลักๆ คือราคายาง (-20% YoY) และผลผลิตการเกษตรที่ลดลง (-6% YoY) การเบิกจ่ายงบลงทุนรัฐบาลปรับตัวเร่งขึ้น แต่ยังคงคิดเป็นสัดส่วนเพียง 39% (1.65 แสนล้านบาท) ของงบประมาณทั้งหมดในช่วง 8 เดือนแรกของปีงบประมาณ 58 (ต.ค. 57-พ.ค. 58) เทียบกับ 44% (1.9 แสนล้านบาท) ในช่วง 8 เดือนแรกของปีงบประมาณ 57

แนวโน้มดีขึ้นในงวดครึ่งหลังปี 58 เราคาดว่ายอดขายสาขาเดิมของกลุ่มพาณิชย์จะปรับตัวดีขึ้นในช่วงครึ่งหลังปี 58 โดยเกิดจากอุปสงค์โดยรวมที่ดีขึ้นและไม่มีปัจจัยอื่นๆ เข้ามากระทบ ความเชื่อมั่นผู้บริโภคจะเพิ่มขึ้นเนื่องจากรัฐบาลจะเร่งเบิกจ่ายงบประมาณให้ได้ตามเป้าที่วางไว้กว่า 80% ในปีงบประมาณ 2558 บวกกับราคาผลิตภัณฑ์การเกษตรมีเสถียรภาพมากขึ้น (โดยเฉพาะราคายาง) ในช่วงท้ายของปีนี้ ปัจจัยอื่นๆ ที่ส่งผลกระทบต่อยอดขายสาขาเดิมของกลุ่มพาณิชย์ในปีที่ผ่านมา ได้แก่ แคมเปญแอสแตมป์ที่ไม่ได้รับความนิยมของ CPALL (ช่วงครึ่งหลังปี 57), การแย่งชิงยอดขายระหว่างสาขาของ GLOBAL (ไตรมาส 3/57) และ ROBINS (ช่วงครึ่งหลังปี 57) จะไม่เกิดขึ้นซ้ำอีก ดังนั้นยอดขายสาขาเดิมจะสามารถเอาชนะปัจจัยลบในปีนี้เป็น โปรไฟล์ลูกค้าที่เปลี่ยนไปของ ROBINS และผลกระทบจากการแย่งชิงยอดขายระหว่างสาขาของ HMPRO กับ MAKRO เราคาดว่ายอดขายสาขาเดิมของกลุ่มพาณิชย์จะเติบโต 1.4% ในปี 2558 (เทียบกับ -1.1% ในปี 2557) เมื่อรวมกับการขยายสาขา (+10%) และ EBIT margin ที่ดีขึ้น (+0.30%) จะช่วยหนุนให้กำไรปกติของกลุ่มพาณิชย์เติบโต 20% ในปี 2558 (จาก -2% ในปี 2557)

Top picks: CPALL และ GLOBAL CPALL เป็น top pick ของเราเนื่องจาก: 1) CPALL มีแนวโน้มที่จะรายงานกำไรเติบโตสูงที่สุดในกลุ่มพาณิชย์ในช่วงที่เหลือของปี 2558 โดยได้รับปัจจัยหนุนจากกำไรที่ดีขึ้นของธุรกิจร้านสะดวกซื้อ (ยอดขายสาขาเดิมฟื้นตัวในฤดูร้อน แคมเปญแอสแตมป์ดีขึ้น และอัตรากำไรเพิ่มขึ้น) และธุรกิจ cash and carry (ขยายสาขาอย่างรวดเร็วและอัตรากำไรเพิ่มขึ้น) และต้นทุนทางการเงินโดยรวมที่ลดลง; 2) ถ้าไม่มี upside จากการขายหุ้นบางส่วนที่ถืออยู่ใน MAKRO เราเลือก GLOBAL เป็น top pick ตัวที่สอง เนื่องจาก: 1) GLOBAL เป็นหุ้น laggard ในกลุ่มพาณิชย์ (-22% เทียบกับกลุ่มพาณิชย์ที่ -11%) สะท้อนถึงผลการดำเนินงานที่แย่ที่สุดในกลุ่มพาณิชย์ในช่วง 1 ปีที่ผ่านมา; 2) ผลการดำเนินงานจะปรับตัวดีขึ้น YoY ตั้งแต่ไตรมาส 2/58 เป็นต้นไป โดยได้รับแรงหนุนจากยอดขายสาขาเดิมที่เติบโตดีขึ้น (ผลกระทบจากการแย่งชิงยอดขายระหว่างสาขาลดลงและกลับมาเปิดสาขาสุรินทร์อีกครั้ง) การขยายสาขาจำนวนมาก อัตรากำไรขั้นต้นที่ดีขึ้นจากการบริหารสินค้า private brand ได้ดีขึ้น และไม่มีขาดทุนจากสินค้าคงคลังหลักเหมือนในไตรมาส 1/58 เกิดขึ้นซ้ำอีก

Valuation summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					14A	15F	16F	14A	15F	16F	14A	15F	16F	14A	15F	16F	14A	15F	16F	14A	15F	16F
BIGC	Neutral	193.50	250.0	30.7	22.1	19.9	17.7	0	11	13	3.8	3.3	2.9	18	18	18	1.4	1.5	1.7	12.6	11.6	10.2
CPALL	Buy	46.25	54.0	18.3	42.5	31.9	24.9	(11)	33	28	11.9	10.2	8.1	29	34	36	1.7	1.6	2.0	21.5	18.3	15.9
GLOBAL	Buy	8.30	12.0	44.8	41.3	34.9	26.9	(26)	18	30	2.1	1.9	1.8	6	6	7	0.2	0.2	0.2	19.4	16.8	13.9
HMPRO	Neutral	6.65	7.8	18.1	26.4	25.1	22.1	8	5	14	5.6	4.9	4.1	23	21	20	1.2	0.8	0.9	14.4	13.1	11.6
MAKRO	Buy	39.50	45.0	15.8	38.8	31.7	26.5	14	22	20	14.8	12.6	10.2	41	43	42	1.9	1.9	1.9	24.6	20.5	17.1
ROBINS	Buy	45.50	58.0	29.7	26.2	23.0	19.1	(1)	14	20	3.9	3.6	3.2	15	16	18	2.0	2.2	2.6	13.0	11.5	10.0
Average					32.9	27.8	22.9	(3)	17	21	7.0	6.1	5.1	22	23	24	1.4	1.4	1.6	17.6	15.3	13.2

Source: SCBS Investment Research

Figure 1: Sector core earnings – CPALL's earnings growth was the best and HMPRO was the worst in 1Q15

Normalized profit (Bt mn)	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	% YoY	% QoQ	2014	2015F	2016F
BIGC	1,256	1,889	1,570	2,519	1,440	15%	-43%	7,235	8,006	9,036
CPALL	2,528	2,250	2,451	2,548	3,428	36%	35%	9,777	13,006	16,652
MAKRO	1,271	1,052	1,082	1,480	1,539	21%	4%	4,885	5,983	7,159
ROBINS	539	440	353	595	614	14%	3%	1,927	2,202	2,648
HMPRO	726	795	766	1,027	734	1%	-29%	3,313	3,482	3,959
GLOBAL	225	172	131	171	238	6%	39%	699	828	1,077
Total	6,544	6,599	6,353	8,341	7,993	22%	-4%	27,837	33,506	40,532
% Growth YoY										
BIGC	-10.1%	20.4%	-3.2%	-4.4%	14.7%			0.2%	10.7%	12.9%
CPALL	-20.6%	-13.8%	-17.7%	14.3%	35.6%			-11.1%	33.0%	28.0%
MAKRO	25.8%	9.6%	5.7%	13.4%	21.1%			13.6%	22.5%	19.7%
ROBINS	-2.3%	-1.5%	-17.0%	13.0%	14.0%			-1.2%	14.2%	20.3%
HMPRO	5.0%	8.8%	6.5%	10.8%	1.1%			8.0%	5.1%	13.7%
GLOBAL	-21.8%	-33.0%	-35.1%	-12.2%	5.9%			-25.7%	18.3%	30.1%
Total	-8.1%	0.4%	-8.8%	6.7%	22.1%			-2.3%	20.4%	21.0%

Source: SCBS Investment Research

Figure 2: Sector SSS growth – MAKRO's SSS growth was the best and ROBINS was the worst in 1Q15

SSS growth (%)	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	ppts YoY	ppts QoQ	2014	2015F	2016F
BIGC	-2.4	-2.0	-2.2	0.5	-0.2	2.2	-0.7	-1.5	1.5	1.5
CPALL	-1.1	0.5	-4.5	-3.6	0.3	1.4	3.9	-2.6	2.5	4.0
MAKRO	7.5	6.3	3.8	0.1	2.8	-4.7	2.7	4.4	3.0	4.0
ROBINS	-3.3	-7.0	-6.8	-6.1	-6.6	-3.3	-0.5	-5.8	-1.7	4.5
HMPRO	3.8	6.5	4.8	4.9	-2.7	-6.5	-7.6	5.0	0.0	4.0
GLOBAL	-7.1	-11.3	-7.4	1.3	0.4	7.5	-0.9	-6.1	3.0	4.0
Average	-0.4	-1.2	-2.1	-0.5	-1.0	-0.6	-0.5	-1.1	1.4	3.7

Source: SCBS Investment Research

Figure 3: Sector expansion – MAKRO's expansion was the highest and BIGC (big formats) was the lowest in 1Q15

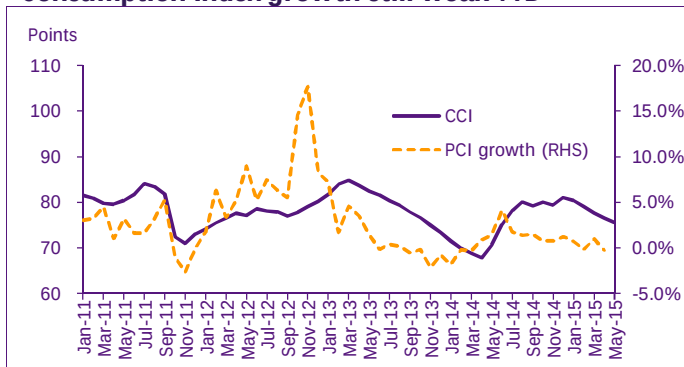
No. Store, ending	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	% YoY	% QoQ	2014	2015F	2016F
BIGC	579	616	624	636	643	11.1%	1.1%	636	825	978
-Hyper/Supermkt	150	155	158	160	160	6.7%	0.0%	160	179	192
-Small formats	429	461	466	476	483	12.6%	1.5%	476	646	786
CPALL	7,651	7,816	7,965	8,127	8,334	8.9%	2.5%	8,127	8,767	9,407
MAKRO	66	68	70	77	80	21.2%	3.9%	77	89	99
ROBINS	34	35	36	41	41	20.6%	0.0%	41	45	48
HMPRO	67	70	71	76	77	14.9%	1.3%	76	85	94
GLOBAL	29	29	31	32	34	17.2%	6.3%	32	39	46
Total	8,426	8,634	8,797	8,989	9,209	9.3%	2.4%	8,989	9,850	10,672
Growth YoY (%)	11%	10%	10%	10%	9%			10%	10%	8%

Source: SCBS Investment Research

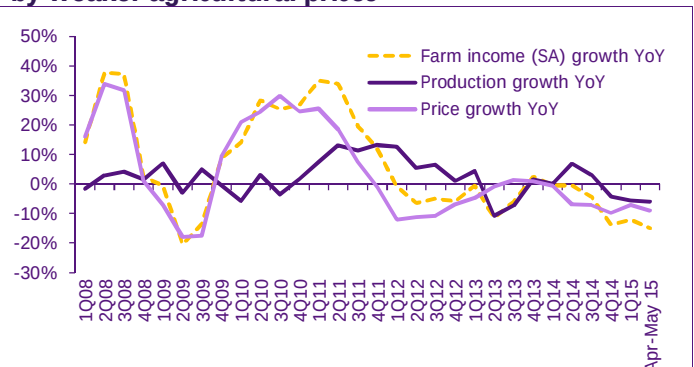
Figure 4: Sector EBIT margin – CPALL's margin improvement was the best and HMPRO was the worst in 1Q15

EBIT margin (%)	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	ppts YoY	ppts QoQ	2014	2015F	2016F
BIGC	6.3	8.3	7.5	10.5	6.7	0.4	-3.8	8.2	8.4	8.9
CPALL	5.3	5.9	6.3	5.7	6.9	1.6	1.2	5.8	6.4	6.7
MAKRO	4.8	4.0	4.4	5.0	5.2	0.4	0.2	4.5	4.9	5.2
ROBINS	10.9	8.6	6.9	10.7	11.8	0.9	1.1	9.3	10.1	11.2
HMPRO	9.2	9.2	9.3	10.8	8.6	-0.6	-2.2	9.6	9.3	9.1
GLOBAL	7.6	6.3	5.4	6.4	7.2	-0.3	0.8	6.5	6.6	7.1
Average	7.3	7.0	6.6	8.2	7.7	0.4	-0.5	7.3	7.6	8.0

Source: SCBS Investment Research

Figure 5: Consumer Confidence Index and Private Consumption Index growth still weak YTD

Source: UTCC, BoT, and SCBS Investment Research

Figure 6: Farm income softened, mainly pulled down by weaker agricultural prices

Source: OAE and SCBS Investment Research

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

ดรุณ ดันศิริ
นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน
ด้านหลักทรัพย์
0-2949-1017
durit.tansiri@scb.co.th

จะเห็นการฟื้นตัวชัดเจนมากขึ้นในช่วงครึ่งหลังปี 58

- ในเดือน เม.ย. อุปสงค์ปูนซีเมนต์ในประเทศพลิกกลับมาปรับตัวเพิ่มขึ้น (+1.7% YoY) จากการเบิกจ่ายงบประมาณรัฐบาลเพิ่มขึ้น ในขณะที่อุปสงค์กระเบื้องเซรามิกยังไม่ฟื้น (-3% YoY)
- อุปสงค์จะฟื้นตัวชัดเจนมากขึ้นในช่วงครึ่งหลังปี 58 โดยได้รับแรงหนุนจากการเร่งลงทุนของรัฐบาลและอัตราค่าไฟฟ้าที่เพิ่มขึ้นเพราะต้นทุนพลังงานต่ำตลอดทั้งปี
- หุ้นแนะนำ คือ SCC เพราะคาดการณ์การดำเนินงานไตรมาส 2/58 ดีที่สุด โดยจะเป็นบริษัทเพียงแห่งเดียวที่รายงานกำไรเพิ่มขึ้นทั้ง YoY และ QoQ

ผลประกอบการไตรมาส 1/58: SCC และ DCC ดีขึ้น กำไรปกติของกลุ่มวัสดุก่อสร้างเพิ่มขึ้น 2% YoY ในไตรมาส 1/58 โดยอุปสงค์ในประเทศยังคงอยู่ในระดับต่ำ ดังเห็นได้จากปริมาณขายปูนซีเมนต์ที่ลดลง 1.5% YoY และปริมาณขายกระเบื้องเซรามิกที่ลดลง 4% YoY โดยมีสาเหตุมาจากการเศรษฐกิจที่ฟื้นตัวช้าและการลงทุนล่าช้าของรัฐบาล ในด้านของอัตราค่าไฟฟ้า ประโยชน์จากต้นทุนเชื้อเพลิงที่ลดลงและส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ปิโตรเคมีที่กว้างขึ้นช่วยสนับสนุนให้อัตรากำไรของ SCC กับ DCC ปรับตัวเพิ่มขึ้น SCC เป็นบริษัทที่รายงานกำไรปกติเติบโตสูงที่สุด (+14%) โดยได้รับแรงหนุนจากธุรกิจเคมีภัณฑ์ ซึ่งส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ PE/PP-แนฟทาที่กว้างขึ้น รองลงมา คือ DCC (+8%) ซึ่งได้รับปัจจัยหนุนจากอัตราค่าไฟฟ้าที่เพิ่มขึ้น ขณะที่กำไรที่หดตัวลงที่ SCCC (-21%) และ DRT (-20%) มีสาเหตุมาจากอัตราค่าไฟฟ้าที่ลดลง และที่ TPIPL (ลดลงสุทธิขาดทุน) มีสาเหตุมาจากส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ LDPE-เอทิลีนที่แคบลง

คาดการณ์ไตรมาส 2/58 ลดลง QoQ ตามฤดูกาล แต่จะเพิ่มขึ้น YoY หลังจากไตรมาสแรกซึ่งเป็นไตรมาสที่ดีที่สุดของปีที่ผ่านมา ปริมาณขายในไตรมาส 2/58 น่าจะลดลง QoQ อย่างไรก็ดี เรามองว่าอุปสงค์ปูนซีเมนต์ในประเทศที่ฟื้นตัวขึ้นจะช่วยสนับสนุนให้ปริมาณขายเพิ่มขึ้น YoY ข้อมูลจาก ธปท. แสดงให้เห็นว่าปริมาณขายปูนซีเมนต์ในประเทศกลับมาเติบโตที่ +0.2% YoY ในเดือน มี.ค. และ +1.7% YoY ในเดือน เม.ย. หลังจากหดตัวลง -2.5% YoY ในเดือน มี.ค.-ก.พ. โดยอาจจะมีส่วนมาจากการเร่งเบิกจ่ายงบประมาณลงทุนของรัฐบาลที่ 3 หมื่นล้านบาท/เดือนในเดือน มี.ค.-เม.ย. 2558 (เทียบกับ 1.6 หมื่นล้านบาท/เดือนในเดือน มี.ค. 2557-ก.พ. 2558) ปริมาณขายกระเบื้องเซรามิกยังไม่ฟื้นตัว โดยปรับตัวลดลงอีก 3% YoY ในเดือน เม.ย. ด้วยต้นทุนการผลิตที่ลดลงเพราะราคาน้ำมันและถ่านหินลดลง 47% และ 17% YoY ตามลำดับในช่วง 5 เดือนแรกปี 58 อัตราค่าไฟฟ้าในไตรมาส 2/58 น่าจะเพิ่มขึ้น YoY ในส่วนของบริษัทขนาดใหญ่ที่ทำหลายธุรกิจ ตั้งแต่ต้นไตรมาส 2/58 ถึงปัจจุบัน SCC จะได้รับประโยชน์จากส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ปิโตรเคมีที่กว้างขึ้นอย่างต่อเนื่อง โดยเกิดจากส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ PE/PP-แนฟทาที่ดีขึ้นที่ 790-818 ดอลลาร์สหรัฐ/ตัน +25% YoY และ +20% QoQ มากเกินพอชดเชยส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ PVC-เอทิลีน/EDC ที่ลดลงสู่ 290 ดอลลาร์สหรัฐ/ตัน -6% YoY และ -17% QoQ TPIPL จะได้รับผลกระทบจากส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ LDPE-เอทิลีนที่แคบลงสู่ 24 ดอลลาร์สหรัฐ/ตัน -80% YoY และ QoQ

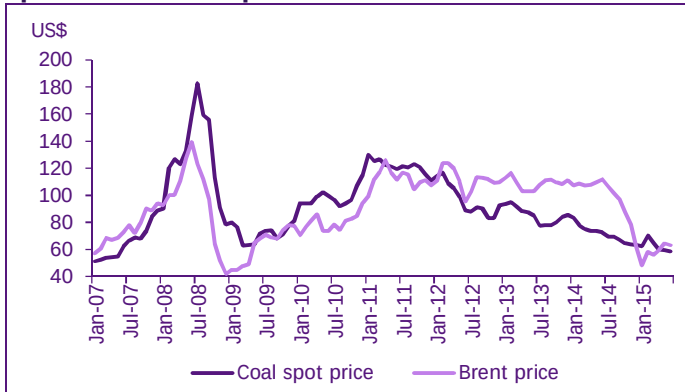
ปี 2558: การเร่งเบิกจ่ายงบประมาณจะช่วยกระตุ้นอุปสงค์ รัฐบาลเบิกจ่ายงบประมาณไปแล้วจำนวน 1.65 แสนล้านบาท หรือ 39% ของงบประมาณลงทุนทั้งหมด ซึ่งหมายความว่ารัฐบาลจะต้องเร่งใช้จ่ายเพิ่มตั้งแต่เดือน มิ.ย. จนถึง ก.ย. เพื่อให้การเบิกจ่ายงบประมาณเป็นไปตามเป้าที่วางไว้ที่กว่า 80% ในปีงบประมาณ 2558 การลงทุนภาครัฐเพิ่มมากขึ้นจะช่วยกระตุ้นอุปสงค์ปูนซีเมนต์และวัสดุก่อสร้างอื่นๆ จากภาครัฐและภาคเอกชน SCB EIC คาดว่าการลงทุนภาครัฐจะเติบโต +8.4% YoY (จาก -6.1% ในปี 2557) และการลงทุนภาคเอกชนจะเติบโต +2.5% (จาก -1.9% ในปี 2557) ด้วยการคาดการณ์ว่าเราจะเห็นการฟื้นตัวชัดเจนมากขึ้นในช่วงครึ่งหลังปี 58 เราจึงคงประมาณการของเราไว้ว่าในปี 2558 ปริมาณขายปูนซีเมนต์จะเติบโต 3% (จาก -0.4% ในปี 2557) และปริมาณขายกระเบื้องเซรามิกจะเติบโต 3% (จาก -3% ในปี 2557) ราคาน้ำมันน่าจะอยู่ในระดับต่ำตลอดปี 2558 และจะช่วยหนุนให้อัตรากำไรของกลุ่มวัสดุก่อสร้างอยู่ในระดับที่แข็งแกร่ง

Top picks: SCC เราชอบ SCC เพราะ: 1) SCC เป็นบริษัทเพียงแห่งเดียวในกลุ่มวัสดุก่อสร้างที่เราคาดว่าจะรายงานกำไรไตรมาส 2/58 เพิ่มขึ้นทั้ง YoY และ QoQ โดยได้รับแรงหนุนจากส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ปิโตรเคมีที่กว้างขึ้นและแนวโน้มที่มีกำไรจากสินค้าคงคลัง รวมถึงเงินปันผลรับตามฤดูกาลจาก Toyota (Thailand); 2) ประโยชน์จากราคาน้ำมันต่ำต่อส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ปิโตรเคมีและประสิทธิภาพโรงแครกกเกอร์ ในฐานะที่ SCC เป็นผู้ผลิตที่ใช้แนฟทาเป็นวัตถุดิบ รวมถึงต้นทุนน้ำมันและต้นทุนขนส่งที่ลดลงสำหรับธุรกิจที่ไม่ใช่ปิโตรเคมี; และ 3) กำไรปกติในระยะ 3 ปีข้างหน้าจะเติบโตอย่างแข็งแกร่งเฉลี่ย 16% ต่อปี โดยเกิดจากส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ปิโตรเคมีที่กว้างขึ้นเพราะภาวะอุปสงค์/อุปทานดี ปริมาณขายผลิตภัณฑ์ที่ไม่ใช่ปิโตรเคมีที่เพิ่มขึ้น และการเติบโตจากการลงทุนใหม่ในอาเซียน

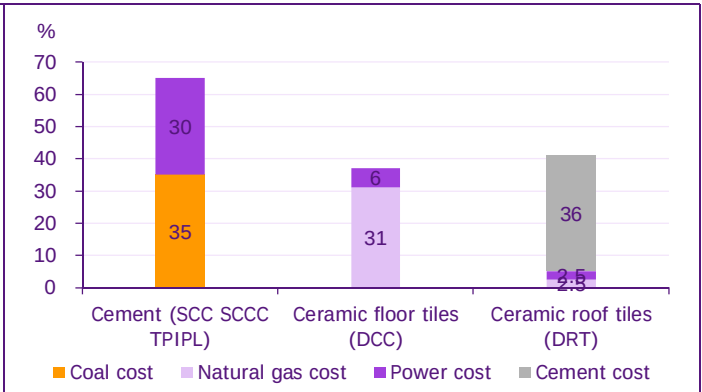
Valuation summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					14A	15F	16F	14A	15F	16F	14A	15F	16F	14A	15F	16F	14A	15F	16F	14A	15F	16F
DCC	Buy	3.78	4.3	16.5	20.1	16.9	15.1	(6)	19	12	9.1	7.0	6.3	45	47	44	5.0	4.0	6.6	13.9	11.4	10.0
DRT	Sell	4.96	5.0	6.2	18.0	16.2	14.9	(36)	11	9	2.3	2.3	2.3	13	14	16	5.4	5.4	5.9	8.7	7.9	7.4
SCC	Buy	522.00	600.0	17.9	18.6	15.7	13.6	(2)	18	16	3.0	2.7	2.4	17	18	19	2.4	3.0	3.3	11.8	9.9	8.8
SCCC	Buy	382.00	500.0	35.5	17.4	14.9	13.0	3	17	14	4.2	3.8	3.4	25	27	27	3.9	4.6	5.2	12.2	10.5	8.9
TPIPL	Sell	2.98	2.3	(22.4)	106.9	53.6	44.8	(45)	100	20	1.0	1.0	1.0	1	2	2	0.3	0.4	0.3	27.1	18.9	15.3
Average					36.2	23.5	20.3	(17)	33	14	3.9	3.4	3.1	20	22	22	3.4	3.5	4.3	14.7	11.7	10.1

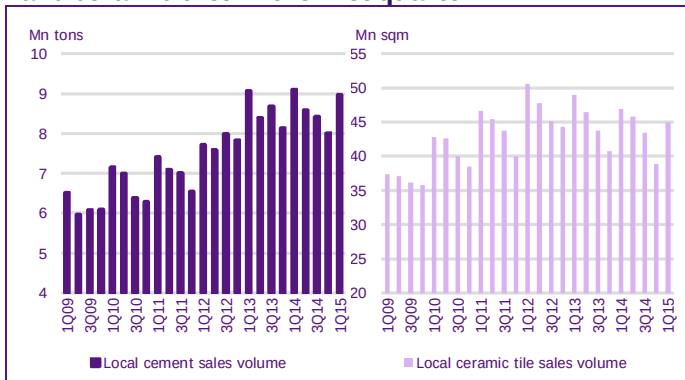
Source: SCBS Investment Research

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

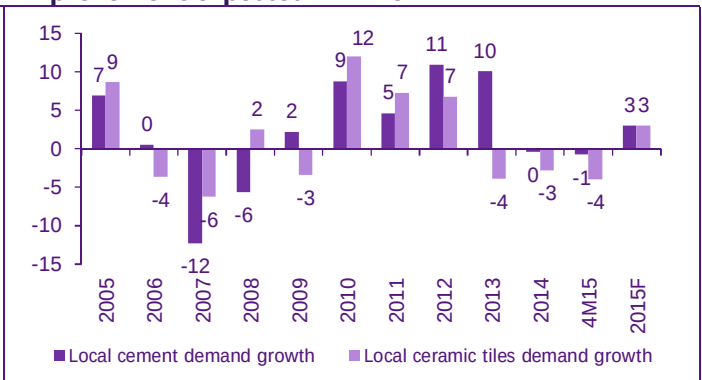
Source: Barlow Jucker, Bloomberg, and SCBS Investment Research

Figure 2: Production cost breakdown

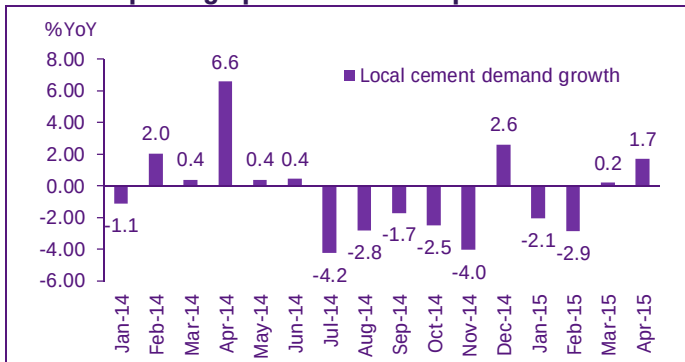
Source: SCBS Investment Research

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

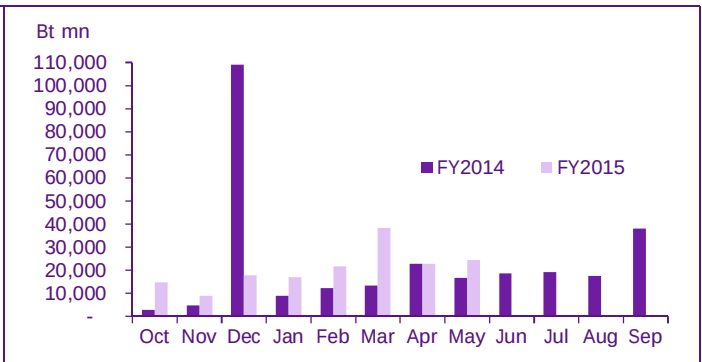
Source: OIE, BOT and SCBS Investment Research

Figure 4: Demand still dropped in 4M15, but clearer improvement expected in 2H15

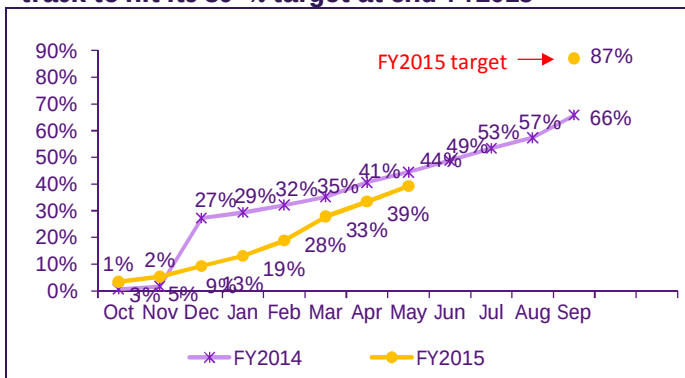
Source: OIE, BOT and SCBS Investment Research

Figure 5: Recent monthly data shows local cement demand picking up in March and April

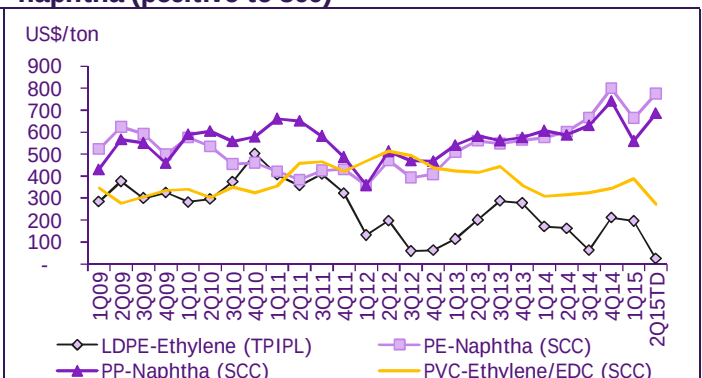
Source: BOT and SCBS Investment Research

Figure 6: Monthly gov't budget disbursement sped up since March 2015

Source: FPO and SCBS Investment Research

Figure 7: Gov't budget disbursement is picking up, on track to hit its 80+% target at end-FY2015

Source: FPO and SCBS Investment Research

Figure 8: Petrochemical spreads widened for PE/PP-naphtha (positive to SCC)

Source: Platts and SCBS Investment Research

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

ต้นทุนทางการเงินและอัตราส่วนค่าเผื่อหนี้สงสัยจะสูญต่อสินเชื่อบริษัทรวมปรับตัวลดลง

- ถ้าใครที่มีแนวโน้มฟื้นตัวดีขึ้นในปีใหม่ของ AEONTS และ KTC จะได้รับปัจจัยหนุนจากสินเชื่อที่เติบโตเพิ่มขึ้น ต้นทุนทางการเงินที่ลดลง และการตั้งสำรองลดลง
- AEONTS น่าจะรายงานกำไรไตรมาส 1 ปีบัญชี 58 ฟื้นตัวดีขึ้นเล็กน้อย QoQ เพราะตั้งสำรองลดลง
- KTC น่าจะรายงานกำไรไตรมาส 2/58 ลดลง QoQ หลังจากลดค่าธรรมเนียมติดตามหนี้
- ชอบ AEONTS มากกว่า KTC เพราะ valuation ถูกกว่าและมีโอกาสเติบโตสูงกว่า

รายได้มีแนวโน้มเติบโตสูงขึ้น เราคาดว่าสินเชื่อทั้งของ AEONTS และ KTC จะเติบโตสูงขึ้นจาก 7% ในปี 2557 สู่ 10% ในปี 2558 โดยได้รับปัจจัยหนุนจากการใช้จ่ายอุปโภคบริโภคเพิ่มขึ้นและการทำการตลาดเชิงรุกมากขึ้น สินเชื่อที่เติบโตเพิ่มขึ้นของ AEONTS ยังจะได้รับแรงหนุนจากสัดส่วนการปล่อยสินเชื่อที่เพิ่มขึ้นมากจากบริษัทย่อยในกลุ่มประเทศ CLMV ด้วย ขณะที่สินเชื่อที่เติบโตเพิ่มขึ้นของ KTC น่าจะได้รับแรงหนุนจากการทำการตลาดเชิงรุกมากขึ้นทั้งในส่วนของการสินเชื่อบัตรเครดิตและสินเชื่อส่วนบุคคล KTC พบว่ายอดขายใช้จ่ายผ่านบัตรเครดิตในไตรมาส 1/58 ปรับตัวเพิ่มขึ้น 11% YoY สูงกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่มที่ 8% อย่างมาก การใช้จ่ายยังคงเติบโตต่อเนื่องในเดือน เม.ย.-พ.ค. โดยได้รับแรงหนุนจากการทำการตลาดเชิงรุกซึ่งตั้งเป้าไปที่การใช้จ่ายท่องเที่ยวและรับประทานอาหาร บริษัทตั้งเป้าหมายยอดขายใช้จ่ายผ่านบัตรเครดิตเติบโต 15% ในปีนี้ โดยจะกระตุ้นการใช้จ่ายผ่านการทำกิจกรรมการตลาดเพิ่มมากขึ้นและการรีแบรนด์บัตรเครดิตในช่วงครึ่งหลังปี 58 นอกจากนี้บริษัทก็วางแผนขยายฐานลูกค้าใน 14 จังหวัดที่สำคัญด้วย

ได้ประโยชน์จากอัตราดอกเบี้ยที่ลดลง ทั้ง KTC และ AEONTS ได้ประโยชน์จากอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่ปรับลดลง 0.25% และอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ที่ปรับลดลง 0.10-0.13% ในไตรมาส 2/58 ผ่านทางต้นทุนทางการเงินที่ลดลง เงินกู้ยืมระยะสั้นซึ่งได้รับประโยชน์ทันทีจากการลดอัตราดอกเบี้ย คิดเป็นสัดส่วน 30% ของเงินกู้ยืมทั้งหมดของ AEONTS และ 20% ของเงินกู้ยืมทั้งหมดของ KTC โดย KTC ตั้งเป้าเพิ่มสัดส่วนเงินกู้ยืมระยะสั้นจาก 20% สู่ 30% เพื่อให้ได้รับประโยชน์จากอัตราดอกเบี้ยระดับต่ำ

อัตราส่วนค่าเผื่อหนี้สงสัยจะสูญต่อสินเชื่อบริษัทรวมลดลงอย่างต่อเนื่อง ทั้ง AEONTS และ KTC คาดว่าจะตั้งสำรองลดลงอย่างต่อเนื่องในปี 2558 หลังจากตั้งสำรองพิเศษไปแล้วก่อนหน้านี้ เนื่องจากทั้งสองบริษัทสามารถควบคุม NPL ให้อยู่ในระดับที่สามารถจัดการได้ AEONTS ตั้งสำรองพิเศษจำนวน 400 ล้านบาทในปีบัญชี 2557 เพื่อสนับสนุนการนำเอามาตรฐานการตั้งสำรองที่เข้มงวดมากขึ้นภายใต้วิธีกันสำรองแบบรายกลุ่มสินเชื่อ (collective approach) มาใช้ และวางแผนตั้งสำรองลดลงจาก 5 พันล้านบาทในปีบัญชี 2557 สู่ ~4.7 พันล้านบาท (SCBS คาดการณ์ที่ 4.8 พันล้านบาท) ในปีบัญชี 2558 ซึ่งจะส่งผลให้อัตราส่วนค่าเผื่อหนี้สงสัยจะสูญต่อสินเชื่อบริษัทรวมปรับลดลงจาก 8.5% ในปีบัญชี 2557 สู่ 7.5% ในปีบัญชี 2558 เนื่องจาก LLR coverage เพิ่มขึ้นจาก 292% ณ สิ้นปี 2556 สู่ 364% ณ สิ้นปี 2557 เราจึงคาดว่าอัตราส่วนค่าเผื่อหนี้สงสัยจะสูญต่อสินเชื่อบริษัทรวมของ KTC จะลดลงจาก 9.1% ในปี 2557 สู่ 8.1% ในปี 2558

คาดการณ์ผลการดำเนินงานไตรมาส 1/58 เราคาดว่ากำไรสุทธิของ AEONTS จะฟื้นตัวดีขึ้นเล็กน้อยที่ 4% YoY และ 3% QoQ สู่ 609 ล้านบาทในไตรมาส 1 ปีบัญชี 58 (21 ก.พ.-20 พ.ค.) แม้ปริมาณธุรกิจอยู่ในระดับทรงตัว QoQ แต่การตั้งสำรองลดลงจะช่วยหนุนให้กำไรไตรมาส 1 ปีบัญชี 58 ฟื้นตัว QoQ

KTC ได้รับผลกระทบจากการลดค่าธรรมเนียมติดตามหนี้ในไตรมาส 2/58 เราคาดว่า KTC จะรายงานกำไรไตรมาส 2/58 ลดลง QoQ โดยมีสาเหตุมาจากการลดค่าธรรมเนียมติดตามหนี้ ทั้งนี้หลังจากที่แจ้งบริษัทติดตามหนี้ในเดือน พ.ค. KTC ก็ลดค่าธรรมเนียมติดตามหนี้ลงจาก 250 บาท/รายการ สู่ 180 บาท/รายการ ส่งผลทำให้รายได้จากการติดตามหนี้ปรับลดลง ~20 ล้านบาท/เดือน

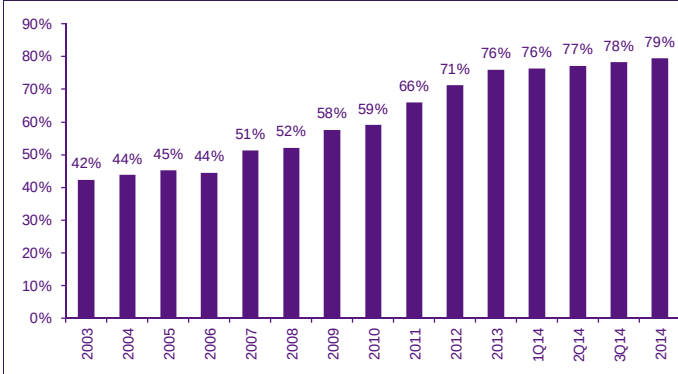
ชอบ AEONTS มากกว่า KTC เราชอบ AEONTS มากกว่า KTC เพราะ AEONTS มี valuation ถูกกว่า และมีโอกาสเติบโตในระยะยาวมากกว่า KTC โดยได้รับปัจจัยหนุนจากบริษัทย่อยในกลุ่มประเทศ CLMV ในขณะที่ KTC ยังคงมีลูกค้าเป้าหมายเป็นกลุ่มผู้มีรายได้ปานกลางถึงสูงซึ่งเป็นตลาดที่ถึงจุดอิ่มตัวแล้ว โดยเฉพาะตลาดบัตรเครดิตซึ่งมีการแข่งขันสูงจากธนาคารพาณิชย์

Valuation Summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)		
					14A	15F	16F	14A	15F	16F	14A	15F	16F	14A	15F	16F	14A	15F	16F
AEONTS	Buy	94.75	130.0	41.2	9.8	8.7	7.5	(3)	12	17	2.3	1.9	1.6	25	24	24	3.7	4.0	4.7
KTC	Neutral	92.50	88.0	(1.4)	13.6	11.5	10.4	37	18	11	3.2	2.7	2.3	26	26	24	3.0	3.5	3.9
Average					11.7	10.1	8.9	17	15	14	2.7	2.3	2.0	25	25	24	3.3	3.7	4.3

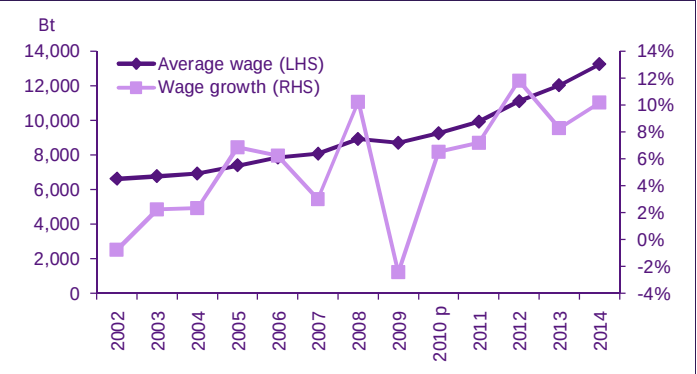
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: Household debt as a percentage of GDP



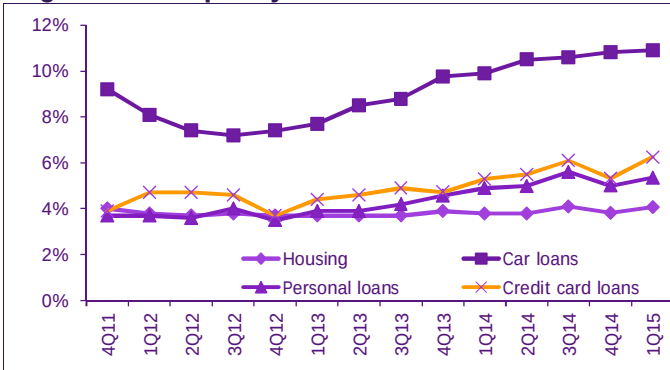
Source: NESDB, BoT and SCBS Investment Research

Figure 2: Average wages



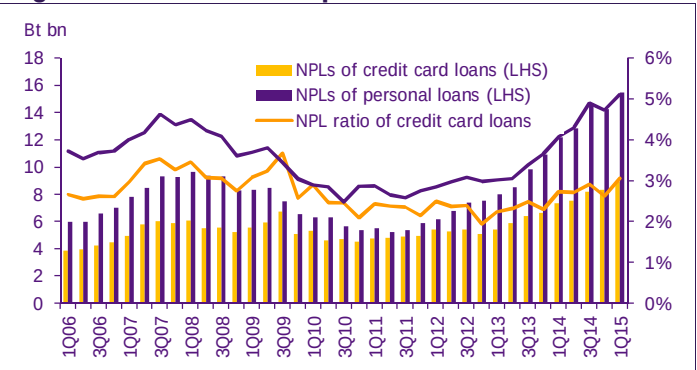
Source: BoT and SCBS Investment Research

Figure 3: Delinquency rates



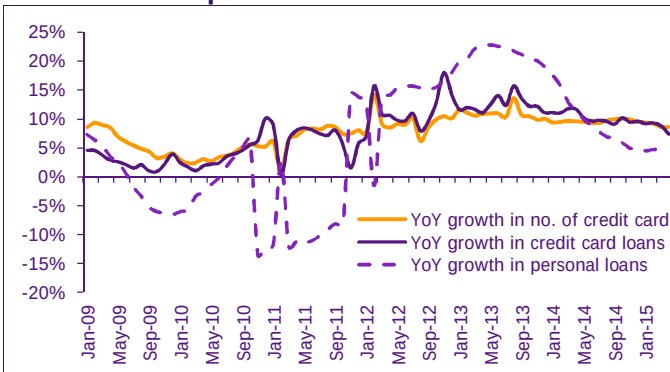
Source: BoT and SCBS Investment Research

Figure 4: Credit card and personal loan NPLs



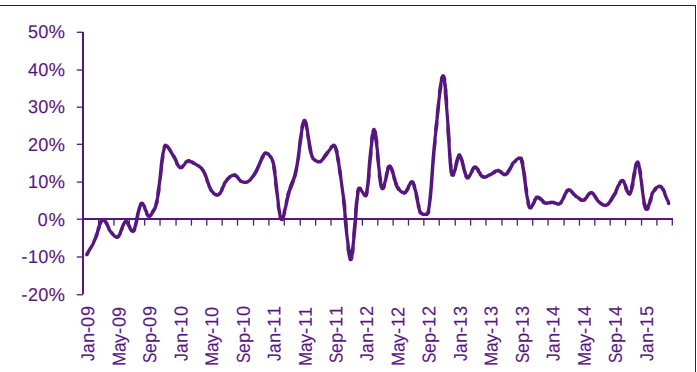
Source: BoT and SCBS Investment Research

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



Source: BoT and SCBS Investment Research

Figure 6: YoY growth in monthly credit card spending



Source: Banks and SCBS Investment Research

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

มีความกังวลระยะสั้นเกี่ยวกับมาตรการของรัฐบาลและเบอร์ส

- 2 ปัจจัยลบ: มาตรการรัฐบาลในการกำกับดูแลราคา และความกังวลโรคเมอร์ส
- เราคาดว่าปัจจัยลบเหล่านี้จะส่งผลทำให้กลุ่มการแพทย์ชะลอการปรับตัวขึ้น หลังจากปรับตัวขึ้นแรงถึง +48% ในปี 2557 และ +13% YTD อย่างไรก็ตาม เรายังคงมุมมองเชิงบวกในระยะยาวต่อกลุ่มการแพทย์ จากความต้องการใช้บริการทางการแพทย์มีมากขึ้น
- Top pick ของเรา คือ BDMS ซึ่งกำไรมีแนวโน้มเติบโตสดใสและมีโอกาสเติบโตจาก AEC

มาตรการของรัฐบาลมุ่งเน้นความโปร่งใส หลังจากได้รับการร้องเรียนจากเครือข่ายผู้เสียหายทางการแพทย์ในเดือน พ.ค. เมื่อวันที่ 9 มิ.ย. คณะกรรมการของรัฐบาลได้มีมติเห็นชอบมาตรการที่เพิ่มความโปร่งใสและช่วยเหลือผู้ป่วยในการบริหารจัดการค่ารักษาพยาบาลในโรงพยาบาลเอกชน โดยคาดว่าจะประกาศใช้มาตรการเหล่านี้ได้ในอีกไม่กี่เดือนข้างหน้า มาตรการสำคัญจะเกี่ยวข้องกับราคายา มีดังนี้:

- 1) โรงพยาบาลเอกชนต้องคิดราคายาไม่เกินราคาป้ายฉลาก (ราคายาจะถูกควบคุมโดยกระทรวงพาณิชย์) และต้องเปิดเผยส่วนที่คิดเพิ่มจากราคาที่เกิดขึ้นจากค่าใช้จ่ายอื่นๆ เช่น ค่าขนส่ง ค่าเก็บรักษา และค่าเภสัชกร
- 2) ผู้ป่วยสามารถให้แพทย์ออกใบสั่งยามาซื้อที่ร้านขายยาข้างนอกได้ ซึ่งโรงพยาบาลเอกชนส่วนใหญ่ดำเนินการตามมาตรการนี้อยู่แล้ว

กลุ่มระดับกลางถึงล่างมีผลกระทบมากกว่า การคำนวณของเราพบว่ายาคิดเป็นสัดส่วน 20-25% ของรายได้โรงพยาบาลเอกชน และหากคิดถึงสัดส่วนของกำไรสุทธิจะสูงกว่า เนื่องจากยาเมื่อตราค่าที่สูงกว่า แม้ว่าโดยปกติแล้วผู้ป่วยสามารถขอใบสั่งยาได้ แต่เราเห็นว่า การเปิดเผยส่วนที่คิดเพิ่มจากราคาอาจส่งผลทำให้มีจำนวนผู้ป่วยขอใบสั่งยาไปซื้อข้างนอกเพิ่มมากขึ้น โดยเฉพาะในกลุ่มโรงพยาบาลที่ให้บริการผู้ป่วยระดับกลางถึงล่างที่มีความอ่อนไหวต่อราคามากกว่า เช่น BCH (96%) และ BDMS (50%) ขณะที่ผลกระทบต่อ BH น่าจะมีน้อยกว่า เนื่องจากโรงพยาบาลให้บริการระดับบนและผู้ป่วยต่างชาติเป็นส่วนใหญ่ เมื่อใช้สมมติฐานว่าผู้ป่วยขอใบสั่งยาเพื่อไปซื้อข้างนอกคิดเป็นสัดส่วน 10-30% ของรายได้ค่ายาแล้ว เราคาดว่าจะส่งผลกระทบต่อกำไรของ BCH ในระดับ 4-11%, BDMS ในระดับ 3-8%, และ BH ในระดับ 2-7%

เมอร์สอาจส่งผลกระทบต่อค่าบริการผู้ป่วยต่างชาติ จากการพบผู้ป่วยติดเชื้อไวรัสโคโรนาสายพันธุ์กลุ่มอาการโรคทางเดินหายใจตะวันออกกลาง (เมอร์ส) รายแรกในประเทศไทยเมื่อวันที่ 18 มิ.ย. อาจส่งผลกระทบต่อการท่องเที่ยวของไทย ในแง่ของนักท่องเที่ยวที่อาจยกเลิกการเดินทางและส่งผลต่อเนื้อทำให้ผู้ป่วยที่บินมารักษาในไทยปรับตัวลดลง จากประเด็นนี้ เราเห็นว่า BH มีความเสี่ยงที่จะได้รับผลกระทบมากที่สุด เนื่องจากรายได้ ~60% ของทั้งหมดมาจากผู้ป่วยต่างชาติ (~20% มาจากผู้ป่วยตะวันออกกลาง) ตามมาด้วย BDMS ที่ ~30% และ BCH ซึ่งมีรายได้จากผู้ป่วยต่างชาติน้อยมาก

ปัจจัยลบจะส่งผลทำให้กลุ่มการแพทย์ชะลอการปรับตัวขึ้น BDMS เป็น top pick ของเรา เราเห็นว่า ปัจจัยลบสองอย่างข้างต้นจะส่งผลทำให้กลุ่มการแพทย์ชะลอการปรับตัวขึ้นในระยะสั้น หลังจากปรับตัวขึ้นแรงถึง +48% ในปี 2557 (เทียบกับ SET ที่ +15%) และ +13% YTD (เทียบกับ SET ที่ทรงตัว) แม้ว่าจะมีปัจจัยลบในระยะสั้น แต่เรายังคงมุมมองเชิงบวกต่อกลุ่มการแพทย์ในระยะยาว จากการที่ความต้องการใช้บริการทางการแพทย์จะเติบโตอย่างต่อเนื่อง เนื่องจากผู้สูงอายุมีจำนวนเพิ่มขึ้น และมีความจำเป็นในการรักษาพยาบาลที่มีความซับซ้อนเพิ่มมากขึ้น เราชอบ BDMS มากที่สุด จากกำไรที่มีแนวโน้มเติบโตอย่างสดใสโดยได้รับแรงหนุนจากเครือข่ายโรงพยาบาลขนาดใหญ่และโอกาสเติบโตจาก AEC จากการที่มีโรงพยาบาลในพื้นที่ยุทธศาสตร์ เช่น เชียงใหม่ อุตรดิตถ์ และประเทศกัมพูชา

Valuation Summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					14A	15F	16F	14A	15F	16F	14A	15F	16F	14A	15F	16F	14A	15F	16F	14A	15F	16F
BDMS	Buy	19.10	24.0	27.2	41.6	33.1	27.8	16	26	19	6.0	5.7	5.1	16	18	19	1.2	1.5	1.8	25.4	21.2	18.0
BCH	Buy	6.55	8.0	23.6	31.3	35.2	28.3	(11)	(11)	25	3.5	3.4	3.2	11	10	12	1.1	1.4	1.8	14.0	14.8	12.5
BH	Sell	179.50	160.0	(9.5)	48.7	37.3	32.9	9	31	13	13.8	12.2	10.5	26	29	29	1.1	1.3	1.5	28.1	22.6	20.6
Average					40.5	35.2	29.7	5	15	19	7.8	7.1	6.3	18	19	20	1.1	1.4	1.7	22.5	19.5	17.0

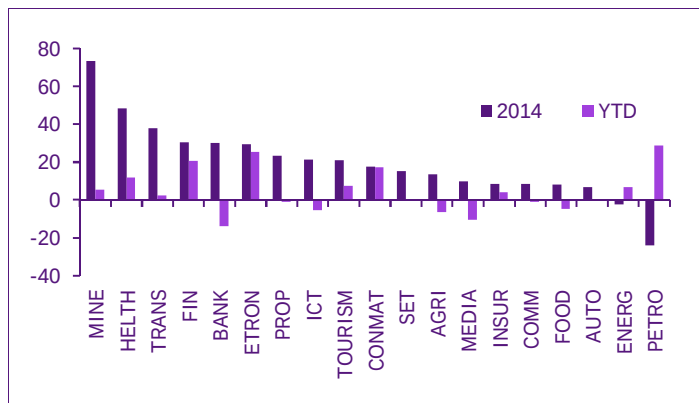
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: 1Q15 earnings review

	Core earnings (Bt mn)					Growth		Core earnings (Bt mn)			% YoY Growth		
	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	% YoY	% QoQ	2014	2015F	2016F	2014	2015F	2016F
BCH	139	110	128	144	95	(31.9)	(34.1)	522	464	577	(10.8)	(11.2)	24.5
BGH	2,075	1,501	1,839	1,693	2,289	10.3	35.2	7,109	8,948	10,642	16.3	25.9	18.9
BH	630	621	760	674	962	52.8	42.8	2,684	3,503	3,969	8.8	30.5	13.3
Sector	2,844	2,232	2,727	2,511	3,346	17.6	33.2	10,314	12,914	15,189	12.5	25.2	17.6

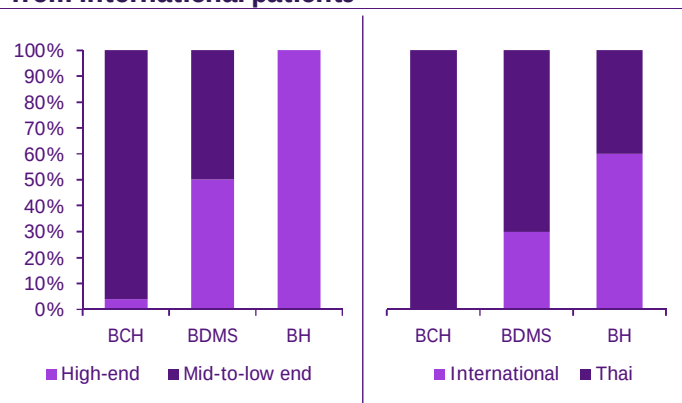
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 2: Sector performance



Source: SET and SCBS Investment Research

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



Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 4: Assessment of earnings impact on more drug prescribing – BCH to feel the larger impact

	Increase of drug prescription		
	10%	20%	30%
BCH			
Impact to 2016 revenues	-1.5%	-2.9%	-4.4%
Impact to 2016 earnings	-3.7%	-7.5%	-11.2%
BDMS			
Impact to 2016 revenues	-1.2%	-2.5%	-3.7%
Impact to 2016 earnings	-2.6%	-5.1%	-7.7%
BH			
Impact to 2016 revenues	-1.6%	-3.2%	-4.7%
Impact to 2016 earnings	-2.4%	-4.7%	-7.1%

Source: SET and SCBS Investment Research

Figure 5: Regional peers comparison

Company name	Country	Mkt Cap US\$ mn.	PE (x)			EPS Growth (%)			CAGR 14-16F	PBV (x)			Div. Yield (%)			ROE (%)			EV/EBITDA (x)		
			15F	16F	17F	15F	16F	17F		15F	16F	17F	15F	16F	17F	15F	16F	17F	15F	16F	17F
Bangkok Chain Hospital *	Thailand	485	35.2	28.3	23.1	-11.2	24.5	22.5	5.2	3.4	3.2	3.0	1.4	1.8	2.2	9.8	11.6	13.4	14.8	12.5	10.6
Bangkok Dusit Medical*	Thailand	8,782	33.1	27.8	24.2	25.9	18.9	14.8	22.4	5.7	5.1	4.6	1.5	1.8	2.1	17.7	19.3	20.0	21.2	18.0	15.9
Bumrungrad Hospital*	Thailand	3,882	37.3	32.9	29.2	30.5	13.3	12.8	21.6	10.3	8.8	7.6	1.3	1.5	1.7	29.2	28.9	28.1	22.6	20.6	18.2
Chularat Hospital	Thailand	588	35.3	28.1	22.8	15.9	25.5	23.4	20.6	6.5	6.0	5.8	3.3	3.6	5.6	19.8	20.9	22.4	22.3	19.0	16.1
KPJ Healthcare Bhd	Malaysia	588	30.1	28.1	25.8	0.3	7.1	9.3	3.6	3.2	3.0	2.8	1.7	1.8	1.9	10.7	10.8	11.5	15.6	14.0	12.9
IHH Healthcare Bhd	Malaysia	102	49.6	41.4	34.7	26.6	19.7	19.3	23.1	2.4	2.3	2.2	0.5	0.6	0.7	4.8	5.5	6.2	23.5	20.4	18.0
Raffles Medical Group	Singapore	1,195	35.2	31.1	26.2	9.2	12.9	18.8	11.0	4.4	4.0	3.6	1.3	1.3	1.5	13.2	13.8	15.2	25.7	22.4	18.8
Apollo Hospitals Enterpris	India	12,749	44.1	35.4	30.3	17.3	24.5	17.0	20.9	5.3	4.7	4.3	0.5	0.6	0.8	12.0	13.9	15.0	22.3	18.5	16.0
Ramsay Health Care	Australia	1,988	27.3	24.0	21.8	21.1	13.7	10.0	17.3	6.5	5.8	5.2	1.9	2.2	2.5	23.5	23.9	24.4	12.8	11.5	10.6
Ryman Healthcare	New Zealand	2,843	26.5	22.8	19.4	-0.3	16.1	17.9	7.6	3.3	2.9	2.6	1.9	2.2	2.5	13.4	13.4	13.9	17.7	16.7	14.6
Average			35.4	30.0	25.7	13.5	17.6	16.6	15.3	5.1	4.6	4.2	1.5	1.7	2.1	15.4	16.2	17.0	19.8	17.4	15.2
Thailand			35.2	29.3	24.8	15.3	20.6	18.4	17.4	6.4	5.8	5.2	1.9	2.2	2.9	19.1	20.2	21.0	20.2	17.5	15.2
Average Regional excl. TH			35.5	30.5	26.4	12.4	15.7	15.4	13.9	4.2	3.8	3.4	1.3	1.5	1.6	12.9	13.6	14.4	19.6	17.2	15.1

Source: Bloomberg and SCBS Investment Research

*BCH, BDMS and BH are SCBS estimate

สิริภรณ์ ฤกษ์นิพัทธ์

นักวิเคราะห์การลงทุนวิจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1020

sirikarn.krisnipat@scb.co.th

การเข้าซื้อและควบรวมกิจการทำให้ภาพรวมอุตสาหกรรมเปลี่ยนไป

- การเข้าซื้อและควบรวมกิจการทำให้ภาพรวมกลุ่มนิคมอุตสาหกรรมเปลี่ยนไป โดยการเข้าซื้อและควบรวมกิจการของบริษัทพัฒนาที่ดินกับบริษัทพัฒนาโรงงานและคลังสินค้า ส่งผลให้ AMATA เปลี่ยนความสัมพันธ์กับ TICON กับ WHA เป็นคู่แข่ง และจะไม่ขายที่ดินให้แก่บริษัทเหล่านี้ ส่งผลทำให้ TICON อยู่ในสถานะที่เสียเปรียบ
- ไตรมาส 1/58: ผลประกอบการโดยรวมอ่อนแอ อุปสงค์ที่ดินและคลังสินค้าปรับตัวเพิ่มขึ้น แต่อุปสงค์โรงงานสำเร็จรูปปรับตัวลดลง
- Top pick: AMATA

ภาพรวมอุตสาหกรรมเปลี่ยนไป โดยปกติแล้วบริษัทพัฒนานิคมอุตสาหกรรมให้ความสำคัญกับตลาดขายที่ดินซึ่งมีขนาดใหญ่กว่า และปฏิบัติตามบริษัทที่ทำธุรกิจอย่างเดียวกันเป็นคู่แข่งโดยตรง ในขณะที่ปฏิบัติตามบริษัทพัฒนาโรงงานสำเร็จรูปและคลังสินค้าที่มีขนาดตลาดเล็กกว่าเป็นพันธมิตรทางธุรกิจ การที่ WHA เข้าซื้อหุ้น HEMRAJ และ ROJNA เข้าซื้อหุ้น TICON เมื่อไม่นานนี้ ส่งผลให้ความสัมพันธ์ระหว่างกันแน่นแฟ้นยิ่งขึ้นและทำให้ภาพรวมอุตสาหกรรมเปลี่ยนไป ปัจจุบัน AMATA มีบริษัทอมตะ ชัมมิท เรดดี บิลท์ จำกัด(ASRB, บริษัทพัฒนาโรงงานสำเร็จรูป) เป็นพันธมิตรทางธุรกิจเพียงรายเดียว ในขณะที่เปลี่ยนความสัมพันธ์กับ TICON และ WHA เป็นคู่แข่ง และจะไม่ขายที่ดินให้แก่ TICON หรือ WHA ภาพรวมอุตสาหกรรมที่เปลี่ยนไปทำให้ TICON ตกอยู่ในสถานะที่เสียเปรียบมากที่สุด เนื่องจากแหล่งที่ดินที่มีศักยภาพและ TICON สามารถซื้อได้มีน้อยลง AMATA จะเพิ่มยอดขายที่ดินให้ ASRB ทดแทนยอดขายให้ TICON

ยอดขายที่ดินพื้นตัวในไตรมาส 1/58 ยอดขายที่ดินทั้งหมดมีจำนวน 655 ไร่ในไตรมาส 1/58 +213% YoY จากฐานต่ำซึ่งมีสาเหตุมาจากการคาดการณ์ความไม่สงบทางการเมืองในปีก่อน และคิดเป็นสัดส่วน 50% ของยอดขายที่ดินปี 2557 ส่วนแบ่งตลาด: HEMRAJ 28%, AMATA 27%, NNCL 3%, และบริษัทอื่นๆ 42% สำหรับผลการดำเนินงาน ทั้ง AMATA และ HEMRAJ รายงานผลการดำเนินงานไตรมาส 1/58 ที่ลดลง YoY และ QoQ โดยมีสาเหตุมาจากการโอนกรรมสิทธิ์ลดลง

อุปสงค์โรงงานสำเร็จรูปและคลังสินค้ามีน้อยในไตรมาส 1/58 CBRE รายงานว่าอุปสงค์โรงงานสำเร็จรูปลดลง 5% YoY และทรงตัว QoQ ที่ 1.6 ล้านตร.ม. สวนทางกับอุปทานที่เติบโต 15% YoY และ 4% QoQ ส่งผลให้อัตราการเช่าพื้นที่ที่ปรับลดลงมาอยู่ที่ 64% ในไตรมาส 1/58 จาก 77% ในไตรมาส 1/57 และ 67% ในไตรมาส 4/57 ธุรกิจคลังสินค้าให้เชาดีกว่า เนื่องจากอุปสงค์และอุปทานใหม่เติบโตในระดับเดียวกัน อัตราการเช่าพื้นที่ไม่เปลี่ยนแปลง QoQ ที่ 75% ทั้ง TICON และ WHA รายงานกำไรไตรมาส 1/58 ที่อ่อนแอ YoY และ QoQ โดยเกิดจากการดอกเบี้ยสูงและไม่มีการขายสินทรัพย์

ปี 2558: อุปสงค์พื้นตัว เรายังคงประมาณการยอดขายที่ดินปี 2558 ไว้ที่ 3,300 ไร่ เพิ่มขึ้นเท่าตัว YoY โดยได้รับปัจจัยหนุนจากอุตสาหกรรมที่ไม่ใช่ยานยนต์ อุปสงค์โรงงานสำเร็จรูปและคลังสินค้าจะเติบโตปานกลางที่ 10% การอนุมัติส่งเสริมการลงทุนจากบีโอไอเพิ่มมากขึ้นในปีนี้จะช่วยสร้างอุปสงค์อสังหาริมทรัพย์ภาคอุตสาหกรรม (ที่ดินนิคมอุตสาหกรรมและโรงงานสำเร็จรูป) เรามองว่าการฟื้นตัวอย่างแท้จริงของการผลิตรถยนต์และโครงการผลิตรถอีโคคาร์เฟส 2 จะเป็นปัจจัยสำคัญที่ช่วยกระตุ้นยอดขายที่ดินนิคมอุตสาหกรรมและอุปสงค์โรงงานสำเร็จรูป อุตสาหกรรมที่เป็นผู้เช่าหลักในอดีต (อิเล็กทรอนิกส์และผลิตภัณฑ์เครื่องใช้ไฟฟ้า) อยู่ในช่วงซบเซา และส่งผลกระทบต่อแนวโน้มการเติบโตของอุปสงค์ อุปสงค์คลังสินค้าได้รับปัจจัยกระตุ้นจากการเติบโตของโมเดิร์นเทรดและสินค้าอุปโภคบริโภค เนื่องจากธุรกิจเหล่านี้เพิ่มประสิทธิภาพการดำเนินงาน (และกำไร) ผ่านระบบโลจิสติกส์ที่ดีขึ้น

ราคาขายและค่าเช่าไม่คาดว่าจะปรับขึ้น ด้วยแนวโน้มการเติบโตทางเศรษฐกิจและภาวะอุตสาหกรรมที่ไม่แน่นอน เราจึงไม่คาดว่าราคาขายที่ดินอุตสาหกรรมจะปรับขึ้นได้มากนัก และด้วยอัตราการเช่าพื้นที่ระดับต่ำ ค่าเช่าโรงงานสำเร็จรูปและคลังสินค้ามาตรฐานก็จะปรับขึ้นไม่ได้เช่นกัน อย่างไรก็ตาม ค่าเช่าคลังสินค้าที่สร้างตามความต้องการของลูกค้า (built-to-suit) สามารถปรับขึ้นได้ปกติตามสัญญา ซึ่งหมายความว่า WHA จะสามารถขึ้นค่าเช่าคลังสินค้าได้ไม่ว่าเศรษฐกิจจะอยู่ในสถานการณ์ใดก็ตาม แต่ TICON จะไม่สามารถขึ้นค่าเช่าได้

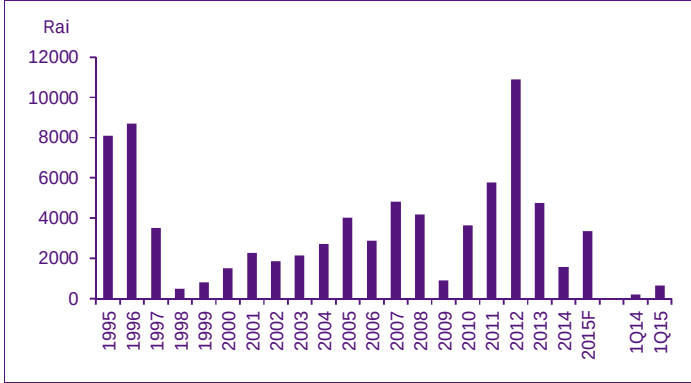
Top pick – AMATA เราเลือก AMATA จากประเด็นการฟื้นตัวและมีที่ดินอยู่จำนวนมาก (ประมาณ 10,000 ไร่) เราคาดว่ากำไร 796 ล้านบาทจากการขายโรงงานสำเร็จรูปในไตรมาส 2/58 จะเป็นปัจจัยกระตุ้นราคาหุ้นระยะสั้น ปัจจัยกระตุ้นราคาหุ้นระยะกลาง คือ แนวโน้มที่จะนำบริษัท Amata B. Grimm และ Amata VN เข้าจดทะเบียนใน SET และการขยายธุรกิจในเวียดนามและเมียนมาร์

Valuation summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					14A	15F	16F	14A	15F	16F	14A	15F	16F	14A	15F	16F	14A	15F	16F	14A	15F	16F
AMATA	Buy	15.80	21.0	37.1	7.6	26.8	11.2	47	(72)	139	1.4	1.2	1.1	20	5	10	5.2	4.2	3.5	6.5	13.7	8.1
HEMRAJ	Neutral	4.58	4.5	0.4	15.0	17.7	17.7	3	(15)	0	3.0	2.7	2.5	20	16	15	2.5	2.1	2.1	13.1	15.4	14.9
ROJNA	Neutral	7.50	7.2	(2.8)	20.4	31.5	31.5	n.m.	(35)	0	1.0	1.0	1.0	6	3	0	0.3	1.7	0.0	22.5	22.5	22.5
TICON	Neutral	14.90	17.0	18.4	19.5	16.8	15.5	(51)	16	8	1.3	1.4	1.3	8	8	9	3.4	4.3	4.6	18.1	17.3	16.0
WHA	Under review	4.02	Under review	-	39.6	n.a.	n.a.	(33)	n.a.	n.a.	8.6	n.a.	n.a.	23	n.a.	n.a.	0.0	n.a.	n.a.	25.5	n.a.	n.a.
Average					20.4	23.2	19.0	(9)	(27)	37	3.1	1.6	1.5	15	8	8	2.3	3.1	2.6	17.1	17.2	15.4

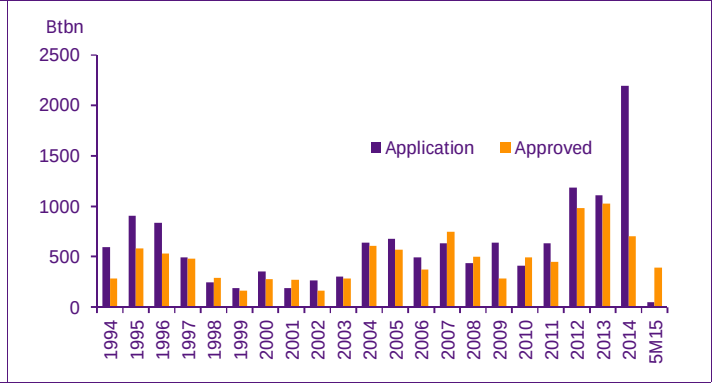
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: Land sales recovery in 2015



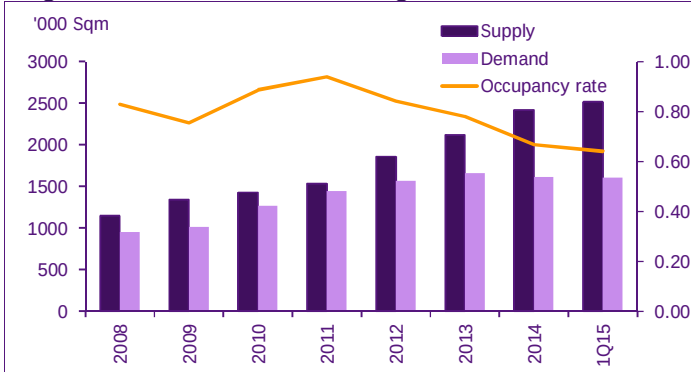
Source: CBRE, SCBS Investment Research

Figure 2: 2015: Bol approvals > Bol applications



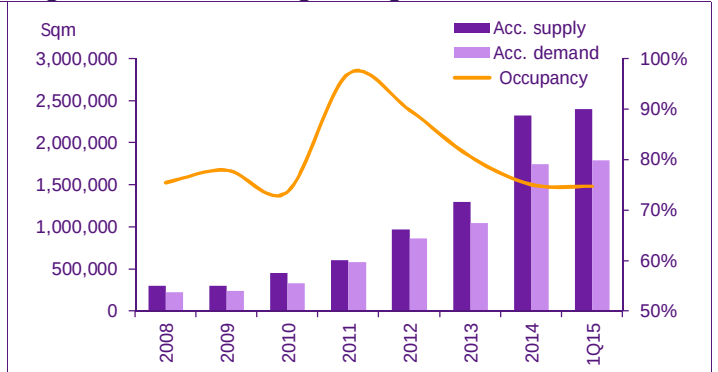
Source: Bol, CBRE

Figure 3: RBF demand declining



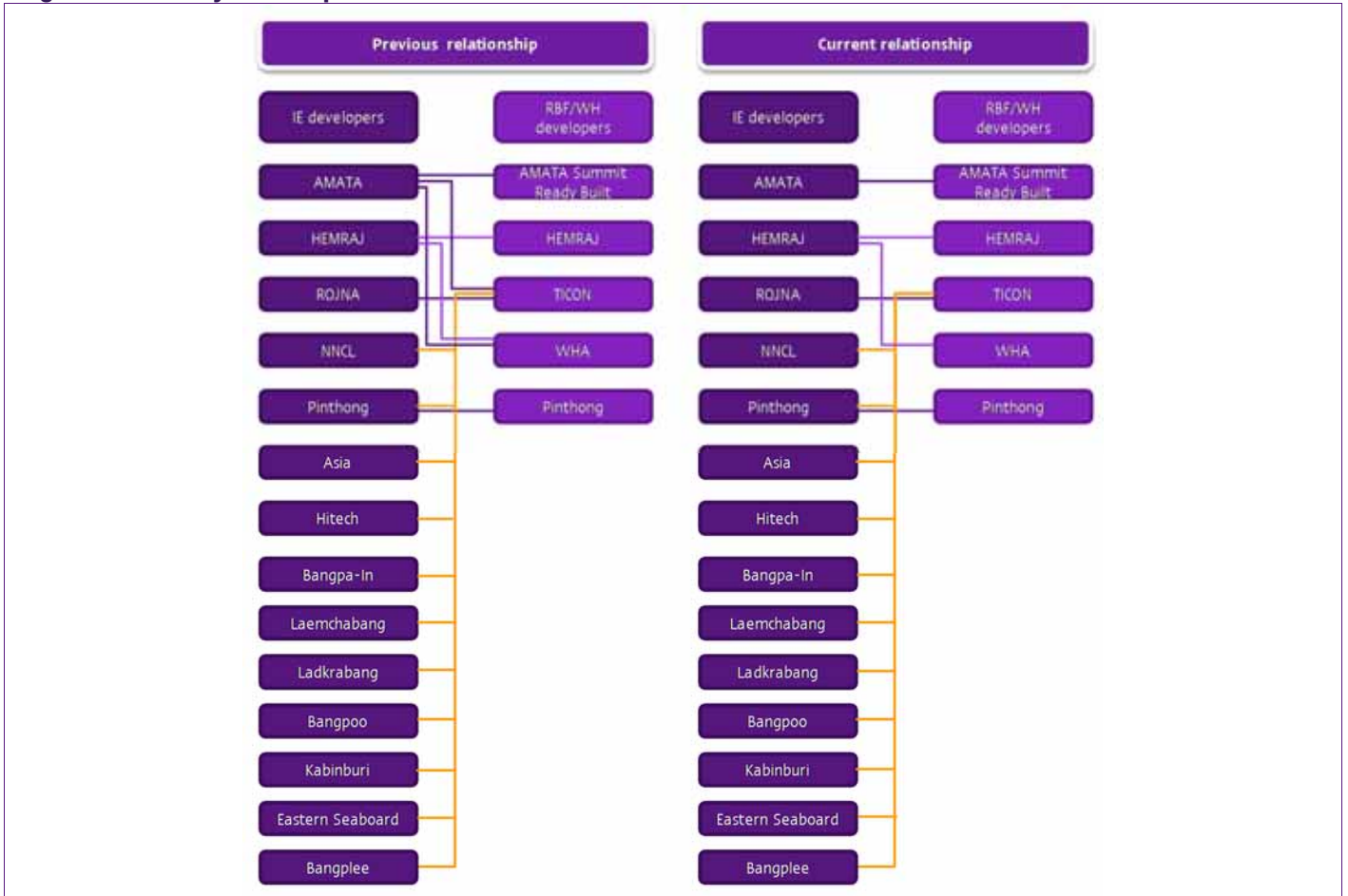
Source: CBRE

Figure 4: WH demand growing



Source: CBRE

Figure 5: Industry landscape



Source: SCBS Investment Research

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

แนะนำ switch ไปยัง THRE

- **THRE** น่าจะรายงานผลการดำเนินงานพื้นตัวในไตรมาส 2/58 และอาจจะได้รับการปรับอันดับความน่าเชื่อถือเพิ่มขึ้นสู่ “A” ในช่วงครึ่งหลังปี 58 ซึ่งจะเปิดโอกาสให้บริษัทกลับเข้าสู่ตลาดรับประกันภัยต่อในต่างประเทศได้อีกครั้ง
- **THREL** น่าจะสามารถรายงานเบี้ยประกันรับเติบโตในระดับที่ดีได้อย่างต่อเนื่อง และ combined ratio จะกลับคืนสู่ระดับปกติหลังจากปรับราคาทุนจากผลิตภัณฑ์ที่ไม่ประสบความสำเร็จในปี 2557
- **BLA** น่าจะรายงานเบี้ยประกันรับสุทธิหดตัวลงอย่างต่อเนื่องในไตรมาส 2/58 การปรับตัวเพิ่มขึ้นของผลตอบแทนพันธบัตรระยะยาวในเดือน มิ.ย. จะช่วยลดแรงกดดันในการตั้งสำรองเงินประกันชีวิตในไตรมาส 2/58
- **ชอบ THRE มากที่สุด** เพราะมีปัจจัยบวกกระตุ้นราคาหุ้นหลายอย่างรออยู่

THRE: ผลการดำเนินงานพื้นตัวต่อเนื่อง หากตัดกำไรพิเศษออกไป พบว่าผลการดำเนินงานของ THRE พื้นตัวกลับมามีกำไร 198 ล้านบาท (+2% YoY, +169% QoQ) ในไตรมาส 1/58 หลังจากเคลียร์ค่าสินไหมทดแทนน้ำท่วมเสร็จในปีที่ผ่านมา เราคาดว่ากำไรจากการดำเนินงานของ THRE (ไม่รวมกำไรจากเงินลงทุนพิเศษจาก THREL) จะพื้นตัวต่อเนื่องในไตรมาส 2/58 โดยได้รับปัจจัยหนุนจากเบี้ยประกันรับสุทธิสำหรับประกันวินาศภัยต่อที่เติบโต 10% YoY และ combined ratio ที่ 90% THRE ได้ว่าจ้างบริษัท A.M. Best Company (บริษัทจัดอันดับความน่าเชื่อถือในสหรัฐฯ ที่มุ่งเน้นไปที่อุตสาหกรรมประกัน) มาทบทวนอันดับความน่าเชื่อถือของบริษัทในไตรมาส 2/58 THRE สามารถเพิ่มอัตราส่วนเงินกองทุนต่อสินทรัพย์เสี่ยงสู่ระดับ 300% ด้วยการลดสัดส่วนการถือหุ้นใน THREL ลงสู่ 25% ซึ่งอาจทำให้บริษัทได้รับอันดับความน่าเชื่อถือ “A” กลับคืนมาในช่วงครึ่งหลังปี 58 และจะเปิดโอกาสให้บริษัทกลับเข้าสู่ตลาดรับประกันภัยต่อในต่างประเทศได้อีกครั้ง

THREL: เบี้ยประกันรับจะเติบโตต่อเนื่อง เราเชื่อว่าเบี้ยประกันรับสุทธิจะเติบโตอย่างต่อเนื่องที่ 18% YoY ในไตรมาส 2/58 บริษัทได้ลูกค้ารายใหม่สำหรับผลิตภัณฑ์ non-conventional ที่ขายผ่านช่องทาง direct TV ในเดือน พ.ค. และคาดว่าจะมีโมเมนตัมดีขึ้นในไตรมาส 3/58 เราคาดว่า combined ratio ของ THREL จะปรับตัวลดลงจาก 79% ในปี 2557 สู่ 74% ในปี 2558 (เทียบกับ 69% ในไตรมาส 1/58) หลักๆ เป็นเพราะไม่มีขาดทุนจากผลิตภัณฑ์ direct TV เกิดขึ้นอีก

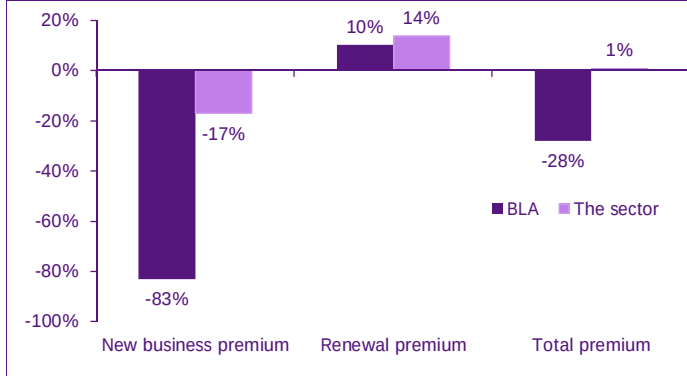
BLA: เบี้ยประกันรับหดตัวและตั้งสำรองน้อยลง สำหรับไตรมาส 2/58 เราคาดว่า BLA จะรายงานเบี้ยประกันรับสุทธิลดลง YoY อย่างต่อเนื่อง สอดคล้องกับเป้าหมายที่บริษัทวางไว้ในปี 2558 ว่าเบี้ยประกันรับทั้งหมดจะลดลง 7% (เทียบกับ +32% ในปี 2557) และเบี้ยประกันรับรายใหม่จะลดลง 11% (เทียบกับ +81% ในปี 2557) สมาคมประกันชีวิตไทยรายงานเบี้ยประกันรับของธุรกิจประกันชีวิตในเดือน เม.ย. ซึ่งแสดงให้เห็นว่าเบี้ยประกันรับของ BLA ยังคงลดลงอย่างต่อเนื่อง ทั้งเบี้ยประกันรับรายใหม่ (-39% YoY, -12% MoM) และเบี้ยประกันรับทั้งหมด (-65% YoY, -19% MoM) เบี้ยประกันรับรายใหม่ในช่วง 4 เดือนแรกปี 58 ของบริษัทหดตัวลง 83% YoY สู่ 2.62 พันล้านบาท คิดเป็นสัดส่วนเพียง 15% ของประมาณการทั้งปีของเรา (-11%) ในขณะที่เบี้ยประกันรับทั้งหมดในช่วง 4 เดือนแรกปี 58 ลดลง 28% YoY สู่ 2.15 หมื่นล้านบาท คิดเป็นสัดส่วน 45% ของประมาณการทั้งปีของเรา (-7%) BLA วางแผนชะลอการออกผลิตภัณฑ์ออมทรัพย์ระยะสั้น (โดยเฉพาะแบบชำระเบี้ยครั้งเดียว) และเร่งออกผลิตภัณฑ์ออมทรัพย์ระยะยาวและผลิตภัณฑ์คุ้มครองชีวิตเพื่อเพิ่มอัตรากำไรจากการรับประกัน การปรับตัวเพิ่มขึ้นของผลตอบแทนพันธบัตรระยะยาวในเดือน มิ.ย. จะช่วยลดแรงกดดันในการตั้งสำรองเงินประกันชีวิตในไตรมาส 2/58

ชอบ THRE มากกว่าหุ้นประกันชีวิตอีก 2 ตัว เราชอบ THRE มากกว่าบริษัทประกันอีก 2 แห่ง เพราะ: 1) ผลการดำเนินงานจะพื้นตัวดีขึ้นหลังจากเคลียร์ค่าสินไหมทดแทนน้ำท่วมหมดและความกังวลเกี่ยวกับการเพิ่มทุนหมดไป; 2) upside ที่ดีจากการปรับเพิ่มอันดับความน่าเชื่อถือ ซึ่งจะเปิดโอกาสให้บริษัทกลับเข้าสู่ตลาดรับประกันภัยต่อในต่างประเทศได้อีกครั้ง; และ 3) การกลับมาจ่ายเงินปันผล

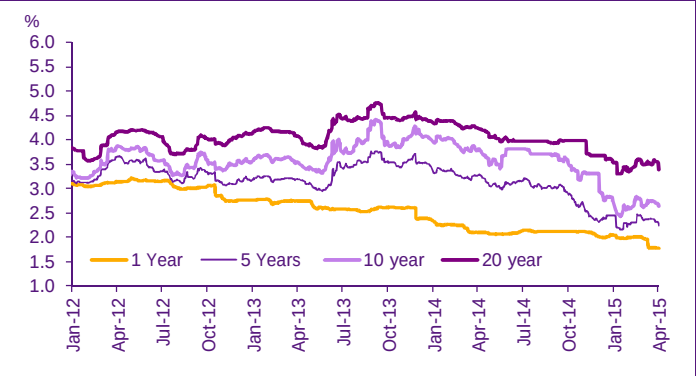
Valuation Summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)		
					14A	15F	16F	14A	15F	16F	14A	15F	16F	14A	15F	16F	14A	15F	16F
BLA	Sell	49.75	40.0	(18.2)	31.7	21.8	19.5	(39)	46	11	3.3	3.0	2.6	11	14	14	1.0	1.4	1.5
THRE	Buy	3.08	3.8	25.6	n.m.	16.2	12.6	42	n.m.	29	3.4	1.9	1.7	(59)	15	14	0.0	2.2	1.6
THREL	Buy	13.60	16.0	21.5	22.0	18.1	16.2	(3)	21	12	6.9	6.0	5.2	33	35	34	3.3	3.9	4.3
Average					26.8	18.7	16.1	(0)	33	18	4.5	3.6	3.2	(5)	22	21	1.4	2.5	2.5

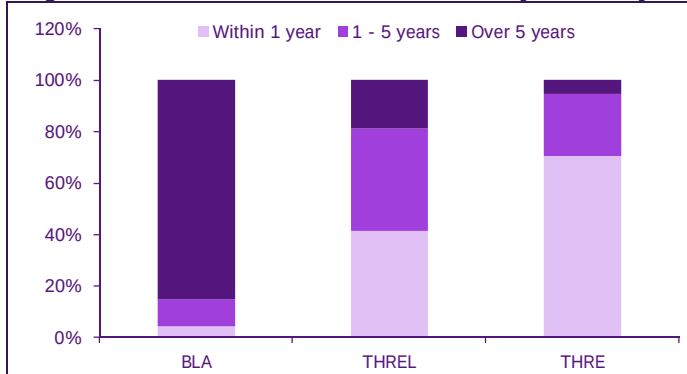
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: Life insurance premium growth for 4M15

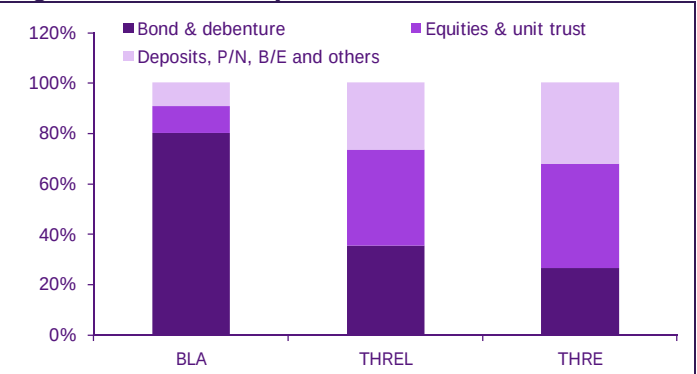
Source: The Thai Life Assurance Association and SCBS Investment Research

Figure 2: Government bond yield

Source: Thai BMA and SCBS Investment Research

Figure 3: Investment in debt securities by maturity

Source: BLA, THRE, THREL and SCBS Investment Research

Figure 4: Investment portfolio

Source: BLA, THRE, THREL and SCBS Investment Research

แนวโน้มไม่สดใส มี MAJOR เพียงบริษัทเดียวที่ดูดี

ปฏิภาณ นาววัฒน

นักวิเคราะห์การลงทุนวิจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1007

phatipak.navawatana@scb.co.th

- ผลการดำเนินงานของกลุ่มสื่อยังไม่แสดงสัญญาณของการปรับตัวดีขึ้นในไตรมาส 1/58
- คาดผู้ประกอบการทีวีดิจิทัลที่มีความสามารถในการแข่งขันน้อยกว่าผู้ประกอบการรายอื่นๆ ทอยยถอนตัวออกมา
- ชอบ MAJOR มากที่สุด

สรุปผลการดำเนินงานไตรมาส 1/58 ผลการดำเนินงานไตรมาส 1/58 ของบริษัทในกลุ่มสื่อยังไม่แสดงสัญญาณของการปรับตัวลดลงถึงจุดต่ำสุด แม้กำไรปรับตัวลดลงอย่างต่อเนื่องมาตั้งแต่ไตรมาส 1/57 BEC รายงานกำไรไตรมาสต่ำสุดนับตั้งแต่ไตรมาส 1/55 ที่ 746 ล้านบาท ลดลง 35% YoY และ 26% QoQ ขณะที่สถานการณ์ของ MCOT เลวร้ายยิ่งกว่า โดยกำไรปรับตัวลดลงมากถึง 86% YoY และ 40% QoQ สู่ระดับต่ำสุดเป็นประวัติการณ์ที่ 27 ล้านบาท ผู้ประกอบการรายใหญ่ในธุรกิจทีวีดิจิทัล (DTTV) อย่าง WORK GRAMMY และ RS ก็รายงานผลการดำเนินงานแย่งด้วยเช่นกัน WORK รายงานขาดทุนสุทธิ 11.4 ล้านบาทในไตรมาส 1/58 แยกว่าขาดทุนสุทธิ 2.3 ล้านบาทในไตรมาส 1/57 ขณะเดียวกัน RS ก็รายงานขาดทุนเพิ่มขึ้นสู่ 41 ล้านบาท จาก 4 ล้านบาทในไตรมาส 1/57 GRAMMY ก็รายงานขาดทุนปกติ แต่เปลี่ยนแปลงเล็กน้อย YoY ที่ -277 ล้านบาทในไตรมาส 1/58 สาเหตุหลักที่ส่งผลทำให้ผลการดำเนินงานปรับตัวแย่ลง คือ การใช้จ่ายโฆษณาในระดับต่ำเพราะเศรษฐกิจชะลอตัวและการแข่งขันจาก DTTV รุนแรงมากขึ้น

การแข่งขันในธุรกิจโทรทัศน์พร้อมแสง การแข่งขันในธุรกิจโทรทัศน์พร้อมแสงมากขึ้น เพราะผู้ประกอบการสถานีโทรทัศน์ระบบอนาล็อกและระบบดิจิทัลต่างต่อสู้กันเพื่อให้ได้มาซึ่งส่วนแบ่งตลาด เราเริ่มเห็นผู้ประกอบการทีวีดิจิทัลบางรายซึ่งรายการไม่น่าสนใจและฐานะการเงินเปราะบางกว่าผู้ประกอบการรายอื่นๆ ถอนตัวออกมาจากธุรกิจนี้ ไทยทีวี หรือ “ทีวีพูล” เป็นผู้ประกอบการรายแรกที่ถอนตัว โดยกล่าวว่าจะไม่จ่ายเงินค่าใบอนุญาตทีวีดิจิทัลงวดที่สองให้แก่ กสทช. และจะถอนตัวออกจากธุรกิจ DTTV แทน โดยให้เหตุผลว่าบริษัทมีผลขาดทุนจำนวนมากเพราะ กสทช. แจกคู่มือทีวีดิจิทัลล่าช้า

เราเชื่อว่าเรื่องนี้ยังอยู่แค่จุดเริ่มต้น และคาดว่าผู้ประกอบการทีวีดิจิทัลรายอื่นๆ จะถอนตัวตามมา เรามองว่ามีช่อง DTTV หลายช่องมากเกินไปที่จะต้องต่อสู้กันเพื่อให้ได้มาซึ่งงบประมาณที่มีจำกัด ทำให้เป็นไปได้ที่ผู้ประกอบการที่มีรายการไม่น่าสนใจจะต้องสู้กับผู้ประกอบการรายเดิมอย่าง BEC กับช่อง 7 ภาวะเศรษฐกิจชะลอตัวยิ่งทำให้สถานการณ์ของผู้ประกอบการขนาดเล็กเลวร้ายลงอีก

ผลการดำเนินงานจะอ่อนตัวลงต่อเนื่องในปี 2558 เราคาดว่าผลการดำเนินงานปี 2558 จะอ่อนตัวลงจากปี 2557 โดยในไตรมาส 3/58 จะลดลงทั้ง YoY และ QoQ การปรับตัวลดลง QoQ จะเกิดจากปัจจัยฤดูกาล แต่ YoY จะเกิดจากขาดทุนเพิ่มจาก DTTV เราคาดว่ากำไรปี 2558 จะลดลงในอัตราเร่งที่ 20-25% (จากที่ลดลง 10-25% ในปี 2557) ก่อนที่จะฟื้นตัวในปี 2556 เราคาดว่าขาดทุนจาก DTTV จะลงไปลึกสุดในปี 2558 หลังจากนั้นผลขาดทุนก็จะลดน้อยลงจนกระทั่งฟื้นตัวขึ้นได้บ้างในปี 2559 ดังนั้นในประมาณการของเรา เราจึงคาดว่าผลการดำเนินงานจะต่ำสุดในปี 2558 และปรับตัวดีขึ้นในปี 2559

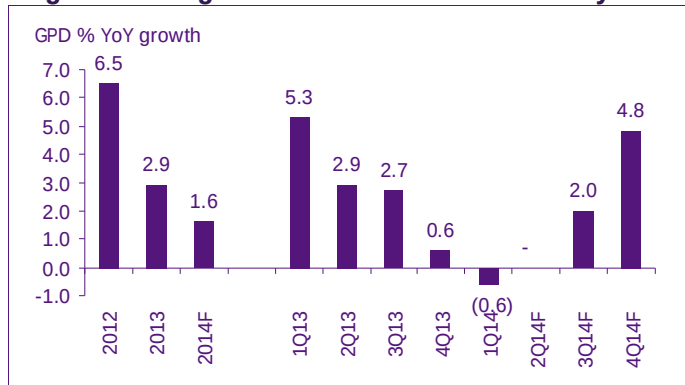
ยังคงเลือก MAJOR เป็นหุ้น top pick ของกลุ่มสื่อ เรายังคงเลือก MAJOR เป็นหุ้น top pick ของกลุ่มสื่อ MAJOR มีแนวโน้มที่จะได้รับประโยชน์จากปีทองของธุรกิจภาพยนตร์ในปี 2558 และการฟื้นตัวของเศรษฐกิจ เราคาดว่ากำไรจะเติบโตอย่างแข็งแกร่งที่ระดับ 34% สู่จำนวนสูงสุดเป็นประวัติการณ์ที่ 1.3 พันล้านบาทในปี 2558

Valuation Summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					14A	15F	16F	14A	15F	16F	14A	15F	16F	14A	15F	16F	14A	15F	16F	14A	15F	16F
BEC	Neutral	37.50	40.0	10.6	16.3	23.0	18.1	(18)	(29)	27	8.81	9.83	8.49	52	40	50	5.5	3.9	5.0	9.6	11.8	10.3
MAJOR	Buy	31.50	39.0	28.0	28.4	21.2	18.2	11	34	17	4.38	4.28	4.11	16	20	23	3.5	4.2	4.9	14.0	12.0	10.6
MCOT	Sell	12.70	10.0	(20.3)	17.3	94.8	71.1	(67)	(82)	33	1.09	1.09	1.09	6	1	2	5.2	0.9	1.3	10.2	20.8	20.7
Average					20.7	46.4	35.8	(24)	(26)	26	4.76	5.07	4.56	25	21	25	4.7	3.0	3.7	11.3	14.8	13.9

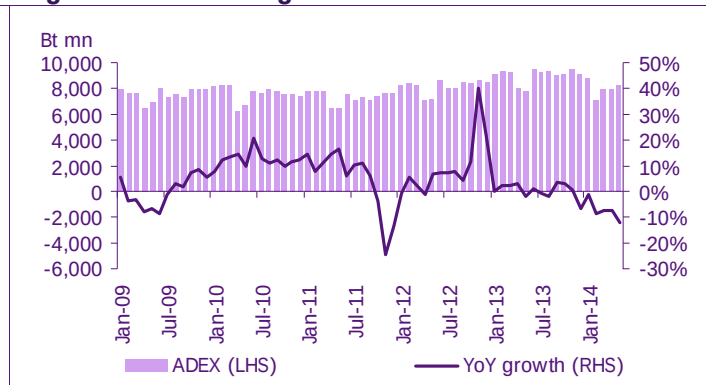
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: GDP growth forecast – Slow economy



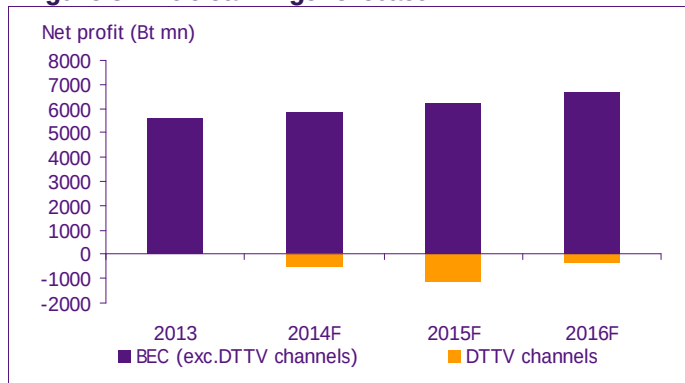
Source: SCB EIC and SCBS Investment Research

Figure 2: Slow ADEX growth



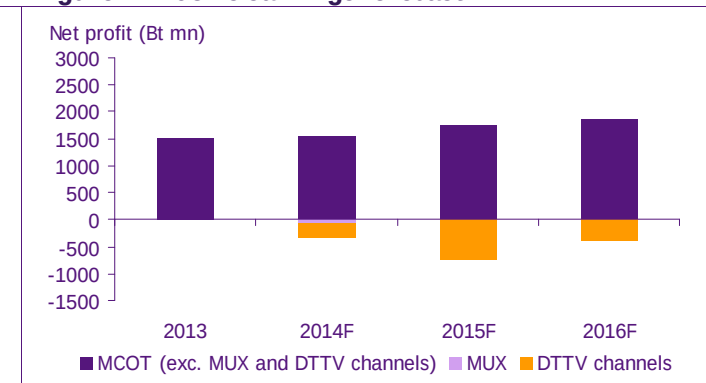
Source: Nielsen Company and SCBS Investment Research

Figure 3: BEC's earnings forecast



Source: SCBS Investment Research

Figure 4: MCOT's earnings forecast



Source: SCBS Investment Research

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

เปิดตัวโครงการเพิ่ม = ยอดขายเพิ่มในครึ่งหลังปี 2558

- ไตรมาส 1/58: ยอดขายและรายได้เติบโตจากฐานต่ำของปีก่อน
- ยอดขายจำนวนมากในเดือน เม.ย.-พ.ค. ส่งสัญญาณว่ายอดขายในไตรมาส 2/58 จะเติบโตแบบก้าวกระโดด QoQ; ยอดขายแข็งแกร่งต่อเนื่อง แต่เกิดขึ้นเฉพาะโครงการ
- ปัจจัยกระตุ้นราคาหุ้น: ยอดขาย (45:55) และรายได้ (40:60) จะเพิ่มขึ้นมากในช่วงครึ่งปีหลัง
- Top picks คือ AP และ SIRI

สรุปผลการดำเนินงานไตรมาส 1/58 ยอดขายรวมของบริษัทพัฒนาโครงการที่อยู่อาศัย 7 อันดับแรกมีจำนวน 3.81 หมื่นล้านบาทในไตรมาส 1/58 +35% YoY จากฐานต่ำที่มีสาเหตุมาจากการถดถอยของโครงการไม่ส่งมอบการเมืองในปีก่อน และ +9% QoQ AREA รายงานว่าอุปทานที่อยู่อาศัยใหม่ในแง่ของจำนวนยูนิตปรับตัวลดลง 15% YoY และ 23% QoQ สู่ 21,977 ยูนิตในไตรมาส 1/58 อย่างไรก็ตามในแง่มูลค่าขนาดตลาดขยายตัวเพิ่มขึ้น 32% YoY และ 4% QoQ สู่ 9.2 หมื่นล้านบาท เนื่องจากอุปทานใหม่เน้นไปยังตลาดที่อยู่อาศัยระดับบน บริษัทพัฒนาโครงการที่อยู่อาศัย 7 อันดับแรกมียอดขายรวมรายได้รวมเติบโต 16% YoY สู่ 3.55 หมื่นล้านบาทในไตรมาส 1/58 คิดเป็นสัดส่วน 18% ของประมาณการรายได้ปี 2558 ของเรา

ยอดขายไตรมาส 2/58 จะเติบโตก้าวกระโดด ยอดขายของบริษัทพัฒนาโครงการที่อยู่อาศัย 7 อันดับแรกมีจำนวน 3.17 หมื่นล้านบาท (คอนโด 51% และบ้านแนวราบ 49%) ในเดือน เม.ย. และ พ.ค. +26% YoY คิดเป็นสัดส่วน 83% ของยอดขายในไตรมาส 1/58 และส่งผลทำให้ยอดขายทั้งหมดในช่วง 5 เดือนแรกปี 58 มีจำนวน 6.97 หมื่นล้านบาท +30% YoY คิดเป็นสัดส่วน 33% ของเป้าหมายปี ถ้าเรารวมคอนโด 4 โครงการของ LPN PS และ SPALI ซึ่งทำยอดขายได้รวมกัน 3.2 พันล้านบาท บวกกับยอดขายคอนโด 5 โครงการ มูลค่า 1.25 หมื่นล้านบาท ของ AP ซึ่งจะเปิดตัวในวันที่ 25-28 มิ.ย. ยอดขายไตรมาส 2/58 มีแนวโน้มที่จะเติบโตแบบก้าวกระโดด QoQ

ยอดขายจะเพิ่มขึ้นมากในช่วงครึ่งปีหลัง เราคาดว่าอุปสงค์ที่อยู่อาศัยโดยรวมจะเติบโต 15-20% โดยยอดขายรวมของบริษัทพัฒนาโครงการที่อยู่อาศัย 7 อันดับแรกจะเติบโตในอัตราที่มากกว่าที่ 30% เนื่องจากข้อเสียเปรียบที่ยอมรับและฐานต่ำ อุปสงค์ในช่วงครึ่งหลังปี 58 น่าจะสูงกว่าช่วงครึ่งแรกปี 58 (45:55) โดยได้รับแรงหนุนจากการเปิดตัวคอนโดเพิ่มมากขึ้น สภาวะแวดล้อมที่เป็นบวกจะช่วยสนับสนุนให้อุปสงค์ที่อยู่อาศัยปรับตัวเพิ่มขึ้น แต่จะขายดีเฉพาะบางโครงการและทำเล ไม่ใช่ทุกโครงการ เราเชื่อว่าอุปสงค์จะกลับมาเน้นที่ตลาดระดับกลางถึงล่างจากที่ช่วงครึ่งแรกปี 58 เน้นหนักที่ระดับบน อุปสงค์ในต่างจังหวัดไม่น่าจะฟื้นตัวในระยะเวลานี้

รายได้จะเติบโตอย่างต่อเนื่อง การรับรู้รายได้ของบริษัทพัฒนาโครงการที่อยู่อาศัย 7 อันดับแรกจะเติบโตอย่างต่อเนื่อง และทำจุดสูงสุดในไตรมาส 4/58 โดยคาดว่ารายได้ในช่วงครึ่งแรกปี 58 จะเท่ากับ 40% และในช่วงครึ่งหลังปี 58 อีก 60% โดยได้รับปัจจัยหนุนจากยอดขายรับรู้รายได้ในปัจจุบันที่ 2.02 แสนล้านบาท และคอนโดที่จะสร้างเสร็จในช่วงครึ่งหลังปี 58

ปัจจัยเสี่ยง/ความกังวล เมื่ออิงกับฐาน GDP ใหม่ สัดส่วนหนี้ครัวเรือนต่อ GDP อยู่ที่ 79% ณ สิ้นปี 2557 แม้ตัวเลขดังกล่าวถือว่าสูง แต่เติบโตในอัตราที่ชะลอตัวลง แม้ต้นทุนวัสดุก่อสร้างปรับตัวลดลง แต่ราคาก่อสร้างจะปรับขึ้นอย่างต่อเนื่อง โดยได้รับปัจจัยหนุนจากราคาที่ดินที่เพิ่มขึ้นเฉลี่ย ~10% ต่อปี แนวโน้มดังกล่าวจะส่งผลทำให้กำลังซื้อลดลงโดยเฉพาะระดับล่าง แรงกดดันต่ออัตรากำไรขั้นต้นเป็นสิ่งที่น่าเป็นห่วงอีกอย่างหนึ่ง เนื่องจากบริษัทพัฒนาโครงการที่อยู่อาศัยใช้กลยุทธ์ราคาในการขายสต็อกที่เคลื่อนไหวช้า นอกจากนี้การเลื่อนเปิดตัวโครงการใหม่ออกไปยังจะส่งผลทำให้ยอดขายต่ำกว่าเป้าหมาย

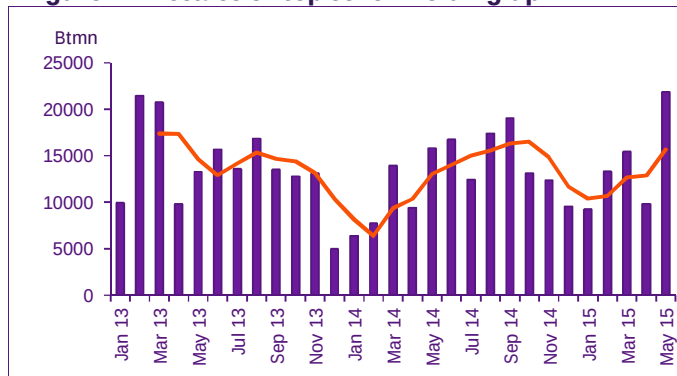
Top picks: AP และ SIRI AP จะทำยอดขายเติบโตได้ถึง 25% ในปีนี้ และกำไรจะเติบโตในอัตราเร่งในระหว่างปี 2558-2560 ยอดขายและรายได้ที่แข็งแกร่งในไตรมาส 2/58 จะเป็นปัจจัยกระตุ้นราคาหุ้นระยะสั้น เราเลือก SIRI เพราะยอดขายและรายได้ในไตรมาส 2/58 แข็งแกร่งซึ่งยังไม่ได้สะท้อนในราคาหุ้น

Valuation Summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					14A	15F	16F	14A	15F	16F	14A	15F	16F	14A	15F	16F	14A	15F	16F	14A	15F	16F
AP	Buy	7.20	9.0	29.8	8.7	7.9	6.9	43	10	14	1.4	1.3	1.1	18	17	17	3.9	3.8	4.8	9.8	9.3	8.0
LH	Neutral	9.30	10.5	19.3	14.7	15.8	12.5	(2)	(7)	27	2.4	2.4	2.2	18	16	18	7.0	5.1	6.4	12.3	15.0	12.0
LPN	Buy	18.40	27.0	52.8	13.4	9.8	8.2	(13)	37	19	2.6	2.3	1.9	20	25	26	4.3	5.1	6.1	11.9	8.3	6.9
PS	Neutral	25.00	30.0	24.6	8.4	8.4	7.3	15	0	14	1.9	1.6	1.4	24	21	21	4.0	4.0	4.6	9.5	8.6	8.0
QH	Buy	2.70	4.8	85.0	8.7	7.7	6.4	3	13	21	1.3	1.2	1.1	18	17	18	3.3	6.0	7.2	11.3	10.6	8.7
SIRI	Buy	1.84	2.4	37.5	6.6	7.8	7.0	18	(16)	12	1.0	1.0	0.9	12	13	13	6.5	6.5	7.0	16.8	13.9	12.9
SPALI	Neutral	18.90	23.0	27.9	7.2	7.0	6.5	55	3	9	1.9	1.6	1.4	28	24	23	5.3	5.0	6.2	8.7	8.1	7.3
Average					9.7	9.2	7.8	17	6	16	1.8	1.6	1.4	20	19	19	4.9	5.1	6.0	11.5	10.5	9.1

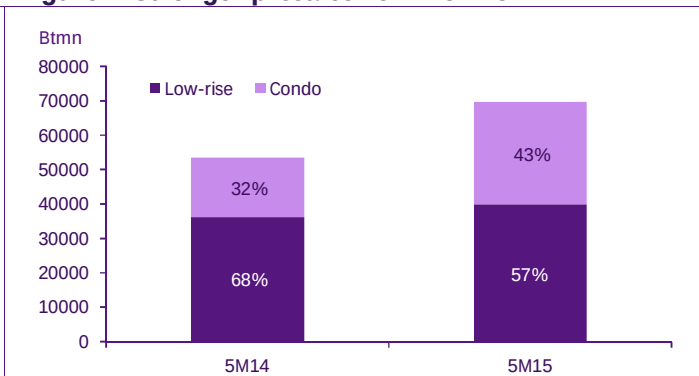
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: Presales of top seven holding up



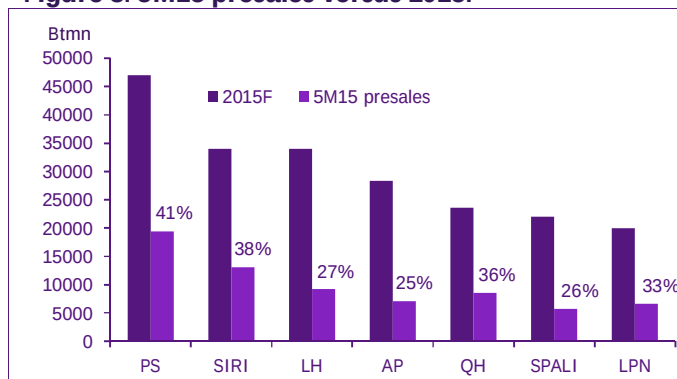
Source: AP, LH, LPN, PS, QH, SIRI, SPALI

Figure 2: Stronger presales YoY in 5M15



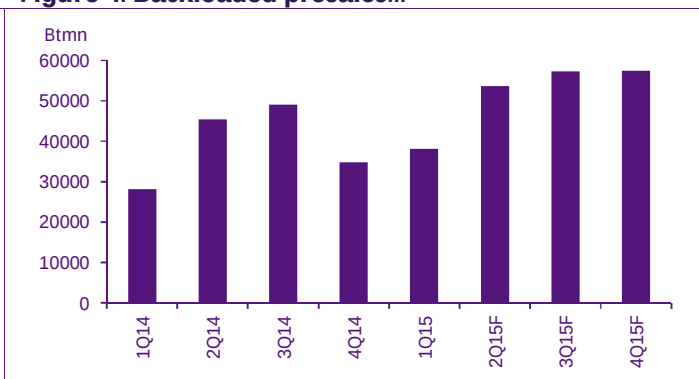
Source: AP, LH, LPN, PS, QH, SIRI, SPALI

Figure 3: 5M15 presales versus 2015F



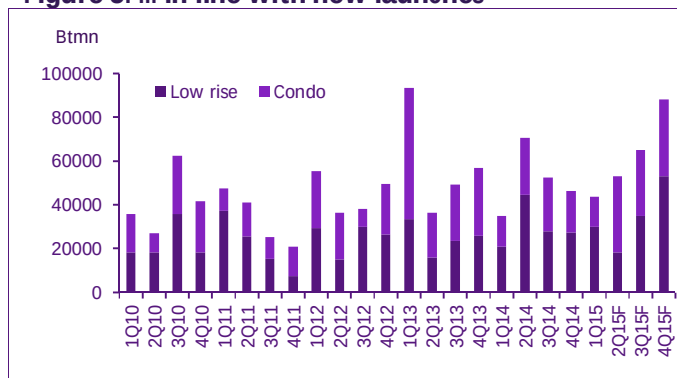
Source: AP, LH, LPN, PS, QH, SIRI, SPALI

Figure 4: Backloaded presales...



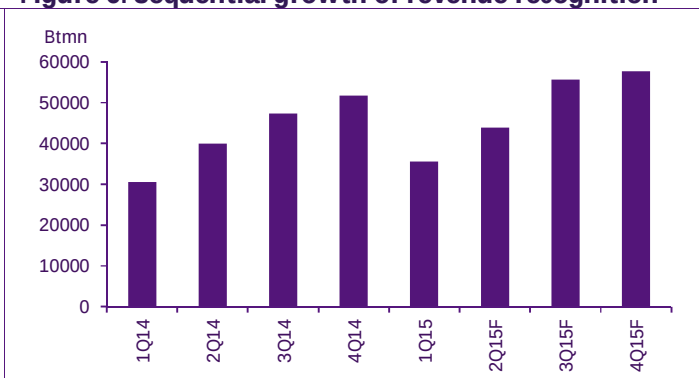
Source: AP, LH, LPN, PS, QH, SIRI, SPALI

Figure 5: ... in line with new launches



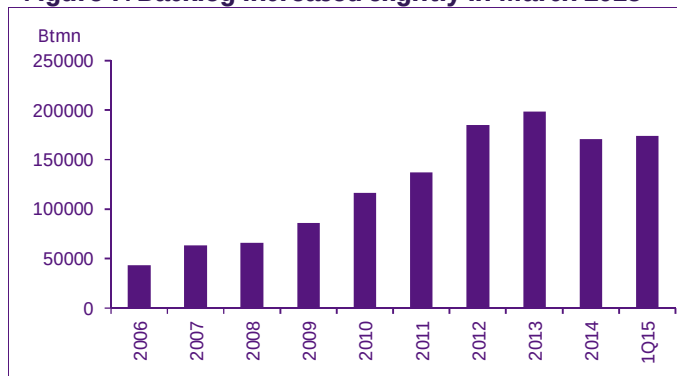
Source: AP, LH, LPN, PS, QH, SIRI, SPALI

Figure 6: Sequential growth of revenue recognition



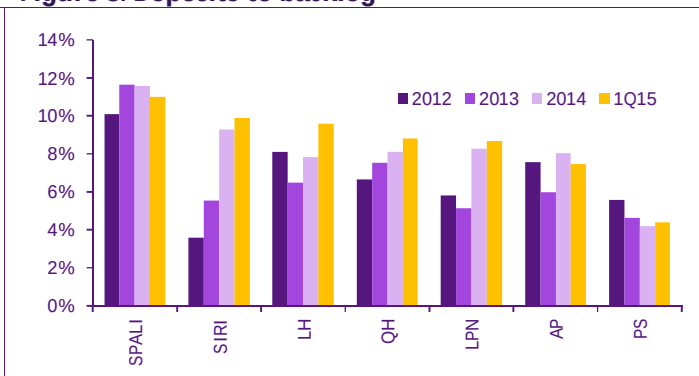
Source: AP, LH, LPN, PS, QH, SIRI, SPALI

Figure 7: Backlog increased slightly in March 2015



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

Figure 8: Deposits to backlog



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

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

ส่วนแบ่งการตลาดและมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์ปรับตัวลดลง

- กำไรไตรมาส 2/58 ของบริษัทหลักทรัพย์จะได้รับผลกระทบจากมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์เฉลี่ยต่อวันและส่วนแบ่งการตลาดที่ลดลง
- ดัชนีธุรกิจพาณิชย์ (IB) ที่มีมากขึ้นจะหนุนให้รายได้ค่าธรรมเนียม IB เพิ่มขึ้นในช่วงครึ่งหลังปี 58
- เราปรับราคาเป้าหมายของ ASP ลดลงจาก 5.5 บาท สู่ 5 บาท และปรับราคาเป้าหมายของ MBKET ลดลงจาก 25 บาท สู่ 24 บาท เพราะส่วนแบ่งการตลาดลดลง
- ชอบ ASP มากกว่า MBKET เพราะผลตอบแทนจากเงินปันผลที่สูงกว่าและรายได้ที่กระจายตัวมากกว่าจะช่วยป้องกันผลกระทบจากคู่แข่งที่มีมากขึ้น

มูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์ลดลง มูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์เฉลี่ยต่อวัน (ไม่รวมบัญชีบล.) ในไตรมาส 2/58 (ณ วันที่ 17 มิ.ย.) ลดลง 4% YoY และ 29% QoQ สู่ 3.52 หมื่นล้านบาท มูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์เฉลี่ยต่อวัน YTD อยู่ที่ 4.35 หมื่นล้านบาท เรายังคงประมาณการมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์เฉลี่ยต่อวันในปี 2558 เอาไว้ที่ 4.4 หมื่นล้านบาท (+6%) โดยได้รับปัจจัยหนุนจากมาตรการ QE ของ EU กับญี่ปุ่น และสภาวะอัตราดอกเบี้ยต่ำ

ส่วนแบ่งการตลาดลดลง การแข่งขันที่สูงขึ้นจากผู้ประกอบการรายใหม่ส่งผลกระทบทำให้ส่วนแบ่งการตลาดของ MBKET ปรับลดลงสู่ 8.28% QTD จาก 9.8% ในไตรมาส 1/58 และ 10.56% ในปี 2557 และส่วนแบ่งการตลาดของ ASP ปรับลดลงสู่ 3.12% QTD จาก 3.53% ในไตรมาส 1/58 และ 3.6% ในปี 2557 บริษัทหลักทรัพย์ เอเอสแอล จำกัด ซึ่งเริ่มดำเนินงานในเดือน พ.ค. เป็นคู่แข่งรายล่าสุด หลังจากบริษัทหลักทรัพย์ แลนด์ แอนด์ เฮาส์ เริ่มดำเนินงานในไตรมาส 4/57 และบริษัทหลักทรัพย์ แอปเพิล เวิร์ธ กับบริษัทหลักทรัพย์ เออีซี เริ่มดำเนินงานในปี 2556

คาดการณ์รายได้ค่าธรรมเนียม IB สูงขึ้นในช่วงครึ่งหลังปี 58 ทั้ง ASP และ MBKET ไม่มีดีล IPO ในไตรมาส 2/58 แต่เราคาดว่ารายได้ค่าธรรมเนียมจากธุรกิจพาณิชย์ (IB) จะเพิ่มขึ้นในช่วงครึ่งหลังปี 58 เพราะจะมีดีล IB เข้ามามากขึ้น ดีล IB ของ ASP เพิ่มขึ้นจาก 27 ดีลในไตรมาส 3/57 สู่ 32 ดีล (IPO 18 ดีล และที่ปรึกษาทางการเงิน 14 ดีล) ในไตรมาส 1/58 แม้มูลค่าดีลโดยเฉลี่ยลดลง MBKET มีดีลมากกว่า 10 ดีล (IPO 5-7 ดีล, REIT 2-3 ดีล, และกองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐาน 2-3 ดีล) มูลค่ารวมกว่า 1 หมื่นล้านบาท ดีล IPO ของ ASP ที่เข้าสู่กระบวนการไพล์เรียบร้อยแล้ว ได้แก่ คอมเซเว่น (COM7), เจ้าพระยามหานคร (CMC) และ เจเอเอส แอสเซ็ท (J) ส่วนดีล IPO ของ MBKET ที่เข้าสู่กระบวนการไพล์เรียบร้อยแล้ว ได้แก่ อัครา รีซอร์สเซส (AKARA) ที่จดทะเบียนใน SET และไดอิ กรุ๊ป (DAII) และ เน็ตเบย์ (NETBAY) ที่จดทะเบียนในตลาด mai MBKET บันทึกรายได้ค่าธรรมเนียม IB จากดีล IPO ของแพลทินัม กรุ๊ป (PLAT) ที่มีมูลค่าการเสนอขายหุ้น IPO 5.2 พันล้านบาท ในไตรมาส 1/58 อย่างไรก็ตาม MBKET ไม่มีดีล IPO ในไตรมาส 2/58 ซึ่งหมายความว่ารายได้ค่าธรรมเนียม IB ในไตรมาส 2/58 จะลดลง QoQ

คาดการณ์ผลการดำเนินงานไตรมาส 2/58: รายได้ค่านายหน้าลดลง กำไรไตรมาส 2/58 ของบริษัทหลักทรัพย์จะได้รับผลกระทบจากมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์เฉลี่ยต่อวันและส่วนแบ่งการตลาดที่ลดลง สำหรับ ASP เราคาดว่ากำไรไตรมาส 2/58 จะลดลงถึง 49% YoY (เพราะรายได้ค่านายหน้าและค่าธรรมเนียม IB ลดลง) และลดลง 38% QoQ (เพราะรายได้ค่านายหน้าลดลง) สู่ 130 ล้านบาท สำหรับ MBKET เราคาดว่ากำไรไตรมาส 2/58 จะลดลง 7% YoY และ 45% QoQ สู่ 200 ล้านบาท โดยเกิดจากรายได้ค่านายหน้าลดลง

คาดการณ์เงินปันผลช่วงครึ่งแรกปี 58 เราคาดการณ์เงินปันผลช่วงครึ่งแรกปี 58 ที่ 0.12 บาท/หุ้น (ผลตอบแทน 2.8%) สำหรับ ASP และ 0.75 บาท/หุ้น (ผลตอบแทน 3.2%) สำหรับ MBKET โดยใช้สมมติฐานอัตราการจ่ายเงินปันผล 75% สำหรับทั้งสองบริษัท

ปรับประมาณการกำไรปี 2558 และราคาเป้าหมายลดลง เราปรับประมาณการกำไรปี 2558 ของ ASP และ MBKET ลดลง 7-8% หลังจากปรับสมมติฐานส่วนแบ่งการตลาดลดลงเพื่อให้สอดคล้องกับตัวเลขในช่วงครึ่งแรกปี 58 เราปรับราคาเป้าหมายของ ASP ลดลงจาก 5.5 บาท สู่ 5 บาท และปรับราคาเป้าหมายของ MBKET ลดลงจาก 25 บาท สู่ 24 บาท

ชอบ ASP มากกว่า MBKET เราชอบ ASP มากกว่า MBKET เพราะเหตุผล 3 ข้อ 1) เราคาดว่า ASP จะรายงานผลการดำเนินงานปี 2558 ที่แข็งแกร่งกว่า MBKET (+5% สำหรับ ASP เทียบกับ -15% สำหรับ MBKET) เนื่องจาก MBKET ได้รับผลกระทบหนักกว่าจากการแข่งขันที่สูงขึ้นจากโบรกเกอร์รายใหม่ 2) เราคาดว่า ASP จะให้ผลตอบแทนจากเงินปันผลปี 2558 สูงกว่า MBKET (8% สำหรับ ASP เทียบกับ 7% สำหรับ MBKET) และ 3) ASP มีรายได้ที่กระจายตัวมากกว่า MBKET เพราะ ASP มีสัดส่วนรายได้ค่านายหน้ากับรายได้ที่ไม่ใช่ค่านายหน้าที่สมดุลกันโดยได้รับการสนับสนุนจากธุรกิจพาณิชย์ (IB) รายได้ที่เข้ามาอย่างต่อเนื่องจากการบริหารสินทรัพย์ และพอร์ตลงทุนขนาดใหญ่

Valuation summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)		
					14A	15F	16F	14A	15F	16F	14A	15F	16F	14A	15F	16F	14A	15F	16F
ASP	Buy	4.24	5.0	27.0	10.8	9.3	8.6	(22)	16	9	1.9	1.8	1.7	18	20	21	7.5	9.1	9.9
MBKET	Neutral	23.30	24.0	10.1	10.5	11.9	11.6	(13)	(12)	3	2.7	2.6	2.5	25	23	22	7.1	7.1	7.3
Average					10.7	10.6	10.1	(17)	2	6	2.3	2.2	2.1	22	21	22	7.3	8.1	8.6

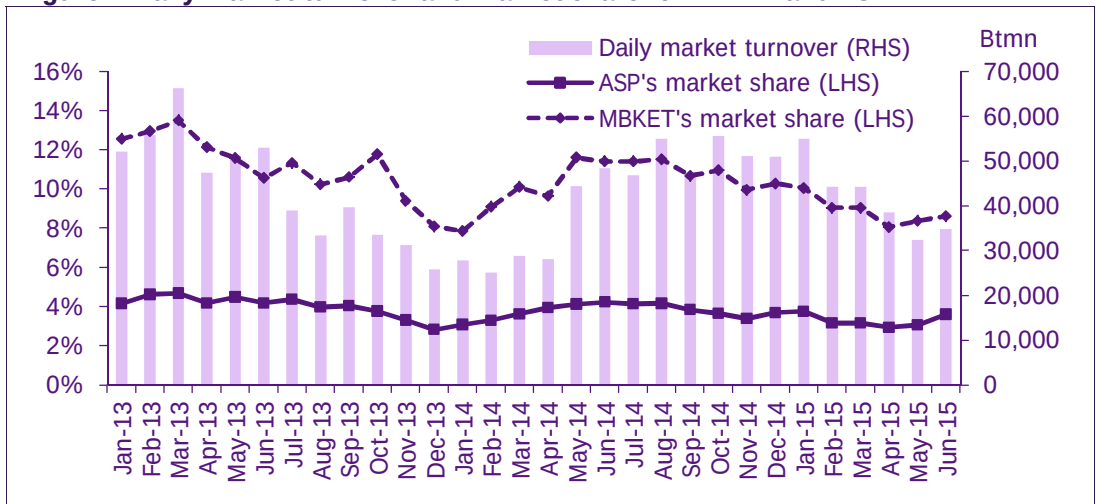
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: Target price sensitivity to turnover

	ASP	MBKET
Target price at 2015F various daily mkt. turnover		
Bt39bn	4.5	19
Bt44bn — base case	5.0	24
Bt49bn	5.6	28
2015F EPS (Bt) at 2015F various daily mkt. turnover		
Bt39bn	0.37	1.59
Bt44bn — base case	0.41	1.96
Bt49bn	0.46	2.33
2015F DPS (Bt) at 2015F various daily mkt. turnover		
Bt39bn	0.31	1.35
Bt44bn — base case	0.35	1.66
Bt49bn	0.39	1.98
Dividend payout	85%	85%
Target PE (x)	12.1	12.1

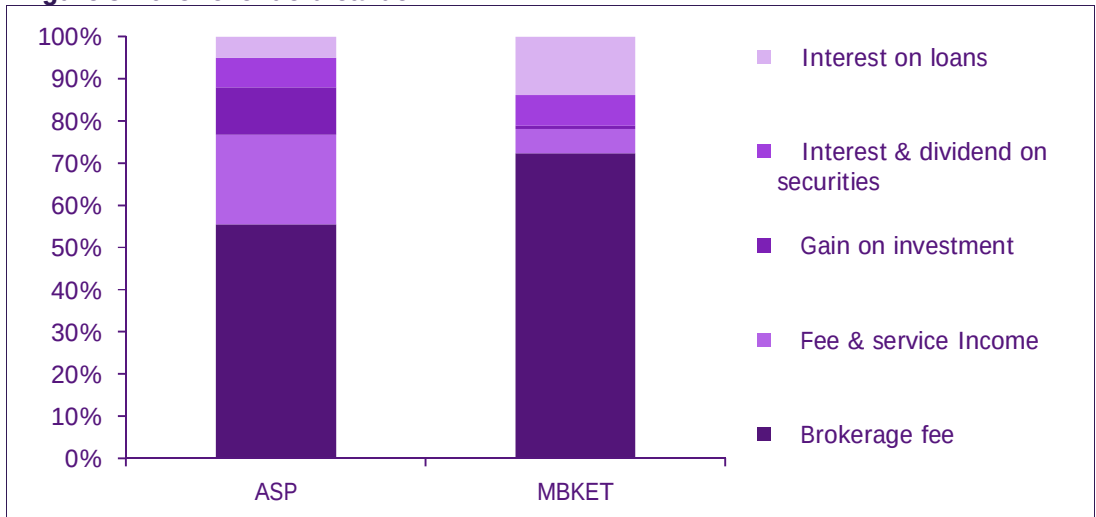
Source: SCBS Investment Research

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



Source: SET and SCBS Investment Research

Figure 3: 2015 revenue breakdown



Source: ASP, MBKET and SCBS Investment Research

ปฏิภาณ นาวรัตน์

นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1007

phatipak.navawatana@scb.co.th

4G กำลังจะมา!

- ราคาเครื่องโทรศัพท์มือถือ 4G ที่ถูกลงช่วยกระตุ้นความนิยมในการใช้บริการ 4G...
- ...แต่ไม่ใช่ผู้ใช้บริการทุกรายสามารถให้บริการ 4G
- การจัดสรรคลื่นความถี่เพิ่มเป็นสิ่งจำเป็นและอุตสาหกรรมสื่อสารโดยรวมจะได้รับประโยชน์จาก 4G
- Top pick: TRUE

4G ได้รับความนิยมมากขึ้น ผู้ใช้บริการโทรศัพท์มือถือหันมาใช้บริการ 4G เพิ่มขึ้นเนื่องจากมีเครื่องโทรศัพท์มือถือ 4G วางขายในตลาดมากขึ้นและราคาเครื่องก็ปรับตัวลดลง ผู้ประกอบการรายใหม่จากจีนเดินแถวเข้ามาในตลาดโทรศัพท์มือถือไทยในปีนี้ได้แก่ Huawei Oppo Acer และ Asus ผู้ประกอบการเหล่านี้ไม่ได้นำแค่เครื่องโทรศัพท์มือถือหลากหลายสไตล์ (รวมถึงโทรศัพท์มือถือที่สามารถรองรับระบบ 4G) มาจำหน่ายเท่านั้น แต่ยังขายในราคาถูกด้วย โดยบางรุ่นขายในราคาต่ำเพียง 4,000 บาท ซึ่งถูกกว่าเครื่องโทรศัพท์มือถือ 4G ของ Apple ที่เปิดตัวในปีก่อนในราคา 21,000 บาทอย่างมาก ราคาเครื่องโทรศัพท์มือถือ 4G ที่ลดลงทำให้เราคาดว่าจะมีผู้ใช้บริการเปลี่ยนมาใช้โทรศัพท์มือถือ 4G เพิ่มขึ้น

ไม่ใช่ผู้ใช้บริการทุกรายสามารถให้บริการ 4G ความนิยมเพิ่มมากขึ้นต่อบริการ 4G ทำให้ ADVANC ต้องอยู่อย่างโดดเดี่ยวในฐานะที่เป็นผู้ให้บริการเพียงรายเดียวที่ไม่สามารถให้บริการ 4G ส่งผลทำให้ผู้ใช้บริการหันไปใช้บริการของ TRUE และ DTAC แทน ADVANC ไม่สามารถให้บริการ 4G ได้เนื่องจากบริษัทไม่มีคลื่นความถี่มากพอที่จะเริ่มให้บริการนี้ ดังนั้นจึงหมายความว่า ADVANC เป็นผู้ให้บริการที่ต้องการให้มีการจัดประมูลคลื่นความถี่ใหม่มากที่สุด ทั้งนี้เมื่ออิงกับกรอบเวลาที่กำหนดโดยสำนักงานคณะกรรมการกิจการกระจายเสียง กิจการโทรทัศน์ และกิจการโทรคมนาคมแห่งชาติ (กสทช.) การประมูลคลื่นความถี่ 1800MHz จะเกิดขึ้นในเดือน พ.ย. และการประมูลคลื่นความถี่ 900MHz จะเกิดขึ้นในเดือน ธ.ค. ถ้าการประมูลเป็นไปตามแผน ADVANC จะสามารถเริ่มแข่งขันกับผู้ให้บริการอีก 2 รายอย่างเท่าเทียมกันมากขึ้น

อุตสาหกรรมสื่อสารโดยรวมจะได้รับประโยชน์จาก 4G อุตสาหกรรมสื่อสารโดยรวมจะได้รับประโยชน์จากการประมูลที่จะจัดขึ้นหลายครั้งด้วยกันในระยะเวลาอันใกล้นี้ ข่าวล่าสุดที่ระบุว่า กสท. กับ DTAC ได้บรรลุข้อตกลงร่วมกันที่จะคืนคลื่นความถี่จำนวน 5MHz ในย่าน 1800MHz (ปัจจุบันอยู่ภายใต้สัญญาสัมปทาน) ให้แก่ กสทช. เพื่อนำไปประมูล ช่วยให้ภาพรวมของอุตสาหกรรมสื่อสารดูสดใสมากขึ้น เพราะจะทำให้จำนวนคลื่นความถี่ย่าน 1800MHz ในการประมูลปรับเพิ่มขึ้นเป็น 30MHz ซึ่งสามารถแบ่งออกเป็น 3 โบนุญขาด โบนุญขาด 10MHz แทนที่จะมีแค่ 2 โบนุญขาด เหตุการณ์นี้เหมือนกับเมื่อครั้งที่จัดประมูลคลื่นความถี่ 2.1GHz ในปี 2556 ที่มีจำนวนโบนุญขาดเท่ากับจำนวนผู้ให้บริการพอดี ส่งผลทำให้แทบไม่มีการแข่งขันในการประมูลครั้งนั้น และราคาสุดท้ายของโบนุญขาดก็เท่ากับราคาเริ่มต้น การประมูลคลื่นความถี่ 1800MHz ครั้งนี้ไม่น่าจะแตกต่างจากการประมูลครั้งก่อนมากนัก และจะส่งผลดีต่อผู้ให้บริการทั้งสามราย เนื่องจากผู้ให้บริการจะสามารถจ่ายค่าโบนุญขาดในราคาที่สมเหตุสมผล แทนที่จะแข่งขันประมูลกันจนทำให้ราคาประมูลสูงขึ้น นอกจากนี้บริการ 4G ยังจะช่วยให้ ARPU ปรับเพิ่มขึ้นด้วยเนื่องจากความเร็วในการ upload/download เร็วกว่าบริการ 3G ถึง 100 เท่า ทำให้ผู้ใช้บริการสามารถใช้เป็นเหตุผลในการคิดค่าบริการ 4G ในอัตราที่สูงขึ้นได้

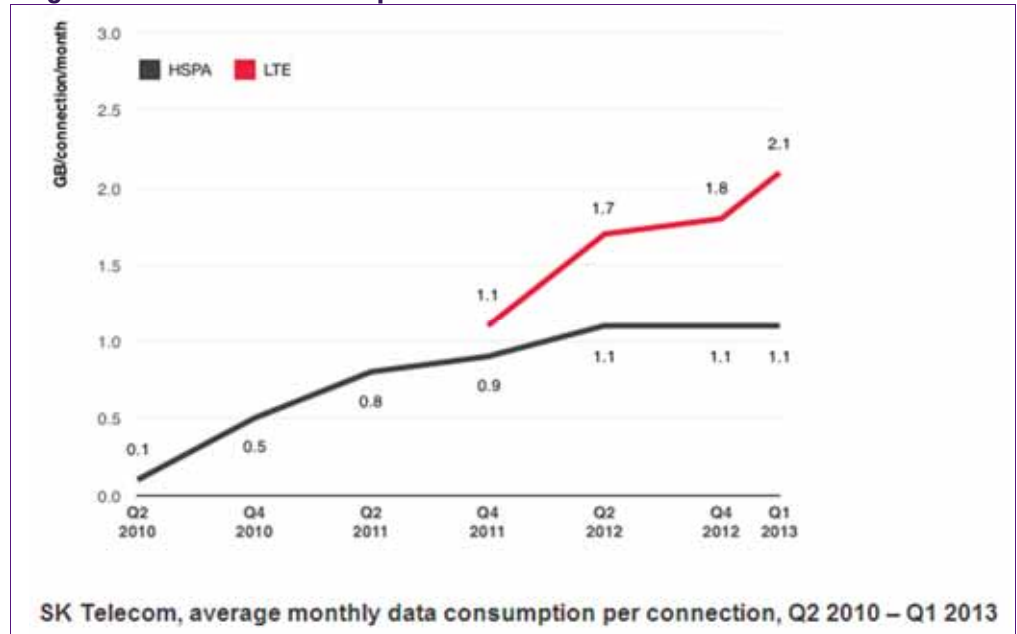
TRUE เป็น top pick เรายังคงแนะนำ "ซื้อ" TRUE ด้วยราคาเป้าหมายที่คำนวณได้จากวิธี DCF ที่ 17 บาท การเพิ่มทุนได้สำเร็จและการก้าวขึ้นสู่ตำแหน่งอันดับ 2 ในตลาดแบบเหมาจ่ายรายเดือนหนุนให้ราคาหุ้น TRUE ปรับขึ้น และเราคาดว่าราคาหุ้นจะปรับขึ้นได้อีกจากการทำหายตำแหน่งอันดับ 1 จาก ADVANC โดยได้รับแรงหนุนจากความได้เปรียบจากการให้บริการระบบ 4G เป็นรายแรก อีกทั้งยังได้เปรียบเพิ่มมากขึ้นอีกจากการเลื่อนประมูลคลื่นความถี่ 1,800MHz บวกกับความพยายามต่อสู้ดิ้นรนของ DTAC เพื่อรักษาส่วนแบ่งตลาดเอาไว้ แนวโน้มเช่นนี้ส่งสัญญาณว่า TRUE จะมีส่วนแบ่งตลาดรายได้เพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องในระยะ 3 ปีข้างหน้าเป็นอย่างดี

Valuation summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					14A	15F	16F	14A	15F	16F	14A	15F	16F	14A	15F	16F	14A	15F	16F	14A	15F	16F
ADVANC	Buy	230.00	270.0	23.2	19.0	17.3	16.6	(1)	10	4	14.6	14.1	13.9	78	83	84	5.2	5.8	6.0	10.5	9.8	10.1
DTAC	Neutral	83.25	79.0	0.1	18.4	21.0	18.1	(1)	(13)	16	6.0	5.4	4.9	33	27	28	8.3	5.2	6.1	7.3	7.1	6.0
TRUE	Buy	11.90	17.0	43.6	n.m.	68.7	28.1	84	n.m.	145	4.1	4.0	3.6	(10)	6	14	0.0	0.7	1.8	19.7	13.9	10.1
Average					18.7	35.7	20.9	27	(1)	55	8.3	7.8	7.5	34	39	42	4.5	3.9	4.6	12.5	10.3	8.7

Source: SCBS Investment Research

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



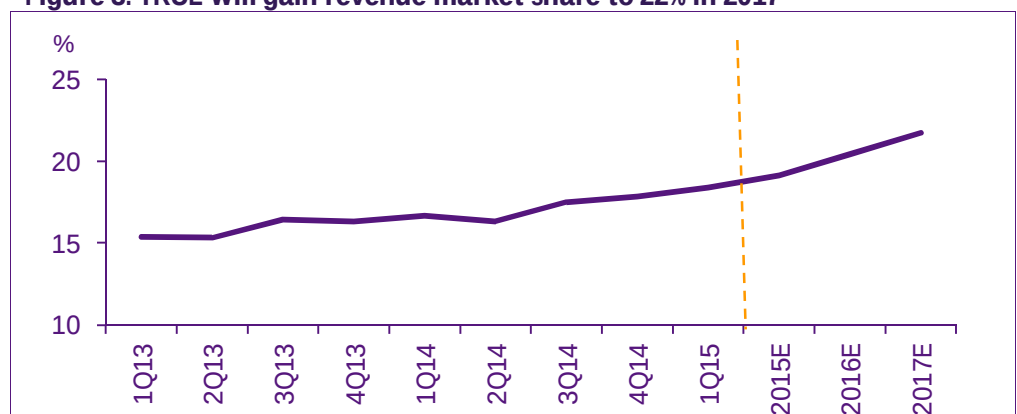
Source: SK Telecom

Figure 2: Comparison between 3G and 4G

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

Source: www.diffen.com

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



Source: Company and SCBS Investment Research

รวีบุษ ปิยะกรียงไกร

นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1002

raweenuch.piyakriengkai@scb.co.th

ตกอยู่ท่ามกลางมรสุม

- เรามองว่ากลุ่มท่องเที่ยวจะตกอยู่ภายใต้ภาวะกดดันในระยะสั้น จากประเด็นกังวลของโรคไวรัสเมอร์ส อย่างไรก็ดี เราไม่คิดว่าเมอร์สจะรุนแรงเท่าซาร์ส และเราคาดหวังถึงการฟื้นตัวอย่างรวดเร็วหลังจากสถานการณ์คลี่คลายไปในทางที่ดีขึ้น
- เราเห็นว่าการที่ ICAO บักรงแดงประเทศไทยในฐานะประเทศที่มีข้อบกพร่อง SSC จะส่งผลกระทบจำกัดต่อการท่องเที่ยวของประเทศไทย

ความกังวลโรคระบาดเป็นปัจจัยลบ แต่หลังจากนั้นคาดว่าจะเห็นการฟื้นตัวแบบ V-shape... ความกังวลของการแพร่ระบาดของเชื้อไวรัสโคโรนาสายพันธุ์กลุ่มอาการโรคทางเดินหายใจตะวันออกกลาง (เมอร์ส) เป็นปัจจัยเสี่ยงสำหรับอุตสาหกรรมท่องเที่ยว ซึ่งมีการยืนยันผู้ป่วยเมอร์สสายแรกในประเทศไทยเมื่อวันที่ 18 มิ.ย. โดยความกังวลจะมีมากขึ้นจากการเดินทางกลับมาของผู้ที่เดินทางไปประกอบพิธีฮัจญ์ (18 มิ.ย.-17 ก.ค.) ที่นครเมกกะ ประเทศซาอุดีอาระเบีย ตลาดมีความกังวลว่าสถานการณ์ครั้งนี้จะเหมือนกับปี 2546 ซึ่งเป็นปีที่อุตสาหกรรมท่องเที่ยวไทยได้รับผลกระทบอย่างหนักจากการแพร่ระบาดของโรคทางเดินหายใจเฉียบพลันรุนแรง (ซาร์ส) ซึ่งส่งผลกระทบทำให้จำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติที่เดินทางเข้ามาในไทยในเดือน มี.ค.-ก.ค. 2546 ปรับตัวลดลง 5-49% YoY ซึ่งปรับตัวลงแรงที่สุดในเดือน พ.ค. โดยในช่วงดังกล่าว หุนในกลุ่มท่องเที่ยวปรับตัวลงแรง โดย MINT -21%, THAI -18%, CENTEL -15%, และ ERW -13% อย่างไรก็ดี หลังจากสถานการณ์คลี่คลายไปในทางที่ดีขึ้น จำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติที่เดินทางเข้ามาในไทยก็ฟื้นตัวอย่างชัดเจนในลักษณะ V-shape และราคาหุ้นที่เกี่ยวข้องกับการท่องเที่ยวก็ปรับตัวเพิ่มขึ้นเช่นเดียวกัน

เมอร์สไม่น่ารุนแรงเท่าซาร์ส เรามองว่าผลกระทบจากการแพร่ระบาดของไวรัสเมอร์สจะรุนแรงน้อยกว่าโรคซาร์ส ทั้งนี้เป็นเพราะ: 1) อุตสาหกรรมท่องเที่ยวแข็งแกร่งมากขึ้น ด้วยฐานนักท่องเที่ยวที่มีขนาดใหญ่มากขึ้น (นักท่องเที่ยวต่างชาติเฉลี่ย 9 แสนคนต่อเดือนในปี 2555 เทียบกับ 2 ล้านคนในปี 2557), 2) เชื้อไวรัสเมอร์สแพร่กระจายเพียงเฉพาะจากผู้ติดเชื้อสู่บุคคลอื่นๆ ผ่านการสัมผัสอย่างใกล้ชิด ในขณะที่ยังไม่มีหลักฐานที่แสดงถึงการแพร่ระบาดของเชื้อไวรัสเมอร์สสู่ชุมชน และการแพร่ระบาดเกิดขึ้นช้ากว่าซาร์สอย่างมาก และ 3) รัฐบาลและหน่วยงานที่กำกับดูแลด้านท่าอากาศยานออกมาตรการดูแลป้องกันอย่างรวดเร็วและมีประสิทธิภาพ

อุตสาหกรรมท่องเที่ยวไทยจะได้รับผลกระทบเล็กน้อยจากการถูกบักรงแดงข้อบกพร่อง SSC สายการบินบินสัญชาติไทยที่บินเส้นทางระหว่างประเทศตกอยู่ในสถานการณ์ลำบาก หลังจากองค์การการบินพลเรือนระหว่างประเทศ (ICAO) ประกาศบักรงแดงประเทศไทยบนเว็บไซต์ ในฐานะประเทศที่ยังมีข้อบกพร่องที่มีนัยสำคัญต่อความปลอดภัยด้านการบิน (SSC) เนื่องจากการบินพลเรือนไทย (บพ.) ไม่ผ่านมาตรฐานความสามารถในการกำกับดูแลสายการบินที่อยู่ภายใต้การดูแลของ บพ. การขึ้นเครื่องหมาย SSC จะส่งผลทำให้สายการบินสัญชาติไทยถูกตรวจสอบเพิ่มมากขึ้นจากประเทศที่เป็นจุดหมายปลายทาง โดย การออกมาตรการใดๆ ต่อสายการบินสัญชาติไทย เช่น การห้ามเพิ่มจำนวนเที่ยวบินหรือการสั่งห้ามบินเข้าประเทศเลย เป็นการตัดสินใจของแต่ละประเทศหลังการตรวจสอบมาตรฐานความปลอดภัย อย่างไรก็ตาม เราเชื่อว่ากรณีเลวร้าย เช่น การสั่งห้ามบินมีโอกาสดังกล่าวไม่มากนัก เนื่องจากสายการบิน เช่น THAI และ AAV ผ่านมาตรฐานความปลอดภัยของประเทศที่เป็นจุดหมายปลายทาง (ดูรายละเอียดได้ในรายงานกลุ่มสายการบิน หน้า 55)

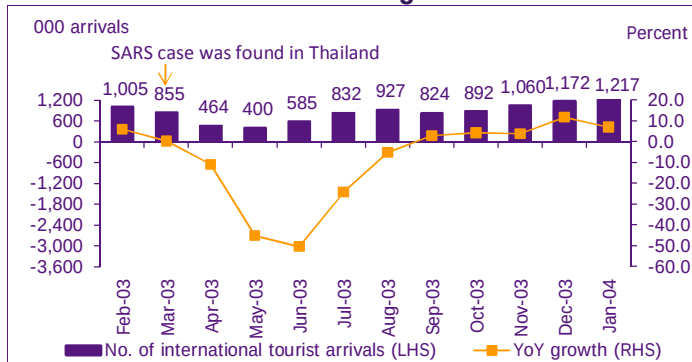
เราเห็นว่านักท่องเที่ยวดูเหมือนจะมีความกังวลเพียงเล็กน้อยเกี่ยวกับแนวโน้มมาตรการห้ามบิน ไม่เหมือนกับการประกาศเตือนเดินทางจากสถานทูต เนื่องจากนักท่องเที่ยวสามารถเปลี่ยนไปใช้บริการของสายการบินอื่นๆ ได้ ซึ่งชี้ให้เห็นว่าผู้ประกอบการท่าอากาศยาน (AOT) และโรงแรม (ERW CENTEL และ MINT) จะมีความเสี่ยงน้อยกว่าผู้ประกอบการสายการบิน (AAV NOK และ THAI) เราดูที่อินโดนีเซียเป็นกรณีศึกษา ประเทศยุโรปประกาศห้ามสายการบินที่จดทะเบียนในอินโดนีเซียทุกสายบินเข้าประเทศในปี 2550 และต่อมาก็ยกเลิกคำสั่งห้ามบินสำหรับสายการบินบางสายในปี 2552 ขณะเดียวกันในปี 2550 สหรัฐฯ ก็ปรับลดอันดับอินโดนีเซียสู่ประเภทที่ 2 โดยจำกัดการเพิ่มเที่ยวบินไปยังจุดหมายปลายทางในสหรัฐฯ อย่างไรก็ดี นักท่องเที่ยวยุโรปที่เดินทางมายังอินโดนีเซียยังคงเติบโตเฉลี่ย 10% ต่อปีในปี 2550-52 และนักท่องเที่ยวจากสหรัฐฯ เติบโตในอัตราเฉลี่ย 9% ต่อปีในระหว่างปี 2549-56

ปัจจัยบวกสำคัญ คือ สถานการณ์เมอร์สคลี่คลายไปในทางที่ดีขึ้น ท่ามกลางความกังวลการแพร่ระบาดของโรคเมอร์ส เราจึงมองว่าตอนนี้ไม่ใช่ช่วงเวลาที่ดีที่สุดสำหรับหุ้นที่เกี่ยวข้องกับการท่องเที่ยว ปัจจัยบวกที่สำคัญสำหรับอุตสาหกรรมท่องเที่ยวไทย คือ สถานการณ์การแพร่ระบาดของโรคเมอร์สที่คลี่คลายไปในทางที่ดีขึ้น เนื่องจากข้อมูลในอดีตเมื่อครั้งที่โรคซาร์สระบาดในปี 2546 แสดงให้เห็นว่าอุตสาหกรรมท่องเที่ยวไทยฟื้นตัวอย่างรวดเร็วเมื่อควบคุมสถานการณ์ได้ เราชอบ AOT และ ERW มากที่สุดในกลุ่มท่องเที่ยว

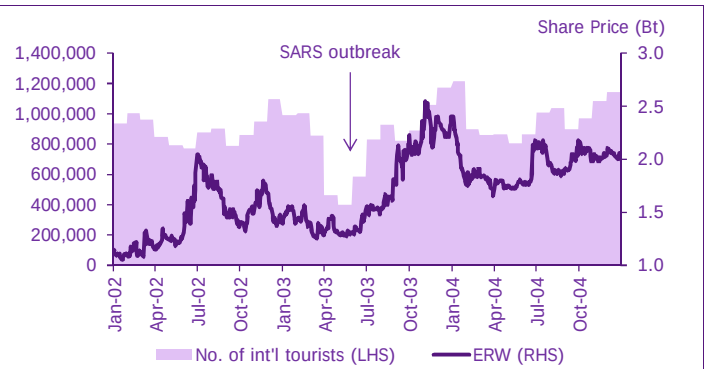
Valuation summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					14A	15F	16F	14A	15F	16F	14A	15F	16F	14A	15F	16F	14A	15F	16F	14A	15F	16F
Airport																						
AOT	Buy	296.00	350.0	19.7	35.2	27.1	23.2	21	30	17	4.3	3.9	3.5	13	15	16	1.1	1.5	1.7	18.4	15.1	13.1
Hotels																						
CENTEL	Buy	35.75	42.0	18.9	44.5	27.6	24.3	(20)	61	14	4.1	3.8	3.5	9	14	15	1.1	1.5	1.6	15.2	12.8	11.7
ERW	Buy	4.26	7.0	65.6	n.m.	27.7	20.7	n.m.	n.m.	34	2.2	2.1	2.0	(3)	8	10	0.9	1.3	1.7	20.9	10.9	9.8
MINT	Neutral	29.00	35.0	22.1	29.5	25.1	20.9	14	17	20	4.3	4.0	3.6	15	17	18	0.9	1.4	1.7	19.5	17.2	15.1
Average					37.0	26.8	22.0	(3)	39	23	3.5	3.3	3.0	7	13	14	1.0	1.4	1.7	18.5	13.6	12.2

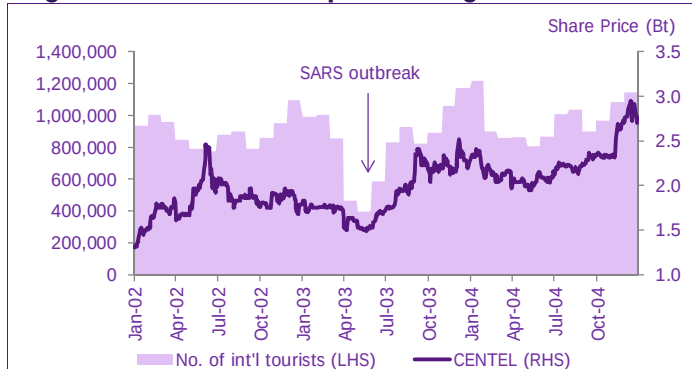
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: International tourist arrivals dropped YoY for five months in a row during SARS

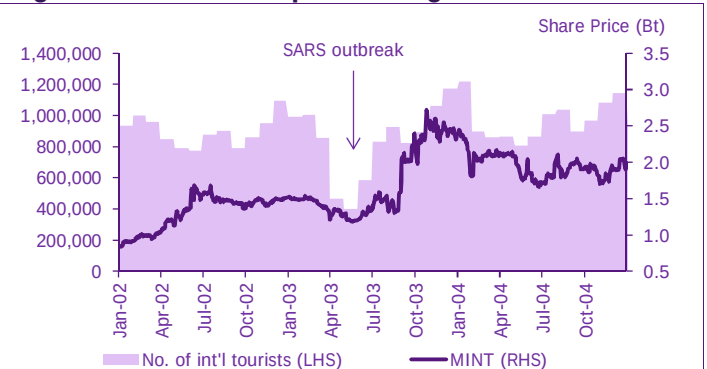
Source: Department of Tourism and SCBS Investment Research

Figure 2: ERW's share price during SARS outbreak

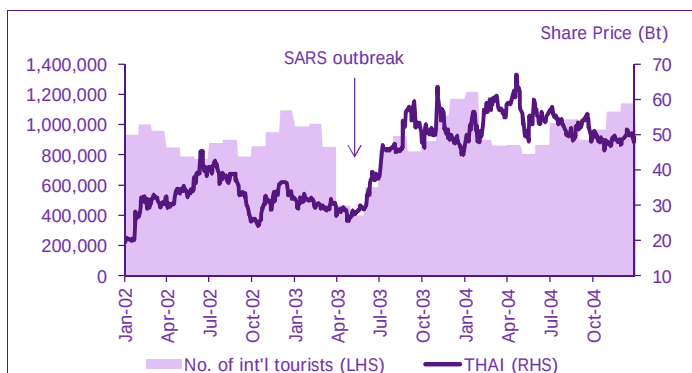
Source: Department of Tourism, SET and SCBS Investment Research

Figure 3: CENTEL's share price during SARS outbreak

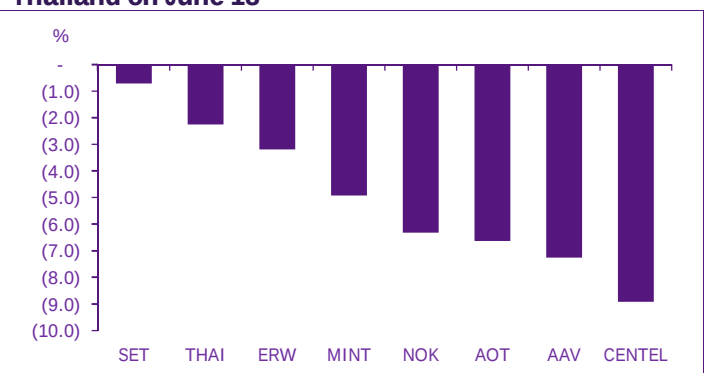
Source: SET and SCBS Investment Research

Figure 4: MINT's share price during SARS outbreak

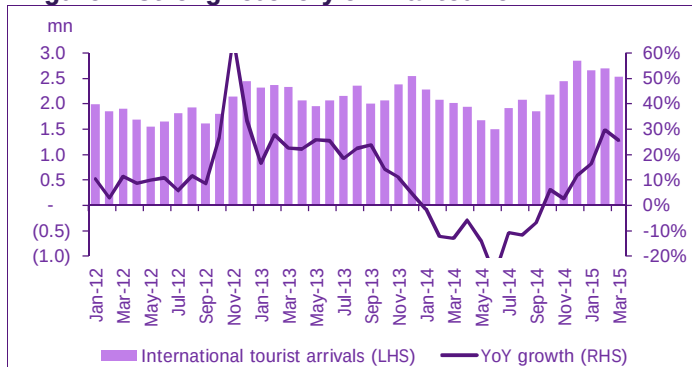
Source: SET and SCBS Investment Research

Figure 5: THAI's share price during SARS outbreak

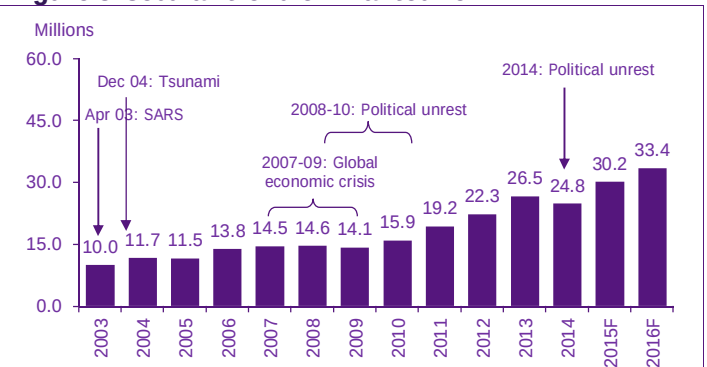
Source: SET and SCBS Investment Research

Figure 6: Price performance since MERS case found in Thailand on June 18

Source: SET and SCBS Investment Research

Figure 7: Strong recovery of Thai tourism

Source: SET and SCBS Investment Research

Figure 8: Secular trend of Thai tourism

Source: Department of Tourism and SCBS Investment Research

คำแนะนำการลงทุน

ราคา ณ วันที่ : 22 มิ.ย. 58



Company	Rec.	Price (Bt)	12-mth Target Price	% Up/(Down)	12-mth BB-CON	Core Profit (Btm)			Core EPS (Bt)			Core EPS growth (%)			Core PER (x)			BVPS(Bt)			P/BV (x)			ROE (%)		
						14A	15F	16F	14A	15F	16F	14A	15F	16F	14A	15F	16F	14A	15F	16F	14A	15F	16F	14A	15F	16F
Agribusiness						1,996	2,108	2,258							7.8	7.4	6.9				1.75	1.50	1.30	22%	20%	44%
GFPT	Neutral	12.40	20.00	61.3	15.2	1,996	2,108	2,258	1.59	1.68	1.80	33%	6%	7%	7.8	7.4	6.9	7.1	8.3	9.5	1.75	1.50	1.30	22%	20%	44%
Automotive						2,136	2,980	3,533							12.9	9.1	7.7				1.24	1.13	1.03	10%	13%	14%
AH	Sell	14.20	16.00	12.7	15.9	371	612	725	1.15	1.90	2.25	-32%	65%	18%	12.3	7.5	6.3	17.6	19.1	20.6	0.81	0.74	0.69	7%	10%	11%
SAT	Neutral	19.00	19.00	-	21.5	650	846	967	1.53	1.99	2.27	-20%	30%	14%	12.4	9.5	8.4	12.3	13.6	15.0	1.55	1.40	1.27	13%	15%	16%
STANLY	Neutral	204.00	235.00	15.2	233.5	1,115	1,522	1,840	14.55	19.86	24.02	-21%	36%	21%	14.0	10.3	8.5	149.0	162.4	178.2	1.37	1.26	1.14	10%	13%	14%
Banking						28.3									10.9	10.9	9.8				1.40	1.26	1.14	14%	13%	13%
Large Banks																										
BBL	Buy	178.50	230.00	28.9	203.7	36,322	35,569	37,465	19.03	18.63	19.63	1%	-2%	5%	9.4	9.6	9.1	169.5	181.4	194.1	1.05	0.98	0.92	12%	11%	10%
KBANK	Buy	200.00	245.00	22.5	241.4	46,153	47,371	53,186	19.28	19.79	22.22	12%	3%	12%	10.4	10.1	9.0	107.4	123.2	140.9	1.86	1.62	1.42	19%	17%	17%
KTB	Buy	17.80	25.00	40.4	21.8	33,191	33,938	37,607	2.37	2.43	2.69	-2%	2%	11%	7.5	7.3	6.6	16.6	18.1	19.9	1.07	0.98	0.89	15%	14%	14%
SCB	No rec	159.50	245.00	53.6	186.5	53,335	55,663	62,609	15.69	16.38	18.42	6%	4%	12%	10.2	9.7	8.7	83.9	94.0	105.9	1.90	1.70	1.51	20%	18%	18%
Mid/small banks																										
BAY	Sell	34.25	32.00	(6.6)	35.0	14,170	17,054	22,402	2.33	2.32	3.05	19%	-1%	31%	14.7	14.8	11.2	21.6	26.6	29.0	1.59	1.29	1.18	11%	10%	11%
KKP	Neutral	35.75	40.00	11.9	40.3	4,250	4,706	5,093	5.31	5.88	6.36	0%	11%	8%	6.7	6.1	5.6	32.1	36.3	40.6	1.11	0.98	0.88	17%	17%	17%
LHBANK	Sell	1.92	1.30	(32.3)	1.4	1,201	1,153	1,195	0.09	0.08	0.09	30%	-7%	4%	21.1	22.7	21.9	1.2	1.3	1.3	1.56	1.51	1.44	8%	7%	7%
TCAP	Buy	33.00	44.00	33.3	36.5	5,120	5,627	5,835	4.01	4.40	4.57	-45%	10%	4%	8.2	7.5	7.2	40.2	43.2	46.2	0.82	0.76	0.71	10%	11%	10%
TISCO	Buy	47.25	54.00	14.3	49.0	4,250	4,685	5,056	5.31	5.85	6.32	0%	10%	8%	8.9	8.1	7.5	32.1	36.3	40.6	1.47	1.30	1.16	17%	17%	16%
TMB	Sell	2.50	2.50	-	2.8	9,539	8,441	9,590	0.22	0.19	0.22	66%	-12%	14%	11.4	12.9	11.4	1.6	1.7	1.9	1.57	1.45	1.33	15%	12%	12%
Commerce						19.7									32.9	27.8	22.9				6.99	6.07	5.07	22%	23%	24%
BIGC	Neutral	193.50	250.00	29.2	228.4	7,235	8,006	9,036	8.77	9.70	10.95	0%	11%	13%	22.1	19.9	17.7	51.1	58.2	66.2	3.79	3.33	2.92	18%	18%	18%
CPALL	Buy	46.25	54.00	16.8	49.6	9,777	13,006	16,652	1.09	1.45	1.85	-11%	33%	28%	42.5	31.9	24.9	3.9	4.6	5.7	11.85	10.16	8.14	29%	34%	36%
GLOBAL	Buy	8.30	12.00	44.6	10.5	699	828	1,077	0.20	0.24	0.31	-26%	18%	30%	41.3	34.9	26.9	4.0	4.3	4.6	2.05	1.95	1.82	6%	6%	7%
HMPRO	Neutral	6.65	7.80	17.3	8.3	3,313	3,482	3,959	0.25	0.26	0.30	8%	5%	14%	26.4	25.1	22.1	1.2	1.4	1.6	5.57	4.87	4.13	23%	21%	20%
MAKRO	Buy	39.50	45.00	13.9	37.8	4,885	5,983	7,159	1.02	1.25	1.49	14%	22%	20%	38.8	31.7	26.5	2.7	3.1	3.9	14.83	12.58	10.17	41%	43%	42%
ROBINS	Buy	45.50	58.00	27.5	55.2	1,927	2,202	2,648	1.74	1.98	2.38	-1%	14%	20%	26.2	23.0	19.1	11.7	12.8	14.2	3.88	3.55	3.20	15%	16%	18%
Construction Materials						13.3									36.3	25.1	19.6				4.15	3.32	3.00	19%	20%	21%
Cement																										
SCC	Buy	522.00	600.00	14.9	573.7	33,615	39,797	46,110	28.01	33.16	38.42	-2%	18%	16%	18.6	15.7	13.6	174.4	194.8	216.9	2.99	2.68	2.41	17%	18%	19%
SCCC	Buy	382.00	500.00	30.9	402.5	5,041	5,909	6,762	21.92	25.69	29.40	3%	17%	14%	17.4	14.9	13.0	90.9	101.6	113.5	4.20	3.76	3.37	25%	27%	27%
TPIPL	Sell	2.98	2.30	(22.8)	3.5	563	1,122	1,342	0.03	0.06	0.07	-45%	100%	20%	106.9	53.6	44.8	2.8	2.9	3.0	1.05	1.03	1.01	1%	2%	2%
Ceramics																										
DCC	Buy	3.78	4.25	12.4	3.9	1,227	1,464	1,639	0.19	0.22	0.25	-6%	19%	12%	20.1	16.9	15.1	0.4	0.5	0.6	9.13	7.04	6.27	45%	47%	44%
DRT	Sell	4.96	5.00	0.8	5.5	289	320	350	0.28	0.31	0.33	-36%	11%	9%	18.0	16.2	14.9	2.1	2.1	2.2	2.32	2.34	2.27	13%	14%	16%
Others																										
EPG	Buy	9.35	10.00	7.0		534	780	1,581	0.25	0.28	0.56	-24%	10%	103%	36.8	33.5	16.6	1.8	3.0	3.5	5.19	3.07	2.66	15%	13%	17%
Construction Services						27.7									153.3	23.0	17.5				2.70	2.38	2.20	10%	13%	14%
BJCHI	Buy	7.40	10.60	43.2	9.0	1,004	1,278	1,443	0.63	0.80	0.90	-20%	27%	13%	11.8	9.3	8.2	2.9	3.7	4.1	2.56	2.00	1.80	22%	24%	23%
CK	Buy	27.00	34.00	25.9	30.2	1,246	1,567	1,800	0.74	0.93	1.06	46%	26%	15%	36.7	29.2	25.4	11.3	10.4	11.1	2.39	2.59	2.44	7%	8%	10%
ITD	Buy	8.00	10.40	30.0	8.4	253	1,245	2,086	0.05	0.24	0.40	-74%	392%	68%	166.8	33.9	20.3	2.7	3.2	3.5	3.01	2.49	2.31	2%	8%	12%
NWR	Neutral	1.86	2.20	18.3		9	208	366	0.00	0.09	0.14	n.m.	2359%	65%	527.5	21.5	13.0	1.5	1.6	1.7	1.26	1.14	1.08	0%	6%	10%
STEC	Buy	23.50	30.00	27.7	24.8	1,521	1,705	1,733	1.00	1.12	1.14	6%	12%	2%	23.6	21.0	20.7	5.5	6.4	7.0	4.29	3.70	3.36	19%	19%	17%
Energy & Utilities						5.8									34.7	17.8	15.1				2.08	1.94	1.82	2%	11%	12%
Oil & Gas and Coal																										
BANPU	Buy	25.75	34.00	32.0	30.9	2,751	3,094	4,528	1.07	1.20	1.75	25%	12%	46%	24.2	21.5	14.7	26.1	26.3	27.3	0.99	0.98	0.94	4%	5%	7%
PTT	Neutral	356.00	360.00	1.1	388.3	84,091	74,057	85,039	29.44	25.93	29.77	-10%	-12%	15%	12.1	13.7	12.0	303.7	321.7	344.9	1.17	1.11	1.03	10%	8%	9%
PTTEP	Buy	111.00	130.00	17.1	126.9	49,478	28,700	33,361	12.46	7.23	8.40	-16%	-42%	16%	8.9	15.4	13.2	104.2	108.8	114.6	1.07	1.02	0.97	12%	7%	8%
Refineries																										
BCP	Buy	32.75	39.00	19.1	37.9	276	4,752	5,448	0.20	3.45	3.96	-94%	1622%	15%	163.4	9.5	8.3	24.2	26.5	29.0	1.35	1.24	1.13	1%	14%	14%
ESSO	Sell	6.35	4.40	(30.7)	6.0	-10,346	1																			

คำแนะนำการลงทุน

ราคา ณ วันที่ : 22 มิ.ย. 58



Company	Rec.	Price (Bt)	12-mth Target Price	% Up/(Down)	12-mth BB-CON	Core Profit (Btm)			Core EPS (Bt)			Core EPS growth (%)			Core PER (x)			BVPS(Bt)			P/BV (x)			ROE (%)		
						14A	15F	16F	14A	15F	16F	14A	15F	16F	14A	15F	16F	14A	15F	16F	14A	15F	16F	14A	15F	16F
Securities																										
ASP	Buy	4.24	5.00	17.9	5.3	828	957	1,042	0.39	0.45	0.49	-22%	16%	9%	10.8	9.3	8.6	2.2	2.3	2.4	1.94	1.83	1.75	18%	20%	21%
MBKET	Neutral	23.30	24.00	3.0	28.2	1,264	1,117	1,148	2.21	1.96	2.01	-13%	-12%	3%	10.5	11.9	11.6	8.6	8.8	9.2	2.72	2.64	2.54	25%	23%	22%
Food & Beverage				43.0		16,264	31,970	36,021							24.0	14.9	14.5				3.14	2.77	2.51	15%	19%	24%
CPF	Buy	23.40	42.00	79.5	29.7	5,914	18,060	20,639	0.76	2.44	2.79	n.m.	220%	14%	30.6	9.6	8.4	15.2	22.1	23.4	1.54	1.06	1.00	4%	11%	12%
MINT	Neutral	29.00	35.00	20.7	35.6	4,333	5,367	6,429	0.98	1.16	1.39	14%	17%	20%	29.5	25.1	20.9	6.8	7.2	8.1	4.25	4.02	3.57	15%	17%	18%
OISHI	Sell	74.50	88.00	18.1	85.4	496	1,130	772	2.65	6.03	4.12	-12%	128%	-32%	28.1	12.4	18.1	19.3	23.7	25.1	3.85	3.14	2.97	14%	28%	17%
PM	Buy	10.60	12.00	13.2		428	492	534	0.72	0.82	0.89	5%	15%	8%	14.8	12.9	11.9	2.7	2.8	3.1	3.95	3.79	3.41	26%	27%	59%
TUF	Neutral	21.20	23.00	8.5	23.7	5,092	6,921	7,648	1.26	1.45	1.60	106%	15%	11%	16.8	14.6	13.2	10.1	11.5	13.1	2.11	1.84	1.62	14%	13%	13%
Health Care Services				14.7		10,314	12,914	15,189							40.5	35.2	29.7				7.79	7.09	6.28	18%	19%	20%
BDMS	Buy	19.10	24.00	25.7	22.4	7,109	8,948	10,642	0.46	0.58	0.69	16%	26%	19%	41.6	33.1	27.8	3.2	3.4	3.7	6.04	5.65	5.11	16%	18%	19%
BH	Sell	179.50	160.00	(10.9)	162.0	2,684	3,503	3,969	3.68	4.81	5.45	9%	31%	13%	48.7	37.3	32.9	13.0	14.7	17.0	13.83	12.25	10.53	26%	29%	29%
BCH	Buy	6.55	8.00	22.1	7.3	522	464	577	0.21	0.19	0.23	-11%	-11%	25%	31.3	35.2	28.3	1.9	1.9	2.1	3.50	3.38	3.19	11%	10%	12%
Information & Communication Technology				19.3		62,604	77,642	90,754							18.1	19.8	14.4				5.99	5.67	5.40	28%	38%	41%
Mobile																										
ADVANC	Buy	230.00	270.00	17.4	258.9	36,033	39,581	41,169	12.12	13.31	13.85	-1%	10%	4%	19.0	17.3	16.6	15.8	16.4	16.6	14.59	14.06	13.85	78%	83%	84%
DTAC	Neutral	83.25	79.00	(5.1)	94.3	10,735	9,386	10,884	4.53	3.96	4.60	-1%	-13%	16%	18.4	21.0	18.1	13.8	15.5	17.1	6.05	5.38	4.87	33%	27%	28%
TRUE	Buy	11.90	17.00	42.9	12.3	-3,626	4,259	10,415	-0.15	0.17	0.42	84%	n.m.	145%	n.m.	68.7	28.1	2.9	3.0	3.3	4.13	3.98	3.65	-10%	6%	14%
Internet																										
CSL	Buy	6.75	13.00	92.6	8.4	-150	499	534	-0.25	0.84	0.90	n.m.	n.m.	7%	n.m.	8.0	7.5	2.1	2.2	2.3	3.19	3.05	2.93	-12%	39%	40%
THCOM	Buy	36.75	46.00	25.2	48.9	1,601	2,309	2,804	1.46	2.11	2.56	11%	44%	21%	25.2	17.4	14.4	15.5	16.8	18.4	2.37	2.18	1.99	10%	13%	15%
Other																										
INTUCH	Buy	77.00	90.00	16.9	94.8	14,761	17,204	20,132	4.60	5.37	6.28	9%	17%	17%	16.7	14.4	12.3	4.4	4.4	4.4	17.33	17.33	17.33	104%	121%	141%
JMART	Neutral	11.40	15.00	31.6	11.3	350	535	643	0.92	1.02	1.23	-5%	11%	20%	12.4	11.2	9.3	4.2	4.8	5.5	2.72	2.39	2.09	17%	21%	22%
SAMART	Buy	27.75	24.00	(13.5)	35.9	1,484	1,693	1,756	1.48	1.69	1.75	1%	14%	4%	18.7	16.4	15.8	10.0	11.8	14.1	2.77	2.34	1.97	16%	15%	14%
SAMTEL	Buy	23.10	18.00	(22.1)	28.6	705	923	948	1.14	1.50	1.54	-9%	31%	3%	20.2	15.4	15.0	5.9	6.6	7.4	3.92	3.48	3.11	21%	24%	22%
SIM	Buy	2.30	4.50	95.7	2.5	710	1,254	1,468	0.16	0.29	0.33	-12%	77%	17%	14.2	8.1	6.9	0.8	0.9	1.1	2.87	2.50	2.18	21%	33%	34%
Insurance				(11.4)		1,080	7,190	5,860							26.8	18.7	16.1				4.53	3.61	3.20	-5%	22%	21%
BLA	Sell	49.75	40.00	(19.6)	52.6	2,662	3,879	4,323	1.57	2.28	2.55	-39%	46%	11%	31.7	21.8	19.5	15.1	16.8	18.8	3.30	2.97	2.65	11%	14%	14%
THRE	Buy	3.08	3.80	23.4	3.9	-1,953	2,862	1,033	-0.46	0.19	0.25	42%	n.m.	29%	n.m.	16.2	12.6	0.9	1.6	1.8	3.43	1.92	1.70	-59%	15%	14%
THREL	Buy	13.60	16.00	17.6	14.3	372	450	504	0.62	0.75	0.84	-3%	21%	12%	22.0	18.1	16.2	2.0	2.3	2.6	6.86	5.96	5.24	33%	35%	34%
Media & Publishing				8.8		6,082	4,663	5,797							20.7	46.4	35.8				4.76	5.07	4.56	25%	21%	25%
TV broadcasting																										
BEC	Neutral	37.50	40.00	6.7	38.6	4,594	3,254	4,135	2.30	1.63	2.07	-18%	-29%	27%	16.3	23.0	18.1	4.3	3.8	4.4	8.81	9.83	8.49	52%	40%	50%
MCOT	Sell	12.70	10.00	(21.3)	11.7	503	92	123	0.73	0.13	0.18	-67%	-82%	33%	17.3	94.8	71.1	11.7	11.7	11.7	1.09	1.09	1.09	6%	1%	2%
Cinema																										
MAJOR	Buy	31.50	39.00	23.8	35.1	984	1,317	1,539	1.11	1.48	1.73	11%	34%	17%	28.4	21.2	18.2	7.2	7.4	7.7	4.38	4.28	4.11	16%	20%	23%
Petrochemicals & Chemicals				5.3		14,455	40,112	42,723							1521.9	18.7	14.4				1.60	1.50	1.40	3%	11%	11%
IVL	Neutral	27.75	27.00	(2.7)	26.6	44	4,669	6,645	0.01	0.97	1.38	n.m.	10463%	42%	3022.1	28.6	20.1	15.3	15.9	16.8	1.82	1.75	1.65	0%	6%	8%
PTTGC	Buy	69.00	75.00	8.7	71.2	14,411	35,443	36,078	3.20	7.86	8.00	-57%	146%	2%	21.6	8.8	8.6	49.8	55.0	59.9	1.38	1.25	1.15	6%	15%	14%
Property Development				21.5		36,141	35,505	41,734							14.1	14.3	11.9				2.31	1.59	1.45	18%	15%	15%
Industrial Estate																										
AMATA	Buy	15.80	21.00	32.9	20.6	2,224	628	1,499	2.08	0.59	1.41	47%	-72%	139%	7.6	26.8	11.2	11.4	13.4	14.2	1.38	1.18	1.11	20%	5%	10%
HEMRAJ	Neutral	4.58	4.50	(1.7)	4.4	2,961	2,508	2,517	0.31	0.26	0.26	3%	-15%	0%	15.0	17.7	17.7	1.5	1.7	1.9	2.96	2.71	2.47	20%	16%	15%
ROJNA	Neutral	7.50	7.16	(4.5)	9.0	644	418	418	0.37	0.24	0.24	n.m.	-35%	0%	20.4	31.5	31.5	7.7	7.8	7.8	0.97	0.96	0.96	6%	3%	0%
TICON	Neutral	14.90	17.00	14.1	17.4	762	973	1,055	0.77	0.89	0.96	-51%	16%	8%	19.5	16.8	15.5	11.5	10.8	11.1	1.29	1.38	1.34	8%	8%	9%
WHA	Under review	4.02	Under review	-	3.8	979	n.a.	n.a.	0.10	n.a.	n.a.	-33%	n.a.	n.a.	39.6	n.a.	n.a.	0.5	n.a.	n.a.	8.65	n.a.	n.a.	23%	n.a.	n.a.
Residential																										
AP	Buy	7.20	9.00	25.0	8.3	2,613	2,883	3,278	0.83	0.92	1.04	43%	10%	14%	8.7	7.9	6.9	5.0	5.7	6.5	1.43	1.26	1.11	18%	17%	17%
LH	Neutral	9.30	10.50	12.9	10.3	6,947	6,887	8,717	0.63	0.59	0.75	-2%	-7%	27%	14.7	15.8	12.5	3.9	3.9	4.2	2.39	2.39	2.23	18%	16%	18%
LPN	Buy	18.40	27.00	46.7	21.1	2,021	2,777	3,309	1.37	1.88	2.24	-13%	37%	19%	13.4	9.8	8.2	7.1	8.1	9.4	2.61	2.26	1.95	20%	25%	26%
PS	Neutral	25.00	30.00	20.0	31.7	6,654	6,676	7,607	2.99	2.99	3.41	15%	0%	14%	8.4	8.4	7.3	13.3	15.4	17.8	1.87	1.63	1.41	24%	21%	21%
QH	Buy	2.70	4.80	77.8	3.7	3,329	3,761	4,533	0.31	0.35	0.42	3%	13%	21%	8.7	7.7	6.4	2.1	2.3	2.5	1.29	1.19	1.07	18%	17%	18%
SIRI	Buy	1.84	2.40	30.4	2.0	2,530	3,366	3,776	0.28	0.24	0.26	18%	-16%	12%	6.6	7.8	7.0	1.8	1.9	2.1	1.01	0.96	0.89	12%	13%	13%
SPALI	Neutral	18.90	23.00	21.7	24.0	4,478	4,628	5,025	2.61	2.70	2.93	55%	3%	9%	7.2	7.0	6.5	10.2	11.9	13.7	1.86	1.59	1.38	28%	24%	23%
Property Fund						6,229	6,320	6,779													0.90	0.90	0.89			
Commercial																										
CPNRF	Buy	16.40	21.00	28.0	18.0	3,466	3,457	3,784	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	12.5	12.6	12.7	1.31	1.30	1.29	n.a.	n.a.	n.a.
LHSC	Buy	10.30	12.00	16.5			344	371	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.				1.00	1.00		n.a.	n.a.	n.a.
Industrial																										
TFUND	Sell	10.30	11.00	6.8		775	826	871	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	11.0	11.0	11.0	0.94	0.94	0.93	n.a.	n.a.	n.a.
TLOGIS	Buy	12.50	13.00	4.0		346	361	378	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	11.6	11.7	11.8	1.08	1.07	1.06	n.a.	n.a.	n.a.
WHAPF	Buy	10.70	14.00	30.8		550	706	728	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	10.4	10.8	11.1	1.03	0.99	0.96	n.a.	n.a.	n.a.

Company	Rec.	Price (Bt)	12-mth Target Price	% Up/(Down)	12-mth BB-CON	Core Profit (Btm)			Core EPS (Bt)			Core EPS growth (%)			Core PER (x)			BVPS(Bt)			P/BV (x)			ROE (%)		
						14A	15F	16F	14A	15F	16F	14A	15F	16F	14A	15F	16F	14A	15F	16F	14A	15F	16F	14A	15F	16F
Office																										
QHPF	Buy	9.55	10.50	9.9		698	252	259	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	10.9	10.9	10.9	0.87	0.87	0.87	n.a.	n.a.	n.a.
POPF	Buy	12.60	12.00	(4.8)		395	374	386	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	61.2	93.2	93.2	0.21	0.14	0.14	n.a.	n.a.	n.a.
Tourism & Leisure																										
				25.9		932	2,131	2,500							44.5	27.6	22.5				3.17	2.95	2.72	3%	11%	12%
CENTEL	Buy	35.75	42.00	17.5	41.3	1,085	1,750	1,989	0.80	1.30	1.47	-20%	61%	14%	44.5	27.6	24.3	8.7	9.5	10.3	4.12	3.78	3.46	9%	14%	15%
ERW	Buy	4.26	7.00	64.3	5.7	-154	381	511	-0.06	0.15	0.21	n.m.	n.m.	34%	n.m.	27.7	20.7	1.9	2.0	2.1	2.23	2.12	1.99	-3%	8%	10%
Transportation & Logistics																										
				17.8		-4,754	24,315	30,700							70.1	23.3	18.5				2.29	2.43	2.37	-4%	7%	9%
Aviation																										
AAV	Buy	4.34	7.50	72.8	5.9	114	1,764	1,877	0.02	0.36	0.39	-87%	1449%	6%	184.9	11.9	11.2	4.0	4.4	4.7	1.08	0.99	0.93	1%	9%	9%
AOT	Buy	296.00	350.00	18.2	333.6	12,928	16,286	19,004	9.05	11.40	13.30	24%	26%	17%	32.7	26.0	22.3	69.8	77.2	85.9	4.24	3.83	3.44	13%	15%	16%
NOK	Under review	9.65	Under review		14.6	-472	n.a.	n.a.	-0.75	n.a.	n.a.	n.m.	n.a.	n.a.	n.m.	n.a.	n.a.	6.0	n.a.	n.a.	1.60	n.a.	n.a.	-11%	n.a.	n.a.
THAI	Neutral	13.00	15.00	15.4	13.3	-21,892	1,343	4,103	-10.02	0.61	1.88	-484%	n.m.	206%	n.m.	21.1	6.9	18.9	13.1	15.0	0.69	0.99	0.87	-45%	4%	13%
Mass Transit																										
BMCL	Neutral	1.95	1.40	(28.2)	1.6	-461	-504	-138	-0.02	-0.02	-0.01	64%	-9%	73%	n.m.	n.m.	n.m.	0.4	0.4	0.4	4.82	5.13	5.22	-5%	-6%	-2%
BTS	Buy	10.00	12.50	25.0	11.2	2,294	2,544	2,840	0.19	0.21	0.24	30%	11%	12%	51.5	46.6	41.8	4.6	4.2	4.0	2.19	2.37	2.51	4%	5%	6%
Tollroads																										
BECL	Neutral	39.75	44.00	10.7	44.9	2,734	2,882	3,015	3.55	3.74	3.92	28%	5%	5%	11.2	10.6	10.2	28.1	30.7	32.0	1.41	1.29	1.24	14%	13%	12%
Infrastructure Fund																										
TRUEIF	Buy	12.40	14.00	12.9	13.9	4,540	4,862	6,025										12.5	13.5	13.6	0.99	0.92	0.91			
SCBS Coverage																										
		1504.06		18.0		568,679	701,495	802,727	74.81	92.28	105.60	-11.1%	23.4%	14.4%	20.1	16.3	14.2				2.1	1.9	1.8	12%	13%	14%

คำแนะนำการลงทุน

ราคา ณ วันที่ : 22 มิ.ย. 58



Company	Rec.	Price (Bt)	12-mth Target Price	% Up/(Down)	12-mth BB-CON	DPS (Bt)			Dividend Yield (%)			EV/EBITDA (x)			EBITDA Growth (%)			Net Debt (Btm)			Shares (m Shrs.)	Mkt. Cap. (Btm)	%Mkt.Cap / SET
						14A	15F	16F	14A	15F	16F	14A	15F	16F	14A	15F	16F	14A	15F	16F			
Agribusiness				61.3					3.23	4.07	4.36	6.88	6.15	5.57	21.46	4.96	4.75	4,380	3,141	2,186		15,547	0.11
GFPT	Neutral	12.40	20.00	61.3	15.2	0.40	0.50	0.54	3.23	4.07	4.36	6.88	6.15	5.57	21.46	4.96	4.75	4,380	3,141	2,186	1,254	15,547	0.11
Automotive				10.4					2.67	3.67	4.39	6.01	4.98	4.20	-22.31	15.29	10.55	1,856	416	-1,367		28,291	0.20
AH	Sell	14.20	16.00	12.7	15.9	0.30	0.56	0.70	2.11	3.98	4.96	6.53	5.36	4.65	-46.47	17.55	4.62	3,496	3,213	2,492	323	4,581	0.03
SAT	Neutral	19.00	19.00	-	21.5	0.63	0.70	0.80	3.32	3.67	4.19	6.00	5.26	4.36	-8.25	3.15	9.68	1,798	855	46	425	8,079	0.06
STANLY	Neutral	204.00	235.00	15.2	233.5	5.25	6.88	8.18	2.57	3.37	4.01	5.49	4.31	3.59	-12.22	25.16	17.36	(3,438)	(3,652)	(3,905)	77	15,632	0.11
Banking				28.3					3.43	3.59	3.89										2,106,176	14.91	
Large Banks																							
BBL	Buy	178.50	230.00	28.9	203.7	6.66	7.01	7.26	3.73	3.93	4.07							-	-	-	1,909	340,728	2.41
KBANK	Buy	200.00	245.00	22.5	241.4	4.00	4.50	5.00	2.00	2.25	2.50							-	-	-	2,393	478,652	3.39
KTB	Buy	17.80	25.00	40.4	21.8	0.90	0.90	1.00	5.06	5.05	5.59							-	-	-	13,976	248,774	1.76
SCB	No rec	159.50	245.00	53.6	186.5	6.28	6.55	7.37	3.93	4.11	4.62							-	-	-	3,394	541,399	3.83
Mid/small banks																							
BAY	Sell	34.25	32.00	(6.6)	35.0	0.70	0.70	0.91	2.04	2.03	2.67							-	-	-	7,356	251,935	1.78
KKP	Neutral	35.75	40.00	11.9	40.3	2.00	2.06	2.16	5.59	5.75	6.05							-	-	-	843	30,152	0.21
LHBANK	Sell	1.92	1.30	(32.3)	1.4	0.00	0.03	0.03	0.19	1.32	1.37										13,199	25,342	0.18
TCAP	Buy	33.00	44.00	33.3	36.5	1.60	1.60	1.60	4.85	4.85	4.85							-	-	-	1,278	42,168	0.30
TISCO	Buy	47.25	54.00	14.3	49.0	2.00	2.05	2.15	4.23	4.33	4.54							-	-	-	801	37,829	0.27
TMB	Sell	2.50	2.50	-	2.8	0.07	0.06	0.07	2.62	2.32	2.63							-	-	-	43,679	109,197	0.77
Commerce				19.7					1.40	1.35	1.56	17.57	15.30	13.15	13.31	14.76	14.68	195,891	198,835	184,417		922,536	6.53
BIGC	Neutral	193.50	250.00	29.2	228.4	2.62	2.91	3.29	1.35	1.50	1.70	12.56	11.59	10.25	2.89	6.20	9.27	13,668	10,209	4,450	825	159,638	1.13
CPALL	Buy	46.25	54.00	16.8	49.6	0.80	0.72	0.93	1.73	1.57	2.00	21.51	18.31	15.95	33.68	17.71	13.31	164,983	165,903	158,543	8,983	415,468	2.94
GLOBAL	Buy	8.30	12.00	44.6	10.5	0.02	0.01	0.02	0.19	0.17	0.22	19.42	16.77	13.92	4.49	16.62	19.79	3,936	4,166	3,978	3,049	25,305	0.18
HMPRO	Neutral	6.65	7.80	17.3	8.3	0.08	0.05	0.06	1.21	0.80	0.91	14.37	13.15	11.65	18.99	11.06	12.93	11,431	13,036	13,067	12,329	81,990	0.58
MAKRO	Buy	39.50	45.00	13.9	37.8	0.77	0.75	0.75	1.95	1.89	1.91	24.55	20.53	17.13	13.57	21.34	19.41	1,140	3,891	3,249	4,800	189,600	1.34
ROBINS	Buy	45.50	58.00	27.5	55.2	0.90	0.99	1.19	1.98	2.18	2.62	13.02	11.45	10.01	6.25	15.63	13.37	732	1,629	1,131	1,111	50,535	0.36
Construction Materials				13.3					2.84	3.04	3.87	16.25	13.39	10.79	-1.78	20.41	19.06	208,982	198,031	187,696		821,226	5.81
Cement																							
SCC	Buy	522.00	600.00	14.9	573.7	12.50	15.48	17.29	2.39	2.97	3.31	11.83	9.92	8.84	1.03	18.47	11.66	168,905	164,023	160,107	1,200	626,400	4.43
SCCC	Buy	382.00	500.00	30.9	402.5	15.00	17.47	19.99	3.93	4.57	5.23	12.16	10.54	8.90	5.64	14.01	12.13	5,343	4,310	-607	230	87,860	0.62
TPIPL	Sell	2.98	2.30	(22.8)	3.5	0.01	0.01	0.01	0.33	0.38	0.33	27.15	18.85	15.26	-3.56	43.74	22.27	26,301	26,141	25,257	20,190	60,166	0.43
Ceramics																							
DCC	Buy	3.78	4.25	12.4	3.9	0.19	0.15	0.25	4.97	4.02	6.64	13.86	11.40	10.05	-1.59	17.06	11.76	1,145	188	-193	4,080	15,422	0.11
DRT	Sell	4.96	5.00	0.8	5.5	0.27	0.27	0.29	5.44	5.36	5.85	8.67	7.89	7.38	-17.34	7.96	5.37	1,212	1,097	1,009	1,048	5,198	0.04
Others																							
EPG	Buy	9.35	10.00	7.0		0.00	0.09	0.17	0.00	0.96	1.82	23.83	21.76	14.32	5.11	21.19	51.17	6,075	2,272	2,123	2,800	26,180	0.19
Construction Services				27.7					0.88	2.75	3.21	18.12	11.63	10.91	-21.66	52.97	8.06	74,480	65,103	68,793		130,991	0.93
BUCHI	Buy	7.40	10.60	43.2	9.0	0.05	0.48	0.48	0.68	6.49	6.49	9.79	8.55	7.66	-16.14	22.84	13.15	-1,061	-277	-112	320	2,368	0.02
CK	Buy	27.00	34.00	25.9	30.2	0.55	0.44	0.44	2.04	1.64	1.64	22.33	17.23	16.44	-12.97	28.59	5.98	36,602	35,985	36,877	1,694	45,735	0.32
ITD	Buy	8.00	10.40	30.0	8.4	0.00	0.09	0.16	0.00	1.18	1.98	29.27	14.88	12.65	-49.68	81.11	19.12	37,475	31,184	32,112	5,280	42,239	0.30
NWR	Neutral	1.86	2.20	18.3		0.00	0.04	0.07	0.00	2.33	3.84	14.80	5.74	5.87	-33.02	118.20	-2.85	3,266	2,380	2,023	2,585	4,809	0.03
STEC	Buy	23.50	30.00	27.7	24.8	0.40	0.50	0.50	1.70	2.13	2.13	14.39	11.74	11.92	3.51	14.10	4.91	-1,802	-4,170	-2,108	1,525	35,840	0.25
Energy & Utilities				5.8					3.00	3.31	3.58	15.07	12.75	11.66	1.27	115.81	6.22	622,902	652,283	628,184		2,141,842	15.16
Oil & Gas and Coal																							
BANPU	Buy	25.75	34.00	32.0	30.9	1.20	0.60	0.90	4.66	2.33	3.50	9.73	8.32	7.06	7.75	6.90	9.27	93,759	80,048	69,294	2,582	66,483	0.47
PTT	Neutral	356.00	360.00	1.1	388.3	13.00	11.00	12.00	3.65	3.09	3.37	4.89	4.99	4.52	11.84	-2.86	9.39	251,044	240,420	229,862	2,856	1,016,843	7.20
PTTEP	Buy	111.00	130.00	17.1	126.9	4.50	2.90	3.40	4.05	2.61	3.06	2.55	4.05	3.80	8.78	-29.07	12.68	9,829	66,458	95,319	3,970	440,668	3.12
Refineries																							
BCP	Buy																						

คำแนะนำการลงทุน

ราคา ณ วันที่ : 22 มิ.ย. 58



Company	Rec.	Price (Bt)	12-mth Target Price	% Up/(Down)	12-mth BB-CON	DPS (Bt)			Dividend Yield (%)			EV/EBITDA (x)			EBITDA Growth (%)			Net Debt (Btm)			Shares (m Shrs.)	Mkt. Cap. (Btm)	%Mkt.Cap / SET
						14A	15F	16F	14A	15F	16F	14A	15F	16F	14A	15F	16F	14A	15F	16F			
Securities																							
ASP	Buy	4.24	5.00	17.9	5.3	0.32	0.39	0.42	7.55	9.12	9.92										2,106	8,928	0.06
MBKET	Neutral	23.30	24.00	3.0	28.2	1.65	1.66	1.71	7.08	7.14	7.34										571	13,300	0.09
Food & Beverage					43.0				3.03	4.18	4.13	13.29	10.65	9.57	46.62	32.13	9.98	219,540	232,983	228,439		418,718	2.96
CPF	Buy	23.40	42.00	79.5	29.7	0.75	1.60	1.70	3.21	6.84	7.26	11.15	9.06	8.46	159.84	25.04	7.02	148,549	162,148	161,925	7,743	181,185	1.28
MINT	Neutral	29.00	35.00	20.7	35.6	0.25	0.40	0.48	0.86	1.40	1.67	19.51	17.21	15.12	6.48	19.45	13.32	28,677	30,088	29,402	4,002	116,061	0.82
OISHI	Sell	74.50	88.00	18.1	85.4	1.60	3.01	2.06	2.15	4.04	2.76	12.32	5.52	4.64	-9.31	81.40	13.26	2,331	(707)	(1,346)	188	13,969	0.10
PM	Buy	10.60	12.00	13.2		0.63	0.55	0.55	5.94	5.19	5.19	11.81	9.72	8.92	3.07	22.09	8.72	(63)	(34)	(45)	598	6,341	0.04
TUF	Neutral	21.20	23.00	8.5	23.7	0.63	0.73	0.80	2.97	3.42	3.78	11.67	11.75	10.70	73.01	12.69	7.57	40,046	41,488	38,504	4,772	101,162	0.72
Health Care Services					14.7				1.12	1.42	1.69	22.52	19.51	17.03	10.38	12.70	12.84	28,466	25,554	20,639		443,000	3.14
BDMS	Buy	19.10	24.00	25.7	22.4	0.23	0.29	0.34	1.20	1.51	1.80	25.42	21.21	17.98	13.80	19.09	16.49	25,980	23,976	20,004	15,491	295,877	2.09
BH	Sell	179.50	160.00	(10.9)	162.0	1.95	2.40	2.72	1.09	1.34	1.52	28.14	22.57	20.57	11.94	23.72	9.70	(1,076)	(2,088)	(2,091)	729	130,788	0.93
BCH	Buy	6.55	8.00	22.1	7.3	0.07	0.09	0.12	1.07	1.42	1.77	13.98	14.75	12.52	5.39	-4.70	12.33	3,561	3,667	2,725	2,494	16,334	0.12
Information & Communication Technology					19.3				4.89	5.06	5.68	9.86	8.65	7.50	14.36	13.95	11.41	94,597	107,050	73,838		1,523,255	10.78
Mobile																							
ADVANC	Buy	230.00	270.00	17.4	258.9	12.00	13.31	13.85	5.22	5.79	6.02	10.51	9.76	10.08	3.98	8.80	-4.69	6,303	13,327	2,636	2,973	683,812	4.84
DTAC	Neutral	83.25	79.00	(5.1)	94.3	6.91	4.36	5.06	8.30	5.24	6.07	7.31	7.10	6.03	3.95	0.55	6.12	27,841	22,525	869	2,368	197,120	1.40
TRUE	Buy	11.90	17.00	42.9	12.3	0.00	0.09	0.21	0.00	0.73	1.78	19.67	13.92	10.07	5.08	46.34	40.60	45,810	58,118	64,202	24,608	292,834	2.07
Internet																							
CSL	Buy	6.75	13.00	92.6	8.4	0.72	0.76	0.86	10.67	11.26	12.74	4.91	4.47	4.10	11.06	5.42	5.53	-180	-330	-455	595	4,013	0.03
THCOM	Buy	36.75	46.00	25.2	48.9	0.78	0.95	1.28	2.13	2.58	3.48	7.88	6.67	5.51	39.88	14.25	13.47	1,081	-312	-2,836	1,096	40,276	0.29
Other																							
INTUCH	Buy	77.00	90.00	16.9	94.8	4.56	5.37	6.28	5.93	6.97	8.15	16.71	14.22	12.15	7.78	17.53	17.01	-2,132	-2,123	-2,112	3,206	246,894	1.75
JMART	Neutral	11.40	15.00	31.6	11.3	0.46	0.51	0.61	4.03	4.47	5.38	7.96	8.85	7.94	13.38	16.79	16.72	1,653	1,803	2,175	524	5,979	0.04
SAMART	Buy	27.75	24.00	(13.5)	35.9	0.80	0.80	0.35	2.88	2.88	1.26	7.38	7.02	6.07	11.44	4.29	4.18	6,858	6,580	3,174	1,007	27,930	0.20
SAMTEL	Buy	23.10	18.00	(22.1)	28.6	0.75	0.75	0.75	3.25	3.25	3.25	7.69	7.45	6.88	12.58	4.06	0.18	5,003	5,176	3,730	618	14,276	0.10
SIM	Buy	2.30	4.50	95.7	2.5	0.15	0.17	0.20	6.52	7.44	8.71	8.57	7.01	6.18	34.50	21.50	15.02	2,360	2,284	2,455	4,400	10,121	0.07
Insurance					(11.4)				1.44	2.48	2.48											105,610	0.75
BLA	Sell	49.75	40.00	(19.6)	52.6	0.51	0.69	0.76	1.03	1.38	1.54										1,698	84,468	0.60
THRE	Buy	3.08	3.80	23.4	3.9	0.00	0.07	0.05	0.00	2.20	1.59										4,215	12,982	0.09
THREL	Buy	13.60	16.00	17.6	14.3	0.45	0.52	0.59	3.31	3.86	4.32										600	8,160	0.06
Media & Publishing					8.8				4.72	3.02	3.71	11.27	14.85	13.89	-19.79	-16.42	9.30	10,021	12,363	11,852		111,763	0.79
TV broadcasting																							
BEC	Neutral	37.50	40.00	6.7	38.6	2.07	1.46	1.86	5.51	3.90	4.96	9.58	11.77	10.30	-11.38	-16.44	13.56	3,319	5,385	4,862	2,000	75,000	0.53
MCOT	Sell	12.70	10.00	(21.3)	11.7	0.66	0.12	0.16	5.20	0.95	1.27	10.21	20.75	20.74	-53.61	-47.88	2.34	2,741	3,420	3,698	687	8,726	0.06
Cinema																							
MAJOR	Buy	31.50	39.00	23.8	35.1	1.09	1.32	1.55	3.46	4.20	4.91	14.01	12.02	10.64	5.62	15.05	12.01	3,961	3,558	3,293	890	28,037	0.20
Petrochemicals & Chemicals					5.3				2.40	2.86	3.18	11.85	7.57	6.97	-10.84	53.02	4.89	130,105	102,594	87,179		444,706	3.15
IVL	Neutral	27.75	27.00	(2.7)	26.6	0.38	0.34	0.48	1.37	1.23	1.73	13.13	9.29	8.20	16.61	32.81	11.38	62,751	50,978	47,794	4,814	133,596	0.95
PTTGC	Buy	69.00	75.00	8.7	71.2	2.37	3.10	3.20	3.43	4.49	4.64	10.57	5.85	5.74	-38.29	73.24	-1.60	67,355	51,616	39,385	4,509	311,111	2.20
Property Development					21.5				3.80	4.36	4.78	13.40	12.77	11.29	12.00	-0.05	17.90	198,306	192,915	200,805		388,135	2.75
Industrial Estate																							
AMATA	Buy	15.80	21.00	32.9	20.6	0.81	0.67	0.55	5.16	4.22	3.47	6.50	13.65	8.14	20.65	-61.05	75.57	5,212	1,199	2,035	1,067	16,859	0.12
HEMRAJ	Neutral	4.58	4.50	(1.7)	4.4	0.12	0.10	0.10	2.52	2.13	2.14	13.09	15.36	14.90	1.97	-10.40	3.34	13,381	16,370	16,498	9,705	44,450	0.31
ROJNA	Neutral	7.50	7.16	(4.5)	9.0	0.02	0.13	0.00	0.27	1.75	0.00	22.49	22.54	22.54	34.84	-19.50	0.00	22,117	15,306	15,306	1,844	13,827	0.10
TICON	Neutral	14.90	17.00	14.1	17.4	0.50	0.64	0.69	3.36	4.32	4.65	18.07	17.35	15.95	-28.72	12.67	9.74	16,057	17,026	17,323	1,099	16,377	0.12
WHA	Under review	4.02	Under review	-	3.8	0.00	n.a.	n.a.	0.00	n.a.	n.a.	25.47	n.a.	n.a.	-17.10	n.a.	n.a.	4,081	n.a.	n.a.	1,314	5,284	0.04
Residential																							
AP	Buy	7.20	9.00	25.0	8.3	0.28	0.27	0.34	3.89	3.82	4.78	10.15	9.78	9.26	25.60	12.04	9.95	14,242	17,161	18,810	3,146	22,650	0.16
LH	Neutral	9.30	10.50	12.9	10.3	0.65	0.48	0.60	6.99	5.14	6.41	12.72	15.43	12.38	17.55	-10.33	24.60	28,364	33,142	33,168	10,996	102,265	0.72
LPN	Buy	18.40	27.00	46.7	21.1	0.80	0.94	1.12	4.35	5.11	6.09	12.48	8.74	7.31	-12.99	35.12	18.87	5,445	3,692	3,521	1,476	27,153	0.19
PS	Neutral	25.00	30.00	20.0	31.7	1.00	1.00	1.14	4.00	4.01	4.56	8.38	8.58	7.77	15.04	-1.58	13.86	21,323	21,829	24,235	2,231	55,769	0.39
QH	Buy	2.70	4.80	77.8	3.7	0.09	0.16	0.19	3.28	5.98	7.21	12.38	10.66	8.77	2.70	11.95	19.54	24,128	22,209	21,340	9,184	24,796	0.18
SIRI	Buy	1.84	2.40	30.4	2.0	0.12	0.12	0.13	6.52	6.50	7.05	11.70	11.34	10.55	28.41	25.16	11.46	32,013	32,824	34,909	14,273	26,262	0.19
SPALI	Neutral	18.90	23.00	21.7	24.0	1.00	0.94	1.17	5.29	4.99	6.20	7.37	7.03	6.61	56.11	5.34	9.99	11,942	12,156	13,660	1,717	32,443	0.23
Property Fund									7.06	6.75	6.99											82,053	0.58
Commercial																							
CPNRF	Buy	16.40	21.00	28.0	18.0	1.41	1.41	1.54	8.60	8.57	9.39	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	2,212	36,285	0.26
LHSC	Buy	10.30	12.00	16.5			0.74	0.76		7.21	7.38	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	488	5,027	0.04
Industrial																							
TFUND	Sell	10.30	11.00	6.8		0.76	0.69	0.72	7.38	6.71	6.98	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	1,150	11,840	0.08
TLOGIS	Buy	12.50	13.00	4.0		0.75	0.78	0.82	6.02	6.27	6.58	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	414	5,173	0.04
WHAPF	Buy	10.70	14.00	30.8		0.66	0.73	0.70	6.20	6.82	6.58	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	939	10,048	0.07



Company	Rec.	Price (Bt)	12-mth Target Price	% Up/(Down)	12-mth BB-CON	DPS (Bt)			Dividend Yield (%)			EV/EBITDA (x)			EBITDA Growth (%)			Net Debt (Btm)			Shares (m Shrs.)	Mkt. Cap. (Btm)	%Mkt.Cap / SET
						14A	15F	16F	14A	15F	16F	14A	15F	16F	14A	15F	16F	14A	15F	16F			
Office																							
QHPF	Buy	9.55	10.50	9.9		0.77	0.31	0.32	8.09	3.24	3.33	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	797	7,611	0.05
POPF	Buy	12.60	12.00	(4.8)		0.76	1.06	1.10	6.05	8.41	8.70	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	482	6,069	0.04
Tourism & Leisure						25.9			1.03	1.36	1.67	18.05	11.82	10.76	-16.70	57.93	10.97	17,253	17,959	18,332	58,835		0.42
CENTEL	Buy	35.75	42.00	17.5	41.3	0.40	0.52	0.59	1.12	1.45	1.65	15.22	12.79	11.67	-2.76	19.73	9.57	9,489	9,832	9,833	1,350	48,263	0.34
ERW	Buy	4.26	7.00	64.3	5.7	0.04	0.05	0.07	0.94	1.26	1.70	20.87	10.85	9.85	-30.65	96.12	12.37	7,765	8,127	8,499	2,482	10,573	0.07
Transportation & Logistics						17.8			1.93	2.80	2.95	27.64	24.20	18.04	-23.37	162.01	18.72	174,588	165,176	152,811	668,088		4.73
Aviation																							
AAV	Buy	4.34	7.50	72.8	5.9	0.00	0.09	0.10	0.00	2.10	2.23	20.11	5.11	4.72	-53.63	311.30	8.46	5,789	7,025	7,079	4,850	21,049	0.15
AOT	Buy	296.00	350.00	18.2	333.6	3.64	4.56	5.32	1.23	1.54	1.80	17.42	14.51	12.75	8.44	17.49	12.47	-10,779	-19,482	-24,283	1,429	422,857	2.99
NOK	Under review	9.65	Under review		14.6	0.00	n.a.	n.a.	0.00	n.a.	n.a.	-4.72	n.a.	n.a.	n.m.	n.a.	n.a.	-3,227	n.a.	n.a.	625	6,031	0.04
THAI	Neutral	13.00	15.00	15.4	13.3	0.00	0.00	0.47	0.00	0.00	3.61	56.02	7.03	5.92	-82.96	660.52	12.52	168,386	159,332	149,532	2,183	28,376	0.20
Mass Transit																							
BMCL	Neutral	1.95	1.40	(28.2)	1.6	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	67.95	80.32	47.66	-14.81	-14.79	68.85	8,948	9,302	9,395	20,500	39,975	0.28
BTS	Buy	10.00	12.50	25.0	11.2	0.60	0.66	0.32	6.00	6.56	3.16	28.51	29.32	28.49	-5.02	-4.48	2.20	-14,574	-16,800	-17,510	11,919	119,193	0.84
Tollroads																							
BECL	Neutral	39.75	44.00	10.7	44.9	2.50	2.62	2.74	6.29	6.59	6.90	8.16	8.91	8.68	7.76	1.99	7.83	20,046	25,797	28,599	770	30,608	0.22
Infrastructure Fund																							
TRUEIF	Buy	12.40	14.00	12.9	13.9	0.94	0.90	1.00	7.57	7.24	8.05										5,808	72,019	0.51
SCBS Coverage																							
		1504.06		18.0					3.1%	3.3%	3.6%	12.17	10.92	9.85	0.10	11.99	9.58	1,981,367	1,974,401	1,863,805		10,267,494	72.69

Disclaimer:

ข้อมูลในรายงานนี้เป็นข้อมูลที่มีการเปิดเผยต่อสาธารณะ ซึ่งนักลงทุนสามารถเข้าถึงได้โดยทั่วไป และเป็นข้อมูลที่เชื่อว่าน่าจะเชื่อถือได้ แต่ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ไทยพาณิชย์ จำกัด (“บริษัท”) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความถูกต้อง หรือสมบูรณ์ของข้อมูลดังกล่าวแต่อย่างใด ความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานนี้เป็นเพียงการนำเสนอในมุมมองของบริษัท และเป็นความคิดเห็น ณ วันที่ที่ปรากฏในรายงานเท่านั้น ซึ่งอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว โดยบริษัทไม่จำเป็นต้องแจ้งให้สาธารณชน หรือนักลงทุนทราบ รายงานนี้จัดทำขึ้นเพื่อเผยแพร่ข้อมูลให้แก่นักลงทุนเท่านั้น บริษัทไม่รับผิดชอบต่อการนำข้อมูลหรือความคิดเห็นใดๆ ไปใช้ในทุกรณี ดังนั้นนักลงทุนจึงควรใช้ดุลพินิจในการพิจารณาตัดสินใจก่อนการลงทุน นอกจากนี้ บริษัท และ/หรือ บริษัทในเครือของบริษัทอาจมีส่วนเกี่ยวข้องหรือผลประโยชน์ใดๆ กับบริษัทใดๆ ที่ถูกกล่าวถึงในรายงานนี้ก็ได้

บริษัทหลักทรัพย์ ไทยพาณิชย์ จำกัด (SCBS) เป็นบริษัทย่อยที่ธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) (SCB) ถือหุ้นทั้งหมด ข้อมูลใดๆ ที่เกี่ยวข้องกัน SCB มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ในการเปรียบเทียบเท่านั้น

เอกสารฉบับนี้จัดทำโดย บริษัทหลักทรัพย์ไทยพาณิชย์ จำกัด (“SCBS”) ซึ่งมีธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) (“ธนาคาร”) เป็นผู้ออกหุ้นรายใหญ่แต่เพียงผู้เดียว โดยธนาคารฯ ได้ทำหน้าที่เป็นที่ปรึกษาทางการเงินร่วมของ บริษัท อมตะ วิถีอิน จำกัด (มหาชน) SCBS ได้รับการแต่งตั้งเป็นผู้จัดการร่วมการจัดจำหน่ายและรับประกันการจำหน่ายหุ้นของ บริษัท อมตะ วิถีอิน จำกัด (มหาชน) ความเห็น ช่วง บทวิจัย บทวิเคราะห์ ราคา ข้อความ การคาดการณ์ การประเมิน และ/หรือ ข้อมูลอื่นที่ระบุในเอกสารฉบับนี้ (“ข้อมูล”) มีวัตถุประสงค์เพื่อให้เป็นข้อมูลทั่วไปเท่านั้น และไม่อาจตีความได้ว่าเป็นการให้คำแนะนำแก่บุคคลใดๆ หรือเป็นการเสนอซื้อ หรือเสนอขาย หรือชักชวนให้เสนอซื้อหรือเสนอขายหลักทรัพย์ โดย SCBS และ/หรือ กรรมการ พนักงาน และลูกจ้างของ SCBS ย่อมไม่ต้องรับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ทั้งความเสียหายทางตรง ความเสียหายทางอ้อม ความเสียหายจากการพิสดาร หรือความเสียหายอันสืบเนื่อง อันเป็นผลมาจากการใช้หรือการเชื่อถือต่อการใช้ข้อมูล ทั้งนี้ รวมถึงแต่ไม่จำกัดเพียงการสูญเสียผลกำไร นักลงทุนพึงใช้ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ประกอบข้อมูลและความเห็นอื่นๆ รวมทั้งพิจารณาถ้อยแถลงของตนเองในการตัดสินใจลงทุน ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นจากแหล่งข้อมูลที่ SCBS เห็นว่าน่าเชื่อถือ โดย SCBS ไม่รับรองถึงความถูกต้อง สมบูรณ์ และ/หรือ ครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว

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

เอกสารฉบับนี้จัดทำโดย บริษัทหลักทรัพย์ไทยพาณิชย์ จำกัด (“SCBS”) ซึ่งมีธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) (“ธนาคาร”) เป็นผู้ออกหุ้นรายใหญ่แต่เพียงผู้เดียว โดยธนาคารฯ ได้ทำหน้าที่เป็นที่ปรึกษาทางการเงินของ บริษัท สยามเบียร์ จำกัด (มหาชน) SCBS ได้ทำหน้าที่เป็นผู้จัดการร่วมการจัดจำหน่ายและรับประกันการจำหน่ายของ บริษัท สยามเบียร์ จำกัด (มหาชน) ความเห็น ช่วง บทวิจัย บทวิเคราะห์ ราคา ข้อความ การคาดการณ์ การประเมิน และ/หรือ ข้อมูลอื่นที่ระบุในเอกสารฉบับนี้ (“ข้อมูล”) มีวัตถุประสงค์เพื่อให้เป็นข้อมูลทั่วไปเท่านั้น และไม่อาจตีความได้ว่าเป็นการให้คำแนะนำแก่บุคคลใดๆ หรือเป็นการเสนอซื้อ หรือเสนอขาย หรือชักชวนให้เสนอซื้อหรือเสนอขายหลักทรัพย์ โดย SCBS และ/หรือ กรรมการ พนักงาน และลูกจ้างของ SCBS ย่อมไม่ต้องรับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ทั้งความเสียหายทางตรง ความเสียหายทางอ้อม ความเสียหายจากการพิสดาร หรือความเสียหายอันสืบเนื่อง อันเป็นผลมาจากการใช้หรือการเชื่อถือต่อการใช้ข้อมูล ทั้งนี้ รวมถึงแต่ไม่จำกัดเพียงการสูญเสียผลกำไร นักลงทุนพึงใช้ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ประกอบข้อมูลและความเห็นอื่นๆ รวมทั้งพิจารณาถ้อยแถลงของตนเองในการตัดสินใจลงทุน ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นจากแหล่งข้อมูลที่ SCBS เห็นว่าน่าเชื่อถือ โดย SCBS ไม่รับรองถึงความถูกต้อง สมบูรณ์ และ/หรือ ครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว

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

เอกสารฉบับนี้จัดทำโดย บริษัทหลักทรัพย์ไทยพาณิชย์ จำกัด (“SCBS”) ซึ่งมีธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) (“ธนาคาร”) เป็นผู้ออกหุ้นรายใหญ่แต่เพียงผู้เดียว โดยธนาคารฯ ได้ทำหน้าที่เป็นที่ปรึกษาทางการเงินร่วมของ บริษัท ไทยยูเนียน โพรเซส โปรดักส์ จำกัด (มหาชน) SCBS ได้ทำหน้าที่เป็นผู้จัดการร่วมการจัดจำหน่ายและรับประกันการจำหน่ายของ บริษัท ไทยยูเนียน โพรเซส โปรดักส์ จำกัด (มหาชน) ความเห็น ช่วง บทวิจัย บทวิเคราะห์ ราคา ข้อความ การคาดการณ์ การประเมิน และ/หรือ ข้อมูลอื่นที่ระบุในเอกสารฉบับนี้ (“ข้อมูล”) มีวัตถุประสงค์เพื่อให้เป็นข้อมูลทั่วไปเท่านั้น และไม่อาจตีความได้ว่าเป็นการให้คำแนะนำแก่บุคคลใดๆ หรือเป็นการเสนอซื้อ หรือเสนอขาย หรือชักชวนให้เสนอซื้อหรือเสนอขายหลักทรัพย์ โดย SCBS และ/หรือ กรรมการ พนักงาน และลูกจ้างของ SCBS ย่อมไม่ต้องรับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ทั้งความเสียหายทางตรง ความเสียหายทางอ้อม ความเสียหายจากการพิสดาร หรือความเสียหายอันสืบเนื่อง อันเป็นผลมาจากการใช้หรือการเชื่อถือต่อการใช้ข้อมูล ทั้งนี้ รวมถึงแต่ไม่จำกัดเพียงการสูญเสียผลกำไร นักลงทุนพึงใช้ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ประกอบข้อมูลและความเห็นอื่นๆ รวมทั้งพิจารณาถ้อยแถลงของตนเองในการตัดสินใจลงทุน ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นจากแหล่งข้อมูลที่ SCBS เห็นว่าน่าเชื่อถือ โดย SCBS ไม่รับรองถึงความถูกต้อง สมบูรณ์ และ/หรือ ครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว

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

บริษัทหลักทรัพย์ไทยพาณิชย์ จำกัด (“SCBS”) ทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) ในหุ้นสามัญของ AAV, ADVANC, AOT, AP, BANPU, BBL, BCH, BCP, BDMS, BH, BJCHI, BLAND, BMCL, BTS, CENTEL, CK, DTAC, EGCO, GFPT, GUNKUL, HANA, ICHI, INTUCH, IRPC, ITD, IVL, JAS, KBANK, KCE, KTB, KTC, LPN, MAJOR, MINT, PS, PSL, PTT, PTTEP, PTTGC, QH, SAWAD, SCC, SGP, SIRI, STEC, STPI, THAI, TMB, TOP, TRUE, TTA, TTCL, UV

นักลงทุนควรพิจารณารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวอย่างรอบคอบก่อนตัดสินใจลงทุน ทั้งนี้ ความเห็น ช่วง บทวิจัย บทวิเคราะห์ ราคา ข้อความ การคาดการณ์ การประเมิน และ/หรือ ข้อมูลอื่นที่ระบุในเอกสารฉบับนี้ (“ข้อมูล”) มีวัตถุประสงค์เพื่อให้เป็นข้อมูลทั่วไปเท่านั้น และไม่อาจนำปัดความว่า เป็นการให้คำแนะนำแก่บุคคลใด ๆ หรือเป็นการเสนอซื้อ หรือเสนอขาย หรือชักชวนให้เสนอซื้อหรือเสนอขายซึ่งหลักทรัพย์ โดย SCBS และ/หรือ กรรมการ พนักงาน ลูกจ้าง และตัวแทนของ SCBS จะไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใด ๆ ทั้งความเสียหายทางตรง ความเสียหายทางอ้อม ความเสียหายจากการพิสดาร ความเสียหายพิเศษ หรือความเสียหายที่เป็นผลสืบเนื่อง อันมีเหตุมาจากการใช้หรือการเชื่อถือในข้อมูลดังกล่าว ซึ่งรวมถึงแต่ไม่จำกัดเพียงการสูญเสียผลกำไร นักลงทุนพึงใช้ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ประกอบร่วมกับข้อมูลและความเห็นอื่น ๆ รวมทั้งพิจารณาถ้อยแถลงของตนเองในการตัดสินใจลงทุน โดยข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ได้รับมาจากแหล่งข้อมูลที่ SCBS เห็นว่าน่าเชื่อถือ ซึ่ง SCBS ไม่สามารถรับรองถึงความถูกต้อง ความสมบูรณ์ และ/หรือ ความครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าวได้

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

CG Rating 2014	Companies with CG Rating
	BAFS, BCP, BTS, CPN, EGGO, GRAMMY, HANA, INTUCH, IRPC, IVL, KBANK, KKP, KTB, MINT, PSL, PTT, PTTEP, PTTGC, SAMART, SAMTEL, SAT, SC, SCB, SE-ED, SIM, SPALI, TISCO, TMB, TOP
	AAV, ACAP, ADVANC, ANAN, AOT, ASIMAR, ASK, ASP, BANPU, BAY, BBL, BECL, BIGC, BKI, BLA, BMCL, BROOK, CENTEL, CFRESH, CIMBT, CK, CNT, CPF, CSI, DELTA, DRT, DTAC, DTC, EASTW, EE, ERW, GBX, GC, GFPT, GUNKUL, HEMRAJ, HMPRO, ICC, KCE, KSL, LANNA, LH, LHANK, LOXLEY, LPN, MACO, MC, MCO2, NCB, NCH, NINE, NKI, NMG, NSI, OCC, OFM, PAP, PE, PG, PHOL, PIW, PM, PPS, PR, PRANDA, PS, PT, QH, RATCH, ROBINS, RS, S & J, SAMCO, SCC, SINGER, SIS, SITHAI, SNC, SNP, SPI, SSF, SSI, SSSC, STA, SVI, TCAP, TF, THAI, THANI, THCOM, TIP, TIPCO, TK, TKT, TINTY, TNL, TOG, TRC, TRUE, TSTE, TSTH, TTA, TTW, UAC, UAG, VGI, VNT, WAOAL
	ZS, AF, AHC, AIT, AJ, AJP, AKR, AMANAH, AMARIN, AMATA, AP, APPO, APS, AQUA, ARIP, AS, ASIA, AYUD, BEAUTY, BEC, BRIT, BH, BIG, BJCHI, BOL, BTNC, BWG, CDET, CGB, CGS, CHOW, CI, CKP, CM, CMR, CSC, CSP, CSS, DCS, DEMO, DNA, EA, ESSO, FE, FORTH, FRI, GENCO, GL, GLOBAL, GLOW, GOLD, HOPROT, HIC, HITECH, HYDRO, IS, IHL, INET, IRC, IRCP, ITD, KES, KGI, KKC, KTC, LAE, LRH, LST, MAJOR, MAKRO, MATCH, MBK, MBKET, MEGA, MFC, MFGC, MID, MODERN, MONO, MOONG, MPG, MTL, NC, NTV, NUSA, NIWR, NYT, OGC, OISHI, PACE, PATO, PB, PDI, PGO, PPM, PPP, PREB, PRS, PRIN, PTG, QLT, QTC, RCL, SABINA, SALEE, SOBLIF, SOCC, SCG, SEAFCC, SEAOL, SFP, SIAM, SIRI, SKR, SMG, SMK, SMPK, SMT, SOLAR, SPC, SPCG, SPPT, SST, STANLY, STEC, STPI, SUC, SWC, SYMC, SYNEX, SYNTec, TASCO, TBSP, TEAM, TFD, TH, THANA, THIP, THREL, TIC, TICON, TIK, TWS, TLUXE, TMI, TMT, TNDT, TPC, TPCORP, TRU, TRU, TSC, TTCL, TUF, TVD, TWFP, UMI, UP, UPE, UPOIC, UT, UV, UWC, VIH, WAVE, WHA, WIN, WINNER, WJASA, ZMICO
Corporate Governance Report disclaimer The disclosure of the survey result of the Thai Institute of Directors Association ("IOD") regarding corporate governance is made pursuant to the policy of the Office of the Securities and Exchange Commission. The survey of the IOD is based on the information of a company listed on the Stock Exchange of Thailand and the Market for Alternative Investment directed to the public and able to be accessed by a general public investor. The result, therefore, is from the perspective of a third party. It is not an evaluation of operation and is not base on inside information. The survey result is as of the date appearing in the Corporate Governance Report of Thai Listed Companies. As a result, the survey result may be changed after that date. SCB Securities Company Limited does not conform nor certify the accuracy of such survey result.	

กรุงเทพฯ – สำนักงานใหญ่

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

กรุงเทพฯ – สาขารัษฎาธิปไตย

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

กรุงเทพฯ – สาขาสันทร

130-132 อาคารสันทร ทาวเวอร์ 1 ชั้น G ถนนวิภาวดี แขวงจตุจักร เขต
ปทุมวัน กรุงเทพฯ 10330
โทรศัพท์ : 0 2686 2068
โทรสาร: 0 2263 3822

กรุงเทพฯ – สาขาเฉลิมนคร

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

กรุงเทพฯ – สาขาชิดลม

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

เชียงใหม่ – สาขาสี่แยกสนามบินเชียงใหม่

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

เชียงใหม่ – สาขาท่าแพ

17 ชั้น 2 ถนนท่าแพ ตำบลช้างคลาน อำเภอเมืองเชียงใหม่ จ.เชียงใหม่ 50000
โทรศัพท์: 0 5381 8422
โทรสาร : 0 5381 8433

เชียงใหม่ – สาขาคณะแพทยศาสตร์เชียงใหม่

110 ชั้น 2 อาคารจอดรถยนต์คณะแพทยศาสตร์เชียงใหม่ ถนนอินทวิสูตร
ตำบลศรีภูมิ อำเภอเมืองเชียงใหม่ จ.เชียงใหม่ 50000
โทรศัพท์: 0 5389 4094
โทรสาร : 0 5389 4090

หาดใหญ่ – สาขาก่อนราษฎร์ยืนดี (หาดใหญ่)

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

