

แนวโน้มตลาดหุ้นไทยไตรมาส 1/59



หุ้นเด่น เน้นเพื่อนบ้าน

SCBS Market Strategy Reports



2558



2557



2556



ดูข้อมูลสวอนสิทธิ์และปฏิสรความรับพิดชอบสำหรับบทวิเคราะห์
ในส่วนท้ายของรายงานฉบับนี้

Research Group

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

เลขานุการ

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

วิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐาน

การแพทย์ ก่อเกี่ยว 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 พาณิชยกรรม ชนส่ง อาหาร
ศิริมา ดิสราร, CFA
sirima.dissara@scb.co.th, (662) 949-1004

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

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

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

สาธารณูปโภค
ศลยา ณ สงขลา
solaya.na_songkhla@scb.co.th, (662) 949-1006

ผู้ช่วยนักวิเคราะห์
เชณินนธร พิชฌานุพัฒน์
chananthorn.pichayapanupat@scb.co.th, (662) 949-1016

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

กลยุทธ์การลงทุน

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

กลยุทธ์การลงทุน
พรสินญ์ ฐปณธิ์
pornthep.jubandhu@scb.co.th, (662) 949-1015

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

กลยุทธ์การลงทุน
วาริทธิ์ ชีรชน
warorith.chirachon@scb.co.th, (662) 949-1014

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

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

Research Support

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

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

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

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

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

สารบัญ

หุ้นเด่น เน้นเพื่อนบ้าน	1
-------------------------------	---

Stock Picks

บมจ. เอเชีย เออีเอ็น (AAV)	27
บมจ. ออน ธนสินทรัพย์ (ไทยแลนด์) (AEONTS)	31
บมจ. ดี เอราวัณ กรุ๊ป (ERW)	35
บมจ. เมเจอร์ ซินีเพล็กซ์ กรุ๊ป (MAJOR).....	39
บมจ. ปูนซีเมนต์ไทย (SCC).....	43

กลุ่มอุตสาหกรรม

สายการบิน	49
ธนาคาร	51
พาณิชย์	53
วัสดุก่อสร้าง	55
เงินทุน.....	57
การแพทย์	59
นิคมอุตสาหกรรม	61
ประกัน	63
สื่อ	65
พัฒนาโครงการที่อยู่อาศัย	67
หลักทรัพย์	69
สื่อสาร	71
ท่องเที่ยว.....	73
SCBS Stock Universe	75

This page is left blank intentionally



หุ้นเด่น เน้นเพื่อนบ้าน

อิสระ อรดีดลเชษฐ์

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

wsinw ฐพนธ์

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

วโรฤทธิ์ จิระชน

นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน
ด้านหลักทรัพย์
varorith.chirachon@scb.co.th
0-2949-1014

ชนัญญิสร พิชญะกาญจน์

chananthorn.pichayapanupat
@scb.co.th
ผู้ช่วยนักวิเคราะห์
0-2949-1016

เหมื่อนมาส บุญออก

mueanmas.boonngork@scb.co.th
ผู้ช่วยนักวิเคราะห์
0-2949-1018

ภาพรวมตลาดหุ้นไทยค่อนข้างอ่อนแอในปี 2558 โดยนับถึงปัจจุบันดัชนี SET index ปรับตัวลดลงมาแล้ว 8.8% เหตุผลหลัก ๆ ที่ส่งผลทำให้ตลาดหุ้นไทยปรับตัวลดลง ได้แก่ เศรษฐกิจที่ฟื้นตัวต่ำกว่าคาด ความล่าช้าในการใช้จ่ายของภาครัฐ และความเชื่อมั่นที่ลดลง เมื่อพิจารณาจากการคาดการณ์ว่าเศรษฐกิจจะฟื้นตัวอย่างแข็งแกร่งมากขึ้นในปี 2559 และเสถียรภาพที่ดี เราเชื่อว่านักลงทุนจะกลับมาให้ความสนใจลงทุนในตลาดหุ้นไทยอีกครั้งในปี 2559

วันที่ 31 ธันวาคม 2558 เป็นวันเริ่มต้นประชาคมเศรษฐกิจอาเซียน (AEC) ซึ่งเราคาดว่าจะเห็นกระแสข่าวเกี่ยวกับการมองหาโอกาสลงทุนใหม่ ๆ เข้ามามากขึ้น ดังนั้น หุ้น top picks ประจำไตรมาส 1/59 ของเรา จึงเลือกจากหุ้นที่มีแนวโน้มผลประโยชน์ประกอบการแข็งแกร่งด้วยตัวของมันเอง และมีประเด็นการเติบโตที่เกี่ยวข้องกับการเพิ่มขึ้นของรายได้และการขยายตัวสังคมเมืองของประเทศเพื่อนบ้าน โดยเฉพาะอย่างยิ่งกัมพูชา สปป.ลาว เมียนมาร์ และเวียดนาม (CLMV)

บรรทัดฐานใหม่และการเริ่มต้นใหม่ เศรษฐกิจโลกกำลังอยู่ในช่วงของการปรับตัวเข้าสู่บรรทัดฐานใหม่ (new normal) ซึ่งเศรษฐกิจโดยรวมมีแนวโน้มที่จะเติบโตต่ำกว่าค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 10 ปี ซึ่งเป็นไปในทิศทางเดียวกับการค้าระหว่างประเทศที่ปรับตัวลดลงในช่วง 2-3 ปีที่ผ่านมาด้วยเช่นกัน ดังนั้นแรงขับเคลื่อนเศรษฐกิจจะจำเป็นต้องพึ่งพาการใช้จ่ายในประเทศเพิ่มขึ้น สำหรับประเทศไทยคงต้องใช้เวลาอีกสักพักในการเปลี่ยนจากเศรษฐกิจที่พึ่งพาการส่งออกมาเป็นเศรษฐกิจที่อิงกับอุปสงค์ในประเทศและภาคบริการ โดยการลงทุนและใช้จ่ายภาครัฐ (ที่ประกาศมาตั้งแต่ปี 2558) จะเป็นปัจจัยสำคัญที่ช่วยกระตุ้นให้เศรษฐกิจเติบโตในช่วงที่มีการปรับเปลี่ยนดังกล่าว ทั้งนี้ เศรษฐกิจไทยน่าจะขยายตัวประมาณ 3% โดยอิงกับเศรษฐกิจในประเทศเป็นสำคัญ

การเปิด AEC และโอกาสการลงทุนใหม่ ๆ ที่มาพร้อมการเติบโตของรายได้ประชากรในกลุ่มประเทศ CLMV แม้ว่าเราอาจไม่เห็นการเปลี่ยนแปลงอย่างฉับพลันในคืนวันที่ 31 ธ.ค. เมื่อมีการเปิดตัว AEC อย่างเป็นทางการ เพราะมีการปรับตัวกันมาระยะหนึ่งแล้ว แต่คาดว่าช่วงเวลาดังกล่าวอาจมีกระแสข่าวเข้ามาในตลาดเพิ่มมากขึ้น ทำให้มีการมองหาโอกาสลงทุนในกลุ่มธุรกิจที่ได้านิสงส์จากการเติบโตของการใช้จ่ายใช้สอยในประเทศเพื่อนบ้านอย่าง CLMV การศึกษาของเราพบว่า โดยปกติแล้วรายได้ที่เพิ่มขึ้นมักจะส่งผลทำให้ผู้บริโภคเปลี่ยนพฤติกรรม โดยหันมาซื้อสินค้าฟุ่มเฟือยเพิ่มมากขึ้น สอดคล้องกับข้อมูลจากรายงานเกี่ยวกับการพัฒนาสู่ความเป็นเมือง (urbanization) ของ SCB EIC ธุรกิจที่น่าจะได้ประโยชน์จากแนวโน้มเช่นนี้ ได้แก่ ธุรกิจต่อเติมและซ่อมแซมบ้าน ธุรกิจโรงแรมและร้านอาหาร ธุรกิจบันเทิง ธุรกิจยานยนต์ ธุรกิจบริการทางการเงิน และธุรกิจท่องเที่ยว

หุ้น top picks ไตรมาส 1/59 ถูกเลือกจากหุ้นที่มีแนวโน้มผลประโยชน์ประกอบการแข็งแกร่งเป็นทุนเดิม และมีประเด็นการเติบโตที่เกี่ยวข้องกับการขยายตัวของรายได้ประชากรและสังคมเมืองในกลุ่มประเทศ CLMV

- **AAV** top pick ในกลุ่มสายการบิน กำไรของ AAV มีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้นและ valuation น่าสนใจ การเปิด AEC จะช่วยสนับสนุนให้กำไรของ AAV เติบโตเพิ่มมากขึ้น เพราะจะกระตุ้นให้ความต้องการเดินทางท่องเที่ยวและทำธุรกิจปรับตัวเพิ่มขึ้น
- **AEONTS** กำไรมีแนวโน้มฟื้นตัวดีขึ้นโดยได้รับปัจจัยหนุนจากการขยายสินเชื่อได้มากขึ้น การตั้งสำรองลดลง และค่าใช้จ่ายตั้งสำรองที่ชะลอตัวลง บริษัทตั้งเป้าเพิ่มสัดส่วนรายได้จากตลาด CLMV จาก 1% ในปัจจุบัน สู่ 10% ภายในปี 2563 (เติบโตเฉลี่ย 43% ต่อปี)
- **ERW** ราคาหุ้น ERW ยังปรับขึ้นช้า และน่าจะได้ประโยชน์จากการเติบโตของอุตสาหกรรมท่องเที่ยวไทยอย่างเต็มที่ เพราะประกอบธุรกิจโรงแรมเป็นหลักและครอบคลุมทุกตลาด (โรงแรม 5 ดาวจนถึงชั้นประหยัด) การเปิด AEC (27% ของจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติทั้งหมด) จะช่วยสนับสนุนให้กำไรเติบโตเพิ่มมากขึ้น
- **MAJOR** หุ้นที่น่าซื้อลงทุนในระยะยาว เพราะแนวโน้มกำไรแข็งแกร่ง MAJOR วางแผนขยายโรงพยาบาลนอร์ดเท้าตัวจาก 517 โรงในปีปัจจุบัน สู่ 1,000 โรงในปี 2563 สัดส่วนรายได้จากตลาด CLMV จะเพิ่มขึ้นจาก 3% ในปัจจุบัน สู่ 20% ในปี 2563
- **SCC** โอกาสเข้าซื้อก่อนผลการดำเนินงานฟื้นตัวในไตรมาส 4/58 และปี 2559 สัดส่วนรายได้จากตลาดอาเซียนเพิ่มขึ้นจาก 12% ในปี 2549 สู่ 22% ในช่วงครึ่งแรกปี 58 กำลังการผลิตใหม่ส่วนใหญ่อยู่ในอาเซียน และจะเริ่มเดินเครื่องผลิตในระหว่างปี 2558-2560

Top picks ไตรมาส 1/59 – 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	4.66	7.0	51.7	198.5	15.0	13.4	(87)	n.m.	12	1.2	1.1	1.0	1	7	8	0.0	1.5	1.9	21.3	6.9	5.6
AEONTS	Buy	97.50	125.0	32.1	10.1	9.0	8.1	(3)	12	12	2.3	2.0	1.7	25	24	23	3.5	3.9	4.3	0.0	0.0	0.0
ERW	Buy	4.14	6.5	57.8	n.m.	42.1	24.0	n.m.	n.m.	75	2.2	2.1	2.0	(3)	5	8	1.0	0.8	1.5	20.5	12.1	10.5
MAJOR	Buy	31.25	36.0	18.8	28.2	24.8	22.5	11	14	10	4.3	4.3	4.2	16	17	19	3.5	3.6	4.0	14.0	13.4	12.4
SCC	Buy	454.00	630.0	42.4	16.2	12.7	10.8	(2)	28	17	2.6	2.3	2.1	17	19	20	2.8	3.7	4.2	10.6	8.4	7.5
Average					63.2	20.7	15.8	(20)	18	25	2.5	2.4	2.2	11	15	16	2.1	2.7	3.2	13.3	8.2	7.2

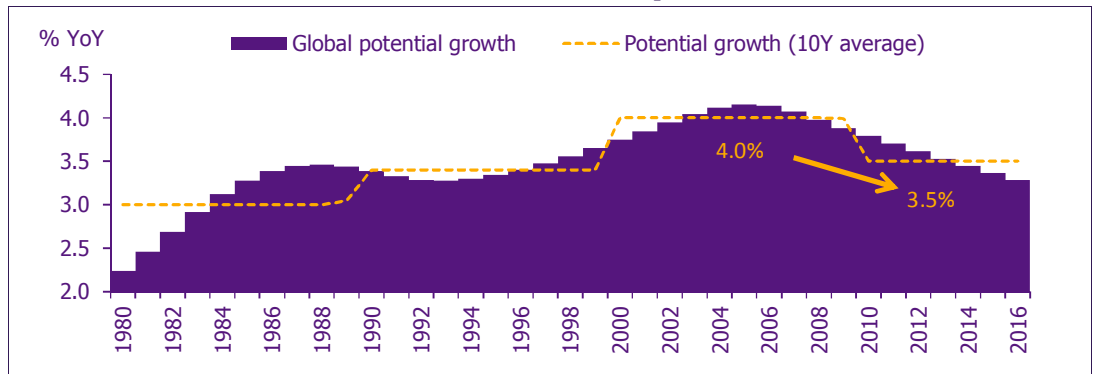
Source: SCBS Investment Research

ปรับตัวเข้าสู่บรรทัดฐานใหม่ (new normal)

ภาพรวมเศรษฐกิจโลก

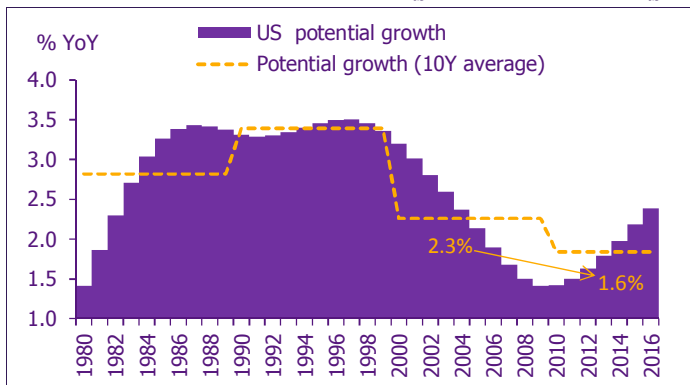
บรรทัดฐานใหม่ หรือ new normal เป็นคำที่นำมาใช้กันในระยะหลังนี้เพื่อแสดงถึงอัตราการเติบโตทางเศรษฐกิจที่ลดน้อยลง อย่างไรก็ดี เรามองว่าบรรทัดฐานใหม่ (new normal) ไม่จำเป็นต้องหมายถึงบางสิ่งบางอย่างที่เป็นไปในทางลบเสมอไป เนื่องจากโดยปกติแล้วบรรทัดฐานใหม่เกิดจากการปฏิรูปเศรษฐกิจ และ/หรือ การเปลี่ยนแปลงทางโครงสร้าง ทั้งนี้เมื่อดูที่เศรษฐกิจโลก เราพบว่าศักยภาพการขยายตัวทางเศรษฐกิจ (potential growth) ในระยะยาวปรับลดลงจาก 4% ในระหว่างปี ค.ศ. 2000-10 สู่ 3.5% (Figure 1) และถ้าวัดที่สหรัฐฯ เราจะเห็นว่าศักยภาพการขยายตัวทางเศรษฐกิจอยู่ที่ระดับประมาณ 2.3% YoY ในทศวรรษปี 2000 แต่ลดลงสู่ 1.6% นับตั้งแต่เกิดวิกฤตซับไพร์ม ตัวอย่างที่เห็นได้ชัดเด่นอีกประเทศหนึ่ง คือ จีน ซึ่งศักยภาพการขยายตัวทางเศรษฐกิจจะลดลงจากที่มีอัตราเติบโตเป็นตัวเลขสองหลักในช่วงต้นทศวรรษปี 2000 สู่ระดับ 8.5% ในปัจจุบัน (ค่าเฉลี่ย 10 ปี)

Figure 1: ศักยภาพการขยายตัวทางเศรษฐกิจทั่วโลกปรับตัวลดลงสู่บรรทัดฐานใหม่ (new normal)



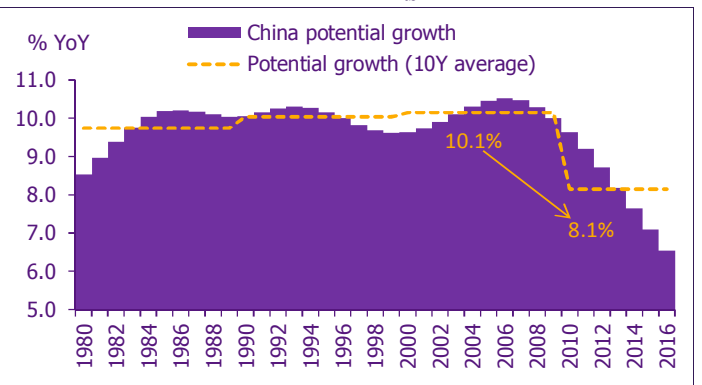
Source: International Monetary Fund (IMF), SCBS Investment Research

Figure 2: ศักยภาพการขยายตัวทางเศรษฐกิจในระยะยาวของสหรัฐฯ



Source: CEIC, SCBS Investment Research

Figure 3: ศักยภาพการขยายตัวทางเศรษฐกิจในระยะยาวของจีน



Source: CEIC, SCBS Investment Research

ภาคเศรษฐกิจโลกโตในอัตราที่นำพองไว้ที่ 3.6% YoY ในปี 2559

รายงานคาดการณ์อัตราเติบโตทางเศรษฐกิจของกองทุนการเงินระหว่างประเทศ (IMF) ระบุว่า เศรษฐกิจโลกจะกลับมาเข้ารูปเข้ารอยมากขึ้นในปี 2559 โดยคาดว่าจะเติบโต 3.6% YoY ตัวเลขคาดการณ์อัตราเติบโตทางเศรษฐกิจในปีหน้าดูดีกว่าตัวเลขในปีที่คาดว่าเศรษฐกิจโลกจะเติบโตเพียง 3.1% ในส่วนของการปรับคาดการณ์เศรษฐกิจ IMF ปรับลดคาดการณ์อัตราเติบโตทางเศรษฐกิจของประเทศส่วนใหญ่ลง ในรายงานฉบับเดือน ต.ค. โดยปรับลดคาดการณ์อัตราเติบโตทางเศรษฐกิจของสหรัฐฯ และญี่ปุ่น (ปี 2559) ลงสู่ 2.8% (-0.2%) และ 1% (-0.2%) ตามลำดับ ในขณะที่คงคาดการณ์อัตราเติบโตทางเศรษฐกิจของยูโรโซนไว้ที่ 1.6% การปรับลดคาดการณ์ลงมากที่สุดเกิดขึ้นที่ลาตินอเมริกา ซึ่งถูกปรับลดคาดการณ์อัตราเติบโตทางเศรษฐกิจลดลง 0.9% สู่ +0.8% ในทางกลับกัน อัตราเติบโตทางเศรษฐกิจของกลุ่มประเทศตลาดเกิดใหม่ในเอเชียดูเหมือนจะยังคงแข็งแกร่ง เนื่องจาก IMF คงคาดการณ์อัตราเติบโตทางเศรษฐกิจไว้ที่ 6.4% ประเด็นบวกรายหนึ่ง คือ IMF คาดว่าการค้าทั่วโลกจะขยายตัว 4.1% ในปี 2559 เทียบกับที่คาดว่าจะขยายตัวเพียง 3.2% ในปี 2558

Figure 4: ประมาณการ GDP โลก

	Projections			Difference from July 2015 WEO Update		Difference from April 2015 WEO	
	2014	2015	2016	2015	2016	2015	2016
World Output	3.4	3.1	3.6	-0.2	-0.2	-0.4	-0.2
Advanced Economies	1.8	2	2.2	-0.1	-0.2	-0.4	-0.2
United States	2.4	2.6	2.8	0.1	-0.2	-0.5	-0.3
Euro Area	0.9	1.5	1.6	0	-0.1	0	0
Germany	1.6	1.5	1.6	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
France	0.2	1.2	1.5	0	0	0	0
Italy	-0.4	0.8	1.3	0.1	0.1	0.3	0.2
Spain	1.4	3.1	2.5	0	0	0.6	0.5
Japan	-0.1	0.6	1	-0.2	-0.2	-0.4	-0.2
United Kingdom	3	2.5	2.2	0.1	0	-0.2	-0.1
Canada	2.4	1	1.7	-0.5	-0.4	-1.2	-0.3
Other Advanced Economies ²	2.8	2.3	2.7	-0.4	-0.4	-0.5	-0.4
Emerging Market and Developing Economies	4.6	4	4.5	-0.2	-0.2	-0.3	-0.2
Commonwealth of Independent States	1	-2.7	0.5	-0.5	-0.7	-0.1	0.2
Russia	0.6	-3.8	-0.6	-0.4	-0.8	0	0.5
Excluding Russia	1.9	-0.1	2.8	-0.8	-0.5	-0.5	-0.4
Emerging and Developing Asia	6.8	6.5	6.4	-0.1	0	-0.1	0
China	7.3	6.8	6.3	0	0	0	0
India ³	7.3	7.3	7.5	-0.2	0	-0.2	0
ASEAN-5 ⁴	4.6	4.6	4.9	-0.1	-0.2	-0.6	-0.4
Emerging and Developing Europe	2.8	3	3	0.1	0.1	0.1	-0.2
Latin America and the Caribbean	1.3	-0.3	0.8	-0.8	-0.9	-1.2	-1.2
Brazil	0.1	-3.0	-1.0	-1.5	-1.7	-2.0	-2.0
Mexico	2.1	2.3	2.8	-0.1	-0.2	-0.7	-0.5
Middle East, North Africa, Afghanistan, and Pakistan	2.7	2.5	3.9	-0.1	0.1	-0.4	0.1
Saudi Arabia	3.5	3.4	2.2	0.6	-0.2	0.4	-0.5
Sub-Saharan Africa	5	3.8	4.3	-0.6	-0.8	-0.7	-0.8
Nigeria	6.3	4	4.3	-0.5	-0.7	-0.8	-0.7
South Africa	1.5	1.4	1.3	-0.6	-0.8	-0.6	-0.8
<i>Memorandum</i>							
European Union	1.5	1.9	1.9	0	-0.1	0.1	0
Low-Income Developing Countries	6	4.8	5.8	-0.3	-0.4	-0.7	-0.2
Middle East and North Africa	2.6	2.3	3.8	-0.1	0.1	-0.4	0.1
World Growth Based on Market Exchange Rates	2.7	2.5	3	-0.1	-0.2	-0.4	-0.2
World Trade Volume (goods and services)	3.3	3.2	4.1	-0.9	-0.3	-0.5	-0.6
Imports							
Advanced Economies	3.4	4	4.2	-0.5	-0.3	0.7	-0.1
Emerging Market and Developing Economies	3.6	1.3	4.4	-2.3	-0.3	-2.2	-1.1
Exports							
Advanced Economies	3.4	3.1	3.4	-0.5	-0.6	-0.1	-0.7
Emerging Market and Developing Economies	2.9	3.9	4.8	-1.1	0.1	-1.4	-0.9
Commodity Prices (U.S. dollars)							
Oil	-7.5	-46.4	-2.4	-7.6	-11.5	-6.8	-15.3
Nonfuel (average based on world commodity export weights)	-4.0	-16.9	-5.1	-1.3	-3.4	-2.8	-4.1
Consumer Prices							
Advanced Economies	1.4	0.3	1.2	0.3	0	-0.1	-0.2
Emerging Market and Developing Economies	5.1	5.6	5.1	0.1	0.3	0.2	0.3
London Interbank Offered Rate (percent)							
On U.S. Dollar Deposits (six month)	0.3	0.4	1.2	0	0	-0.3	-0.7
On Euro Deposits (three month)	0.2	0	0	0	0	0	0
On Japanese Yen Deposits (six month)	0.2	0.1	0.1	0	0	0	-0.1

Source: International Monetary Fund

Note: Real effective exchange rates are assumed to remain constant at the levels prevailing during July 27–August 24, 2015. Economies are listed on the basis of economic size. The aggregated quarterly data are seasonally adjusted. Data for Lithuania are included in the euro area aggregates but were excluded in the April 2015 World Economic Outlook (WEO).

1 Difference based on rounded figures for both the current, July 2015 WEO Update, and April 2015 World Economic Outlook forecasts.

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

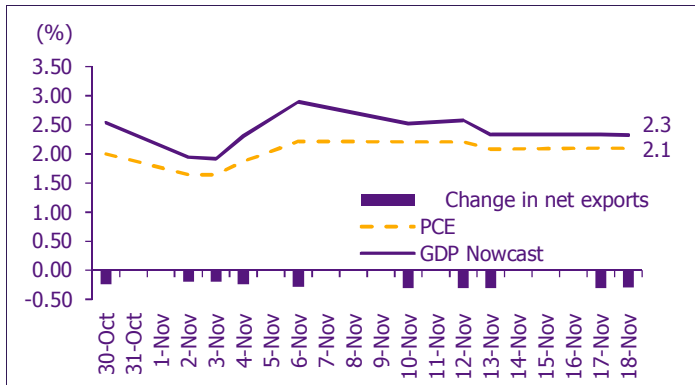
3 For India, data and forecasts are presented on a fiscal year basis and GDP from 2011 onward is based on GDP at market prices with FY2011/12 as a base year.

สหรัฐฯ

โหมเงินเต็มสูบต่อเนื่อง...

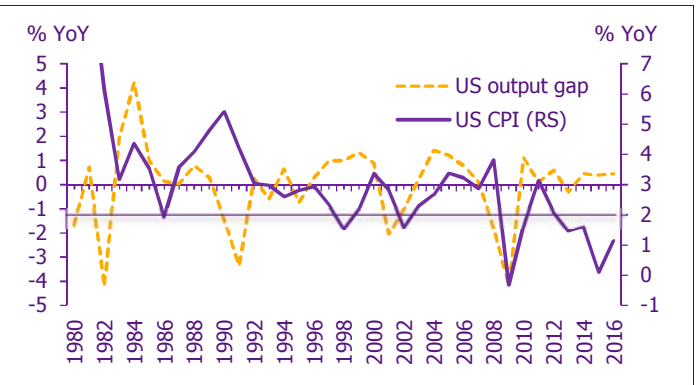
ตัวเลขเศรษฐกิจไตรมาส 3/58 ของสหรัฐฯ ชะลอตัวตามคาด โดย GDP ขยายตัว 2.1% สาเหตุหลักที่ทำให้อัตราเติบโตทางเศรษฐกิจชะลอตัวลงคือ 1) อัตราเติบโตของการส่งออกชะลอตัว, 2) การสะสมทุนถาวรอยู่ในระดับต่ำ, และ 3) การลดลงของสินค้าคงคลัง แม้ตัวเลขเศรษฐกิจไตรมาส 3/58 ชะลอตัว แต่มีโอกาสสูงที่เศรษฐกิจสหรัฐฯ จะกลับเข้าสู่การขยายตัวมากขึ้นในไตรมาสสุดท้ายของปี 2558 เนื่องจากข้อมูล real time GDP ซึ่งให้เห็นว่าอัตราการขยายตัวทางเศรษฐกิจน่าจะอยู่ที่ระดับประมาณ 2.3% นอกจากนี้รายงานคาดการณ์เศรษฐกิจของ IMF ยังบ่งชี้ว่าเศรษฐกิจสหรัฐฯ จะขยายตัวเพิ่มมากขึ้นสู่ระดับ 3.6% YoY ในปี 2559 ทั้งนี้เมื่ออิงกับข้อมูลและคาดการณ์ของ IMF เราคำนวณได้ว่าส่วนต่างระหว่างผลผลิตจริงกับการผลิตระดับศักยภาพ (output gap) ของสหรัฐฯ จะเป็นบวกมากขึ้นในปี 2559 (Figure 6) ซึ่งจะเป็นปัจจัยสำคัญอย่างหนึ่งที่ช่วยกระตุ้นให้อัตราเงินเฟ้อปรับตัวเพิ่มขึ้นสู่เป้าหมายที่เฟดวางไว้ที่ 2% ในระยะกลาง

Figure 5: เศรษฐกิจสหรัฐฯ มีแนวโน้มกลับมาขยายตัวเพิ่มขึ้นที่ประมาณ 2.3% ในไตรมาส 4/58



Source: Federal Reserve Bank of Atlanta, SCBS Investment Research

Figure 6: Output gap กลับมาเป็นบวก

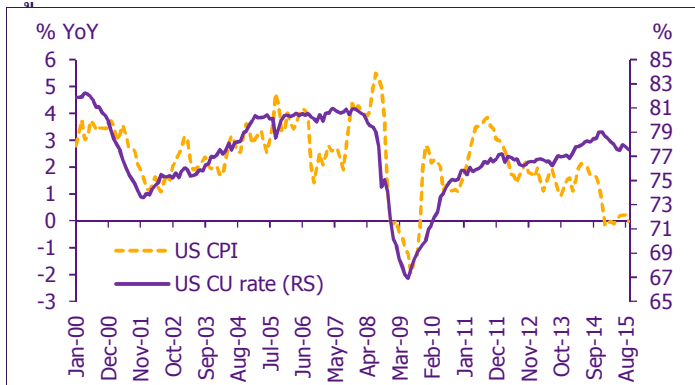


Source: CEIC, SCBS Investment Research

...เพราะอัตราการใช้น้ำมันสูงขึ้น...

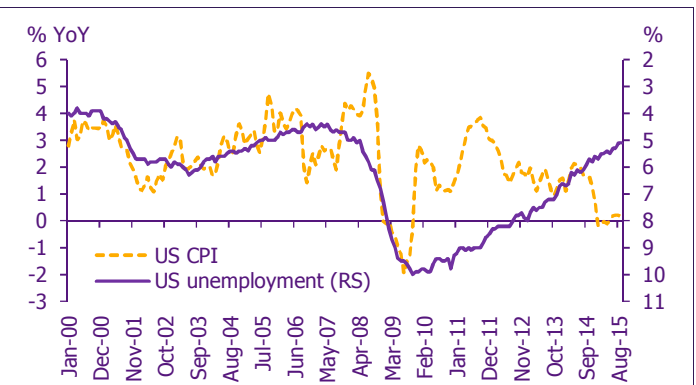
ในทางทฤษฎี output gap ที่เป็นบวกมากขึ้นจะช่วยสนับสนุนให้อัตราเงินเฟ้อปรับตัวเพิ่มขึ้น เนื่องจากอัตราการใช้น้ำมันในปัจจุบัน (ทุนและแรงงาน) อยู่ในระดับที่สูงขึ้น สำหรับด้านปัจจัยทุน (capital) ข้อมูลเกี่ยวกับอัตราการใช้จ่ายในการผลิตบ่งชี้ว่ากำลังการผลิตส่วนเกินปรับตัวลดลง ซึ่งโดยปกติแล้วมักจะส่งผลให้อัตราเงินเฟ้อสูงขึ้น ในขณะเดียวกัน ตลาดแรงงานของสหรัฐฯ ก็กำลังเข้าใกล้ระดับที่มีการจ้างงานเต็มที่เนื่องจากอัตราการว่างงานอยู่ที่ระดับเพียง 5.0% แต่ที่น่าแปลกใจคือ อัตราเงินเฟ้อไม่ได้ตอบสนองต่ออัตราการใช้จ่ายในการผลิตที่สูงขึ้นและตลาดแรงงานที่ตึงตัวมากขึ้น อย่างไรก็ตาม เฟดได้กล่าวไว้ในที่ประชุมหลายครั้งด้วยกันว่า อัตราเงินเฟ้อระดับต่ำมีสาเหตุมาจากปัจจัยชั่วคราว เช่น ราคาน้ำมันที่ลดลง และผลกระทบของปัจจัยดังกล่าวจะค่อยๆ หายไป

Figure 7: อัตราเงินเฟ้อยังไม่ตอบสนองต่ออัตราการใช้จ่ายในการผลิตที่สูงขึ้น...



Source: CEIC, SCBS Investment Research

Figure 8: ...แม้กระทั่งเมื่อตลาดแรงงานกำลังเข้าใกล้ภาวะที่มีการจ้างงานเต็มที่

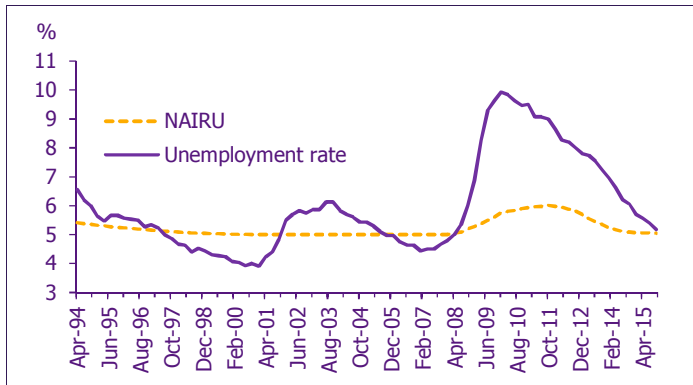


Source: CEIC, SCBS Investment Research

...ค่าจ้างค่อยๆ ปรับตัวเพิ่มขึ้น...

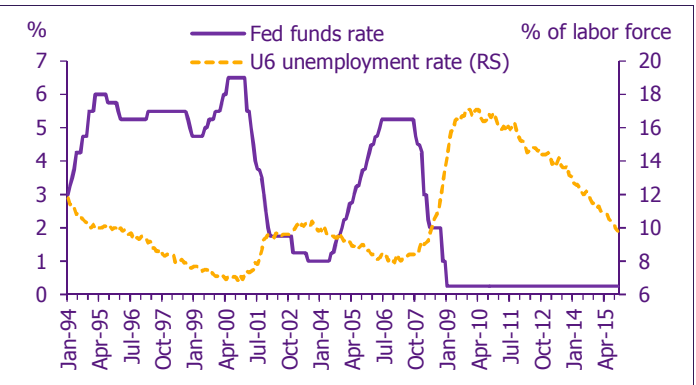
เฟดเคยกล่าวไว้ในหลายๆ โอกาสด้วยกันว่า เพื่อให้บรรลุเป้าหมายอัตราเงินเฟ้อที่ประมาณ 2% อย่างยั่งยืน ตลาดแรงงานจำเป็นต้องปรับค่าจ้างเพิ่มขึ้น และดูเหมือนว่าเฟดจะได้ในสิ่งที่ต้องการแล้ว ข้อมูลตลาดแรงงานเดือน ต.ค. ออกมาดีมาก โดยตัวเลขการจ้างงานใหม่เพิ่มขึ้น 271,000 ตำแหน่ง และอัตราการว่างงานลดลงสู่ 5% หรือเข้าใกล้ภาวะที่มีการจ้างงานเต็มที่ นอกจากนี้อัตราการว่างงาน “U6 unemployment rate” ซึ่งประกอบด้วยคนที่หมดหวังในการหางานและคนที่มียานชั่วคราวทำแต่ต้องการหาตำแหน่งงานถาวร ก็ปรับตัวลดลงสู่ 9.8% ทั้งนี้โดยปกติแล้วเฟดมักจะขึ้นดอกเบี้ยเมื่อ U6 unemployment rate ลดลงต่ำกว่าระดับ 10% ในขณะเดียวกัน อัตราเติบโตของค่าจ้าง (อัตราค่าจ้างเฉลี่ยต่อชั่วโมง) ก็ปรับตัวเพิ่มขึ้น +2.5% ในเดือน ต.ค. สูงที่สุดนับตั้งแต่ปี 2552

Figure 9: ตลาดแรงงานเข้าใกล้ระดับที่มีการจ้างงานเต็มที่



Source: CEIC, SCBS Investment Research

Figure 10: U6 rate ลดลงสู่ระดับที่เปิดทางให้เฟดขึ้นอัตราดอกเบี้ยด้วยความมั่นใจ



Source: CEIC, SCBS Investment Research

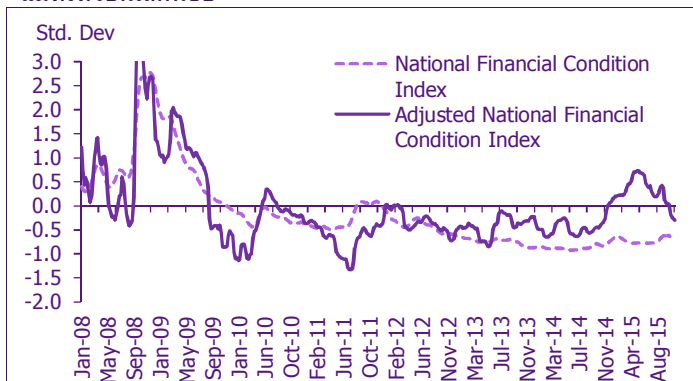
คำถามที่ Fed จำเป็นต้อง
ตอบคือ...

ข้อมูลล่าสุดแสดงให้เห็นว่าความน่าจะเป็นที่เฟดจะขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายในเดือน ธ.ค. อยู่ที่ 70% เมื่ออิงกับความน่าจะเป็นดังกล่าว เราอาจจะสามารถพูดได้ว่านักลงทุนส่วนใหญ่รวมเอาโอกาสที่เฟดจะขึ้นดอกเบี้ยเข้ามาไว้ในกลยุทธ์การลงทุนแล้ว คำถามต่อไป คือ ระดับของการขึ้นดอกเบี้ย และจะต้องจับตาดูตัวเลขเศรษฐกิจที่สำคัญตัวไหนเพื่อใช้เป็นเครื่องชี้นำ คำตอบสำหรับคำถามนี้ค่อนข้างตรงไปตรงมา เนื่องจากเฟดจะให้ความสำคัญกับข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับเป้าหมายหลัก 2 ประการ (dual mandates) เรามองว่าเฟดจะขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายช้ามากในรอบนี้ เพราะอัตราเงินเฟ้ออาจจะลดลงต่ำกว่าเป้าหมายที่เฟดวางไว้อย่างง่ายดายภายใต้สถานการณ์ที่ดอลลาร์สหรัฐแข็งค่าและปรับตัวสูงขึ้น ทั้งนี้ไม่ว่าประมาณการอัตราดอกเบี้ยนโยบายของเฟดจะเป็นอย่างไรก็ตาม เราคิดว่าเฟดอาจจะปรับอัตราดอกเบี้ยนโยบายขึ้นสู่ระดับเป้าหมายอัตราเงินเฟ้อ หรือ core PCE (2% YoY) ในระยะ 24 เดือนข้างหน้าและตรึงอัตราดอกเบี้ยไว้ที่ระดับดังกล่าวระยะหนึ่ง ซึ่งจะเป็นการทดสอบว่าโมเมนตัมทางเศรษฐกิจจะสามารถทำให้อัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงยืนอยู่ที่ศูนย์หรือเป็นบวกเล็กน้อยได้หรือไม่ ถ้าการคาดการณ์ของเราได้รับการยืนยันว่าถูกต้อง เราอาจจะเห็นเฟดปรับลดมุมมองต่อแนวโน้มอัตราดอกเบี้ย และการเปลี่ยนแปลงดังกล่าวจะได้รับการตอบรับที่ดีจากนักลงทุน

ภาระหนี้ระดับต่ำของ
สหรัฐฯ หมายความว่า
อัตราดอกเบี้ยที่สูงขึ้นจะมี
ผลกระทบต่อภาคการ
เติบโตทางเศรษฐกิจ

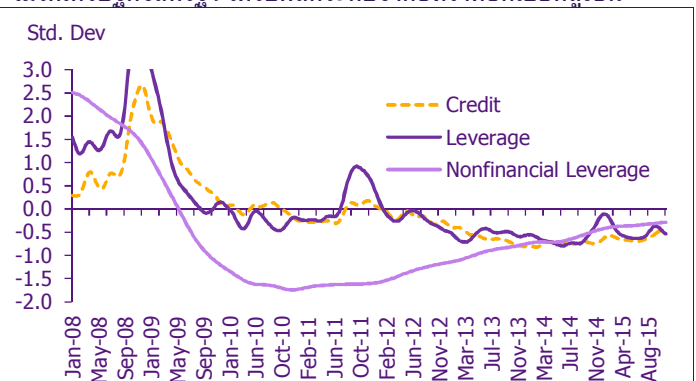
เครื่องมืออย่างหนึ่งที่จะช่วยเราประเมินผลกระทบของอัตราดอกเบี้ยที่สูงขึ้นต่อเศรษฐกิจสหรัฐฯ คือ ดัชนีการเงินภาคธุรกิจ (Financial Condition Index: FCI) และดัชนีอื่นๆ ที่วัดความเสี่ยงทางการเงิน ดัชนี FCI ใน Figure 11 ซึ่งวัดสถานะทางการเงินในสหรัฐฯ ยังคงค่อนข้างคลายในปัจจุบัน ซึ่งหมายความว่า การขึ้นอัตราดอกเบี้ยเล็กน้อยไม่น่าจะส่งผลทำให้สถานะทางการเงินเปลี่ยนแปลงไปอย่างมีนัยสำคัญ ในขณะที่ Figure 12 แสดงให้เห็นว่าภาระหนี้โดยรวมยังอยู่ในระดับต่ำ ซึ่งหมายความว่าเศรษฐกิจสหรัฐฯ ไม่มีความอ่อนไหวมากนักต่อสถานะอัตราดอกเบี้ยที่สูงขึ้น

Figure 11: สถานะทางการเงินของสหรัฐฯ ยังคงค่อนข้างคลายอย่างมาก แม้ถึงตัวชี้เล็กน้อย



Source: Federal Reserve Bank of Chicago, SCBS Investment Research

Figure 12: ความเสี่ยงด้านภาระหนี้สินต่ำจะช่วยป้องกันไม่ให้เศรษฐกิจสหรัฐฯ ได้รับผลกระทบจากอัตราดอกเบี้ยที่สูงขึ้น



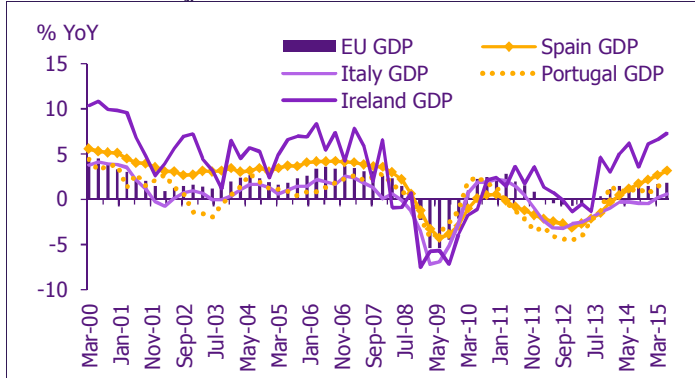
Source: Federal Reserve Bank of Chicago, SCBS Investment Research

ยูโรโซน

ฟื้นตัวปานกลางอย่าง
ต่อเนื่อง...

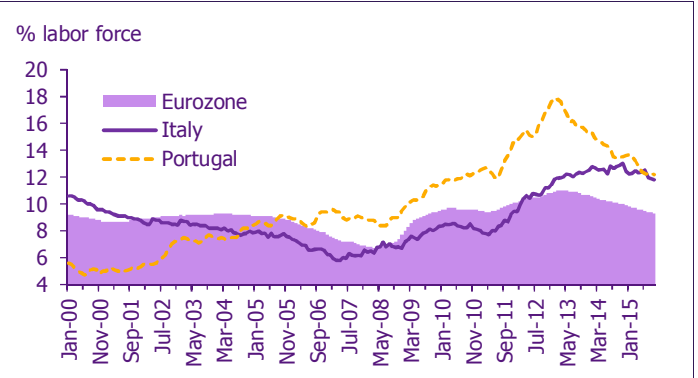
นอกเหนือจากปัจจัยการก่อการร้ายภาวะเศรษฐกิจยูโรโซนไม่ได้เปลี่ยนแปลงไปมากนักนับตั้งแต่รายงานกลยุทธ์การลงทุนไตรมาส 4/58 ของเราเผยแพร่ออกมาย้อนกลับไปในเดือน ต.ค. เศรษฐกิจยูโรโซนยังคงแสดงสัญญาณปรับตัวดีขึ้นในวงกว้าง (Figure 13) นอกจากนี้เศรษฐกิจที่เติบโตอย่างต่อเนื่องก็สอดคล้องกับตลาดแรงงานที่ปรับตัวดีขึ้นด้วย เนื่องจากอัตราการว่างงานปรับตัวลดลงอย่างต่อเนื่อง (Figure 14) ในส่วนของแนวโน้มเศรษฐกิจ IMF คาดว่าเศรษฐกิจยูโรโซนจะเติบโตอย่างมีเสถียรภาพที่ 1.6% YoY ในปี 2559 แม้อัตราการขยายตัวทางเศรษฐกิจของยูโรโซนมีโมเมนตัมที่ไม่น่าตื่นเต้นนักเมื่อเทียบกับประเทศพัฒนาแล้วอื่นๆ แต่การฟื้นตัวของเศรษฐกิจในวงกว้างเป็นปัจจัยบวกที่สำคัญสำหรับยูโรโซน

Figure 13: GDP ยูโรโซนเติบโตในอัตราที่ต่อเนื่อง...



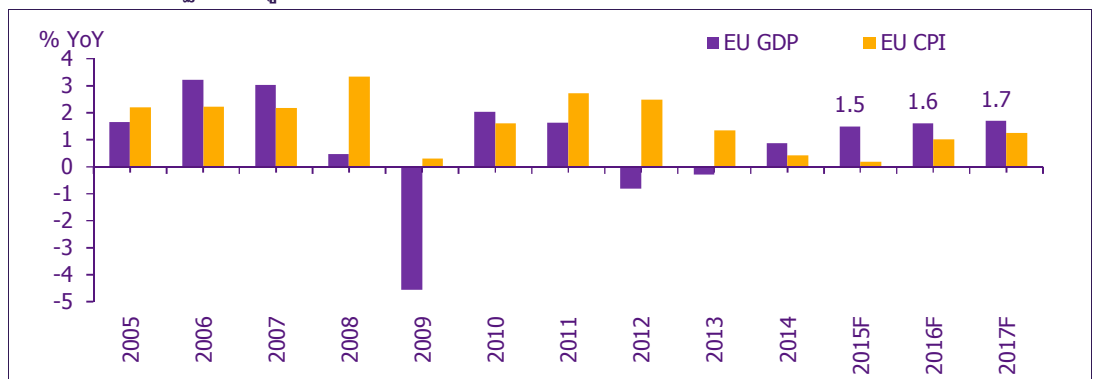
Source: CEIC, SCBS Investment Research

Figure 14: ...และตลาดแรงงานปรับตัวขึ้น



Source: CEIC, SCBS Investment Research

Figure 15: เศรษฐกิจของยูโรโซนมีแนวโน้มที่จะเติบโตอย่างมีเสถียรภาพ

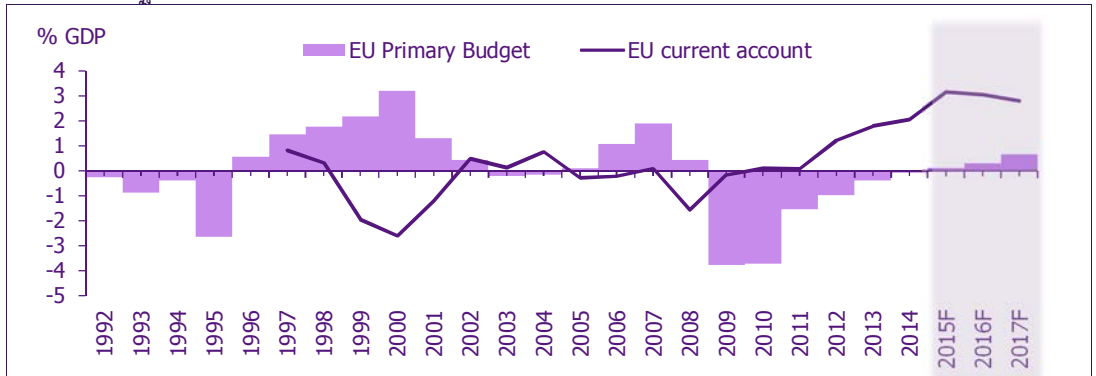


Source: CEIC, SCBS Investment Research

ปัญหาการอุดหนุนทางการเงิน
คลังที่ลดน้อยลงและบัญชี
เดินสะพัดจำนวนมากจะ
ช่วยสนับสนุนเศรษฐกิจได้
เป็นอย่างดีในเวลาต่อมา

มีพัฒนาการที่สำคัญ 2 อย่างเกิดขึ้นหลังวิกฤตการเงินโลกซึ่งจะช่วยสนับสนุนให้เศรษฐกิจของยูโรโซนขยายตัวในระยะถัดไป ปัจจัยแรก คือ ยูโรโซนจะเผชิญกับปัญหาการอุดหนุนทางการเงินคลังต่อระบบเศรษฐกิจ (fiscal drag) ลดน้อยลงในอนาคต ทั้งนี้หากมองย้อนกลับไปที่อดีตพบว่าการดำเนินมาตรการรัดเข็มขัดในหลายๆ ประเทศในยุโรปเป็นเหตุผลสำคัญอย่างหนึ่งที่ทำให้เศรษฐกิจฟื้นตัวช้า ขณะที่หากมองในด้านบวก มาตรการรัดเข็มขัดมีส่วนช่วยสนับสนุนฐานะการคลังของยูโรโซนอย่างมาก ดังเห็นได้จาก Figure 16 วางงบประมาณเบื้องต้น (ไม่รวมการชำระดอกเบี้ย) พลิกกลับมาเกินดุลในปี 2558 และคาดว่าจะปรับตัวดีขึ้นอย่างต่อเนื่องในปี 2559-60 บทสรุปคือ รัฐบาลยูโรโซนจะมีโอกาสมากขึ้นที่จะใช้เครื่องมือทางการคลังมาบริหารแนวโน้มเศรษฐกิจในอนาคต ในส่วนของบัญชีเดินสะพัด ยูโรโซนมีเกินดุลบัญชีเดินสะพัดสะสมจำนวนมาก ซึ่งหมายความว่าทั้งภาคเอกชนและภาครัฐสามารถลดภาระหนี้ได้อย่างต่อเนื่อง ทั้งนี้บัญชีเดินสะพัดที่ยังไม่ได้นำไปใช้ (เพื่อลงทุนหรืออุปโภคบริโภค) จัดเป็นเงินออมส่วนเกิน สำหรับยูโรโซน เงินออมส่วนเกินดังกล่าวจะช่วยให้รัฐบาลหรือภาคเอกชนสามารถลงทุนด้วยต้นทุนทางการเงินที่ต่ำมาก

Figure 16: สภาพคล่องในประเทศจำนวนมาก (จากเกินดุลบัญชีเดินสะพัด) เปิดโอกาสให้ใช้นโยบายการคลังบริหารเศรษฐกิจ

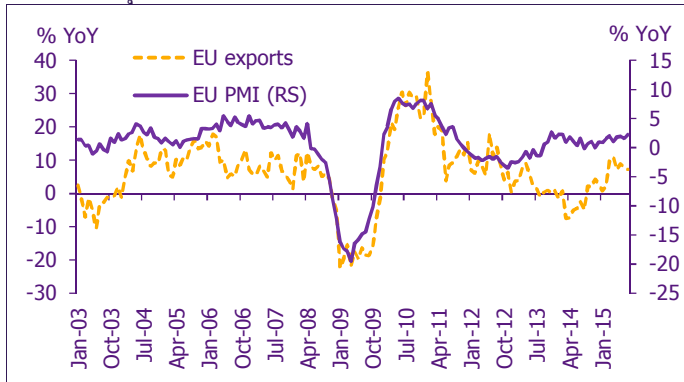


Source: CEIC, SCBS Investment Research

ยังคงคาดว่า ECB จะประกาศใช้เครื่องมือ นโยบายการเงินในเชิงกระตุ้นเพิ่มมากขึ้น

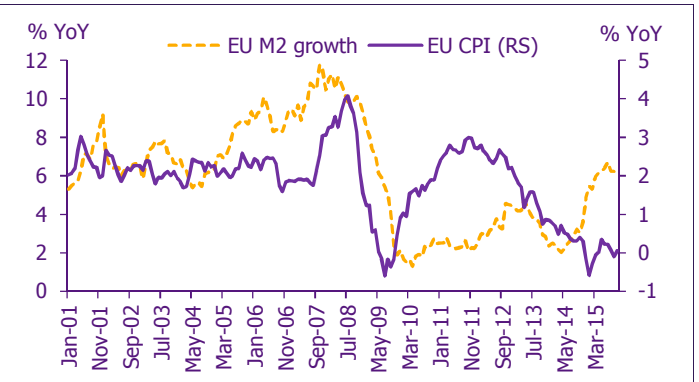
นักลงทุนบางส่วนอาจจะค่อนข้างสับสนว่าทำไมธนาคารกลางยุโรป (ECB) จึงส่งสัญญาณทบทวนมาตรการ QE ในเดือน ธ.ค. ในขณะที่เศรษฐกิจฟื้นตัวดีพอสมควร เรามองว่าน่าจะเกิดจากเหตุผล 2 อย่าง ECB กล่าว่าไว้ว่าภาวะเศรษฐกิจชะลอตัวของตลาดเกิดใหม่อาจจะสร้างความเสี่ยงขาดต่อเศรษฐกิจยูโรโซน เราคิดว่าสิ่งที่มีความสัมพันธ์โดยตรงกับข้อความดังกล่าว คือ การค้าระหว่างประเทศที่ดูเหมือนจะสูญเสียโมเมนตัมไปบ้างในระยะหลังนี้ ในขณะที่เรายังไม่มั่นใจเกี่ยวกับกรอบเวลาและขนาด แต่การปรับตัวสวนทางกันระหว่างดัชนี PMI กับอัตราการขยายตัวของการส่งออกของสหภาพยุโรปต้องเบนเข้าหากัน (Figure 17) ณ จุดนี้ มีความเป็นไปได้ที่ดัชนี PMI จะปรับตัวลดลง ปัญหาที่น่าปวดหัวอีกอย่างหนึ่งสำหรับ ECB คือ ภาวะอัตราเงินเฟ้อต่ำเกินไป ที่สำคัญกว่านั้น อัตราเงินเฟ้อดูเหมือนจะไม่ได้ตอบสนองต่อการผ่อนคลายนโยบายการเงินอย่างต่อเนื่อง (Figure 18) นอกจากนี้สิ่งที่ต้องจับตาต่อไป คือ ECB จะปรับเปลี่ยนนโยบายการเงินอย่างไรในการประชุมเดือน ธ.ค. นี่ทั้งนี้เป็นเพราะมีความเป็นไปได้ที่อัตราเงินเฟ้ออาจจะไม่ตอบสนองมากนักต่อการอัดฉีดสภาพคล่องเข้าสู่ระบบเพิ่มเติม เนื่องจากเราสามารถเห็นได้ใน Figure 18 ว่า ปริมาณเงิน M2 ที่เติบโตอย่างแข็งแกร่งในระดับ 6% ไม่สามารถช่วยให้อัตราเงินเฟ้อหยุดปรับตัวลดลงได้ โดย ECB อาจจะมาถึงจุดที่จะต้องใช้ความพยายามทางการเงินกับการคลังรวมกันเพื่อผลักดันให้อัตราเงินเฟ้อปรับตัวเพิ่มขึ้น ซึ่งเป็นสิ่งที่ต้องจับตาต่อไป

Figure 17: EU จะสามารถพยุงดัชนี PMI เอาไว้ไม่ให้ลดลงโดยไม่ได้รับการสนับสนุนจากการส่งออกได้นานเท่าใด



Source: CEIC, SCBS Investment Research

Figure 18: อัตราเงินเฟ้อที่ต่ำเกินไปจำเป็นต้องได้รับปัจจัยกระตุ้นเพิ่มเติม



Source: CEIC, SCBS Investment Research

เหตุก่อการร้ายในปารีสทำให้เศรษฐกิจของยูโรโซนมีความเสี่ยงลดลงเพิ่มมากขึ้น

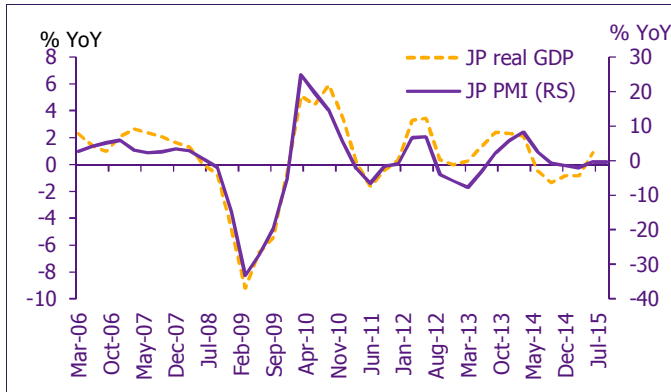
เหตุก่อการร้ายในปารีสเมื่อไม่นานนี้ส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจของยูโรโซนมีความเสี่ยงลดลงเพิ่มมากขึ้น อย่างไรก็ตามไม่สามารถหลีกเลี่ยงได้ เศรษฐกิจของฝรั่งเศสเติบโตต่ำกว่าประเทศอื่นๆ ในยุโรปในระยะหลังนี้ และการฟื้นตัวอย่างเปราะบางจะทำให้ฝรั่งเศสมีความเสี่ยงที่จะถูกปรับลดคาดการณ์อัตราเติบโตทางเศรษฐกิจลงในอนาคตอันใกล้ ทั้งนี้ปัจจุบัน กองทุนการเงินระหว่างประเทศ (IMF) คาดว่าเศรษฐกิจฝรั่งเศสจะขยายตัว 1.2% YoY ในปีนี้ และ 1.5% ในปี 2559 การชะลอตัวของเศรษฐกิจฝรั่งเศสจะส่งผลกระทบอย่างมากต่อเศรษฐกิจยุโรปโดยรวม ตัวเลขคาดการณ์อัตราเติบโตทางเศรษฐกิจของยูโรโซนอยู่ที่ 1.5% ในปีนี้ และ 1.6% ในปี 2559

ญี่ปุ่น

เศรษฐกิจญี่ปุ่นซบเซา

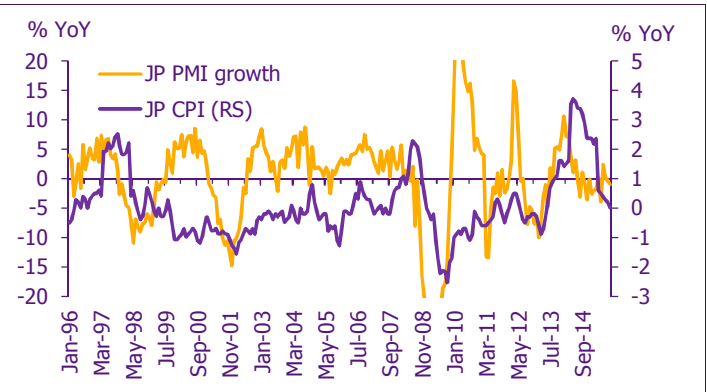
เรื่องราวเกี่ยวกับเศรษฐกิจของญี่ปุ่นค่อนข้างน่าเจ็บปวดหาใช่ปัจจัย เนื่องจากโมเมนตัมการเติบโตหายไปมาก (Figure 19) ทั้งนี้มีความเสี่ยงที่เศรษฐกิจญี่ปุ่นจะเข้าสู่ “ภาวะถดถอยทางเทคนิค” เนื่องจากอัตราการขยายตัวทางเศรษฐกิจในไตรมาส 3/58 อาจติดลบ เรื่องที่เร่งด่วนมากกว่า คือ แนวโน้มการปรับตัวลดลงของอัตราเงินเฟ้อซึ่งลดลงมาอยู่ที่ศูนย์แล้วในรายงานฉบับล่าสุด ในขณะที่รัฐบาลญี่ปุ่นตั้งเป้าที่จะสร้างภาวะเงินเฟ้ออย่างยั่งยืนโดยได้รับปัจจัยกระตุ้นจากค่าจ้างที่สูงขึ้น แต่ค่าจ้างโดยรวมยังต่ำเกินไปที่จะทำหน้าที่ดังกล่าว (Figure 21) ทั้งนี้ปัจจัยสำคัญที่กระตุ้นให้เงินเยนอ่อนค่าลง คือ มาตรการ QE ของธนาคารกลางญี่ปุ่น (BoJ) เราเคยกล่าวไว้ในรายงานกลยุทธ์การลงทุนไตรมาส 4/58 ว่าโมเมนตัมการเข้าซื้อสินทรัพย์ของ BoJ ดูเหมือนจะชะลอตัวลง ส่งผลให้คาดการณ์อัตราเงินเฟ้อ (5Y5Y swap forward rate) ปรับลดลง ทั้งนี้แม้คาดการณ์อัตราเงินเฟ้อปรับลดลงแต่ BoJ ก็กล่าวไว้เมื่อไม่นานนี้ว่านโยบายการเงินปัจจุบันน่าจะเพียงพอสนับสนุนให้เศรษฐกิจเติบโตและอัตราเงินเฟ้อปรับตัวเพิ่มขึ้นในอนาคต ดังนั้นจึงไม่มีความจำเป็นต้องทำการปรับเปลี่ยนใดๆ ในตอนนี้ เรามองว่า BoJ แคชะลอสิ่งที่ไม่สามารถหลีกเลี่ยงได้ออกไป โดยมีความเป็นไปได้ที่คณะกรรมการนโยบายการเงินญี่ปุ่นอาจจะต้องการรอดูผลกระทบจากการขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายของเฟด (คาดเกิดขึ้นในเดือน ธ.ค.) ต่อเงินเยน ก่อนที่จะปรับเปลี่ยนนโยบายการเงิน ทั้งนี้ต้องไม่ลืมว่าอัตราดอกเบี้ยสหรัฐ ที่สูงขึ้นจะส่งผลทำให้เงินเยนอ่อนค่าลง ซึ่งจะช่วยลดภาระของ BoJ

Figure 19: อัตราการขยายตัวทางเศรษฐกิจมีโมเมนตัมเป็นศูนย์...



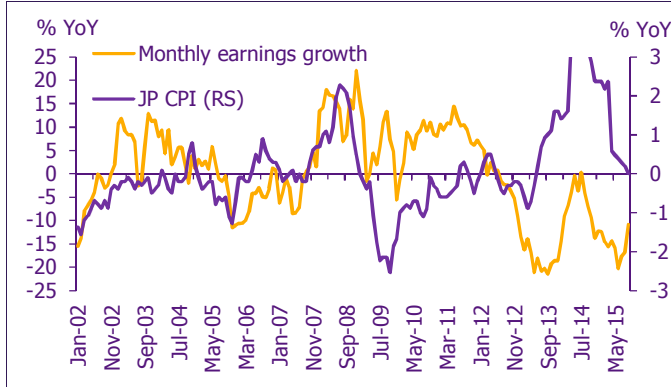
Source: CEIC, SCBS Investment Research

Figure 20: ...เพื่อกระตุ้นให้เกิดสภาวะเงินเฟ้อ



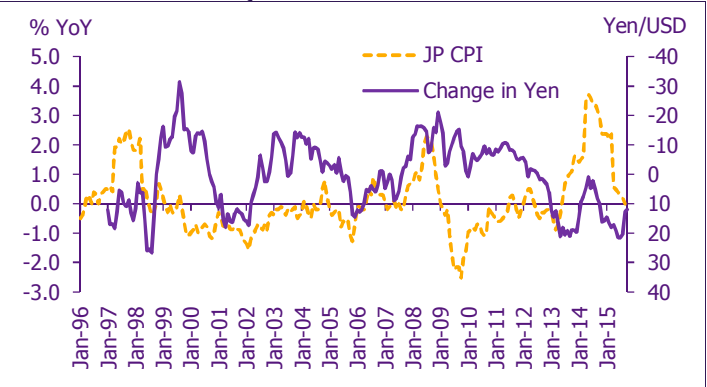
Source: CEIC, SCBS Investment Research

Figure 21: ค่าจ้างยังเติบโตต่ำเกินไปที่จะกระตุ้นให้อัตราเงินเฟ้อปรับตัวเพิ่มขึ้น...



Source: CEIC, SCBS Investment Research

Figure 22: ...ดังนั้นเงินเยนอ่อนค่าจึงดูเหมือนจะเป็นตัวเลือกที่ใช้การได้เพียงอย่างเดียวในปัจจุบัน

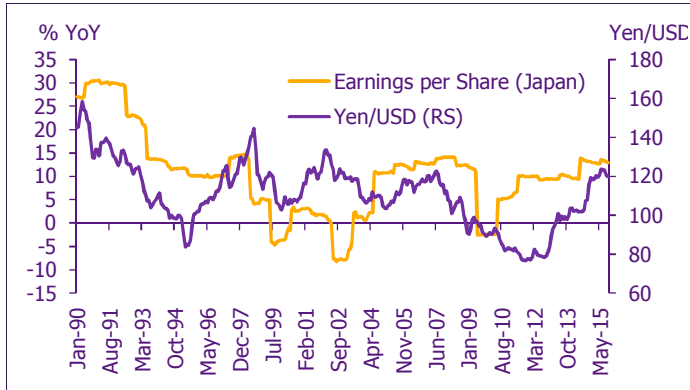


Source: CEIC, SCBS Investment Research

เงินเยนอ่อนค่าจะเป็นปัจจัย
อีกอย่างหนึ่งที่ช่วยกระตุ้น
ให้ตลาดหุ้นปรับตัวเพิ่มขึ้น

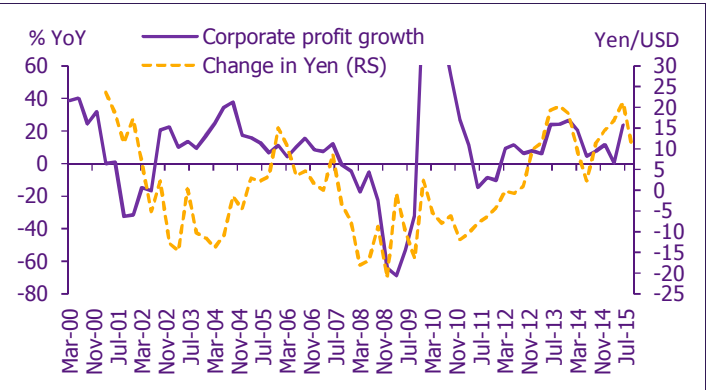
ในด้านของตลาดหุ้น บริษัทจดทะเบียนของญี่ปุ่นต้องการให้เงินเยนอ่อนค่าลง เนื่องจากจะช่วยสนับสนุนให้งบดุลแข็งแกร่ง (ในรูปสกุลเงินท้องถิ่น) Figure 23 และ 24 แสดงให้เห็นภาพอย่างชัดเจนว่าการอ่อนค่าของเงินเยนส่งผลทำให้กำไรของบริษัทจดทะเบียนเติบโตเร็วขึ้นและกำไรต่อหุ้นแข็งแกร่ง ดังนั้นจึงสามารถสรุปได้ว่าเงินเยนอ่อนค่าเป็นแรงผลักดันสำคัญที่ช่วยกระตุ้นให้ตลาดหุ้นญี่ปุ่นปรับตัวเพิ่มขึ้นดังเห็นได้ใน Figure 25

Figure 23: ค่าเงินเยนและกำไรต่อหุ้น



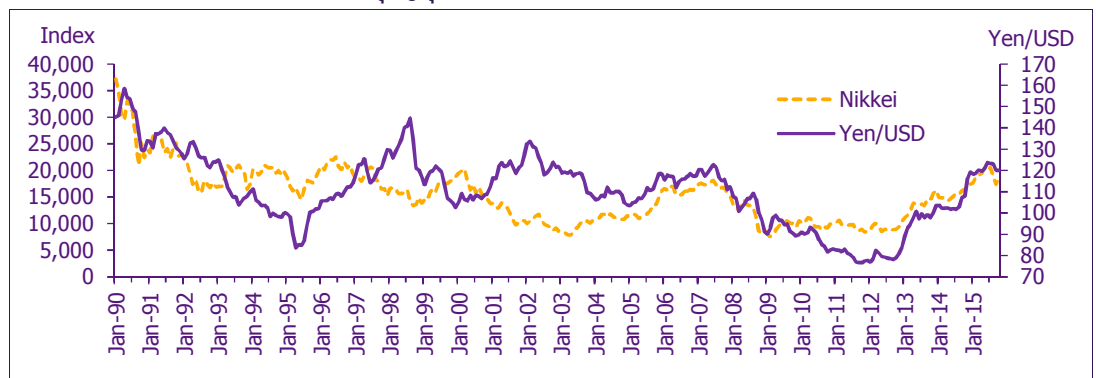
Source: CEIC, SCBS Investment Research

Figure 24: ค่าเงินเยนและอัตราเติบโตของกำไรบริษัทจดทะเบียน



Source: CEIC, Bloomberg, SCBS Investment Research

Figure 25: การปรับตัวขึ้นของตลาดหุ้นญี่ปุ่นยังคงต้องพึ่งพาเงินเยนอ่อนค่า



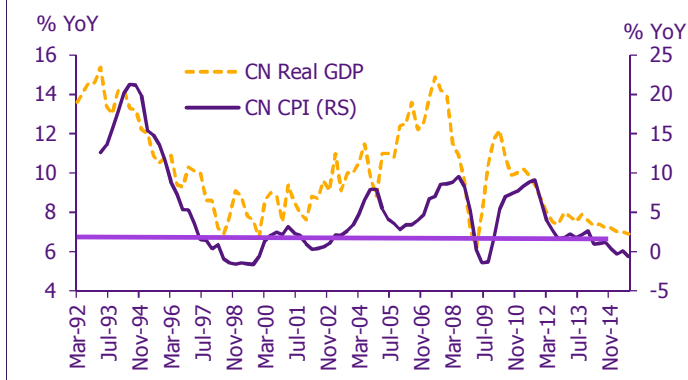
Source: CEIC, SCBS Investment Research

จีน

เศรษฐกิจจีนไม่ได้ปรับตัว
ดีขึ้นมากนัก แม้กระทั่ง
ภายหลังพอลคลาย
นโยบายการเงินเพิ่มเติม

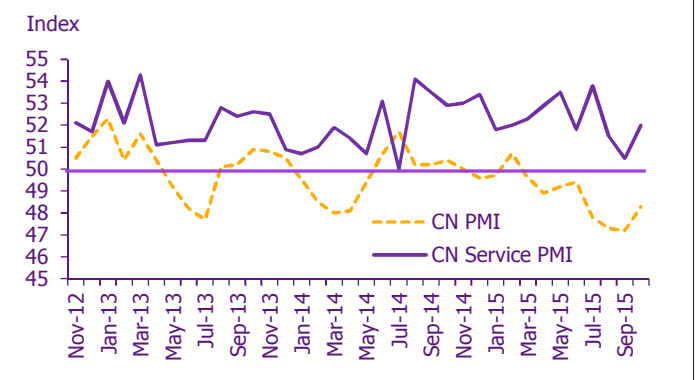
ในที่สุดอัตราการขยายตัวทางเศรษฐกิจของจีนก็ปรับตัวลดลงกว่าเป้าที่รัฐบาลวางไว้ที่ 7% YoY สู่ 6.9% ในไตรมาส 3/58 อย่างไรก็ตาม ตัวเลขดังกล่าวดีกว่าที่ตลาดคาดการณ์ไว้อยู่เล็กน้อย ซึ่งเป็นปัจจัยบวกที่ช่วยสนับสนุนตลาดหุ้น ในขณะเดียวกัน ข้อมูลที่มีการประกาศบ่อยครั้งกว่า (ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อ หรือ PMI) ชี้ให้เห็นว่าภาคธุรกิจอาจจะปรับตัวลดลงถึงจุดต่ำสุดไปแล้วในเดือน ก.ย. และกิจกรรมภาคบริการยังคงขยายตัวดีกว่าภาคการผลิตอย่างมาก เนื่องจากตัวเลขดัชนี PMI ภาคบริการยังสูงกว่าระดับ 50

Figure 26: อัตราการขยายตัวของ GDP ไตรมาส 3/58 ต่ำกว่าเป้าที่รัฐบาลจีนวางไว้



Source: CEIC, SCBS Investment Research

Figure 27: ภาคบริการช่วยสนับสนุนให้เศรษฐกิจจีนเติบโตอย่างต่อเนื่อง

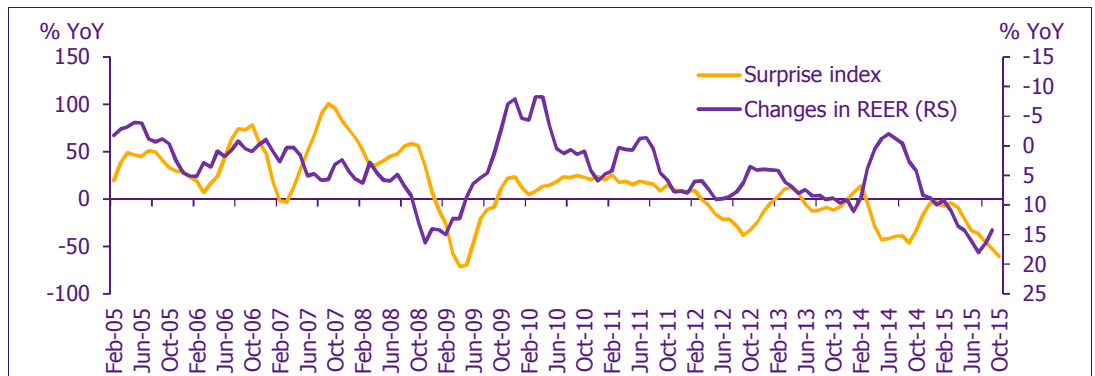


Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

เศรษฐกิจที่แท้จริง
เหมือนจะตอบสนอง
น้อยลงต่อการผ่อนคลาย
นโยบายการเงิน

คณะกรรมการนโยบายการเงินจีนใช้ทั้งการลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายและลดอัตราดอกเบี้ยสำรองของธนาคารพาณิชย์ (RRR) เพื่อรับมือกับโมเมนตัมเศรษฐกิจที่ชะลอตัวลง อย่างไรก็ตาม business cycle ที่วัดโดยดัชนี PMI ดูเหมือนจะตอบสนองน้อยลงต่อการผ่อนคลายนโยบายการเงินที่ดำเนินมาตั้งแต่ต้นปี เราคาดว่าสาเหตุที่สำคัญอย่างหนึ่งเกิดจากเงินหยวนที่แข็งค่ามากเกินไป (ก่อน PBoC ลดค่าเงินหยวน) เป็นตัวกระตุ้นการเติบโต (Figure 28) ณ จุดนี้ เงินหยวน (real effective exchange rate) อ่อนค่าลงเล็กน้อย ซึ่งน่าจะช่วยกระตุ้นเศรษฐกิจได้บ้างในอนาคต

Figure 28: อัตราแลกเปลี่ยนยังคงเป็นเครื่องมือสำคัญในการบริหาร business cycle ในจีน

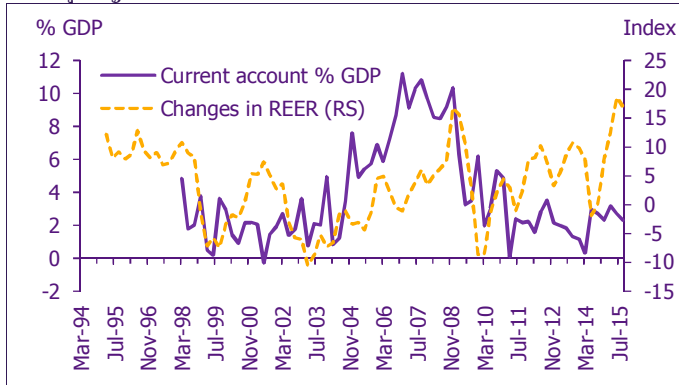


Source: CEIC, SCBS Investment Research

มีโอกาสสูงที่เงินหยวนจะ
อ่อนค่าลงอีก

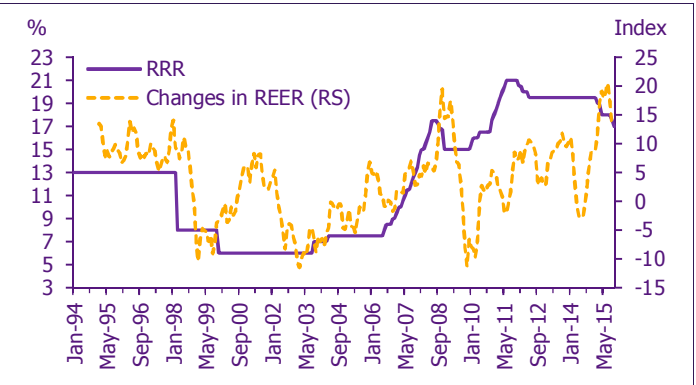
PBoC จะใช้เงินหยวนอ่อนค่าเป็นเครื่องมือสนับสนุนกิจกรรมทางเศรษฐกิจ เมื่อพิจารณาจากเกินดุลบัญชีเดินสะพัดที่ลดลงสู่ระดับ 2% ของ GDP จากระดับสูงสุดที่ 12% เราสามารถคาดการณ์ได้ว่าจะเห็นแรงกดดันให้เงินหยวนอ่อนค่าลงอีก ในขณะเดียวกันก็อาจจะเห็นการผ่อนคลายนโยบายการเงินเพิ่มเติม (ทั้ง RRR และอัตราดอกเบี้ยนโยบาย) ในปี 2559 ซึ่งจะเพิ่มแรงกดดันขาลงต่อเงินหยวน อย่างไรก็ตาม เราไม่คิดว่า PBoC จะปล่อยให้เงินหยวนอ่อนค่าลงเร็วเกินไป เนื่องจากจะส่งผลกระทบต่อเป้าหมายหลักของจีนในการผลักดันให้เงินหยวนก้าวขึ้นเป็นสกุลเงินสำรองระหว่างประเทศที่สำคัญสกุลหนึ่งของโลก

Figure 29: เงินหยวนมีแนวโน้มที่จะอ่อนค่าลงอีกเมื่อพิจารณาจากเกินดุลบัญชีเดินสะพัดที่ลดลง...



Source: CEIC, SCBS Investment Research

Figure 30: ...และแรงกดดันจากการผ่อนคลายนโยบายการเงิน



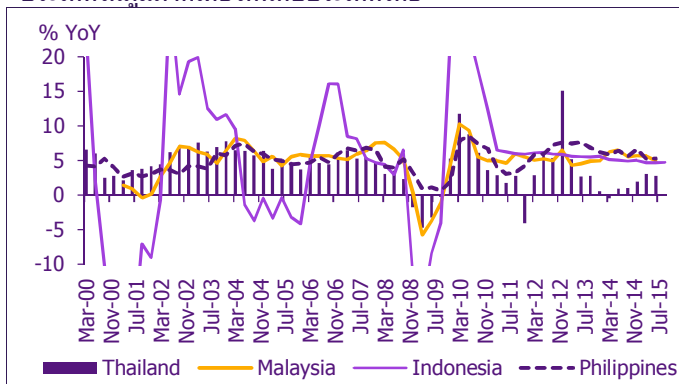
Source: CEIC, SCBS Investment Research

เศรษฐกิจไทยขยายตัวต่ำเป็นเวลานานเกินไป

เศรษฐกิจไทย

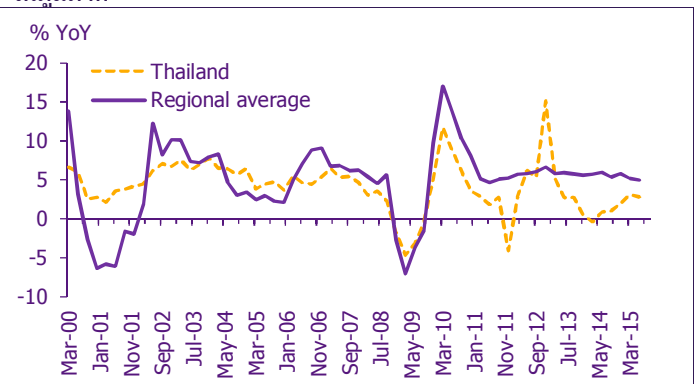
ในขณะที่เราเชื่อว่าสภาวะเศรษฐกิจของประเทศไทยยังห่างไกลจากภาวะถดถอยหรือวิกฤต แต่อัตราการขยายตัวทางเศรษฐกิจอยู่ในระดับต่ำเกินไปในเวลาที่นานเกินไป ประเด็นที่ทำให้เราวิตกกังวลคือภาวะชะลอตัวเกิดขึ้นในวงกว้างมากขึ้น ทั้งนี้ก่อนที่จะเจาะลึกลงไปรายละเอียดที่สำคัญและแนวโน้มของประเทศไทย การเปรียบเทียบกับประเทศอื่นๆ (บางประเทศ) ในภูมิภาคเดียวกันพบว่า อัตราการขยายตัวทางเศรษฐกิจของประเทศไทยต่ำกว่าค่าเฉลี่ยอย่างมีนัยสำคัญตั้งแต่ปี 2556 อย่างไรก็ดี ช่องว่างแคบลงเล็กน้อย เนื่องจากรัฐบาลพยายามกระตุ้นให้เศรษฐกิจฟื้นตัว ในส่วนของคาดการณ์อัตราการขยายตัวทางเศรษฐกิจ SCB EIC คาดว่าเศรษฐกิจไทยจะเติบโตเพียง 2.2% YoY ในปี 2558 เทียบกับประมาณการของตลาดที่ 2.7% ขณะที่คาดว่าเศรษฐกิจไทยจะเติบโตเพิ่มขึ้นเล็กน้อยสู่ 3% ในปี 2559 เมื่อพิจารณาจากการริเริ่มนโยบายของรัฐบาลที่เป็นรูปธรรมมากขึ้น แม้อัตราการขยายตัวทางเศรษฐกิจมีแนวโน้มปรับตัวดีขึ้น แต่เศรษฐกิจไทยจะยังคงเติบโตต่ำกว่าศักยภาพในปี 2558 และปี 2559 (Figure 33) ที่สำคัญกว่านั้น คือ เราสามารถสังเกตเห็นได้ว่าศักยภาพการเติบโตของเศรษฐกิจไทยปรับตัวลดลง เราคิดว่าถ้าผู้จัดทำนโยบายปล่อยให้ศักยภาพการเติบโตของเศรษฐกิจไทยลดลงเป็นเวลานานเกินไป ก็จะเป็นปัญหามากขึ้นและต้องใช้ความพยายามมากขึ้น

Figure 31: อัตราการขยายตัวของ GDP ของประเทศที่เลือกมาบางประเทศในภูมิภาคเดียวกันกับประเทศไทย



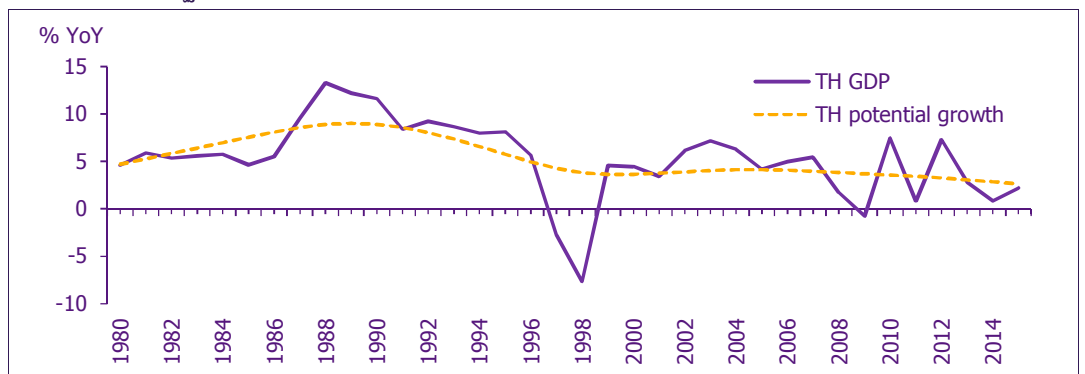
Source: CEIC, SCBS Investment Research

Figure 32: GDP ของประเทศไทยดูเหมือนจะขยายตัวต่ำกว่าค่าเฉลี่ยในภูมิภาค



Source: CEIC, SCBS Investment Research

Figure 33: เศรษฐกิจไทยยังคงเติบโตต่ำกว่าศักยภาพ

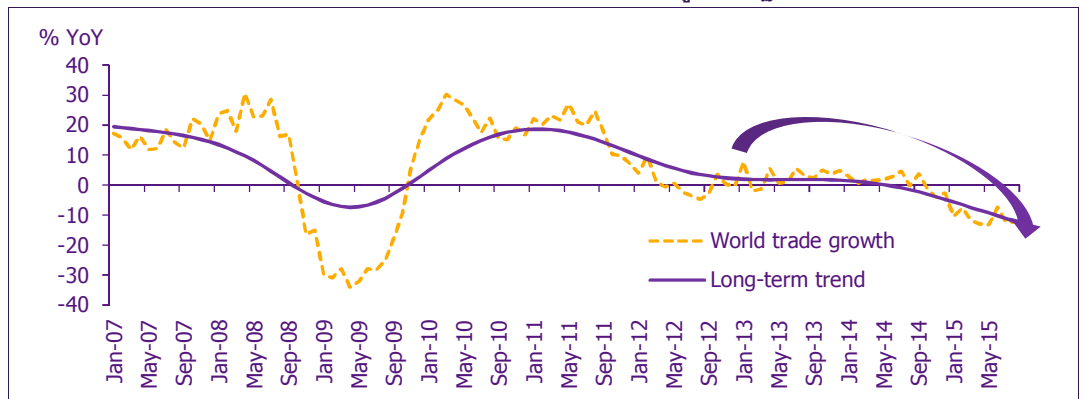


Source: CEIC, SCBS Investment Research

พิจารณาสิทธิลงไปใน
รายละเอียดอีกครั้ง

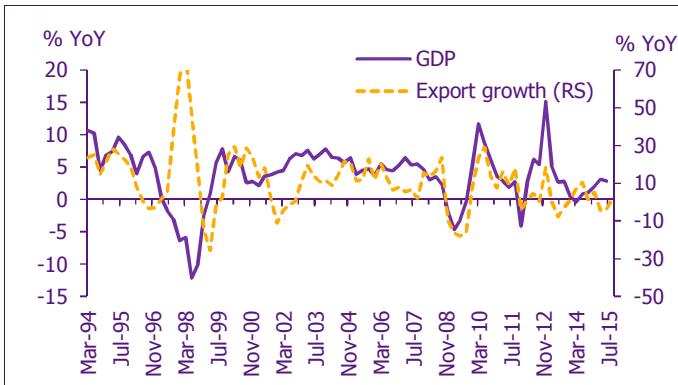
คนส่วนใหญ่เชื่อว่าเศรษฐกิจไทยมีแนวโน้มที่จะเติบโตอย่างแข็งแกร่งมากขึ้นในปีถัดๆ ไป แม้แนวโน้มการฟื้นตัวยังค่อนข้างทรงตัว อย่างไรก็ตาม เรามองว่าความเสี่ยงที่พ่วงมากับสมมติฐานดังกล่าวยังมีสูงมากเมื่อพิจารณาจากการปรับตัวทางเศรษฐกิจทั่วโลกที่กำลังเกิดขึ้นในปัจจุบัน (นำไปสู่บรรทัดฐานใหม่ของทิศทางการค้าทั่วโลก) ซึ่งส่งผลกระทบต่อโครงสร้างหลักของประเทศไทย เนื่องจากการส่งออกเป็นส่วนสำคัญที่ช่วยสนับสนุนให้เศรษฐกิจไทยเติบโต ทั้งนี้ Figure 34 แสดงให้เห็นว่าแนวโน้มการค้าทั่วโลกในระยะยาวปรับตัวลดลงอย่างมากในช่วง 2-3 ปีที่ผ่านมา กิจกรรมการค้าระหว่างประเทศที่ชะลอตัวลงเป็นตัวการสำคัญที่จุดรั้งการฟื้นตัวของเศรษฐกิจไทยดังเห็นได้ใน Figure 35 ขณะที่เมื่อมองในแง่ที่เป็นบวกเล็กน้อย เราเริ่มเห็นสัญญาณมากขึ้นที่บ่งชี้ว่าอุปสงค์ในประเทศ (การอุปโภคบริโภคและการลงทุนภาคเอกชน) อาจจะปรับตัวลงถึงจุดต่ำสุดไปแล้ว และเริ่มที่จะฟื้นตัวขึ้นเล็กน้อย (Figure 36) เรามองว่ารายได้เกษตรกรจำเป็นต้องเพิ่มขึ้นและโครงการลงทุนที่นำโดยรัฐบาลจำเป็นต้องเกิดขึ้นเพื่อให้การอุปโภคบริโภคและการลงทุนภาคเอกชนมีโมเมนตัมเป็นบวกอย่างยั่งยืน

Figure 34: การค้าทั่วโลกที่ปรับตัวลดลงเป็นส่วนหนึ่งของการปรับตัวสู่บรรทัดฐานใหม่ (new normal) ?



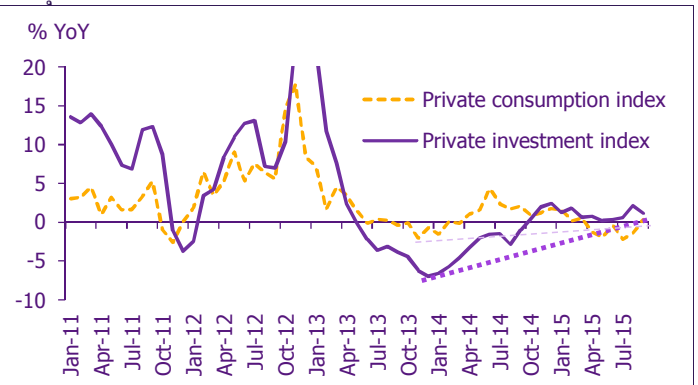
Source: CEIC, SCBS Investment Research

Figure 35: ในขณะที่การส่งออกไทยยังคงหดตัวลง...



Source: CEIC, SCBS Investment Research

Figure 36: ...มีสัญญาณเริ่มแรกว่าอุปสงค์ในประเทศปรับตัวลงถึงจุดต่ำสุดไปแล้ว...

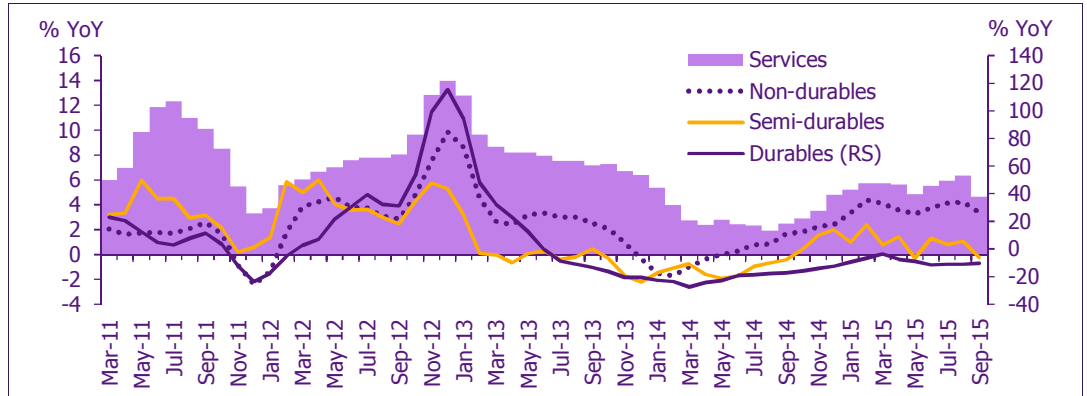


Source: CEIC, SCBS Investment Research

ว่าด้วยเรื่องการอุปโภคบริโภคภาคเอกชน

ข้อมูลเกี่ยวกับการอุปโภคบริโภคภาคเอกชนใน Figure 36 อาจจะทำให้เกิดความเข้าใจคลาดเคลื่อนเล็กน้อย เนื่องจากดัชนีการอุปโภคบริโภคโดยรวมถูกถ่วงลงโดยดัชนีย่อยที่แสดงถึงการอุปโภคบริโภคสินค้าคงทน (Figure 37) แต่ถ้าเราดูที่การอุปโภคบริโภคแยกแต่ละประเภท เราจะเห็นว่าการใช้จ่ายอุปโภคบริโภคสินค้าไม่คงทนและบริการมีแนวโน้มฟื้นตัวได้ดี ขณะที่การอุปโภคบริโภคสินค้าคงทนยังคงปรับตัวลดลงเนื่องจากถูกถ่วงลงโดยยอดขายรถยนต์ในประเทศ นอกจากนี้สถาบันการเงินก็ใช้ความระมัดระวังมากขึ้นในการปล่อยสินเชื่อซึ่งเป็นสาเหตุอีกอย่างหนึ่งที่ส่งผลทำให้การอุปโภคบริโภคสินค้าคงทนและสินค้าคงทนชะลอตัวลง

Figure 37: การอุปโภคบริโภคยังไม่ฟื้นตัวในวงกว้าง

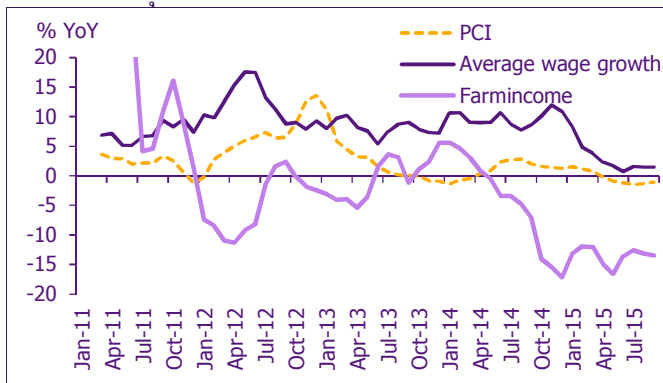


Source: CEIC, SCBS Investment Research

ราคาสินค้าโภคภัณฑ์ที่สูงขึ้นจะสนับสนุนให้การอุปโภคบริโภคภาคเอกชนเติบโตเพิ่มขึ้น

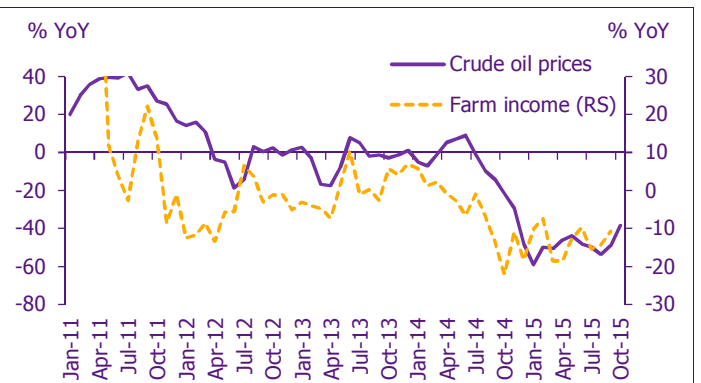
ในขณะที่ธนาคารพาณิชย์อาจจะต้องใช้เวลาและสร้างความมั่นใจระยะหนึ่งก่อนที่จะผ่อนคลายมาตรฐานปล่อยสินเชื่อ แต่ปัจจัยอย่างหนึ่งที่จะช่วยสนับสนุนการอุปโภคบริโภคได้ทันที คือ รายได้ที่สูงขึ้นของคนชั้นกลางและเกษตรกร เมื่อพิจารณาจากเศรษฐกิจที่ฟื้นตัวเข้ามาในปัจจุบัน ทำให้มีโอกาสอย่างมากที่ค่าจ้างเฉลี่ยจะเพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ (Figure 38) ในทางกลับกันยังมีความเป็นไปได้ที่จะเห็นแนวโน้มราคาสินค้าโภคภัณฑ์โดยรวมปรับตัวเพิ่มขึ้น ทั้งนี้เราใช้สมมติฐานว่าราคาน้ำมันดิบจะปรับตัวเพิ่มขึ้น 9.6% สู่ราคาเฉลี่ย 57 ดอลลาร์สหรัฐ/บาร์เรลในปี 2559 เทียบกับปี 2558 ที่คาดว่าจะมีราคาเฉลี่ยเพียง 52 ดอลลาร์สหรัฐ/บาร์เรล ราคาสินค้าโภคภัณฑ์ที่สูงขึ้นจะผลักดันให้ราคาสินค้าโภคภัณฑ์อื่นๆ ปรับตัวเพิ่มขึ้น โดยเฉพาะสินค้าโภคภัณฑ์ทางการเกษตร ราคาสินค้าโภคภัณฑ์เป็นปัจจัยสำคัญมากในการกำหนดแนวโน้มการอุปโภคบริโภคของประเทศไทยในปี 2559 เนื่องจากราคาสินค้าโภคภัณฑ์ที่สูงขึ้นจะส่งผลทำให้รายได้เกษตรกรไทยปรับตัวสูงขึ้น ซึ่งจะส่งผลทำให้การอุปโภคบริโภคภาคเอกชนเติบโตเพิ่มขึ้น (Figure 38-39)

Figure 38: อัตราเติบโตของค่าจ้างเฉลี่ยเทียบกับรายได้เกษตรกรเทียบกับการอุปโภคบริโภคภาคเอกชน



Source: CEIC, SCBS Investment Research

Figure 39: ราคาน้ำมันดิบเทียบกับอัตราเติบโตของรายได้เกษตรกร

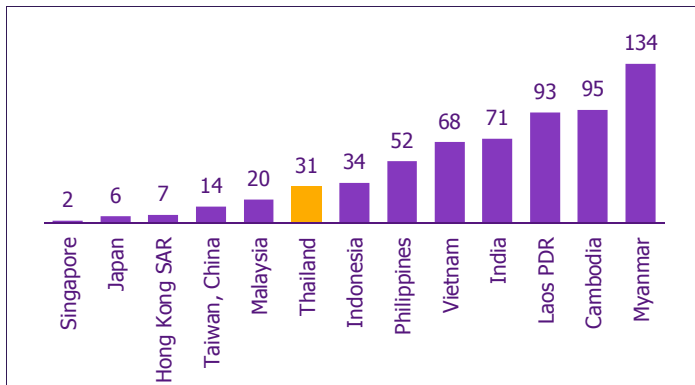


Source: CEIC, SCBS Investment Research

หวังว่าวัฏจักรการลงทุน รอบใหม่จะเกิดขึ้นในปี 2559

รายงาน GDP ไตรมาส 3/58 โดยสำนักงานคณะกรรมการพัฒนาการเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ (สศช.) ช่วยสนับสนุนมุมมองของเราที่ว่า แนวโน้มการลงทุนภาคเอกชนยังไม่สดใส เนื่องจากการลงทุนภาคเอกชนหดตัวลง -6.6% YoY เราขอยืนยันมุมมองของเราอีกครั้งที่การลงทุนภาคเอกชนไม่น่าจะมีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้นได้มากนักหากการส่งออกยังไม่ฟื้นตัวมากพอ ทำให้เหลือการลงทุนภาครัฐเป็นทางเลือกที่ใช้การได้เพียงอย่างเดียว (สำหรับปัจจุบัน) แม้การลงทุนภาครัฐมีสัดส่วนน้อยมาก (ประมาณ 22-25% ของการลงทุนทั้งหมด) เมื่อเทียบกับการใช้จ่ายโดยภาคเอกชน แต่ก็สามารถกระตุ้นให้เกิดการลงทุนภาคเอกชนจำนวนมากได้ (crowding-in effect) โดยเรื่องนี้ย้อนกลับไปตรงที่ว่า การลงทุนด้านโครงสร้างพื้นฐานมักจะถูกนำมารวมไว้ในงานอันดับต้นๆ ของรัฐบาลแทบทุกชุดด้วยเหตุผล 2 ประการ ประการแรก คือ วัฏจักรการลงทุนที่แท้จริงของประเทศไทยครั้งล่าสุดเกิดขึ้นมานานมากแล้ว ส่งผลทำให้ความสามารถในการแข่งขันปรับตัวลดลง (Figure 40-41) เหตุผลอีกอย่างหนึ่งสำหรับโครงการลงทุนภาครัฐ คือ เพื่อกระตุ้นกิจกรรมทางเศรษฐกิจในช่วงที่ภาคเอกชนมีแนวโน้มที่จะหลีกเลี่ยงการใช้จ่ายเพราะภาวะเศรษฐกิจชะลอตัว

Figure 40: อันดับขีดความสามารถในการแข่งขันทั่วโลก (ปี 2557-58)



Source: World Economic Forum, SCBS Investment Research

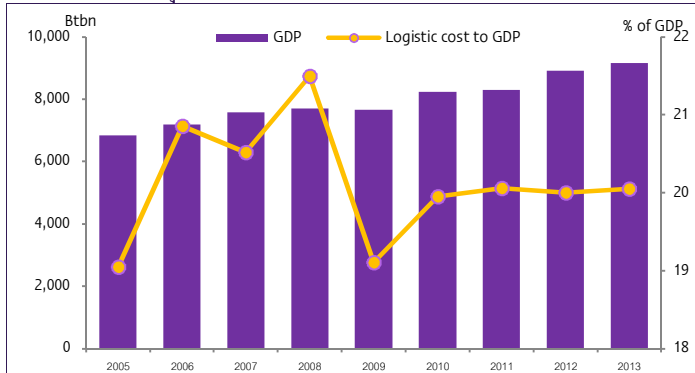
Figure 41: คุณภาพโครงสร้างพื้นฐานของประเทศไทยปรับตัวลดลง

	2013	2014	
Singapore	5	5	↔
Malaysia	25	20	⬇️
Laos PDR	65	66	⬆️
Indonesia	82	72	⬇️
Thailand	61	76	⬆️
Cambodia	86	109	⬆️
Vietnam	110	112	⬆️
Myanmar	146	138	⬆️

Source: World Economic Forum, SCBS Investment Research

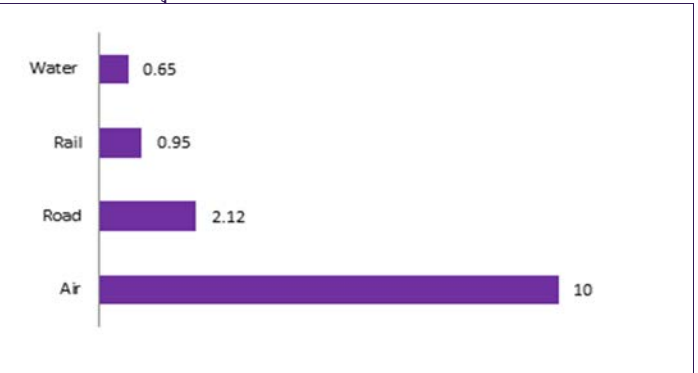
โครงสร้างพื้นฐานที่เพียงพอจะช่วยให้ประเทศไทยมีความสามารถในการแข่งขันเพิ่มขึ้น เพราะจะสามารถลดต้นทุนโลจิสติกส์ซึ่งคิดเป็นสัดส่วนประมาณ 20% ของ GDP ลงได้ ทั้งนี้เมื่ออิงกับข้อมูลของ สศช. พบว่าต้นทุนโลจิสติกส์มากกว่า 50% อยู่ในรูปของค่าขนส่ง และการใช้ถนนเป็นวิธีขนส่งที่แพงเป็นอันดับสองรองจากการขนส่งทางอากาศ (Figure 43) การเปลี่ยนมาใช้ระบบรางจะทำให้ประเทศไทยสามารถลดต้นทุนลงได้ประมาณครึ่งหนึ่ง นับถึงปัจจุบันมีโครงการระบบรางหลายโครงการในอนาคต เช่น ทางรถไฟรางคู่ (รางขนาด 1 เมตร), ทางรถไฟรางคู่ (รางขนาดมาตรฐาน), รถไฟความเร็วสูง (ไทย-จีน), และรถไฟความเร็วสูง (ไทย-ญี่ปุ่น) โดยมีบางโครงการเปิดประมูลเรียบร้อยแล้ว บางโครงการกำลังรอ ครม.อนุมัติ และบางโครงการกำลังอยู่ในขั้นตอนการศึกษา วัตถุประสงค์ของโครงการระบบรางเหล่านี้คือเพื่อเชื่อมต่อภาคเหนือกับภาคใต้ และภาคตะวันออกกับภาคตะวันตก แม้ความคืบหน้าโครงการช้ากว่าคาดในปี 2558 แต่รัฐบาลดูเหมือนจะแสดงเจตนารมณ์ที่จะเร่งเดินหน้าโครงการเหล่านี้ เราเคยกล่าวไว้ก่อนหน้านี้แล้วว่า โครงการที่มีความคืบหน้าเร็วขึ้นในปี 2559 น่าจะเป็นแรงผลักดันสำคัญที่ช่วยกระตุ้นการเติบโตของเศรษฐกิจและความเชื่อมั่นของนักลงทุนในอนาคต

Figure 42: ต้นทุนโลจิสติกส์คิดเป็นสัดส่วนประมาณ 20% ของ GDP



Source: NESDB, SCBS Investment Research

Figure 43: ต้นทุนขนส่ง (บาท/ตัน-กม.)



Source: OTP, SCBS Investment Research

Figure 44: โครงการทางรถไฟรางคู่

ทางรถไฟรางคู่ (รางขนาด 1 เมตร)	ระยะทาง	มูลค่า	เจ้าของ	ความคืบหน้า
เฟส 1				
ฉะเชิงเทรา-คลอง 19-แก่งคอย	106	11,272	ร.ฟ.ท.	ขั้นตอนประมูล
ชุมทางถนนจิระ-ขอนแก่น	185	24,000	ร.ฟ.ท.	ขั้นตอนประมูล
ประจวบคีรีขันธ์-ชุมพร	167	17,293	ร.ฟ.ท.	ขั้นตอน EIA
ลพบุรี-ปากน้ำโพ	148	24,842	ร.ฟ.ท.	ขั้นตอน EIA
มาบกะเบา-นครราชสีมา	132	29,855	ร.ฟ.ท.	ขั้นตอน EIA
นครปฐม-หนองปลาตุก-หัวหิน	165	20,038	ร.ฟ.ท.	ขั้นตอน EIA
เฟส 2				
หัวหิน-ประจวบคีรีขันธ์	90	13,779	ร.ฟ.ท.	กำลังศึกษา
ปากน้ำโพ-เด่นชัย	285	29,882	ร.ฟ.ท.	กำลังศึกษา
ชุมทางถนนจิระ-อุบลราชธานี	309	32,399	ร.ฟ.ท.	กำลังศึกษา
ขอนแก่น-หนองคาย	174	18,244	ร.ฟ.ท.	กำลังศึกษา
ชุมพร-สุราษฎร์ธานี	167	17,510	ร.ฟ.ท.	กำลังศึกษา
สุราษฎร์ธานี-สงขลา	339	35,544	ร.ฟ.ท.	กำลังศึกษา
หาดใหญ่-ปาดังเบซาร์	45	39	ร.ฟ.ท.	กำลังศึกษา
เด่นชัย-เชียงใหม่	217	23,790	ร.ฟ.ท.	กำลังศึกษา
เฟส 3				
เด่นชัย-เชียงใหม่	326		ร.ฟ.ท.	กำลังศึกษา
บ้านฝ้าย-นครพนม	347		ร.ฟ.ท.	กำลังศึกษา
ภาษี-นครหลวง	15		ร.ฟ.ท.	กำลังศึกษา

Source: OTP, SCBS Investment Research

อย่าไปคาดหวังกับการ
ส่งออกในปี 2559 มากนัก

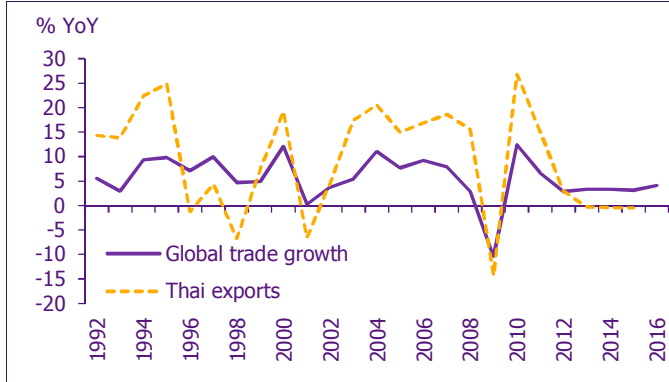
สภาวะแวดล้อมทางการค้าทั่วโลกไม่ได้เติบโตอย่างแข็งแกร่งมาตั้งแต่กลางปี 2557 (Figure 46) IMF คาดว่า ปริมาณการค้าทั่วโลกจะเพิ่มขึ้นเพียง 4.1% YoY ในปี 2559 หลังจากเพิ่มขึ้น 3.2% ในปี 2558 เราคาดว่า สมมติฐานดังกล่าวยังมีความเสี่ยงสูงอยู่มาก อุปสรรคอย่างแรกที่จะเกิดขึ้นกับการค้าทั่วโลกในอนาคต คือ อุปสงค์ระดับต่ำจากสหรัฐฯ Figure 47 แสดงให้เห็นว่าภาคครัวเรือนในสหรัฐฯ ยังคงระมัดระวังเกี่ยวกับการ สร้างหนี้เพิ่ม เนื่องจากหนี้สินภาคครัวเรือนเปลี่ยนแปลงน้อยมากในช่วง 2-3 ปีที่ผ่านมา ในขณะที่เราพบว่า ความต้องการนำเข้าของสหรัฐฯ ปรับตัวลดลงอย่างมากนับตั้งแต่ปี 2555 ขณะที่หากดูที่ฝั่งยุโรป พบว่ามีการ ออมสูง (และการใช้จ่ายต่ำ) ดังที่เราสามารถเห็นได้ใน Figure 48 ว่ายุโรปรายงานการนำเข้าระดับต่ำอย่างต่อเนื่อง ในขณะที่มีเกินดุลบัญชีเดินสะพัดสะสมในระดับสูง ในขณะที่จีนไม่ใช่ประเทศที่มีความต้องการนำเข้า จำนวนมากอีกต่อไป เนื่องจากอุตสาหกรรมส่วนใหญ่เติบโตเต็มที่แล้ว นอกจากนี้รัฐบาลจีนก็ปรับลดเป้าอัตราการ ขยายตัวทางเศรษฐกิจลงจากเดิมที่ 7% สู่ 6.5% YoY

Figure 45: โครงการทางรถไฟรางคู่จะช่วยให้เพิ่มประสิทธิภาพในการ เชื่อมโยงประเทศไทยกับประเทศเพื่อนบ้าน



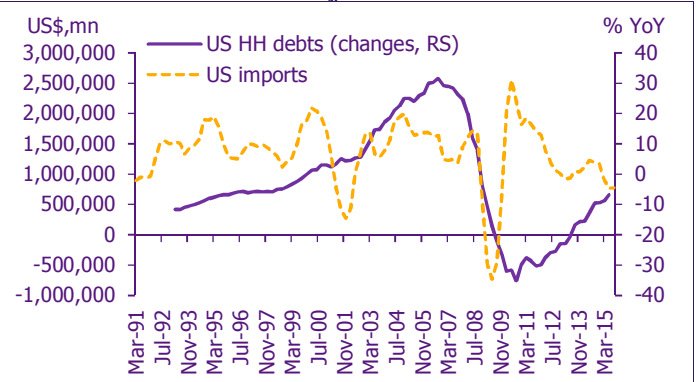
Source: UNIQ

Figure 46: การค้าทั่วโลกน่าจะปรับตัวดีขึ้นเล็กน้อยในปี 2559...



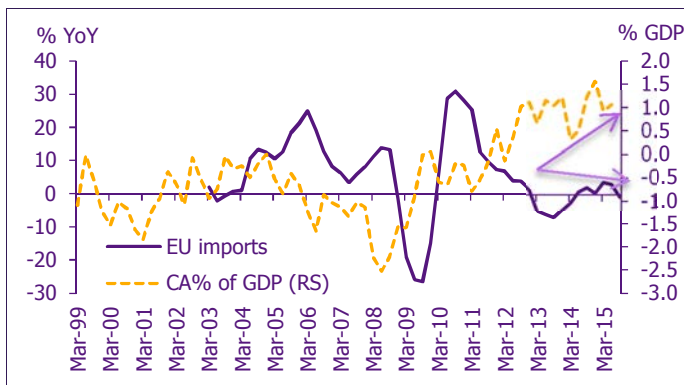
Source: CEIC, SCBS Investment Research

Figure 47: ...แต่แรงกดดันยังมีอยู่ค่อนข้างมาก



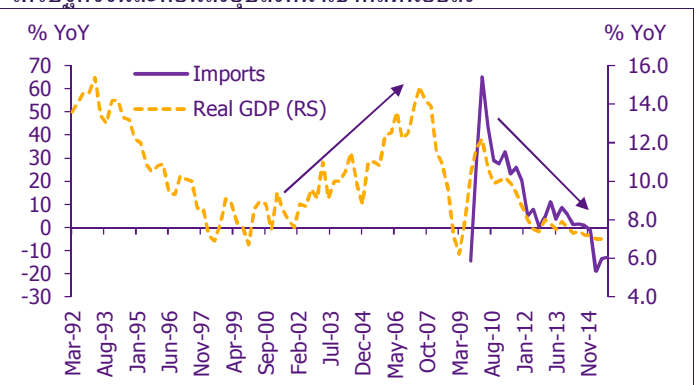
Source: CEIC, SCBS Investment Research

Figure 48: ยุโรปยังคงออมเงินมากกว่าใช้จ่าย



Source: CEIC, SCBS Investment Research

Figure 49: การปรับตัวเข้าสู่บรรทัดฐานใหม่ (new normal) ของเศรษฐกิจจีนสะท้อนถึงอุปสงค์นำเข้าที่ลดลง

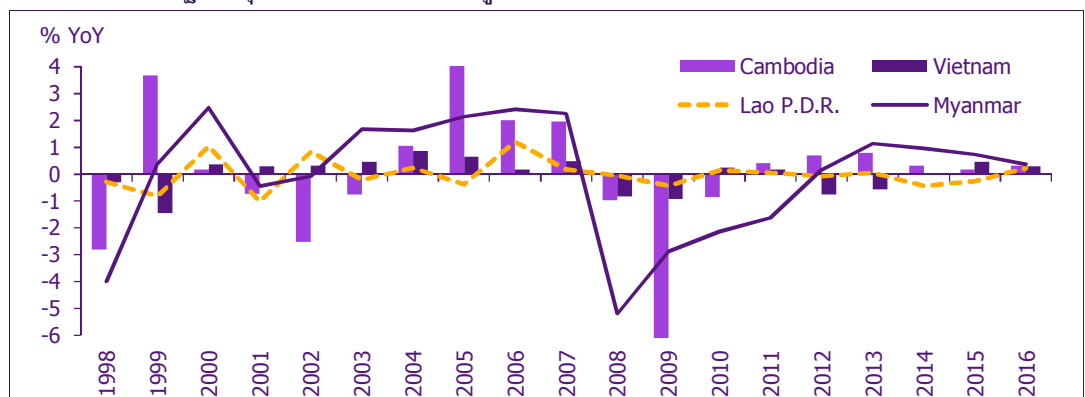


Source: CEIC, SCBS Investment Research

ประเทศไทยจำเป็นต้อง
สำรวจตลาดใหม่ๆ

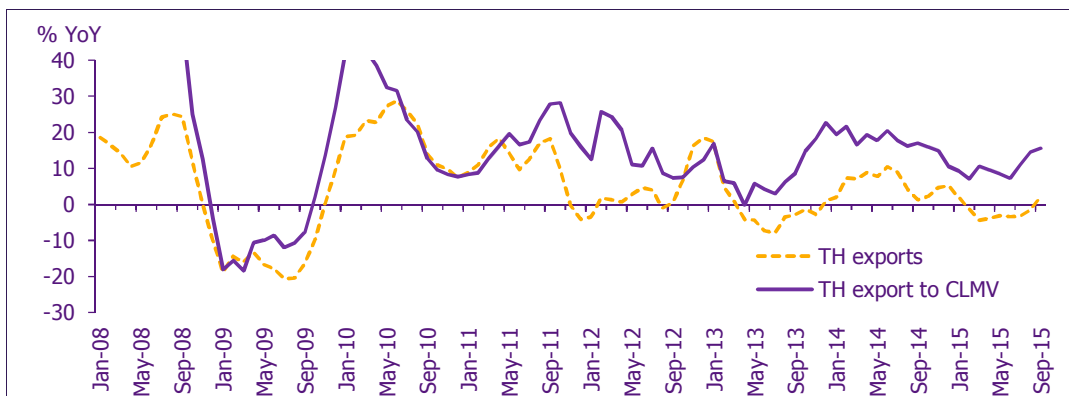
เหตุผลที่กล่าวถึงข้างต้นทำให้เราเชื่อว่าการส่งออกไทยมีโอกาที่จะเติบโตสูงกว่าคาดน้อยมากในปี 2559 อย่างไรก็ตาม เรามองว่าประเทศไทยมีศักยภาพสูงมากที่จะได้ประโยชน์จากการเติบโตอย่างรวดเร็วของตลาดชายแดน คือ กัมพูชา ลาว เมียนมาร์ และเวียดนาม Figure 50 แสดงให้เห็นว่าเศรษฐกิจของประเทศเหล่านี้ขยายตัวสูงกว่าระดับศักยภาพ (output gap เป็นบวก) ซึ่งหมายความว่ามีความเป็นไปได้ที่ประเทศไทยจะได้ประโยชน์จากการเติบโตของประเทศเหล่านี้ ความจริงแล้วประเทศไทยสามารถส่งออกสินค้าจำนวนมากไปยังตลาดเหล่านี้ทั้งๆ ที่การค้าทั่วโลกชะลอตัวลงดังแสดงใน Figure 51

Figure 50: เศรษฐกิจกลุ่มประเทศ CLMV เติบโตสูงกว่าระดับศักยภาพ



Source: IMF, SCBS Investment Research

Figure 51: ประเทศไทยส่งออกสินค้าไปยังตลาดเหล่านี้ได้มากขึ้นแม้การค้าทั่วโลกชะลอตัวลง



Source: CEIC, SCBS Investment Research

Figure 52: ประมาณการตัวเลขเศรษฐกิจที่สำคัญโดย EIC

Key Indicator	2014 Share(%)	Unit	Actual			EIC forecast				Consensus 2015	BOT 2015
			2014	15Q1	15Q2	15Q3	15Q4	2015	2016		
Real GDP growth		%YOY	0.9%	3.0%	2.8%	1.6%	1.3%	2.2%	3.0%	2.7%	2.7%
Demand-side											
Private consumption	52%	%YOY	0.6%	2.4%	1.5%	0.1%	1.5%	1.4%	1.5%	2.0%	1.9%
Public consumption	17%	%YOY	1.7%	3.3%	4.6%	3.8%	3.0%	3.7%	3.5%		4.0%
Private investment	19%	%YOY	-2.0%	3.6%	-3.4%	-6.0%	-2.4%	-2.2%	1.8%		-0.5%
Public investment	5%	%YOY	-4.9%	37.8%	24.7%	13.7%	2.1%	19.3%	9.8%		21.8%
Supply-side											
Agriculture	10%	%YOY	0.7%	-4.7%	-5.9%	-4.9%	-2.6%	-4.3%	2.2%		
Manufacturing and Services	90%	%YOY	1.0%	4.1%	3.5%	2.2%	1.8%	2.9%	3.1%		
Of which Manufacturing		%YOY	-0.4%					-0.1%	1.7%		
Of which Services		%YOY	1.6%					4.1%	3.7%		
External sector											
Export of Goods (USD)		%YOY	-0.4%	-4.7%	-5.0%	-5.9%	-3.9%	-4.9%	2.0%	-2.3%	-5.0%
Import of Goods (USD)		%YOY	-9.0%	-6.4%	-9.4%	-14.8%	-9.0%	-10.0%	3.3%	-2.3%	-9.3%
Current account		USD bn	13.1	8.2	4.1	4.7	10.7	27.7	34.3	18.3	25.5
Key rates											
Headline inflation		%YOY	1.9%	-0.5%	-1.1%	-1.1%	-0.5%	-0.8%	1.3%	-0.5%	-0.9%
Core inflation		%YOY	1.6%	1.5%	1.0%	0.9%	0.8%	1.1%	1.1%		1.0%
Policy rate (RP-1D) (end period)		% p.a.	2.0%	1.8%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%		
THB/USD (end period)		THB/USD	33.0	32.6	33.8	36.0	36.0	36.0	37.0		
Oil prices –Brent (period avg.)		USD/bbl	99	54	62	50	53	55	60	As of Sep - 15	As of Sep 15

Source: Economic Intelligence Center (EIC)

โอกาสทางธุรกิจที่มาร่วมกับสังคมเมืองใน CLMV

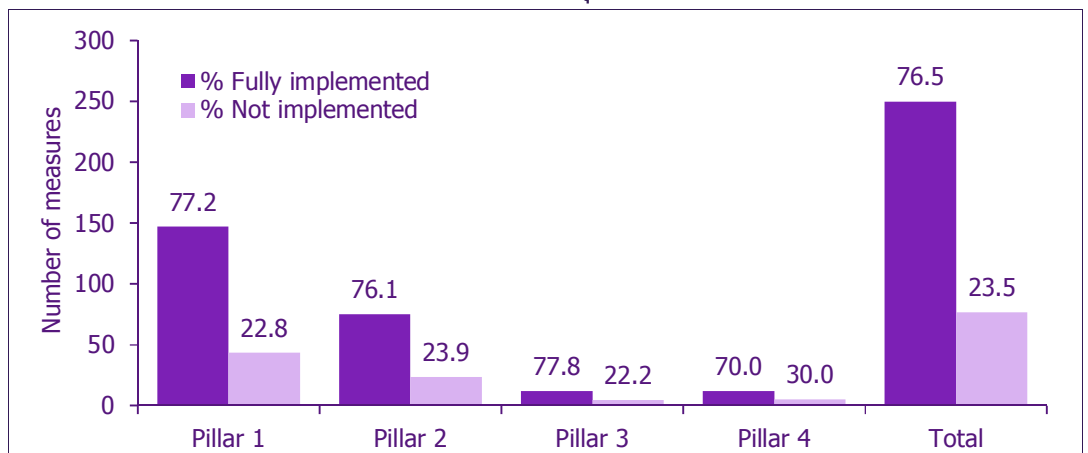
วันที่ 31 ธันวาคม 2558 เป็นวันเปิดประชาคมเศรษฐกิจอาเซียน (AEC) กลุ่มประเทศ CLMV ซึ่งเป็นเพื่อนบ้านของประเทศไทย จะเป็นดินแดนที่เต็มไปด้วยโอกาส GDP ของกลุ่มประเทศ CLMV มีแนวโน้มที่จะขยายตัวสูงกว่าค่าเฉลี่ยของภูมิภาค โดยได้รับปัจจัยหนุนจากกำลังแรงงานที่อยู่ในวัยหนุ่มสาว ผลผลิตภาพแรงงานที่เพิ่มอย่างรวดเร็ว และการลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ (FDI) ที่ไหลเข้าจำนวนมาก รายได้ต่อหัวประชากรที่สูงขึ้นจะนำมาซึ่งการขยายตัวของสังคมเมือง กระตุ้นการใช้จ่ายและก่อให้เกิดการเปลี่ยนแปลงพฤติกรรมผู้บริโภค

ธุรกิจที่น่าจะได้ประโยชน์จากรายได้ที่สูงขึ้นของประชากรเมืองในกลุ่มประเทศ CLMV ได้แก่ ธุรกิจต่อเติมและซ่อมแซมบ้าน ธุรกิจโรงแรมและร้านอาหาร ธุรกิจบันเทิง ธุรกิจยานยนต์ ธุรกิจบริการทางการเงิน และธุรกิจท่องเที่ยว ปัจจัยเหล่านี้เป็นเหตุผลที่เรานำมาใช้เลือกหุ้น top picks ไตรมาส 1/59

กำหนดการเข้าสู่ AEC กำลังใกล้เข้ามา นับเป็นเวลารวม 8 ปีแล้วนับตั้งแต่ผู้นำอาเซียนลงมติยอมรับแผนแม่บทประชาคมเศรษฐกิจอาเซียน (AEC) ในการประชุมสุดยอดอาเซียน (ASEAN Summit) ครั้งที่ 13 เมื่อวันที่ 20 พ.ย. 2550 แผนแม่บทดังกล่าวมีเป้าหมายเพื่อทำให้อาเซียนมีการพัฒนาอย่างมีพลวัตและมีขีดความสามารถในการแข่งขันเพิ่มมากขึ้น ทั้งนี้เพื่อให้บรรลุเป้าหมายดังกล่าว อาเซียนจึงกำหนดให้มีการพัฒนาอย่างเร่งด่วนใน 4 ด้าน คือ 1) การเป็นตลาดและฐานการผลิตเดียวกัน; 2) การเป็นภูมิภาคที่มีขีดความสามารถในการแข่งขันสูง; 3) การเป็นภูมิภาคที่มีพัฒนาการทางเศรษฐกิจที่เท่าเทียมกัน; และ 4) การเป็นภูมิภาคที่บูรณาการเข้ากับเศรษฐกิจโลกได้อย่างสมบูรณ์ โดยจำเป็นต้องมีองค์ประกอบหลัก 5 อย่าง คือ (1) การเคลื่อนย้ายสินค้าอย่างเสรี; (2) การเคลื่อนย้ายบริการอย่างเสรี; (3) การเคลื่อนย้ายการลงทุนอย่างเสรี; (4) การเคลื่อนย้ายเงินทุนอย่างเสรีมากขึ้น; และ (5) การเคลื่อนย้ายแรงงานฝีมืออย่างเสรี ทั้งนี้ตามแผนแม่บทดังกล่าว กำหนดให้วันที่ 31 ธ.ค. 2558 เป็นวันสิ้นสุดการเตรียมตัว และเป็นวันเริ่มเปิดตัวเข้าสู่ AEC อย่างเป็นทางการ

อาจไม่มีการเปลี่ยนแปลงอย่างฉับพลันในช่วงข้ามคืนในวันนั้น โดยเฉพาะในกลุ่มประเทศ ASEAN-6 ที่ได้มีความคืบหน้าเกิดขึ้นหลายอย่างแล้วในช่วงหลายปีที่ผ่านมา โดยมาตรการ 3 ใน 4 ของทั้งหมดมีการประกาศใช้แล้ว (Figure 53) ยกตัวอย่างเช่น การลดภาษีและ การกีดกันทางการค้าที่ไม่ใช่ภาษี (non-tariff barrier หรือ NBT) มีความคืบหน้าที่ดีในรูปของข้อตกลงเขตการค้าเสรีอาเซียน (ASEAN Free Trade Area หรือ AFTA) โดยในปี 2553 กลุ่มประเทศ ASEAN-6 ได้ประกาศยกเลิกภาษีนำเข้าสินค้าทุกประเภท ยกเว้นสินค้าอ่อนไหวและสินค้าอ่อนไหวสูง (SL และ HSL) และลดภาษีนำเข้าสินค้า SL และ HSL ลงสู่ 0-5% (อัตราภาษีพิเศษเท่าเทียมกัน หรือ CEPT) นอกจากนี้ NTB ก็ถูกขจัดออกไปจนเกือบหมดสำหรับอินโดนีเซีย มาเลเซีย สิงคโปร์ และไทยในปี 2553 ตามด้วยฟิลิปปินส์ในปี 2555

Figure 53: AEC scorecard ที่เปิดเผยอย่างเป็นทางการล่าสุด (มกราคม 2551-มีนาคม 2556)



Notes: In addition, by March 2013 15 measures under phase I-III were implemented in advance. Hence, the total implementation rate is 77.5%.

Pillar 1: Single market and production base

Pillar 2: Competitive economic region

Pillar 3: Equitable economic development

Pillar 4: Integration into the global economy

Source: Milo, Melanie 2013. Linkage between Greater Mekong Subregion Economic Cooperation and ASEAN Economic

Community. Presentation at the Mekong Forum 2013: Towards More Inclusive and Equitable Growth in the Greater Mekong Subregion. Khon Kaen. 11-12 July

<http://www.mekongforum.com>

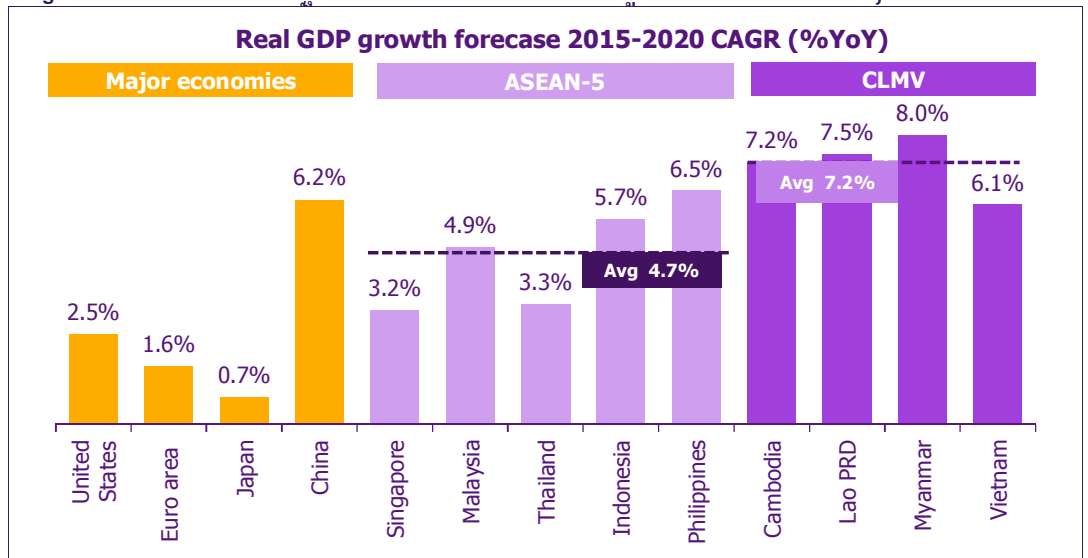
Source: ADB Economics Working Paper

แต่จะเป็นช่วงเวลาที่สำคัญของกลุ่มประเทศ CLMV เพราะวันที่ 31 ธ.ค. 2558 จะเป็นวันครบกำหนดที่กลุ่มประเทศ CLMV จะต้องลดภาษีนำเข้าสินค้าหลายรายการ แม้ในช่วง 8 ปีที่ผ่านมา กลุ่มประเทศ CLMV ยกเลิกการเก็บภาษีนำเข้าสินค้าไม่อ่อนไหวไปแล้ว 60-80% ในอัตราที่แตกต่างกันในแต่ละประเทศ ทั้งนี้ตามแผนแม่บท กลุ่มประเทศ CLMV จะต้องยกเลิกภาษีสินค้าไม่อ่อนไหวทุกรายการภายในสิ้นปี 2558 (ยึดหยุ่นได้ถึงปี 2561 สำหรับสินค้าอ่อนไหวเฉพาะบางรายการ) เวียดนามลดภาษีสินค้าอ่อนไหวลงสู่อัตรา CEPT แล้วในปี 2556 สปป.ลาวและเมียนมาร์จะลดภาษีสินค้าอ่อนไหวลงตามเวียดนามภายในสิ้นปี 2558 ในขณะที่กัมพูชาจะลดภาษีภายในปี 2560 ในส่วนของอุปสรรคทางการค้าที่ไม่ใช่ภาษี (NTB) กลุ่มประเทศ CLMV เห็นชอบให้ยกเลิกอุปสรรคทางการค้าที่ไม่ใช่ภาษี (NTB) ส่วนใหญ่ภายในปี 2558 โดยยึดหยุ่นได้ถึงปี 2561 สำหรับสินค้าอ่อนไหวบางรายการ

ในระยะต่อไปยังคงต้องมีการขยายความร่วมมือด้านอื่น ๆ ตามมาอีกเพื่อส่งเสริมเศรษฐกิจเสรีใน 5 ด้าน (ได้แก่ สินค้า, บริการ, การลงทุน, เงินทุน, และแรงงาน) ยกตัวอย่างเช่น การนาระบบศุลกากรอิเล็กทรอนิกส์ ณ จุดเดียว หรือ national single window (เพื่ออำนวยความสะดวกด้านศุลกากร) มาใช้ใน ASEAN-6 และเวียดนามที่กำลังจะตามมา ขณะที่กัมพูชา สปป.ลาว และเมียนมาร์กำลังพัฒนาระบบดังกล่าว ความร่วมมือที่สำคัญอื่นๆ ที่เกิดขึ้นในอนาคต เช่น การเปิดเสรีภาคบริการ (บริการธนาคารและการเงิน), การเปิดเสรีการลงทุน (ความตกลงว่าด้วยการลงทุนอาเซียน หรือ ASEAN Comprehensive Investment Agreement: ACIA), การจัดตั้งตลาดหลักทรัพย์อาเซียน (ASEAN Exchanges), การเคลื่อนย้ายแรงงานมีฝีมืออย่างเสรี (แพทย์, ทันตแพทย์, พยาบาล, วิศวกร, สถาปนิก, นักบัญชี, และนักสำรวจ), กรอบคุณวุฒิอ้างอิงอาเซียน (ASEAN Qualifications Reference Framework: AQRF), ตลาดการบินร่วมอาเซียน (ASEAN Single Aviation Market: ASAM), และอื่นๆ

CLMV จะเป็นดินแดนที่เต็มไปด้วยโอกาสการลงทุน ตัวเลขคาดการณ์ล่าสุดในรายงาน World Economic Outlook ของ IMF ระบุว่า GDP โลกจะเติบโตแบบเร่งตัวขึ้นจากอัตราเติบโตเฉลี่ยประมาณ 3.5% (5 ปีที่ผ่านมา) สู่ประมาณ 3.8% (ปี 2558-2563) ซึ่งกลุ่มประเทศ ASEAN-5 จะมีอัตราการขยายตัวของ GDP ราว 4.7% ซึ่งนับว่าสูงกว่าค่าเฉลี่ยของโลก แต่ที่โดดเด่นที่สุด คือ เพื่อนบ้านของเราอย่าง CLMV ที่ IMF คาดว่า GDP จะเติบโตเฉลี่ย 7.2% ในระยะ 5 ปีข้างหน้า หรือสูงกว่าอัตราการขยายตัวของ GDP โลกเกือบเท่าตัว และสูงกว่า GDP ของกลุ่มประเทศ ASEAN-5 อย่างมาก (Figure 54) การที่กลุ่มประเทศ CLMV มีแนวโน้มการเติบโตของ GDP โดดเด่นกว่าประเทศอื่นๆ ไม่ใช่เรื่องที่น่าแปลกใจ เพราะมีกำลังแรงงานที่อายุน้อย มีผลผลิตแรงงาน (labor productivity) ที่มีการพัฒนาเพิ่มสูงขึ้นอย่างมาก และมีเงินลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ (FDI) ไหลเข้าจำนวนมากอย่างต่อเนื่อง

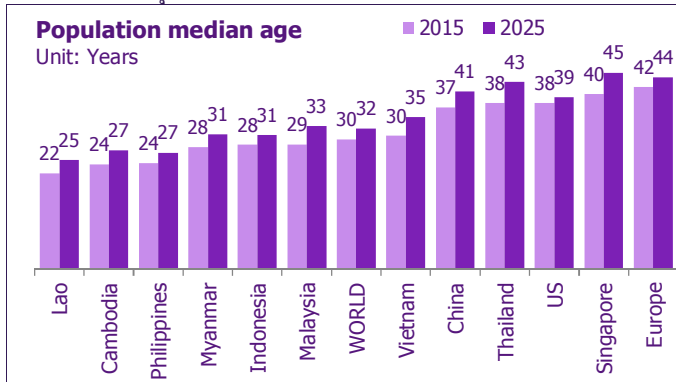
Figure 54: CLMV โดดเด่นในฐานะตลาดที่ GDP มีโอกาสเติบโตสูงกว่าประเทศสมาชิกอื่น ๆ ใน AEC



Source: IMF, SCBS Investment Research

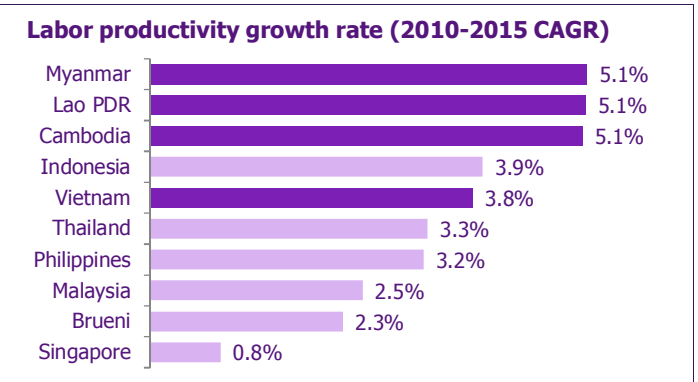
กลุ่มประเทศ CLMV มีกำลังแรงงานวัยหนุ่มสาวจำนวนมากเมื่อเทียบกับประเทศอื่น ๆ ในภูมิภาค และมีผลผลิตแรงงานที่กำลังปรับตัวสูงขึ้น สปป.ลาวและกัมพูชาเป็นประเทศที่มีประชากรอยู่ในวัยหนุ่มสาวมากที่สุด ในภูมิภาคอาเซียน โดยมีค่ากลางอายุประชากร (median) อยู่ที่ 22 ปี และ 24 ปีตามลำดับ ขณะที่ประชากรส่วนใหญ่ของเมียนมาร์ (28 ปี) และเวียดนาม (30 ปี) อาจจะไม่ได้อายุหนุ่มสาวมากนักแต่ก็ยังเหลือเวลาอีกนานกว่าจะเข้าสู่ภาวะสูงวัยเท่ากับไทยในวันนี้ (38ปี) โดยเมียนมาร์และเวียดนาม จะมีค่ากลางอายุเท่ากับ 38 ปี ใน พ.ศ. 2593 และ ปี 2578 ตามลำดับ หรือ 2-3 ทศวรรษนับจากนี้ นอกจากนี้กำลังแรงงานของกลุ่มประเทศ CLMV ก็กำลังอยู่ในช่วงของการเร่งพัฒนาผลผลิตแรงงาน โดยมีอัตราการเติบโตสูงที่สุดในภูมิภาคอาเซียน

Figure 55: ลาว กัมพูชา และเมียนมาร์ เป็นประเทศที่มีอายุประชากรโดยเฉลี่ยต่ำที่สุด



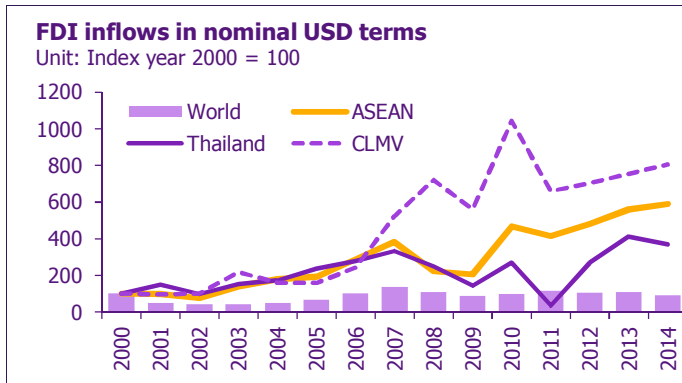
Source: UN Department of Economic and Social Affairs (US DESA), SCBS Investment Research

Figure 56: ผลผลิตภาพแรงงานของกลุ่มประเทศ CLMV เติบโตอย่างแข็งแกร่ง



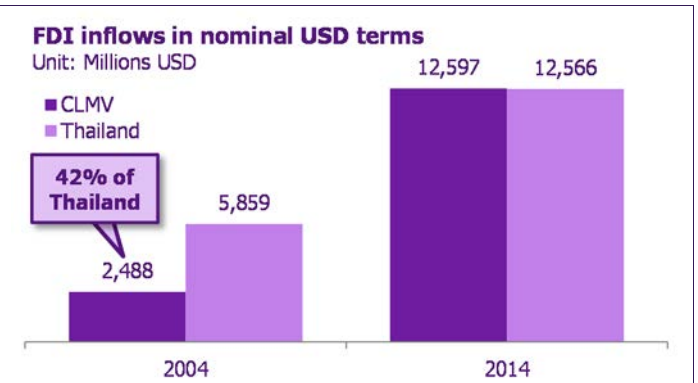
Source: ILO, SCBS Investment Research

Figure 57: CLMV เป็นตลาดที่สามารถดึงดูดให้ FDI ไหลเข้ามาได้มากขึ้นตั้งแต่ปี 2550



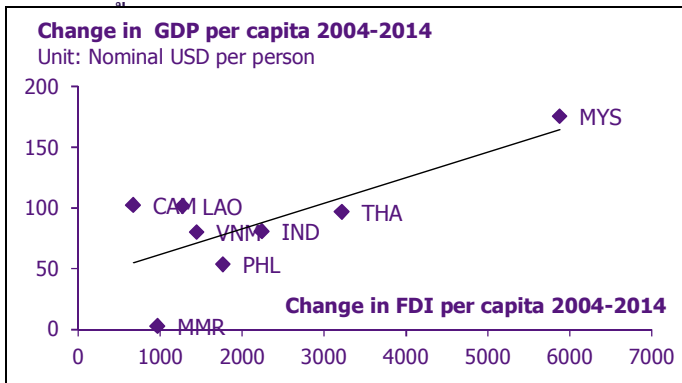
Source: UNCTAD, SCBS Investment Research

Figure 58: ปริมาณ FDI ที่ไหลเข้ากลุ่มประเทศ CLMV ไล่ตามประเทศไทยได้ทันแล้ว



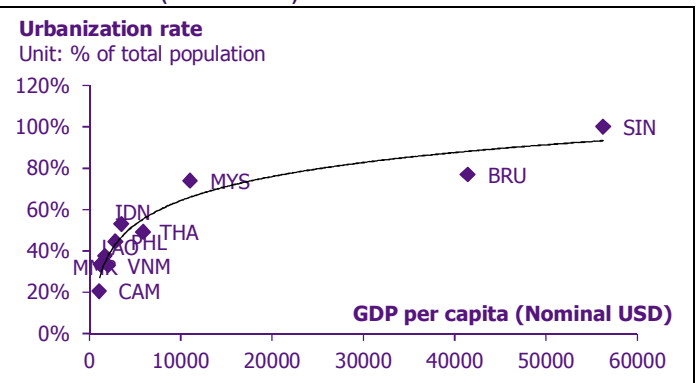
Source: UNCTAD, SCBS Investment Research

Figure 59: โดยปกติแล้ว FDI ไหลเข้ามากจะส่งผลทำให้รายได้ต่อหัวประชากรสูงขึ้น...



Source: IMF, UN DESA, UNCTAD, SCBS Investment Research

Figure 60: ... ซึ่งดูเหมือนว่าจะมีความสัมพันธ์ค่อนข้างสูงกับอัตราความเป็นเมือง (urbanization)



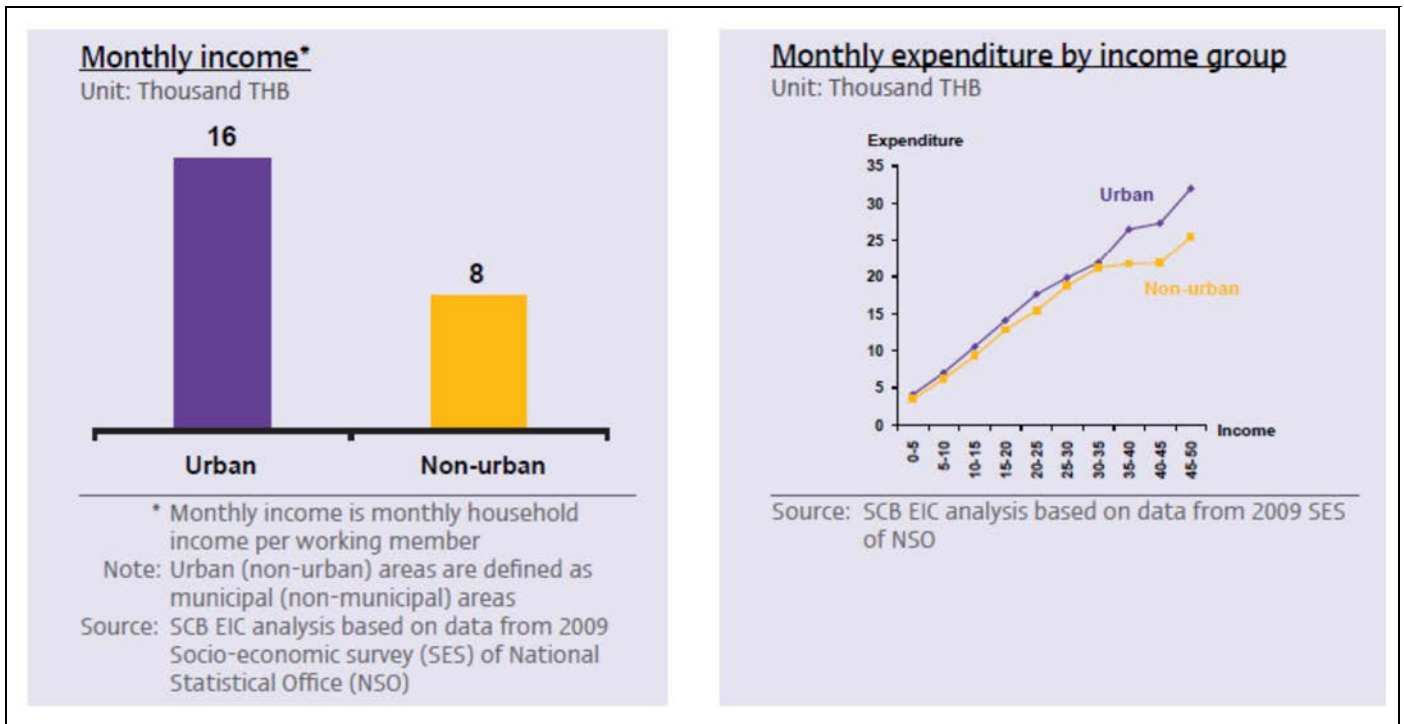
Source: IMF, UN DESA, UNCTAD, SCBS Investment Research

FDI ไหลเข้ากลุ่มประเทศ CLMV จำนวนมาก เมื่ออิงข้อมูลจาก UNCTAD พบว่าในช่วง 10 ปีที่ผ่านมา เงินลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ (FDI) ไหลเข้า สปป.ลาว, กัมพูชา, และเวียดนาม เพิ่มขึ้นในอัตราเติบโตเฉลี่ยต่อปีที่ 45%, 29%, และ 19% ตามลำดับ ในขณะที่ FDI ไหลเข้าเมียนมาร์ น้อยกว่าค่าเฉลี่ย โดยเติบโตเพียง 3% ต่อปี (น่าจะมีส่วนหลักมาจากการข้อจำกัดทางการเมือง ซึ่งมีแนวโน้มที่จะปรับตัวดีขึ้นหลังจากเมียนมาร์จัดตั้งรัฐบาลที่ได้จากการเลือกตั้งชุดใหม่ในภาคตะวันออกใกล้นี้) ทั้งนี้ FDI ไหลเข้าประเทศไทยเพิ่มขึ้นเฉลี่ย 8% ต่อปี ซึ่งไม่ได้แยกเมื่อเทียบกับการเพิ่มขึ้นของ FDI ทั่วโลก (6%), และมาเลเซีย (7%) ทั้งนี้ สปป.ลาว, กัมพูชา, และเวียดนาม กลายเป็นประเทศที่มี FDI ไหลเข้าจำนวนมากมาตั้งแต่ปี 2550 (Figure 57) เมื่อมองในแง่ขนาดของเม็ดเงิน พบว่า FDI ไหลเข้ากลุ่มประเทศ CLMV ไม่น้อย โดยเพิ่มขึ้นจาก 2.5 พันล้านดอลลาร์สหรัฐ (42% ของ FDI ที่ไหลเข้าประเทศไทย) ในปี 2547 สู่ 1.26 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐ (เท่ากับ FDI ที่ไหลเข้าประเทศไทย) ในปี 2557

โดยปกติแล้ว FDI ที่เพิ่มขึ้นมักจะส่งผลทำให้รายได้ต่อหัวประชากรสูงขึ้น ซึ่งดูเหมือนจะมีความสัมพันธ์อย่างมากกับอัตราการความเป็นเมือง กัมพูชา ลาว และเวียดนาม มี FDI ไหลเข้าจำนวนมากในปี 2557 โดยคิดเป็น 10.5%, 6.2%, และ 4.9% ของ GDP ตามลำดับ อัตราส่วน FDI ไหลเข้าต่อ GDP ของกลุ่มประเทศ CLMV ในปี 2557 สูงกว่าอัตราส่วนดังกล่าวของประเทศไทยในปี 2547 ซึ่งเป็นปีที่ real GDP ขยายตัวประมาณ 6-7% แนวโน้มเช่นนี้จะส่งผลทำให้รายได้ต่อหัวประชากรของแต่ละประเทศปรับตัวเพิ่มขึ้น สิ่งที่น่าสนใจมากกว่านั้นคือ ประเทศที่มีรายได้ต่อหัวประชากรเพิ่มขึ้น ดูเหมือนจะมีอัตราการความเป็นเมืองเพิ่มขึ้น

คนเมืองนอกจากรายได้สูงกว่าคนชนบทแล้ว ยังใช้จ่ายเงินเก่งกว่าด้วย โดยเฉพาะสินค้าฟุ่มเฟือย ทั้งนี้เมื่ออิงกับการศึกษาของ SCB EIC (รายงาน “INSIGHT: Looking beyond Bangkok: ผู้บริโภคในเมืองและการพัฒนาสู่ความเป็นเมืองในไทย”) พบว่า คนเมืองมีรายได้เพิ่มขึ้น และมีการใช้จ่ายสูงกว่าผู้ที่อาศัยอยู่นอกเขตเมืองที่มีรายได้ระดับเดียวกัน ซึ่งแม้ CLMV อาจจะไม่เหมือนไทยซะทีเดียว แต่เราอาจพออนุมานพฤติกรรมของผู้บริโภคในสังคมเมืองของ CLMV ในอนาคตจากการศึกษาสังคมเมืองในไทยได้ เพราะจากการศึกษาพบว่า พฤติกรรมการใช้จ่ายของคนเมืองในประเทศไทยพบว่าไม่มีความแตกต่างระหว่างคนเมืองในแต่ละภูมิภาคมากนัก คือเมื่อกลุ่มผู้บริโภคในเมืองมีรายได้เพิ่มขึ้น ก็มีแนวโน้มที่จะใช้จ่ายเพื่อซื้อสินค้าฟุ่มเฟือยเพิ่มมากขึ้น เช่น โทรศัพท์มือถือ โทรทัศน์ ตู้เย็น เครื่องซักผ้า คอมพิวเตอร์ เครื่องปรับอากาศ เตาไมโครเวฟ และรถยนต์นั่งส่วนบุคคล (เรียงตามแนวโน้มการเป็นเจ้าของสินค้าต่างๆ เมื่อรายได้ค่อยๆ เพิ่มขึ้น)

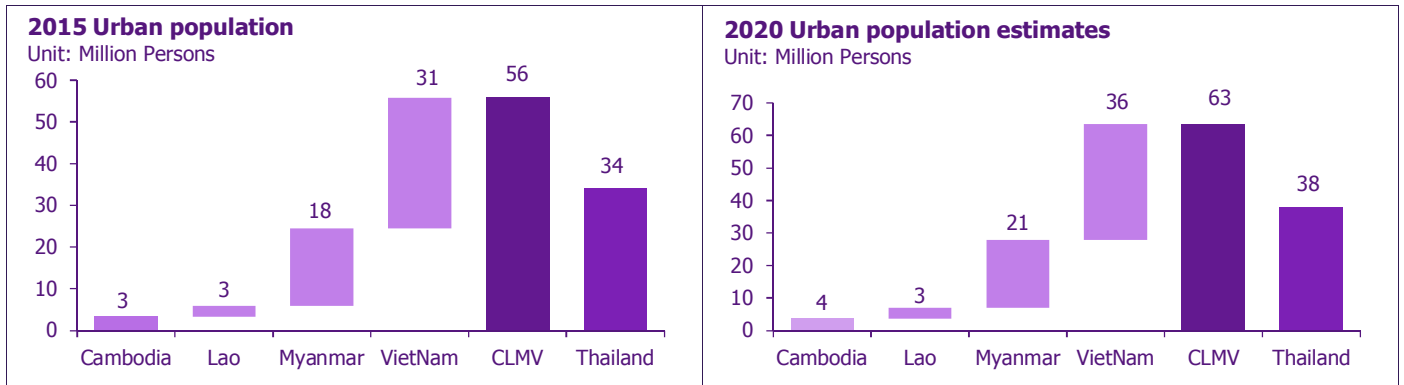
Figure 61: คนเมืองมีรายได้มากเป็นสองเท่าของคนที่ย้ายอยู่นอกเขตเมือง และใช้จ่ายมากกว่าคนที่อาศัยอยู่นอกเขตเมืองที่มีรายได้ระดับเดียวกัน



Source: SCB EIC

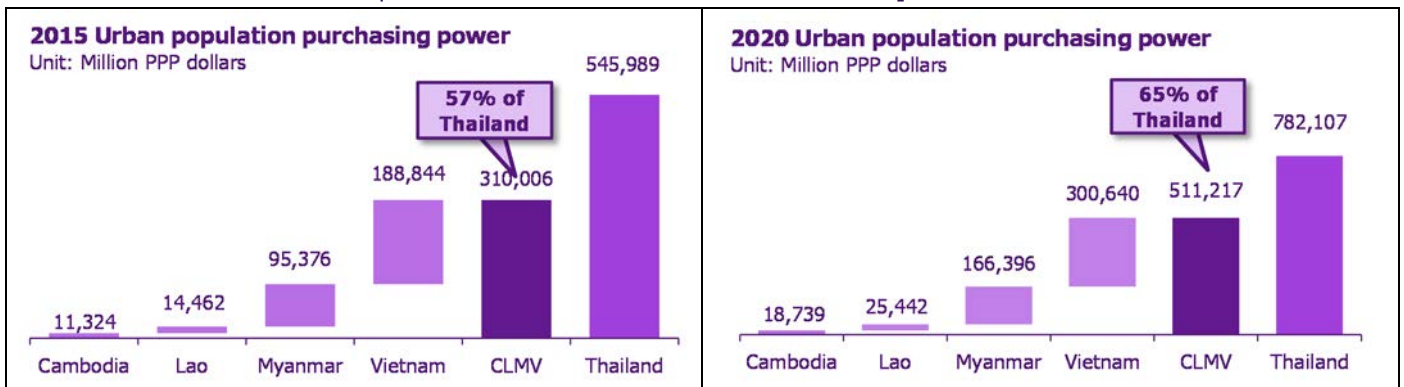
ประชากรเมืองของกลุ่มประเทศ CLMV เป็นตลาดที่มีศักยภาพสูงทั้งในแง่จำนวนคนและกำลังซื้อ การประเมินอัตราการความเป็นเมืองและประชากรของสำนักงานกิจการเศรษฐกิจและสังคมแห่งสหประชาชาติ (UN DESA) ชี้ให้เห็นว่า ปัจจุบันกลุ่มประเทศ CLMV มีประชากรที่อาศัยอยู่ในพื้นที่เมืองประมาณ 56 ล้านคน ซึ่งถือว่าค่อนข้างมากเมื่อเทียบกับประเทศไทยที่มีประชากรอาศัยอยู่ในพื้นที่เมืองประมาณ 34 ล้านคน ทั้งนี้เมื่ออิงกับคาดการณ์อัตราการความเป็นเมืองของ UN DESA พบว่าในอีก 5 ปีข้างหน้า ประชากรเมืองของกลุ่มประเทศ CLMV จะเพิ่มขึ้นอีก 7 ล้านคน ขณะที่ประชากรเมืองของประเทศไทยจะเพิ่มขึ้นเพียง 4 ล้านคน (Figure 62) และหากลองคำนวณหากำลังซื้อของคนเมือง ด้วยการนำจำนวนคนเมืองคูณด้วยรายได้ต่อหัวประชากร (Purchasing Power Parity dollars) ผลที่ออกมาบ่งบอกว่ากำลังซื้อของคนเมืองในกลุ่มประเทศ CLMV จะเพิ่มขึ้นจากประมาณ 57% ของกำลังซื้อของคนเมืองในประเทศไทย สู่ประมาณ 65% ในอีก 5 ปีข้างหน้า (Figure 63) กลุ่มประเทศ CLMV จึงไม่ใช่ตลาดขนาดเล็ก ตัวเลขคาดการณ์ขนาดในเชิงเปรียบเทียบนี้เป็นตัวเลขที่ค่อนข้างอนุรักษ์นิยม เพราะอันที่จริงคนเมืองมีรายได้สูงกว่าค่าเฉลี่ยรายได้ต่อหัวของประเทศอยู่แล้ว

Figure 62: คนเมืองในกลุ่มประเทศ CLMV มีจำนวนไม่น้อย



Source: UN DESA, IMF, SCBS Investment Research

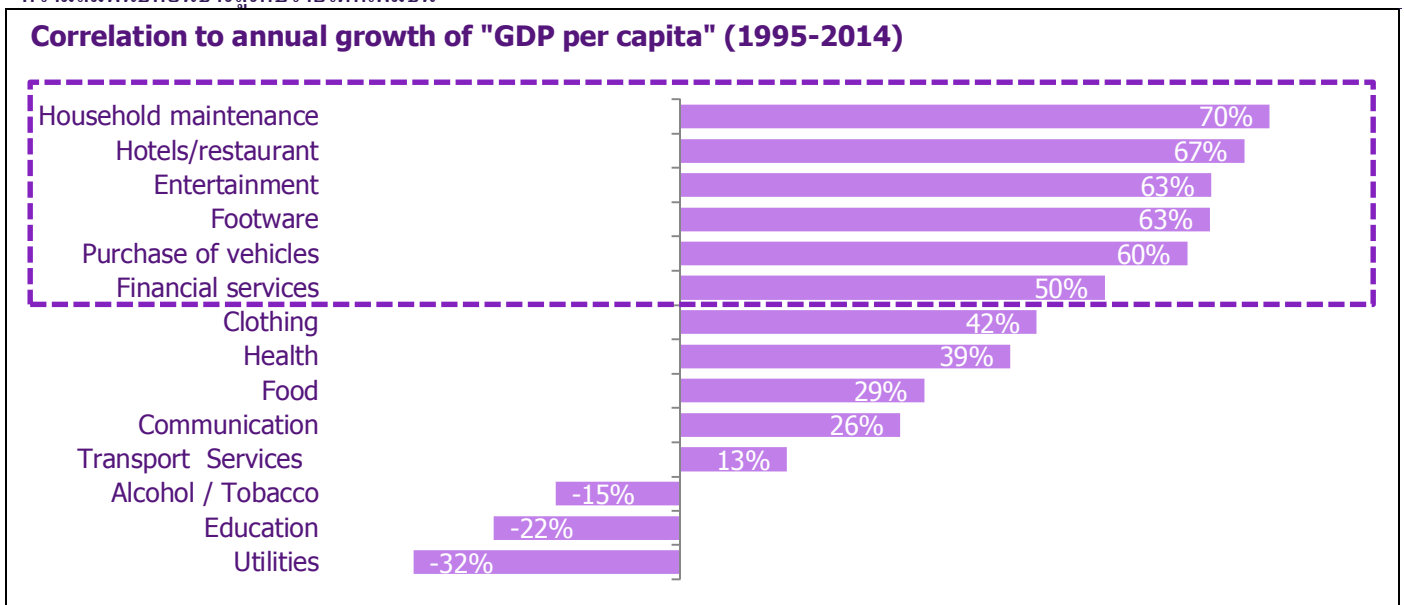
Figure 63: กำลังซื้อของคนเมืองในกลุ่มประเทศ CLMV ก็ไม่น้อย (คิดโดยนำจำนวนคนเมืองคูณด้วยรายได้ต่อหัวประชากรที่แปลงเป็นดอลลาร์)



Source: UN DESA, IMF, SCBS Investment Research

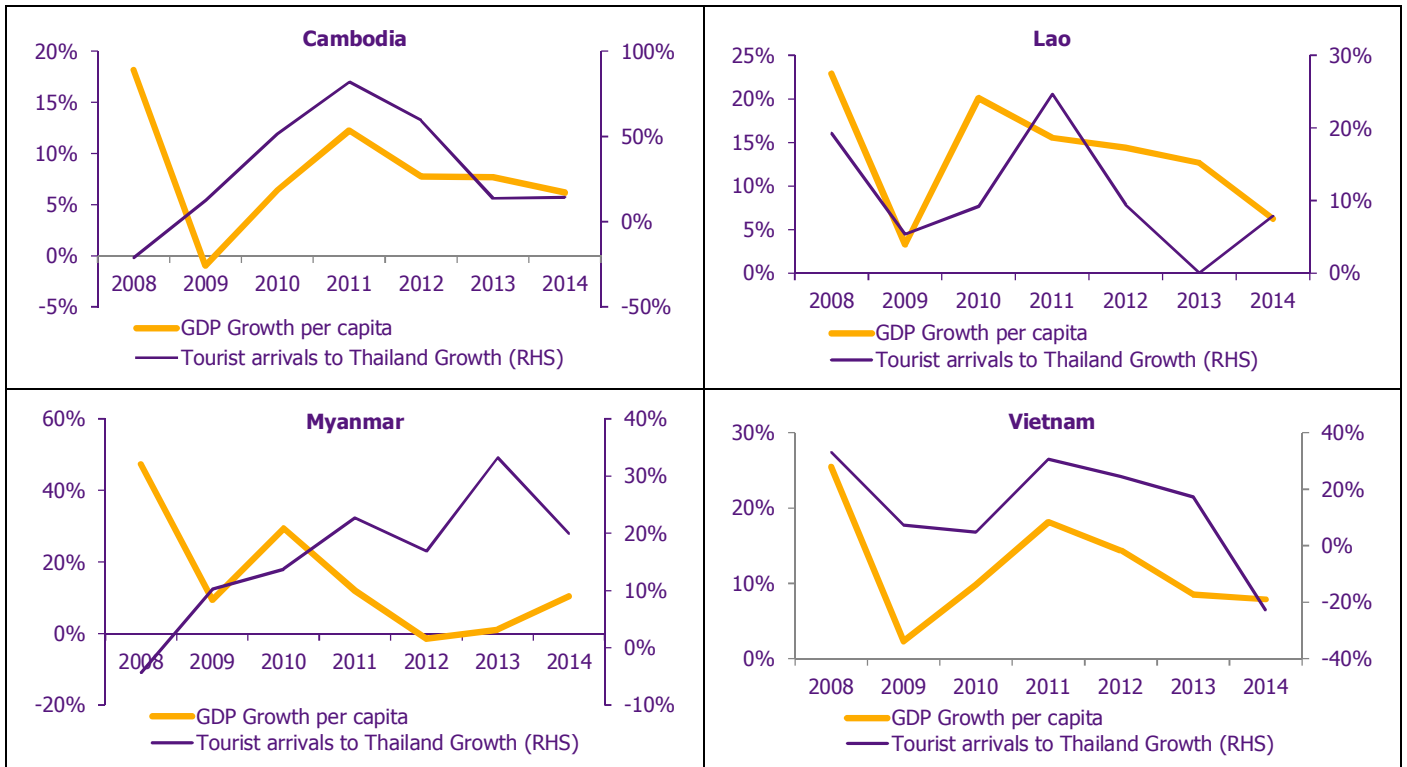
บริการ/สินค้ากลุ่มใดมีแนวโน้มได้ประโยชน์จากรายได้ที่สูงขึ้นและความเป็นเมืองที่ขยายตัวเพิ่มขึ้น? การศึกษาเกี่ยวกับพฤติกรรมผู้บริโภคในเมืองของประเทศไทยในอดีตที่ผ่านมาพบว่า สินค้าฟุ่มเฟือยดูเหมือนจะมีความสัมพันธ์ค่อนข้างมากกับการเปลี่ยนแปลงในรายได้ต่อหัวประชากร สอดคล้องกับผลการศึกษาของ SCB EIC Figure 64 แสดงให้เห็นว่ากลุ่มที่น่าจะได้ประโยชน์จากรายได้ที่สูงขึ้นของประชากร CLMV ได้แก่ การใช้ในครัวเรือน โรงแรมและร้านอาหาร บ้านเท็ก ยานยนต์ และบริการทางการเงิน กลุ่มท่องเที่ยวก็น่าจะได้ประโยชน์เช่นเดียวกัน เนื่องจากประชากร CLMV เปลี่ยนไลฟ์สไตล์และมีกิจกรรมเดินทางเพิ่มมากขึ้น (Figure 65)

Figure 64: การศึกษาเกี่ยวกับพฤติกรรมการใช้จ่ายอุปโภคบริโภคของคนไทยในอดีตพบว่ารายได้ที่เพิ่มขึ้นเพื่อซื้อสินค้าฟุ่มเฟือยดูเหมือนจะมีความสัมพันธ์ค่อนข้างสูงกับรายได้ที่เพิ่มขึ้น



Source: NESDB, SCBS Investment Research

Figure 65: จำนวนนักท่องเที่ยวจากกลุ่มประเทศ CLMV ที่เดินทางเข้ามาในไทยแกว่งตัวตามการเติบโตของรายได้



Source: IMF, Department of Tourism, SCBS Investment Research

บริษัทไทยส่วนหนึ่งเข้าไปลงทุนในอาเซียนแล้วหรือวางแผนเข้าไปลงทุน ตารางด้านล่างเป็นรายชื่อหุ้นบางตัวในการวิเคราะห์ของเราที่ได้เข้าไปลงทุนในกลุ่มประเทศ CLMV และประเทศอื่นๆ ในอาเซียนแล้ว หรือวางแผนเข้าไปลงทุน

บริษัท	ลงทุนในประเทศสมาชิกอาเซียนแล้วหรือวางแผนเข้าไปลงทุน
AAV	- ให้บริการเที่ยวบินตรงสู่กัมพูชา เมียนมาร์ และเวียดนาม (8% ของรายได้ทั้งหมด) - ถ้าเราวมอินโดนีเซีย มาเลเซีย และสิงคโปร์ เข้ามา รายได้จาก AEC จะคิดเป็นสัดส่วน ~15% ของรายได้ทั้งหมด
NOK	- ให้บริการเที่ยวบินตรงสู่ย่างกุ้ง แต่คิดเป็นสัดส่วนรายได้น้อยมาก - วางแผนเปิดเส้นทางบินใหม่สู่ฮานอย และโฮจิมินห์ ในอนาคตอันใกล้
THAI	ให้บริการเที่ยวบินตรงสู่พนมเปญ เวียงจันทน์ ย่างกุ้ง โฮจิมินห์ และฮานอย (สัดส่วนรายได้น้อย)
AOT	ผู้โดยสารระหว่างประเทศประมาณ 5% ของ AOT มาจากกลุ่มประเทศ CLMV
BDMS	- รายได้จากผู้ป่วยจากเมียนมาร์คิดเป็น 2% ของรายได้ทั้งหมด - โรงพยาบาล 2 แห่งในกัมพูชาสร้างรายได้ในสัดส่วนไม่ถึง 1% ของรายได้ทั้งหมด - เป็นเจ้าของโรงพยาบาลในท่าเลยุทธศาสตร์ ได้แก่ เชียงใหม่ และอุดรธานี
BH	- รายได้จากผู้ป่วยเมียนมาร์คิดเป็น 9% ของรายได้ทั้งหมด - วางแผนเปิดคลินิกขนาดเล็กในย่างกุ้งในไตรมาส 2/59
BCH	เป็นเจ้าของโรงพยาบาลในเชียงใหม่และคลินิกขนาดเล็กในแม่สอด
MAJOR	- เปิดโรงพยาบาลในกัมพูชาและ สปป.ลาวแล้ว - วางแผนเปิดโรงพยาบาลเพิ่มในเมียนมาร์

บริษัท	ลงทุนในประเทศสมาชิกอาเซียนแล้วหรือวางแผนเข้าไปลงทุน
AEONTS	- AEONTS มีบริษัทย่อยในกัมพูชา สปป.ลาว และเมียนมาร์ และบริษัทร่วมในเวียดนาม - สัดส่วนกำไรจากบริษัทย่อยและบริษัทร่วมในกลุ่มประเทศ CLMV ในปีบัญชี 2558 น่าจะอยู่ที่ประมาณ 1% - AEONTS ตั้งเป้าเพิ่มสัดส่วนรายได้จากบริษัทย่อยในกลุ่มประเทศ CLMV จากไม่ถึง 1% ในปัจจุบัน สู่ 10% ภายในปีบัญชี 2563 - บริษัทย่อยในกัมพูชาวางแผนออกบัตรเครดิตในปีหน้า การขยายสู่ธุรกิจบัตรเครดิตและการขยายการลงทุนของ AEON Mall ในกัมพูชา จะช่วยสนับสนุนให้กำไรสุทธิของบริษัทย่อยในกัมพูชาปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างมากในระยะ 2-3 ปีข้างหน้า จาก 28 ล้านบาทในปีบัญชี 2557 - บริษัทย่อยในเมียนมาร์จะเริ่มใช้เงินกู้จากธนาคารเป็นแหล่งเงินทุนในปีหน้าอีกทางหนึ่งนอกเหนือจากการใช้เงินทุนจากส่วนของผู้อถือหุ้น หลังจากรัฐบาลเมียนมาร์ออกใบอนุญาตประกอบกิจการธนาคารให้แก่ธนาคารต่างชาติ 9 แห่ง ซึ่งจะเปิดโอกาสให้ AEONTS ขยายธุรกิจได้เร็วขึ้น การไม่มีคู่แข่งทำให้บริษัทย่อยในเมียนมาร์สามารถทำกำไรได้แล้วในปี
SCC	- ยอดขาย 23% มาจากตลาดอาเซียน (10% เกิดจากกิจการในอาเซียน และ 13% เกิดจากการส่งออกไปยังอาเซียน) - ยอดขายในอาเซียน 27% มาจากอินโดนีเซีย, 27% มาจากเวียดนาม, 12% มาจากกัมพูชา, 11% มาจากเมียนมาร์, และ 23% มาจากประเทศอื่นๆ - สินทรัพย์ 19% ของทั้งหมดอยู่ในอาเซียน ครอบคลุมทุกธุรกิจ (ปูนซีเมนต์และวัสดุก่อสร้าง, เคมีภัณฑ์, และบรรจุภัณฑ์) - การเริ่มเดินเครื่องกำลังการผลิตปูนซีเมนต์ใหม่ 6.3 ล้านตัน (26% ของกำลังการผลิตปูนซีเมนต์ทั้งหมด) ในกัมพูชา อินโดนีเซีย เมียนมาร์ และลาว ในช่วงครึ่งหลังปี 58-60 จะช่วยหนุนให้ยอดขายเพิ่มขึ้น โดยได้รับปัจจัยหนุนจากอุปสงค์ที่เติบโตสูง อัตราค่าไถ่ที่ดินที่ดี และกลยุทธ์เครือข่ายไร้พรมแดน (ความยืดหยุ่นสูงขึ้น) - วางแผนศึกษาโครงการลงทุนเพิ่ม (ทั้งโครงการใหม่และเข้าซื้อกิจการ) ในอาเซียน ครอบคลุมทุกธุรกิจ (ปูนซีเมนต์และวัสดุก่อสร้าง, เคมีภัณฑ์, และบรรจุภัณฑ์)
SCCC	- ปริมาณขายปูนซีเมนต์ที่บริษัทส่งไปยังอาเซียนคิดเป็นสัดส่วนประมาณ 20% ของปริมาณขายทั้งหมด - SCCC ประกาศเข้าลงทุนในบริษัท Chip Mong Cement Corporation Limited ด้วยสัดส่วนการถือหุ้น 40% ขณะที่ Chip Mong Group จะถือหุ้นส่วนที่เหลืออีก 60% บริษัทร่วมทุนแห่งนี้จะสร้างและดำเนินการโรงงานผลิตปูนซีเมนต์กำลังการผลิต 1.8 ล้านตัน (14% ของกำลังการผลิตปูนซีเมนต์ทั้งหมดของบริษัท) ในกัมพูชา โดยคาดว่าจะการเข้าทำรายการจะแล้วเสร็จในเดือน ธ.ค. 2558 และเริ่มดำเนินงานได้ตอนต้นปี 2561 - นอกจากนี้บริษัทก็กำลังศึกษาแผนสร้างโรงงานผลิตปูนซีเมนต์แห่งใหม่ในเมียนมาร์ ลาว และเวียดนาม
GLOBAL	- ในเดือน ก.ย. 58 บริษัท โกลบอลเฮาส์ อินเตอร์เนชั่นแนล จำกัด (GLOBAL ถือหุ้น 50% และ SCC ถือหุ้น 50%) ได้เข้าลงทุนในบริษัท สุวณนี โฮมเซ็นเตอร์ จำกัด (มหาชน) ซึ่งเป็นผู้นำตลาดที่มีชื่อเสียงในธุรกิจจัดจำหน่ายสินค้าวัสดุก่อสร้างและสินค้าตกแต่งบ้านในลาว โดยปัจจุบันโกลบอลเฮาส์ อินเตอร์เนชั่นแนล มีสัดส่วนการถือหุ้น 40% ในบริษัทดังกล่าว แต่จะลดสัดส่วนการถือหุ้นลงเหลือ 34% หลังจากนำหุ้นของสุวณนี โฮมเซ็นเตอร์ เข้าจดทะเบียนซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ลาว (LSX) ในเดือน ธ.ค. 58 - สุวณนี โฮมเซ็นเตอร์ มีสาขา 4 สาขาในลาว (11% ของจำนวนสาขาทั้งหมดของ GLOBAL) และวางแผนเปิดสาขาเพิ่มหลังทำ IPO บริษัทแห่งนี้มีกำไร 85 ล้านบาทในปี 2557 (2% ของกำไรของ GLOBAL) - บริษัทจะลงทุนในเมียนมาร์และกัมพูชาอย่างต่อเนื่อง
ROBINS	- ROBINS เปิดห้างสรรพสินค้า 2 แห่งในเวียดนามในปี 2557 (4% ของจำนวนสาขาทั้งหมด) สาขาแรกเป็นของบริษัทเองและดำเนินงานโดย ROBINS ส่วนสาขาที่สองเป็นของผู้ประกอบการรายอื่น และ ROBINS มีรายได้ค่าธรรมเนียมใบอนุญาต - บริษัทจะกลับมาพิจารณาขยายสาขาในเวียดนามอีกครั้ง เมื่อมีความชัดเจนมากขึ้นเกี่ยวกับข้อจำกัดในการเปิดสาขาใหม่ในเวียดนาม และความยุ่งยากในการหาศูนย์การค้าแห่งใหม่ที่จะเปิดห้างสรรพสินค้า.
HMPRO	- บริษัทเปิด HomePro ในมาเลเซีย 1 สาขาในไตรมาส 4/57 (1% ของสาขาทั้งหมด) - บริษัทจะเปิดสาขา HomePro ในมาเลเซียเพิ่มอีก 1 สาขาตอนปลายปี 2559 - เมื่อสาขาที่เปิดใหม่ในมาเลเซียเริ่มทรงตัว HMPRO จะพิจารณาขยายสาขาในประเทศอื่นๆ ในกลุ่มประเทศ CLMV
BIGC	แสดงความสนใจเข้าไปสำรวจโอกาสลงทุนในลาวและกัมพูชา
MAKRO	แสดงความสนใจเข้าไปสำรวจโอกาสลงทุนในเมียนมาร์ กัมพูชา และลาว
CPN	- จะเปิดศูนย์การค้าใหม่แห่งแรกในอาเซียนที่มาเลเซียในปี 2560 (3% ของจำนวนศูนย์การค้าภายใต้การบริหารของบริษัททั้งหมด) - นอกจากนี้บริษัทก็กำลังมองหาโอกาสลงทุนในเวียดนามและอินโดนีเซียด้วย
BJC	- สัดส่วนรายได้จากอาเซียนคิดเป็นสัดส่วนประมาณ 20% ของรายได้ทั้งหมด - ยอดขายในอาเซียน 83% มาจากเวียดนาม, 6% จากมาเลเซีย, 4% มาจากลาว, 2% มาจากเมียนมาร์, 2% มาจากกัมพูชา, และ 3% มาจากประเทศอื่นๆ - บริษัทจะลงทุนเพิ่มในกลุ่มประเทศ CLMV อย่างต่อเนื่อง
CPF	- สัดส่วนรายได้จากอาเซียน (กิจการในอาเซียนและการส่งออก) คิดเป็นประมาณ 30% ของรายได้ทั้งหมด - กิจการในอาเซียน ได้แก่ เวียดนาม กัมพูชา ลาว มาเลเซีย และฟิลิปปินส์ - บริษัทจะขยายการลงทุนเพิ่มทั้งโครงการใหม่และเข้าซื้อกิจการในอาเซียน ครอบคลุมทุกธุรกิจของบริษัท (อาหารสัตว์ ฟาร์ม และอาหาร)

Top picks

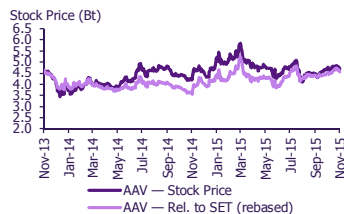
ชื่อ

Stock Data

Last close (Nov 26) (Bt)	4.66
12-m target price (Bt)	7.00
Upside (Downside) to TP (%)	50.21
Mkt cap (Btbn)	22.60
Mkt cap (US\$mn)	632

Bloomberg code	AAV TB
Reuters code	AAV.BK
Risk rating	H
Mkt cap (%) SET	0.17
Sector % SET	6.53
Shares issued (mn)	4,850
Par value (Bt)	0.10
12-m high / low (Bt)	5.9 / 3.9
Avg. daily 6m (US\$mn)	2.85
Foreign limit / actual (%)	0 / 0
Free float (%)	54.5
Dividend policy (%)	NA

Price Performance



Source: SET, SCBS Investment Research

Share performance

	1M	3M	12M
Absolute	(2.1)	8.9	3.6
Relative to SET	2.1	8.3	21.3

Source: SET, SCBS Investment Research

ระวีบุษ ปิยะกรียงไกร

นักวิเคราะห์การลงทุนวิจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1002

raweenuch.piyakriengkai@scb.co.th

ดีที่สุดในกลุ่มสายการบิน

เราเลือก AAV เป็น top pick ในกลุ่มสายการบิน อุตสาหกรรมท่องเที่ยวไทยที่เติบโตเพิ่มขึ้นพร้อมกับจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติที่คาดว่าจะเดินทางเข้ามาในประเทศไทยสูงสุดเป็นประวัติการณ์ที่ 33 ล้านคนในปี 2559 จะช่วยสนับสนุนให้กำไรปกติของ AAV ทำสถิติสูงสุดที่ 1.7 พันล้านบาท อัตราค่าโดยสารเฉลี่ย (ปัจจัยสำคัญที่ช่วยกระตุ้นให้กำไรเติบโต) ของ AAV มีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้นเนื่องจากบริษัทมีรายได้จากตลาดระหว่างประเทศที่แข็งแกร่งในสัดส่วนสูง และจะได้ประโยชน์จากการเปิด AEC แม้ราคาหุ้น AAV ปรับตัวขึ้นมาแล้ว 9% ในช่วง 3 เดือนที่ผ่านมา แต่ยังมีข้อขายที่ PB ปี 59 ระดับ 1.0 เท่า ใกล้กับระดับต่ำสุดในปี 2557 ซึ่งเป็นปีที่ AAV รายงานขาดทุนเพราะได้รับผลกระทบจากสถานการณ์ความไม่สงบทางการเมือง เราแนะนำ "ซื้อ" AAV ด้วยราคาเป้าหมาย 7 บาท/หุ้น

อุตสาหกรรมท่องเที่ยวไทยอยู่ในแนวโน้มขาขึ้น การเปิด AEC เป็นปัจจัยบวก นักท่องเที่ยวต่างชาติเดินทางเข้ามาในประเทศไทยในช่วง 10 เดือนแรกปี 58 จำนวน 24.3 ล้านคน เพิ่มขึ้น 24% YoY และเราคาดว่าจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติจะทำสถิติสูงสุดที่ 30 ล้านคนในปี 2558 (+22% YoY) และ 33 ล้านคนในปี 2559 (+10% YoY) จีนจะยังคงเป็นตลาดใหญ่และสำคัญที่สุดสำหรับอุตสาหกรรมท่องเที่ยวไทย (คิดเป็น 27% ของจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติที่เดินทางเข้ามาในไทยทั้งหมด) โดยที่เราคาดว่าจะมีนักท่องเที่ยวจากจีนจำนวน 8.0 ล้านคนในปี 2558 (+73% YoY) และ 9.5 ล้านคนในปี 2559 (+19% YoY) เรามองว่าการเปิดประชาคมเศรษฐกิจอาเซียน (AEC) ในเดือน ธ.ค. 2558 จะเป็นปัจจัยบวกต่ออุตสาหกรรมท่องเที่ยวไทยจากประชากรจำนวนมากว่า 600 ล้านคน การเชื่อมโยงกันมากขึ้นและเศรษฐกิจที่กำลังเติบโตซึ่งจะกระตุ้นให้มีการเดินทางในกลุ่มประเทศสมาชิก 10 ประเทศเพิ่มมากขึ้น อัตราค่าโดยสารที่เพิ่มขึ้นเป็นปัจจัยสำคัญที่ช่วยสนับสนุนให้กำไรเติบโต AAV จะได้รับประโยชน์อย่างมากจากอุตสาหกรรมท่องเที่ยวไทยที่กำลังเติบโต เนื่องจากบริษัทมีรายได้จากตลาดระหว่างประเทศในสัดส่วนสูงที่ ~60% ของรายได้ทั้งหมด ทั้งนี้เมื่อแยกตามตลาด จีนเป็นตลาดใหญ่สุดโดยคิดเป็นสัดส่วน 20-25% ของรายได้ทั้งหมด ตามมาด้วยตลาด AEC ที่ 15-20% นอกเหนือจากจำนวนผู้โดยสารที่เพิ่มขึ้นแล้ว ตลาดระหว่างประเทศที่แข็งแกร่งยังจะช่วยกระตุ้นให้อัตราค่าโดยสารเฉลี่ยของ AAV ปรับตัวเพิ่มขึ้น และลดผลกระทบจากการแข่งขันในตลาดภายในประเทศด้วย เราคาดว่าอัตราค่าโดยสารเฉลี่ยของ AAV จะเติบโต 2% YoY ในปี 2558 และ 4% YoY ในปี 2559 การวิเคราะห์ความอ่อนไหวใน Figure 6 แสดงให้เห็นว่ากำไรปกติของ AAV มีความอ่อนไหวอย่างมากต่อการเปลี่ยนแปลงในอัตราค่าโดยสาร และอัตราค่าโดยสารที่เพิ่มขึ้น 1% จากสมมติฐานของเราจะช่วยหนุนให้กำไรปกติปี 2559 ปรับเพิ่มขึ้นได้อีก 8%

กำไรจะทำสถิติสูงสุดในปี 2559 เราคาดว่ากำไรปกติของ AAV จะทำสถิติสูงสุดเป็นประวัติการณ์ที่ 1.5 พันล้านบาทในปี 2558 และเติบโต 12% YoY สู่ 1.7 พันล้านบาทในปี 2559 โดยอิงกับสมมติฐานปี 2559 ดังนี้: 1) ปริมาณผู้โดยสาร 16.5 ล้านคน (+10% YoY), 2) อัตราค่าโดยสารเฉลี่ยเพิ่มขึ้น 4%, 3) อัตราแลกเปลี่ยนเฉลี่ย 35 บาท/ดอลลาร์สหรัฐ, และ 4) ราคาน้ำมันเครื่องบินเฉลี่ยที่ 74 ดอลลาร์สหรัฐ/บาร์เรล ปัจจุบัน AAV ทำสัญญาซื้อน้ำมันเครื่องบินล่วงหน้าไว้ในสัดส่วน 24% ของปริมาณการใช้ น้ำมันเครื่องบินทั้งหมดในปี 2559 ที่ราคา 66 ดอลลาร์สหรัฐ/บาร์เรล

ดีที่สุดในกลุ่มสายการบิน แนะนำ "ซื้อ" ด้วยราคาเป้าหมายปลายปี 2559 ที่ 7 บาท/หุ้น เรามองว่า AAV เป็นหุ้นที่ดีที่สุดในกลุ่มสายการบิน เพราะผลประกอบการอยู่ในแนวโน้มขาขึ้น ในขณะที่หุ้น AAV ซื้อขายที่ PB ปี 59 ระดับ 1.0 เท่า ใกล้กับระดับต่ำสุดในปี 2557 ซึ่งเป็นปีที่ AAV รายงานขาดทุนเพราะได้รับผลกระทบจากสถานการณ์ความไม่สงบทางการเมือง เมื่อเทียบกับหุ้นที่เกี่ยวข้องกับการท่องเที่ยวตัวอื่นๆ ซึ่งรายงานผลประกอบการดีขึ้นในช่วง 9 เดือนแรกปี 59 AAV จัดเป็นหุ้น laggard play เนื่องจากราคาหุ้นปรับตัวเพิ่มขึ้น 9% ในช่วง 3 เดือนที่ผ่านมา เทียบกับ MINT ที่ +35%, CENTEL ที่ +30%, AOT ที่ +14%, และ ERW ที่ +12% เราแนะนำ "ซื้อ" AAV ด้วยราคาเป้าหมายปลายปี 2559 ที่ 7 บาท/หุ้น โดยอิงกับ PE 21 เท่า หรือเท่ากับระดับ +0.5SD ของ PE เฉลี่ยในอดีตของหุ้นสายการบิน ต้นทุนต่ำในตลาดภูมิภาค

Forecasts and valuation

Year to 31 Dec	Unit	2013	2014	2015F	2016F	2017F
Revenue	(Btbn)	23,485	25,356	30,706	35,246	39,043
EBITDA	(Btbn)	2,878	1,335	4,450	5,536	6,454
Core profit	(Btbn)	901	114	1,508	1,681	2,010
Reported profit	(Btbn)	1,043	183	1,342	1,681	2,010
Core EPS	(Bt)	0.19	0.02	0.31	0.35	0.41
DPS	(Bt)	0.00	0.00	0.07	0.09	0.10
P/E, core	(x)	25.1	198.5	15.0	13.4	11.2
EPS growth, core	(%)	5.5	(87.4)	n.m.	11.5	19.5
P/BV, core	(x)	1.2	1.2	1.1	1.0	0.9
ROE	(%)	4.8	0.6	7.5	7.8	8.7
Dividend yield	(%)	0.0	0.0	1.5	1.9	2.2
EV/EBITDA	(x)	8.4	21.3	6.9	5.6	4.3

Source: SCBS Investment Research

Financial statement

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	2013	2014	2015F	2016F	2017F
Total revenue	23,485	25,356	30,706	35,246	39,043
Cost of goods sold	(19,928)	(23,708)	(25,801)	(29,206)	(32,072)
Gross profit	3,557	1,648	4,905	6,040	6,971
SG&A	(1,756)	(1,925)	(2,303)	(2,643)	(2,928)
Other income	671	794	768	881	976
Interest expense	(171)	(313)	(429)	(457)	(451)
Pre-tax profit	2,301	204	2,941	3,821	4,567
Corporate tax	(651)	1	(200)	(764)	(913)
Equity a/c profits	0	0	0	0	0
Minority interests	(865)	(148)	(1,234)	(1,376)	(1,644)
Core profit	901	114	1,508	1,681	2,010
Extra-ordinary items	142	69	(165)	0	0
Net Profit	1,043	183	1,342	1,681	2,010
EBITDA	2,878	1,335	4,450	5,536	6,454
Core EPS (Bt)	0.19	0.02	0.31	0.35	0.41
Net EPS (Bt)	0.22	0.04	0.28	0.35	0.41
DPS (Bt)	0.00	0.00	0.07	0.09	0.10

Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	2013	2014	2015F	2016F	2017F
Total current assets	7,817	7,493	7,275	8,075	10,189
Total fixed assets	37,118	42,009	45,101	47,989	47,675
Total assets	44,935	49,502	52,376	56,064	57,864
Total loans	8,161	12,077	14,062	14,930	13,697
Total current liabilities	7,272	7,865	7,860	8,730	9,457
Total long-term liabilities	10,988	14,621	15,633	16,500	15,267
Total liabilities	18,260	22,486	23,493	25,230	24,725
Paid-up capital	485	485	485	485	485
Total equity	26,675	27,016	28,883	30,834	33,139
BVPS (Bt)	3.99	4.03	4.30	4.58	4.91

Cash Flow Statement (Btmn)

FY December 31	2013	2014	2015F	2016F	2017F
Core Profit	901	114	1,508	1,681	2,010
Depreciation and amortization	406	818	1,080	1,258	1,435
Operating cash flow	3,674	(439)	4,391	3,591	3,991
Investing cash flow	(12,250)	(2,720)	(4,171)	(4,146)	(1,122)
Financing cash flow	6,633	4,683	577	1,137	(938)
Net cash flow	(1,942)	1,524	797	583	1,931

Key Financial Ratios

	2013	2014	2015F	2016F	2017F
Gross margin(%)	15.1	6.5	16.0	17.1	17.9
Operating margin(%)	7.7	-1.1	8.5	9.6	10.4
EBITDA margin(%)	12.3	5.3	14.5	15.7	16.5
EBIT margin(%)	25.5	17.2	26.0	27.1	27.9
Net profit margin(%)	4.4	0.7	4.4	4.8	5.1
ROE (%)	5.4	0.9	6.4	7.6	8.4
ROA (%)	2.3	0.4	2.6	3.0	3.5
Net D/E (x)	0.1	0.2	0.3	0.3	0.2
Interest coverage (x)	16.8	4.3	10.4	12.1	14.3
Debt service coverage (x)	9.3	1.4	3.2	2.3	2.7
Payout Ratio (%)	0.0	0.0	25.0	25.0	25.0

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15
Total revenue	5,559	7,876	7,734	6,885	7,254
Cost of goods sold	(5,621)	(6,637)	(6,156)	(6,041)	(6,354)
Gross profit	(62)	1,239	1,578	844	900
SG&A	(497)	(555)	(577)	(500)	(592)
Other income	197	214	198	189	201
Interest expense	(87)	(107)	(108)	(143)	(88)
Pre-tax profit	(450)	790	1,092	389	421
Corporate tax	(17)	(20)	(186)	67	(21)
Equity a/c profits	0	0	(0)	(0)	(0)
Minority interests	173	(359)	(414)	(166)	(77)
Core profit	(255)	420	498	252	219
Extra-ordinary items	46	10	8	(46)	(127)
Net Profit	(209)	430	506	206	92
EBITDA	(147)	1,141	1,473	813	786
Core EPS (Bt)	(0.05)	0.09	0.10	0.05	0.05
Net EPS (Bt)	(0.04)	0.09	0.10	0.04	0.02

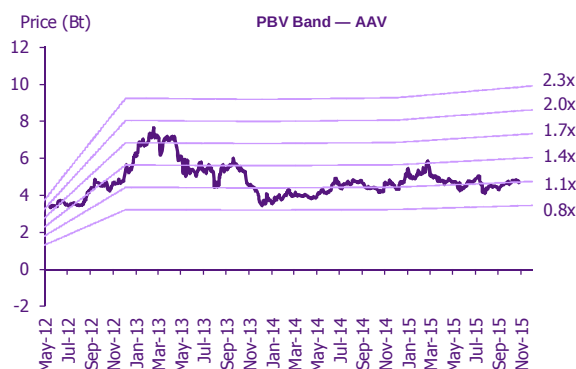
Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15
Total current assets	6,372	7,493	8,607	8,391	8,167
Total fixed assets	41,917	42,009	43,580	43,407	43,557
Total assets	48,289	49,502	52,187	51,798	51,723
Total loans	11,987	12,077	13,929	13,933	14,399
Total current liabilities	7,504	7,865	7,742	7,046	7,354
Total long-term liabilities	14,566	14,621	16,509	16,444	16,807
Total liabilities	22,070	22,486	24,251	23,489	24,161
Paid-up capital	485	485	485	485	485
Total equity	26,218	27,016	27,936	28,308	27,562
BVPS (Bt)	3.94	4.03	4.13	4.17	4.09

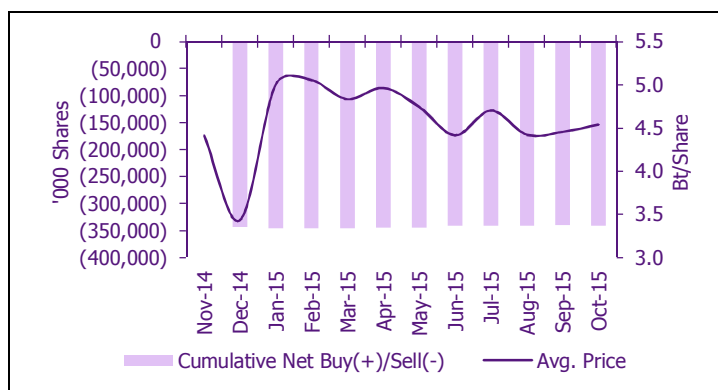
Main Assumptions

	2013	2014	2015F	2016F	2017F
load factor (%)	83.6	80.5	83.0	84.0	84.0
No. of passengers (mn)	10.5	12.2	15.0	16.5	17.7
Average fare (Bt/pax)	1,885	1,726	1,760	1,830	1,890
No. of aircrafts (ending)	35	40	45	50	55
Jet fuel price (US\$/Barrel)	123	113	69	74	79
FX (Bt/US\$)	30.7	32.5	34.0	35.0	34.0

PBV Band Chart

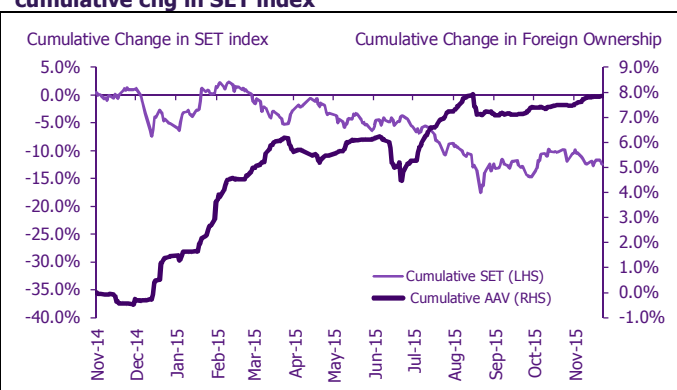


12-Month Cumulative directors trade



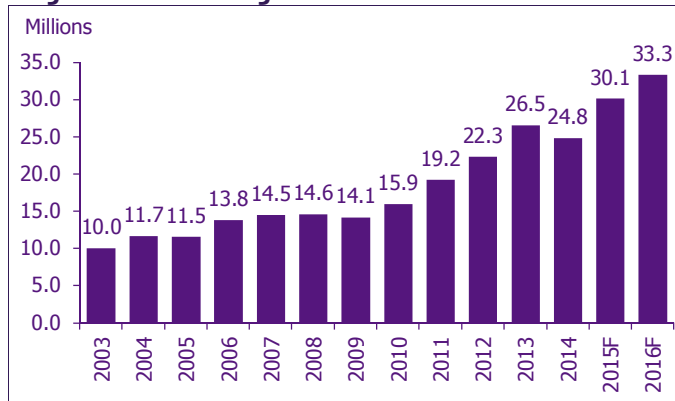
Source: SEC

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



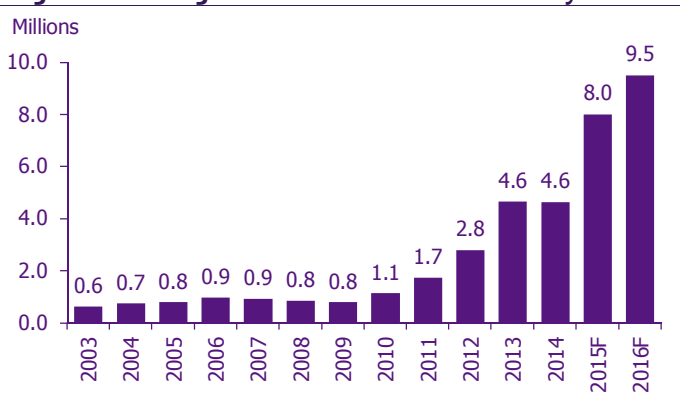
Source: SET, SCBS Investment Research

Figure 1: Record high Thai tourism in 2016



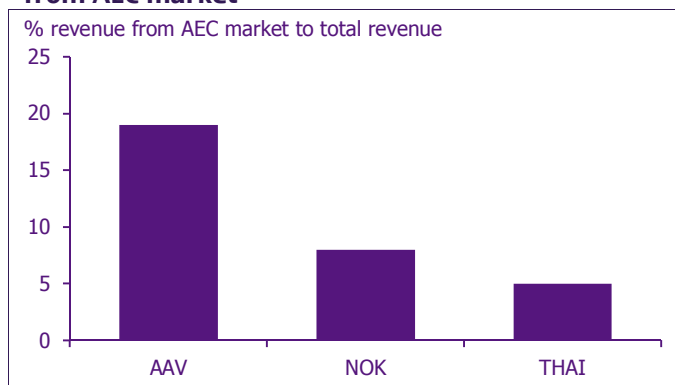
Source: Department of Tourism, Thailand and SCBS Investment Research

Figure 2: Strong Chinese tourist influx is a key



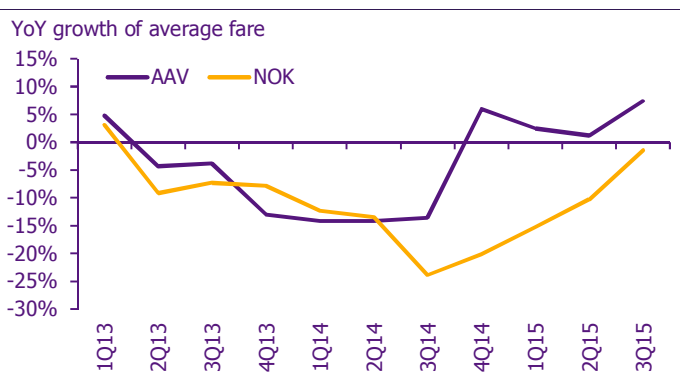
Source: Department of Tourism, Thailand and SCBS Investment Research

Figure 3: AAV has the highest revenue contribution from AEC market



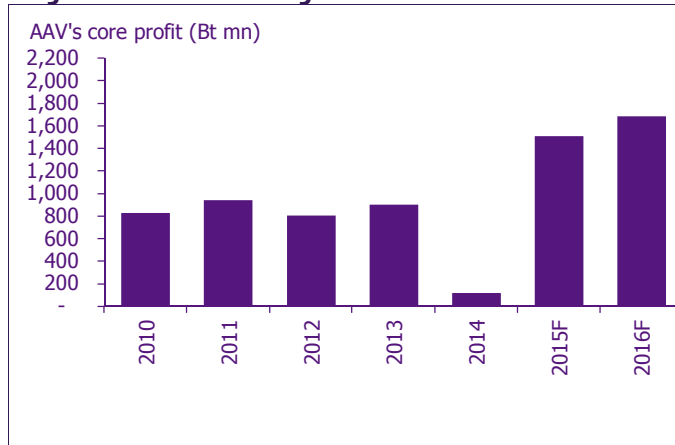
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 4: AAV's stronger fare outlook



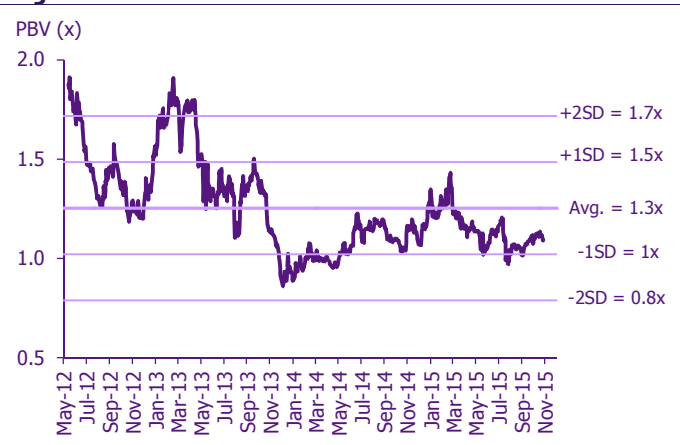
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 5: AAV's earnings outlook



Source: AAV and SCBS Investment Research

Figure 6: AAV's PB band



Source: SET and SCBS Investment Research

Figure 7: Earnings impact to 1% change of major assumptions

	AAV	NOK	THAI
2016 core earnings (Btmn)	1,681	-216	-227
Assumption change;	Core earnings impact (Bt mn)		
1% higher fare	133	112	1,150
1% stronger Baht/US\$	64	110	66
1% higher load factor	54	47	533
1% lower jet fuel price	34	27	113
Assumption change;	Core earnings change from 2016 projection		
1% higher fare	8%	52%	507%
1% stronger Baht/US\$	4%	51%	29%
1% higher load factor	3%	22%	235%
1% lower jet fuel price	2%	12%	50%

Source: SCBS Investment Research

Because of the core earnings loss for NOK and THAI, % core earnings change presentation is simply to illustrate the magnitude of change, not an actual percentage change.

Figure 8: Price performance vs. core earnings

	Price performance (%)					Core earnings (Bt mn)		
	1-mth	3-mth	6-mth	12-mth	YTD	9M14	9M15	% YoY
<u>Airline</u>								
AAV	-2.1	8.9	-1.3	3.6	8.4	-306	969	NM
NOK	-10.1	-3.4	-33.0	-40.3	-45.8	-490	-634	NM
THAI	-13.7	-11.2	-33.7	-40.6	-37.3	-16,069	-3,511	NM
<u>Airport</u>								
AOT	3.3	14.3	4.4	14.8	10.3	9,914	12,657	27.7
<u>Hotel</u>								
CENTEL	14.2	30.1	23.8	24.6	42.7	712	1,374	93.1
ERW	2.0	11.9	-6.3	-16.5	-10.8	-222	94	NM
MINT	9.5	35.3	14.0	4.0	16.8	2,714	2,901	6.9

Source: SET and SCBS Investment Research

Figure 9: Regional valuation comparison

Company name	Country	MKT Cap US\$ mn.	PE (x)			EPS Growth (%)			14-16F CAGR (%)	EV/EBITDA (x)			PBV (x)			ROE (%)		
			15F	16F	17F	15F	16F	17F		15F	16F	17F	15F	16F	17F	15F	16F	17F
Full service carriers																		
China Southern Airlines	China	11,485	8.0	6.7	5.4	232.8	19.2	23.7	99.2	5.0	4.8	4.4	1.1	1.0	0.9	17.1	16.6	16.5
China Eastern Airlines	China	12,913	6.7	6.0	4.8	89.3	12.1	25.3	45.7	6.3	5.9	5.5	1.1	0.9	0.8	19.4	16.8	15.2
Air China	China	15,665	8.2	7.5	6.6	106.1	9.2	13.7	50.0	6.0	5.7	5.4	1.1	0.9	0.8	14.7	14.0	13.5
Cathay Pacific Airways	Hong Kong	7,218	9.4	8.4	7.9	89.6	12.0	5.7	45.8	5.7	5.4	5.3	1.0	0.9	0.9	11.0	11.9	11.3
All Nippon Airways	Japan	10,253	21.0	16.6	14.8	73.7	26.6	12.3	48.3	6.3	5.7	5.3	1.5	1.4	n.a	7.4	8.8	9.3
Garuda Indonesia Persero	Indonesia	575	11.2	7.4	7.4	n.m.	50.0	0.0	n.m.	4.3	3.6	3.1	n.a	0.6	0.5	6.4	9.2	11.9
Singapore Airlines Ltd	Singapore	8,654	20.3	14.9	14.0	65.3	36.3	6.8	50.1	3.9	3.5	3.3	1.0	0.9	n.a	4.5	6.2	6.6
Asiana Airlines	South Korea	766	n.m	14.7	10.1	n.m.	n.m.	44.8	-1.8	10.7	9.5	9.3	0.9	0.9	0.8	-4.7	7.0	7.9
Eva Airways	Taiwan	2,034	7.6	7.9	9.6	n.m.	-4.1	-17.1	n.m.	5.2	5.0	5.5	1.3	1.1	1.0	18.5	14.8	9.7
Bangkok Airways	Thailand	1,322	21.2	16.6	15.5	404.8	28.1	6.6	154.3	12.7	9.4	8.3	1.7	1.6	1.5	6.8	7.8	8.3
Thai Airways Int.	Thailand	559	n.m	8.4	5.1	1.0	n.m.	65.4	n.m.	8.2	6.5	6.3	0.8	0.7	0.6	-55.5	8.6	12.3
Average			12.6	10.5	9.2	132.8	21.1	17.0	61.4	6.8	5.9	5.6	1.2	1.0	0.9	4.2	11.1	11.1
Low cost carriers																		
AirAsia BHD	Malaysia	923	8.2	5.8	5.3	466.7	41.8	10.0	183.4	8.2	7.8	7.5	n.a	0.7	0.7	9.5	12.3	12.9
Asia Aviation	Thailand	632	16.1	12.5	10.1	664.6	28.7	24.5	213.7	8.2	6.7	5.7	1.1	1.0	1.0	7.6	8.3	9.3
Cebu Air	Philippines	1,084	8.5	7.3	7.2	604.7	16.4	1.0	n.m.	5.7	5.7	5.4	1.9	1.6	1.3	25.2	22.7	20.1
Tiger Airways Holdings	Singapore	719	10.1	33.1	23.8	n.m.	-69.4	38.8	186.4	n.a.	15.6	11.2	4.5	4.0	n.a	-17.7	6.4	19.1
Nok Airlines	Thailand	124	n.m	14.4	7.8	28.9	n.m.	84.6	n.m.	n.a.	3.7	1.7	1.2	1.1	1.0	-6.2	8.1	10.8
Average			10.7	14.6	10.8	441.2	4.4	31.7	194.5	7.4	7.9	6.3	2.2	1.7	1.0	3.7	11.6	14.4

Source: Bloomberg and SCBS Investment Research

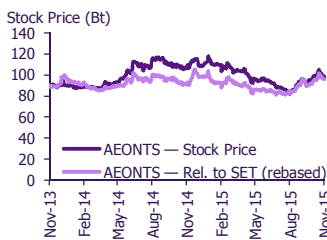
ชื่อ

Stock Data

Last close (Nov 26) (Bt)	97.50
12-m target price (Bt)	125.00
Upside (Downside) to TP (%)	28.21
Mkt cap (Btbn)	24.38
Mkt cap (US\$mn)	682

Bloomberg code	AEONTS TB
Reuters code	AEONTS.BK
Risk rating	H
Mkt cap (%) SET	0.19
Sector % SET	1.95
Shares issued (mn)	250
Par value (Bt)	1.00
12-m high / low (Bt)	119.5 / 80.3
Avg. daily 6m (US\$mn)	0.13
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	(1.5)	18.9	(8.9)
Relative to SET	2.7	18.2	6.7

Source: SET, SCBS Investment Research

กิตติมา สัตยพันธ์, CFA

นักวิเคราะห์การลงทุนวิจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1003

kittima.sattayapan@scb.co.th

ผู้นำธุรกิจสินเชื่ออุปโภคบริโภคในตลาด CLMV

ผลการดำเนินงานของ AEONTS มีแนวโน้มฟื้นตัวดีขึ้น โดยได้รับปัจจัยหนุนจากการขยายสินเชื่อได้เพิ่มขึ้น การตั้งสำรองลดลง และค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานที่ชะลอตัวลง ธุรกิจในตลาด CLMV ของ AEONTS จะขยายใหญ่ขึ้นในปีหน้า โดยบริษัทตั้งเป้ารายได้ในระยะ 5 ปีข้างหน้าเติบโตเฉลี่ย 43% ต่อปี ซึ่งจะช่วยให้ส่วนรายได้จากตลาด CLMV ปรับเพิ่มขึ้นจาก 1% ในปัจจุบัน สู่ 10% ภายในปีบัญชี 2563 แม้ว่าราคาหุ้น AEONTS ปรับตัวขึ้นมาแล้ว 22% ในช่วง 3 เดือนที่ผ่านมา แต่หุ้น AEONTS ก็ยังซื้อขายในระดับต่ำ ในขณะที่ ROE อยู่ในระดับสูงที่ 23% และคาดว่าจะกำไรจะเติบโต 12% ในปีบัญชี 2558 และปีบัญชี 2559

ธุรกิจหลักของ AEONTS และเม็ดเงินมาร์จิ้นจะขยายใหญ่ขึ้นในปีหน้า ในฐานะผู้นำตลาดสินเชื่ออุปโภคบริโภคของภูมิภาค บริษัทย่อยในกลุ่มของ AEONTS จึงได้ใบอนุญาตประกอบกิจการธนาคารเฉพาะกิจจากธนาคารแห่งประเทศไทยเมื่อวันที่ 26 ต.ค. 2558 และจะเริ่มประกอบธุรกิจบัตรเครดิตในเดือน ม.ค. 2559 ขณะที่บริษัทย่อยในเม็ดเงินมาร์จิ้นจะเริ่มใช้เงินกู้จากธนาคารเป็นแหล่งเงินทุนในปีหน้าอีกทางหนึ่งนอกเหนือจากการใช้เงินทุนจากส่วนของผู้ถือหุ้น หลังจากรัฐบาลเม็ดเงินมาร์จิ้นออกใบอนุญาตประกอบกิจการธนาคารให้แก่ธนาคารต่างชาติ 9 แห่งในปีที่ผ่านมา ซึ่งจะเปิดโอกาสให้ AEONTS ขยายธุรกิจได้เร็วขึ้น การมีคู่แข่งน้อยทำให้บริษัทย่อยในเม็ดเงินมาร์จิ้นสามารถทำกำไรได้แล้วในปีนี้ AEONTS ตั้งเป้ามีสัดส่วนรายได้จากบริษัทย่อยในตลาด CLMV ที่ 10% ภายในปีบัญชี 2563 จากปัจจุบันที่มีสัดส่วนประมาณ 1% โดยตั้งเป้ารายได้ในระยะ 5 ปีข้างหน้าเติบโตเฉลี่ย 43% ต่อปี

มีแนวโน้มขยายสินเชื่อได้เพิ่มขึ้น เนื่องจากลูกค้า 67% ของจำนวนลูกค้าที่มียอดใช้จ่ายผ่านบัตรเครดิตของบริษัททั้งหมด 2.25 ล้านรายเป็นผู้มีรายได้ต่ำที่อาศัยอยู่ในต่างจังหวัด ดังนั้น AEONTS จึงมีแนวโน้มที่จะได้ประโยชน์จากมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจในต่างจังหวัดวงเงิน 1.36 แสนล้านบาทในช่วงครึ่งหลังปีบัญชี 58 มาตรการดังกล่าวประกอบด้วย: 1) ปลดปล่อยบัตรเครดิตผ่านกองทุนหมู่บ้านระยะเวลา 7 ปี วงเงิน 6 หมื่นล้านบาท ปลดปล่อยดอกเบี้ย 2 ปีแรก; 2) อัดฉีดเงินสู่ระดับตำบลเพื่อสนับสนุนผู้มีรายได้น้อยและเกษตรกร วงเงิน 3.6 หมื่นล้านบาท; และ 3) เร่งใช้จ่ายงบประมาณในโครงการขนาดเล็ก วงเงิน 4 หมื่นล้านบาท AEONTS ขยายสินเชื่อได้ 4% ในช่วงครึ่งแรกปีบัญชี 58 และตั้งแต่เดือน ส.ค. 2558 AEONTS ได้ร่วมกับธนาคารออมสินให้บริการเบิกถอนเงินสดผ่านบัตร "AEON Your Cash" ทางตู้เอทีเอ็มของธนาคารออมสินจำนวน 6,000 ตู้ เราคาดว่าความร่วมมือครั้งนี้จะช่วยกระตุ้นให้สินเชื่อของ AEONTS ขยายตัวในช่วงครึ่งหลังปีบัญชี 58 สู่ระดับที่เราคาดการณ์ไว้ที่ 9% ในปีบัญชี 2558 (สินเชื่อส่วนบุคคลโต 10% และสินเชื่อบัตรเครดิตโต 8%) เทียบกับ 7% ในปีบัญชี 2557

คุณภาพสินทรัพย์ทรงตัว แม้เราคาดว่าค่าใช้จ่ายตั้งสำรองในช่วงครึ่งหลังปีบัญชี 58 จะเพิ่มขึ้นเล็กน้อยจากช่วงครึ่งปีแรก แต่เราคาดว่าค่าใช้จ่ายตั้งสำรองทั้งปีจะต่ำกว่าจำนวน 5 พันล้านบาทในปีบัญชี 2557 อยู่เล็กน้อย เนื่องจากในปีนี้จะไม่มีภาระตั้งสำรองพิเศษจำนวน 400 ล้านบาทเพื่อสนับสนุนการนำเอามาตรฐานการตั้งสำรองที่เข้มงวดมากขึ้นภายใต้วิธีกันสำรองแบบรายกลุ่มสินเชื่อ (collective approach) มาใช้ AEONTS สามารถควบคุมคุณภาพสินทรัพย์เอาไว้ได้ เนื่องจากอัตราส่วน NPL ต่อสินเชื่อรวมปรับตัวเพิ่มขึ้นเพียงเล็กน้อยที่ 0.1% QoQ สู่ระดับ 3.5% ในไตรมาส 2 ปีบัญชี 58 LLR coverage อยู่ในระดับทรงตัวที่ 120% ณ ไตรมาส 2 ปีบัญชี 58 นอกจากนี้ AEONTS ก็เร่งขาย NPL ที่ถูกตัดจำหน่ายเป็นหนี้สูญโดยขายออกไป 1.5 พันล้านบาทในเดือน ก.ย. หลังจากขายไป 2.63 พันล้านบาทในเดือน ส.ค.

ค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานชะลอตัวลง ค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานของ AEONTS น่าจะเติบโตในอัตราที่ชะลอตัวลงอย่างต่อเนื่องในช่วงครึ่งหลังปี 58 ซึ่งเป็นผลมาจากประโยชน์ที่ได้รับอย่างเต็มที่จากการว่าจ้างบริษัทย่อยติดตามหนี้ตั้งแต่เดือน เม.ย. ปีนี้ และนโยบายที่เข้มงวดมากขึ้นของบริษัท AEONTS ได้เจรจากับ vendor เพื่อประหยัดต้นทุน และควบคุมค่าใช้จ่ายในการติดต่อทางโทรศัพท์ เราคาดว่าค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานจะเติบโตในอัตราที่ชะลอตัวลงจาก 10% ในปีบัญชี 2557 สู่ 8% ในปีบัญชี 2558

ซื้อขายที่ Valuation ต่ำ ขณะที่ ROE สูง แม้ว่าราคาหุ้น AEONTS ปรับตัวขึ้นมาแล้ว 22% ในช่วง 3 เดือนที่ผ่านมา แต่หุ้น AEONTS ยังซื้อขายที่ valuation ระดับต่ำที่ PBV 2 เท่าในปีบัญชี 2558 เทียบกับ ROE ในระดับสูงที่ 23% ขณะที่เมื่อดูในด้าน PER หุ้น AEONTS ซื้อขายที่ PE 9 เท่าในปีบัญชี 2558 และ 8 เท่าในปีบัญชี 2559 เทียบกับกำไรที่คาดว่าจะเติบโตเฉลี่ย 12% ต่อปี

Forecasts and valuation

FY Feb 20 of the following year	Unit	FY2013	FY2014	FY2015F	FY2016F	2017F
Net profit	(Btbn)	2,501	2,418	2,700	3,011	3,434
EPS	(Bt)	10.01	9.67	10.80	12.04	13.74
BVPS	(Bt)	35.6	41.8	49.1	57.3	66.7
DPS	(Bt)	3.45	3.45	3.78	4.22	4.81
PER (x)	(x)	9.7	10.1	9.0	8.1	7.1
EPS growth	(%)	48	(3)	12	12	14
PBV	(x)	2.74	2.33	1.98	1.70	1.46
ROE	(%)	31.0	25.0	23.8	22.6	22.2
Dividend yields	(%)	3.54	3.54	3.88	4.32	4.93

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	16,034	17,572	19,445
Interest expense	2,061	2,358	2,336	2,541	2,811
Net interest income	11,901	12,890	13,697	15,031	16,634
Non-interest income	1,273	1,960	1,915	1,977	2,057
Non-interest expenses	6,194	6,827	7,374	7,963	8,601
Earnings before tax & provision	6,980	8,022	8,238	9,045	10,091
Tax	636	611	670	747	853
Equities & minority interest	(0)	21	22	22	22
Core pre-provision profit	6,344	7,433	7,590	8,319	9,259
Provision	3,843	5,015	4,890	5,308	5,825
Core net profit	2,501	2,418	2,700	3,011	3,434
Extra item	0	0	0	0	0
Net profit	2,501	2,418	2,700	3,011	3,434
EPS (Bt)	10.01	9.67	10.80	12.04	13.74
DPS (Bt)	3.45	3.45	3.78	4.22	4.81

Balance Sheet (Btmn)

FY Feb 20 of the following year	2013	2014	2015F	2016F	2017F
Cash	2,435	2,769	2,827	2,840	2,885
Gross loans	54,808	58,914	64,347	70,768	78,721
Loan loss reserve	1,912	2,428	2,918	3,448	4,031
Net loans	52,896	56,485	61,430	67,320	74,691
Total assets	60,637	64,392	69,446	75,403	82,876
Borrowings	48,833	49,452	52,668	56,584	61,702
Total liabilities	51,729	53,947	57,163	61,080	66,197
Paid-up capital	250	250	250	250	250
Total Equities	8,906	10,444	12,281	14,323	16,678
BVPS (Bt)	35.62	41.78	49.13	57.29	66.71

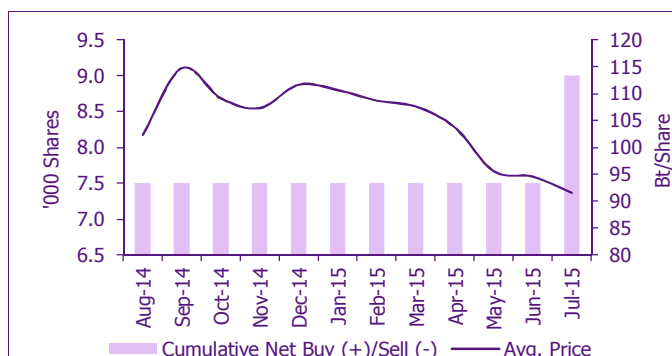
Key Financial Ratios & Key assumptions

	2013	2014	2015F	2016F	2017F
Loan growth (%)	20.9	7.5	9.2	10.0	11.2
Yield on earn'g assets (%)	27.89	26.82	26.02	26.01	26.02
Cost on int-bear'g liab (%)	4.67	4.85	4.62	4.70	4.80
Spread (%)	23.22	21.96	21.39	21.31	21.22
Net interest margin(%)	23.77	22.67	22.22	22.25	22.25
ROA (%)	4.48	3.87	4.03	4.16	4.34
ROE (%)	30.95	24.99	23.76	22.64	22.15
NPLs/ Total Loans (%)	2.97	3.38	3.52	3.59	3.62
Provision/Total loans (%)	7.01	8.51	7.60	7.50	7.40
LLR/NPLs(%)	117.0	121.9	128.9	135.8	141.3
Cost to income ratio (%)	47.0	46.0	47.2	46.8	46.0
D/E (x)	5.8	5.2	4.7	4.3	4.0

Loan breakdown

	2013	2014	2015F	2016F	2017F
Hire purchase	2.5	2.6	2.6	2.6	2.9
Personal loans	61.9	59.4	59.9	59.9	59.8
Credit card loans	35.7	37.7	37.3	37.3	37.2

12-Month Cumulative directors trade



Source: SEC

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY Feb 20 of the following year	2014	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15
Interest & dividend income	3,799	3,879	3,929	3,808	3,972
Interest expense	593	606	598	574	583
Net interest income	3,206	3,273	3,332	3,234	3,389
Non-interest income	842	464	334	380	571
Non-interest expenses	1,763	1,755	1,693	1,805	1,843
Earnings before tax & provision	2,286	1,982	1,972	1,809	2,117
Tax	171	141	150	132	182
Equities & minority interest	(0)	18	4	2	(1)
Core pre-provision profit	2,114	1,860	1,826	1,679	1,935
Provision	1,441	1,292	1,236	1,155	1,204
Core net profit	674	568	590	524	731
Extra item	0	0	0	0	0
Net profit	674	568	590	524	731
EPS (Bt)	2.69	2.27	2.36	2.09	2.93

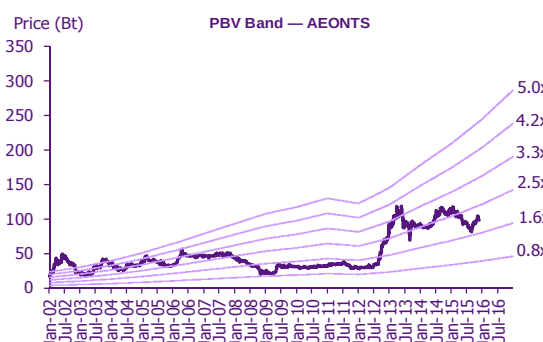
Balance Sheet (Btmn)

FY Feb 20 of the following year	2014	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15
Cash	2,370	2,551	2,769	2,366	2,542
Gross loans	58,144	58,834	58,914	59,725	61,134
Loan loss reserve	2,263	2,349	2,428	2,431	2,574
Net loans	55,881	56,485	56,485	57,294	58,560
Total assets	63,540	64,717	64,392	65,209	68,146
Borrowings	52,189	52,026	49,452	51,094	54,167
Total liabilities	53,841	54,853	53,947	54,248	56,849
Paid-up capital	250	250	250	250	250
Total Equities	9,699	9,863	10,444	10,961	11,228
BVPS (Bt)	38.80	39.45	41.78	43.84	44.91

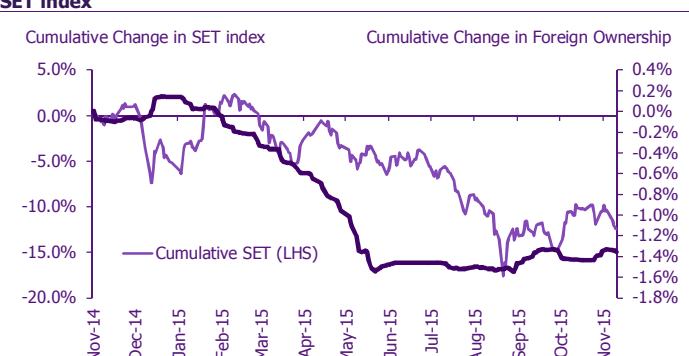
Key Financial Ratios

	2014	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15
Yield on earn'g assets (%)	26.44	26.53	26.69	25.68	26.29
Cost on int-bear'g liab (%)	4.74	4.83	4.82	4.67	4.58
Net interest margin(%)	22.31	22.38	22.64	21.81	22.44
NPLs/ Total Loans(%)	3.31	3.29	3.38	3.30	3.50
Provision/Total loans (%)	9.91	8.78	8.39	7.74	7.88
LLR/NPLs(%)	117.27	121.00	121.90	123.35	120.13
Cost to income ratio (%)	49.39	48.62	46.18	49.95	48.88

PBV Band

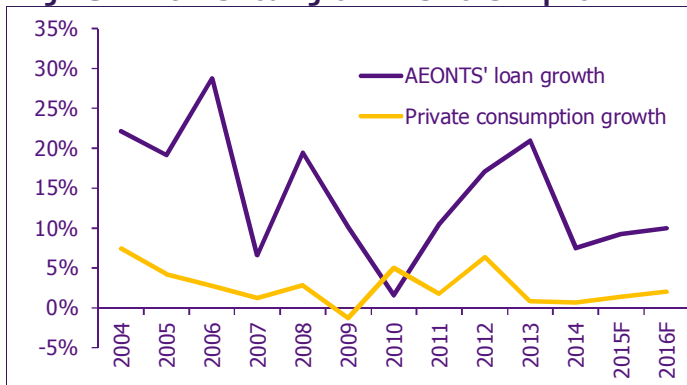


12 Month cumulative chg in foreign ownership versus cumulative chg in SET index



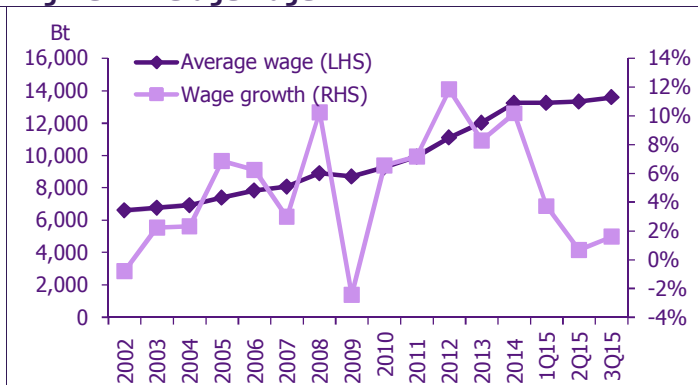
Source: SET, SCBS Investment Research

Figure 1: AEONTS' loan growth vs. consumption



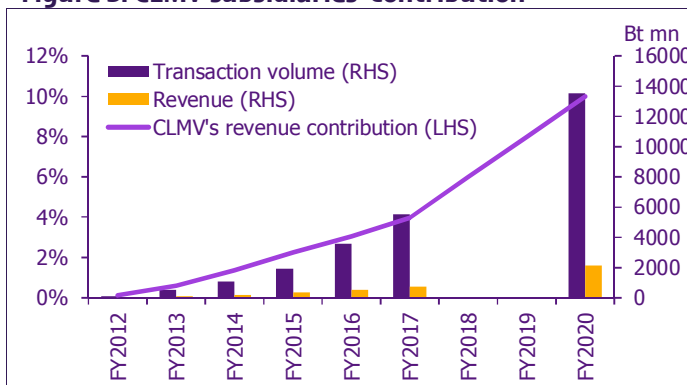
Source: AEONTS, BoT and SCBS Investment Research

Figure 2: Average wage



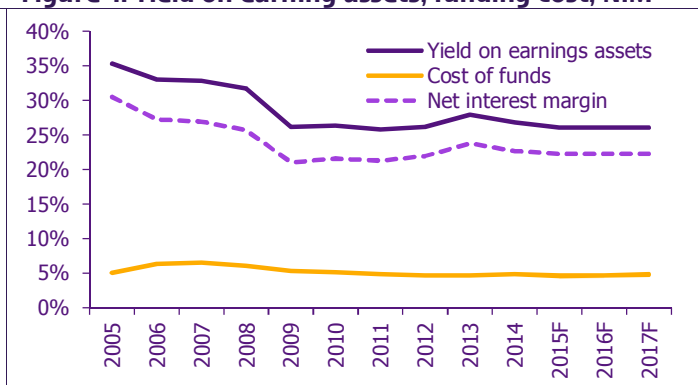
Source: BoT and SCBS Investment Research

Figure 3: CLMV subsidiaries' contribution



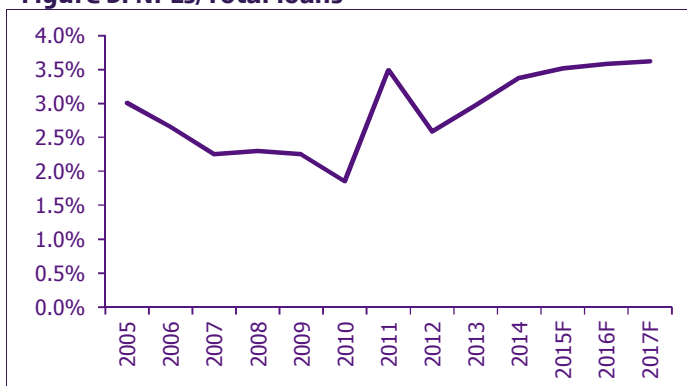
Source: AEONTS and SCBS Investment Research

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



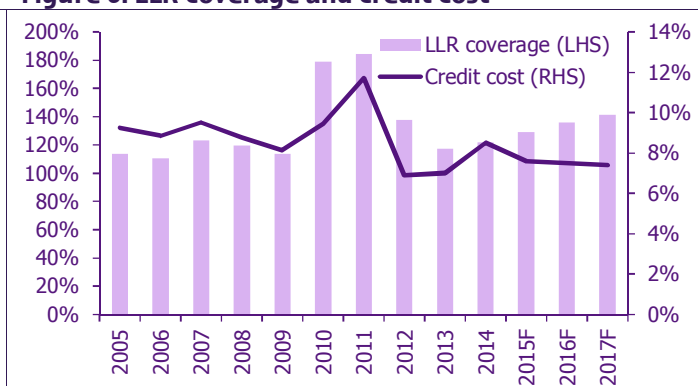
Source: AEONTS and SCBS Investment Research

Figure 5: NPLs/Total loans



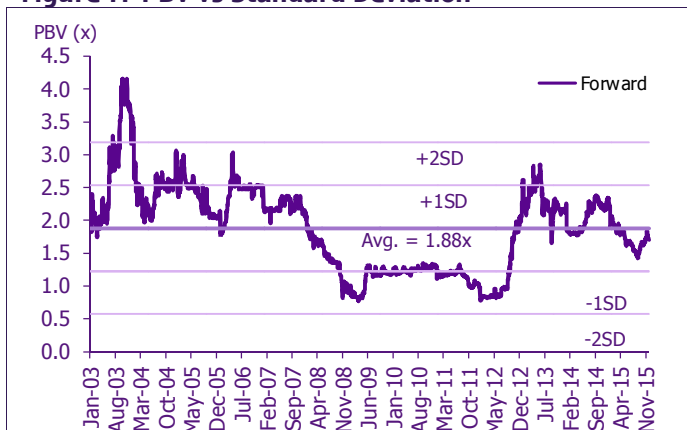
Source: AEONTS and SCBS Investment Research

Figure 6: LLR coverage and credit cost



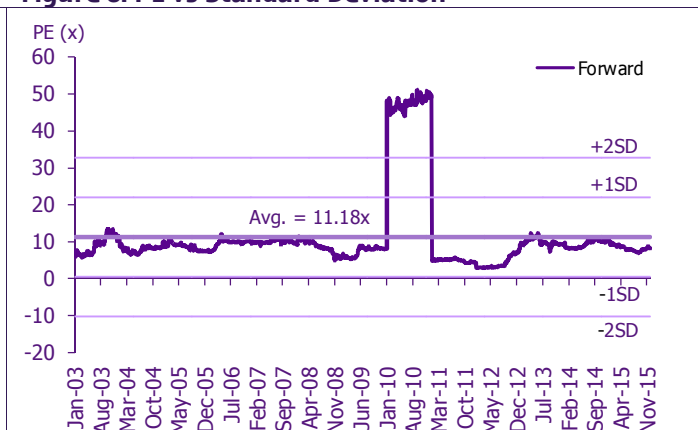
Source: AEONTS and SCBS Investment Research

Figure 7: PBV vs Standard Deviation



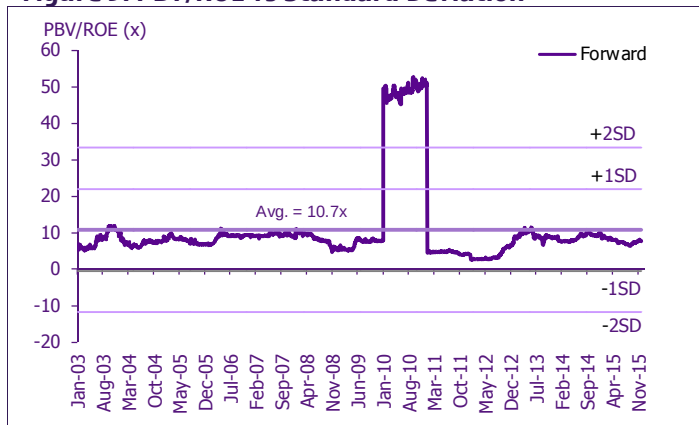
Source: AEONTS, BoT and SCBS Investment Research

Figure 8: PE vs Standard Deviation



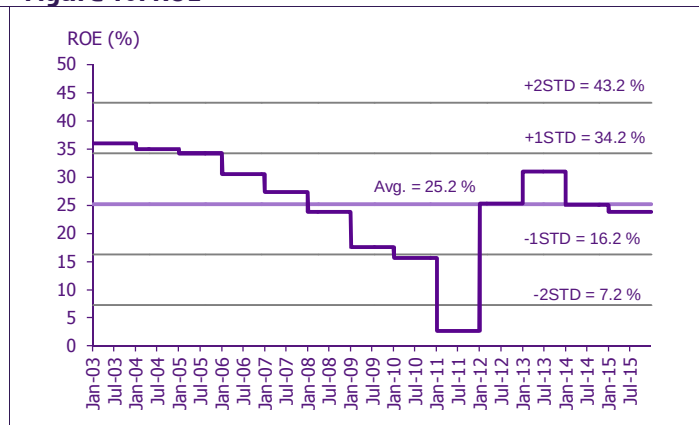
Source: BoT and SCBS Investment Research

Figure 9: PBV/ROE vs Standard Deviation



Source: AEONTS and SCBS Investment Research

Figure 10: ROE



Source: AEONTS and SCBS Investment Research

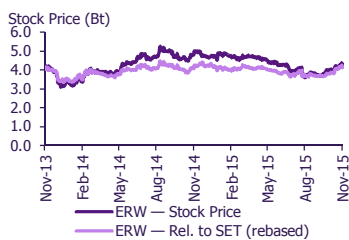
ข้อ

Stock Data

Last close (Nov 26) (Bt)	4.14
12-m target price (Bt)	6.50
Upside (Downside) to TP (%)	57.00
Mkt cap (Btbn)	10.28
Mkt cap (US\$m)	288

Bloomberg code	ERW TB
Reuters code	ERW.BK
Risk rating	H
Mkt cap (%) SET	0.08
Sector % SET	0.89
Shares issued (mn)	2,483
Par value (Bt)	1.00
12-m high / low (Bt)	5.2 / 3.5
Avg. daily 6m (US\$m)	0.43
Foreign limit / actual (%)	49 / 16
Free float (%)	44.5
Dividend policy (%)	35

Price Performance



Source: SET, SCBS Investment Research

Share performance

	1M	3M	12M
Absolute	2.0	11.9	(16.5)
Relative to SET	6.3	11.3	(2.2)

Source: SET, SCBS Investment Research

ระวิญญ์ ปิยะกรียงไกร

นักวิเคราะห์การลงทุนวิจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1002

raweenuch.piyakriengkai@scb.co.th

นักท่องเที่ยวและกำไรจะทำจุดสูงสุดใหม่ แต่ราคาหุ้นยังขึ้นช้า

ข้อมูลเชิงสถิติล่าสุดของอุตสาหกรรมท่องเที่ยวที่แข็งแกร่งช่วยยืนยันว่าจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติที่เดินทางเข้ามาในประเทศไทยน่าจะทำได้สูงสุดใหม่ได้ในปีนี้และจะเติบโตอย่างต่อเนื่องในปีหน้า อีกทั้ง การเปิด AEC จะเป็นอีกหนึ่งปัจจัยบวก เพราะประชากรจำนวนมากและเศรษฐกิจที่กำลังเติบโตของกลุ่มประเทศ AEC จะช่วยกระตุ้นให้มีการเดินทางเพิ่มมากขึ้น ERW มีแนวโน้มได้ประโยชน์จากแนวโน้มดังกล่าวมากที่สุด เนื่องจากบริษัทประกอบธุรกิจโรงแรมเพียงอย่างเดียวครอบคลุมตลาดทุกกลุ่มตั้งแต่โรงแรมระดับ 5 ดาวจนถึงโรงแรมชั้นประหยัด กำไรปกติของ ERW มีแนวโน้มที่จะทำจุดสูงสุดใหม่ในปี 2559 ซึ่งยังไม่ได้สะท้อนในราคาหุ้น ราคาเป้าหมายของเราที่ 6.5 บาท/หุ้นให้ upside ที่น่าดึงดูดในระดับ 57%

จำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติที่เดินทางเข้ามาในไทยจะทำสถิติสูงสุดในปี 2558-59 นักท่องเที่ยวต่างชาติเดินทางเข้ามาในประเทศไทยในช่วง 10 เดือนแรกปี 58 จำนวน 24.3 ล้านคน เพิ่มขึ้น 24% YoY และอยู่ในระดับใกล้เคียงตัวเลขของทั้งปี 2557 แล้ว เราคาดว่าจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติที่เดินทางเข้ามาในไทยจะทำสถิติสูงสุดที่ 30 ล้านคนในปี 2558 (+21% YoY) และ 33 ล้านคนในปี 2559 (+10% YoY) ปัจจัยสนับสนุนที่สำคัญ คือ การเติบโตจำนวนนักท่องเที่ยวในไตรมาสแรก โดยเฉพาะจีน ซึ่งเราคาดว่าจะมีนักท่องเที่ยวเดินทางเข้ามาในประเทศไทยจำนวน 8 ล้านคนในปี 2558 (+73% YoY) และ 9.5 ล้านคนในปี 2559 (+19% YoY) เรามองว่าการเปิดประชาคมเศรษฐกิจอาเซียน (AEC) ในปี 2558 จะช่วยสนับสนุนให้อุตสาหกรรมท่องเที่ยวไทยเติบโตมากยิ่งขึ้น เนื่องจากประชากรจำนวนมากกว่า 600 ล้านคนและเศรษฐกิจที่กำลังเติบโตของกลุ่ม AEC จะช่วยกระตุ้นให้มีการเดินทางเพิ่มมากขึ้น จำนวนนักท่องเที่ยวจากกลุ่มประเทศ AEC ในช่วง 10 เดือนแรกปี 58 คิดเป็น 27% ของจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติทั้งหมดที่เดินทางเข้ามาในประเทศไทย

ประกอบธุรกิจโรงแรมเป็นหลักและมีกลุ่มโรงแรมที่เหมาะสม เราเห็นว่า ERW เป็นหุ้นที่เหมาะสมกับนักลงทุนที่กำลังมองหาหุ้นที่มีแนวโน้มได้ประโยชน์มากที่สุดจากอุตสาหกรรมท่องเที่ยวไทยที่กำลังเติบโต แม้เดิม MINT และ CENTEL มักถูกใช้เป็นตัวแทนหุ้นที่ได้ประโยชน์จากแนวโน้มดังกล่าวมากกว่า เพราะมี market cap ขนาดใหญ่กว่าและมีสภาพคล่องการซื้อขายมากกว่า ERW แต่ผลการประกอบการของสองบริษัทนั้นมีส่วนแบ่งกำไรจากธุรกิจอื่น ๆ (อาหาร อสังหาริมทรัพย์ เพื่อยูอาตัย และค้าปลีก) รวมอยู่ด้วย ERW ประกอบธุรกิจโรงแรมเป็นหลักและครอบคลุมทุกตลาดตั้งแต่โรงแรมระดับ 5 ดาวจนถึงโรงแรมชั้นประหยัด โรงแรมชั้นประหยัดของ ERW ซึ่งคิดเป็นสัดส่วน ~20% ของรายได้จากธุรกิจโรงแรม และเริ่มมีบทบาทสำคัญมากขึ้น เนื่องจากมีนักท่องเที่ยวจากตลาดเกิดใหม่ เช่น จีน และกลุ่มประเทศ AEC เดินทางเข้ามาในประเทศไทยเพิ่มมากขึ้น โดยนักท่องเที่ยวจากตลาดเหล่านี้ส่วนใหญ่เป็นผู้มีรายได้ปานกลาง ERW วางแผนเปิดโรงแรมชั้นประหยัด HOP INN ในต่างประเทศแห่งแรกที่ฟิลิปปินส์ในเดือน ธ.ค. 2559

กำไรจะทำจุดสูงสุดใหม่ในปี 2559 การดำเนินงานที่โรงแรมหลักของบริษัท คือ Grand Hyatt Erawan Bangkok Hotel (~30% ของรายได้) กำลังกลับคืนสู่ภาวะปกติหลังจากเกิดเหตุระเบิดที่ศาลพระพรหมเอราวัณเมื่อวันที่ 17 ส.ค. และคาดว่าจะมีโมเมนตัมที่ดีขึ้นในช่วงที่เหลือของปี เนื่องจากอุตสาหกรรมท่องเที่ยวไทยอยู่ในช่วงไฮซีซั่น และงานอีเวนต์และงานประชุมที่เลื่อนออกไปก่อนหน้านี้กลับคืนมา เราคาดว่าผลการประกอบการของ ERW จะพลิกกลับมาทำกำไรในไตรมาส 4/58 หลังจากขาดทุนในไตรมาส 3/58 เพราะได้รับผลกระทบจากเหตุระเบิด อุตสาหกรรมท่องเที่ยวไทยที่เติบโตมากขึ้นจะช่วยสนับสนุนให้กำไรของ ERW ทำจุดสูงสุดใหม่ที่ 427 ล้านบาทในปี 2559 การวิเคราะห์ของเราพบว่าการเปลี่ยนแปลงทุก ๆ 1% ในรายได้เฉลี่ยต่อห้องพัก (RevPar) จะส่งผลกระทบต่อผลประกอบการปี 2559 ของ ERW 7% เทียบกับ CENTEL ที่ 3% และ MINT ที่ 2%

ราคาหุ้น ERW ยังขึ้นช้ากว่าหุ้นโรงแรมอื่น ๆ เราเชื่อว่าตลาดยังไม่ได้รับรู้ถึงการดำเนินงานที่ดีขึ้นของ ERW และกำไรที่มีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง เนื่องจาก ERW ยังคงเป็นหุ้น laggard play ในกลุ่มโรงแรม โดยในช่วง 12 เดือนที่ผ่านมา ราคาหุ้น ERW ปรับตัวลดลง -17% เทียบกับ CENTEL ที่ +25% และ MINT ที่ +4% เราแนะนำ "ซื้อ" ERW ด้วยราคาเป้าหมาย 6.5 บาท/หุ้น (อิงกับ EV/EBITDA 15 เท่า) ซึ่งให้ upside 57%

Forecasts and valuation

Year to 31 Dec	Unit	2013	2014	2015F	2016F	2017F
Revenue	(Btmn)	4,702	4,245	5,745	6,192	6,519
EBITDA	(Btmn)	1,265	877	1,531	1,802	1,910
Core profit	(Btmn)	127	(154)	244	427	480
Reported profit	(Btmn)	937	(112)	244	427	480
Core EPS	(Bt)	0.05	(0.06)	0.10	0.17	0.19
DPS	(Bt)	0.15	0.0	0.03	0.06	0.07
P/E, core	(x)	76.8	n.m.	42.1	24.0	21.3
EPS growth, core	(%)	408.7	n.m.	n.m.	75.2	12.6
P/BV, core	(x)	1.9	2.2	2.1	2.0	1.9
ROE	(%)	2.8	(3.1)	5.1	8.5	9.0
Dividend yield	(%)	3.7	1.0	0.8	1.5	1.6
EV/EBITDA	(x)	12.3	20.5	12.1	10.5	9.7

Source: SCBS Investment Research

Financial statement

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	2013	2014	2015F	2016F	2017F
Total revenue	4,702	4,245	5,745	6,192	6,519
Cost of goods sold	-2,880	-2,881	-3,584	-3,755	-3,921
Gross profit	1,822	1,364	2,161	2,437	2,598
SG&A	-1,248	-1,186	-1,402	-1,430	-1,512
Other income	26	28	34	37	39
Interest expense	368	360	409	436	450
Pre-tax profit	231	-154	384	609	675
Corporate tax	-91	-19	-127	-167	-180
Equity a/c profits	16	21	21	22	24
Minority interests	-30	-1	-35	-37	-39
Core profit	127	-154	244	427	480
Extra-ordinary items	810	42	0	0	0
Net Profit	937	-112	244	427	480
EBITDA	1,265	877	1,531	1,802	1,910
Core EPS (Bt)	0.05	-0.06	0.10	0.17	0.19
Net EPS (Bt)	0.40	-0.05	0.10	0.17	0.19
DPS (Bt)	0.15	0.04	0.03	0.06	0.07

Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	2013	2014	2015F	2016F	2017F
Total current assets	1,227	1,047	945	1,181	764
Total fixed assets	10,558	11,603	12,154	12,968	12,938
Total assets	13,715	14,517	15,008	16,062	15,618
Total loans	7,030	8,441	8,724	9,352	8,536
Total current liabilities	2,116	2,716	3,214	3,306	2,606
Total long-term liabilities	6,028	6,721	6,663	7,348	7,294
Total liabilities	8,486	9,783	10,124	10,900	10,144
Paid-up capital	2,475	2,479	2,479	2,479	2,479
Total equity	5,229	4,734	4,884	5,161	5,474
BVPS (Bt)	2.32	1.91	1.97	2.08	2.21

Cash Flow Statement (Btmn)

FY December 31	2013	2014	2015F	2016F	2017F
Core Profit	127	-154	244	427	480
Depreciation and amortization	665	672	738	758	785
Operating cash flow	1,687	430	891	1,219	1,229
Investing cash flow	-1,667	-2,000	-1,500	-1,500	-500
Financing cash flow	-526	1,303	-86	478	-984
Net cash flow	132	124	-455	193	-441

Key Financial Ratios

	2013	2014	2015F	2016F	2017F
Gross margin(%)	38.7	32.1	37.6	39.4	39.8
Operating margin(%)	12.2	4.2	13.2	16.3	16.7
EBITDA margin(%)	26.9	20.7	26.7	29.1	29.3
EBIT margin(%)	12.8	4.8	13.8	16.9	17.3
Net profit margin(%)	19.9	(2.6)	4.2	6.9	7.4
ROE (%)	2.8	(3.1)	5.1	8.5	9.0
ROA (%)	1.0	(1.1)	1.7	2.7	3.0
Net D/E (x)	1.2	1.6	1.7	1.7	1.5
Interest coverage (x)	3.4	2.4	3.7	4.1	4.2
Debt service coverage (x)	0.9	0.6	0.7	0.7	0.8
Payout Ratio (%)	36.5	NM	35.0	35.0	35.0

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15
Total revenue	1,008	1,364	1,447	1,206	1,216
Cost of goods sold	-729	-825	-814	-791	-806
Gross profit	278	539	633	415	410
SG&A	-291	-354	-356	-340	-330
Other income	8	4	8	11	6
Interest expense	91	98	99	96	96
Pre-tax profit	-96	91	185	-10	-10
Corporate tax	1	-13	-39	-14	-13
Equity a/c profits	5	5	7	5	5
Minority interests	-1	-16	-15	-6	-2
Core profit	-91	68	139	-25	-20
Extra-ordinary items	8	-17	1	0	0
Net Profit	-83	51	140	-25	-20
EBITDA	169	368	462	266	267
Core EPS (Bt)	-0.04	0.03	0.06	-0.01	-0.01
Net EPS (Bt)	-0.03	0.02	0.06	-0.01	-0.01

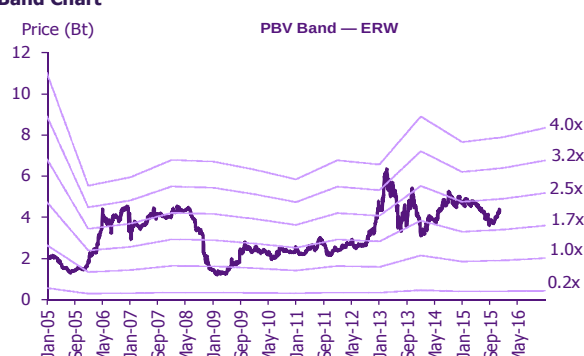
Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15
Total current assets	718	1,047	1,188	1,090	1,211
Total fixed assets	11,448	11,603	11,574	11,600	11,629
Total assets	14,057	14,517	14,604	14,497	14,635
Total loans	8,240	8,441	8,451	8,430	8,738
Total current liabilities	2,299	2,716	2,865	3,142	3,470
Total long-term liabilities	6,753	6,721	6,503	6,235	6,052
Total liabilities	9,394	9,783	9,714	9,721	9,872
Paid-up capital	2,477	2,479	2,482	2,482	2,483
Total equity	4,663	4,734	4,890	4,776	4,763
BVPS (Bt)	1.88	1.91	1.97	1.93	1.92

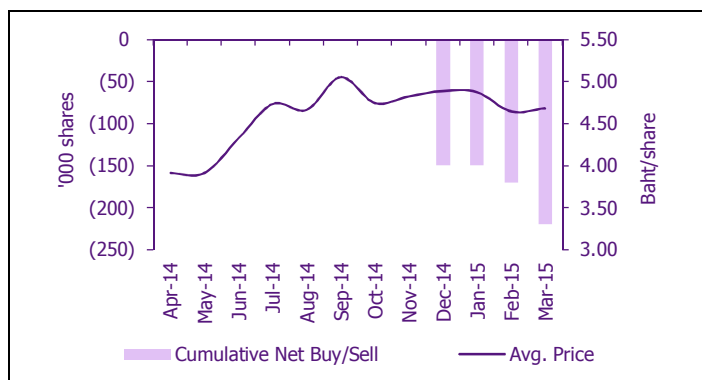
Main Assumptions

	2013	2014	2015F	2016F	2017F
No. of rooms	3,885	5,291	5,291	5,291	5,291
Hotel statistics (excluding HOP INN)					
Occupancy rate (percent)	79.0	67.0	79.2	81.0	81.7
Average room rate (ARR, Bt/room/night)	2,447	2,525	2,671	2,805	2,950
% YoY growth	1.4	3.2	5.8	5.0	5.2
Revenue per available room (RevPar, Bt/room/night)	1,939	1,701	2,115	2,273	2,410
% YoY growth	7.4	(12.3)	24.4	7.4	6.0

PBV Band Chart

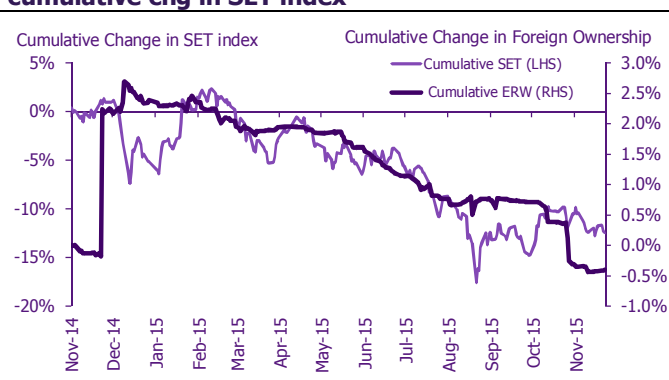


12-Month Cumulative directors trade



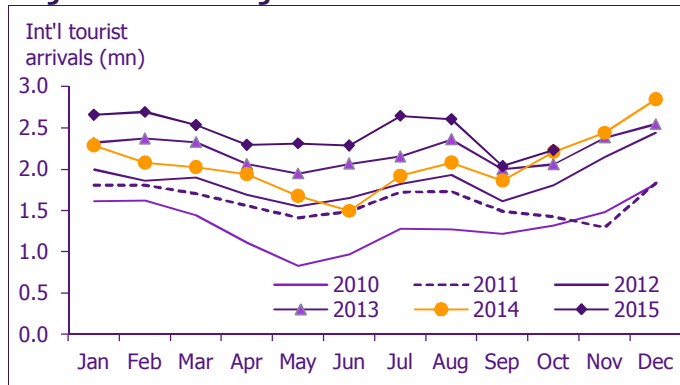
Source: SEC

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



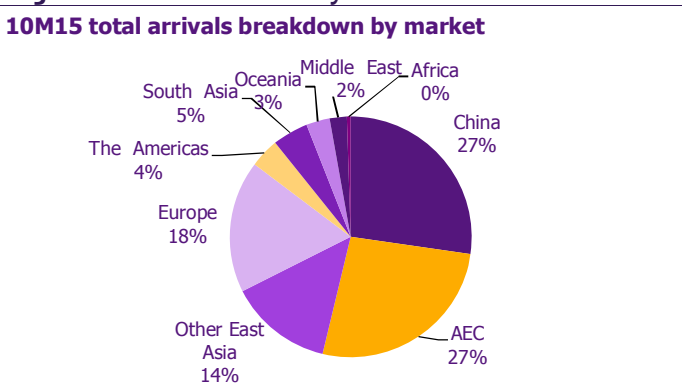
Source: SET, SCBS Investment Research

Figure 1: Record high Thai tourism in 2016



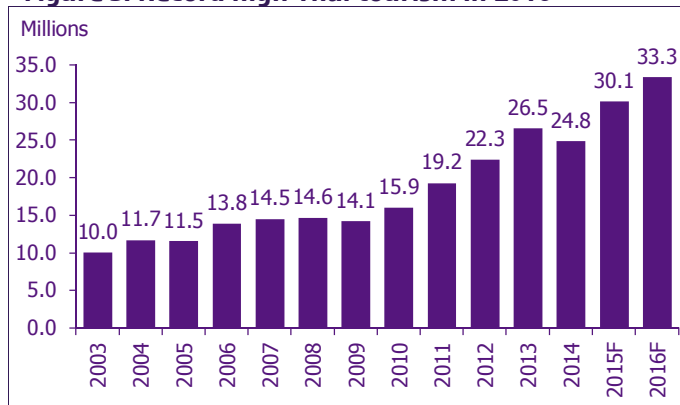
Source: Department of Tourism, Thailand and SCBS Investment Research

Figure 2: 10M15 arrivals by market



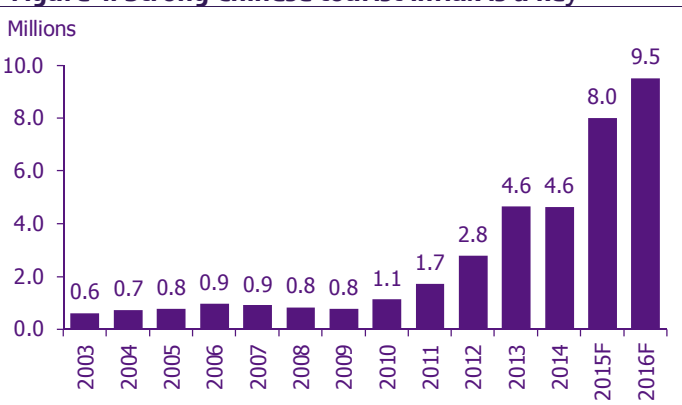
Source: Department of Tourism, Thailand and SCBS Investment Research

Figure 3: Record high Thai tourism in 2016



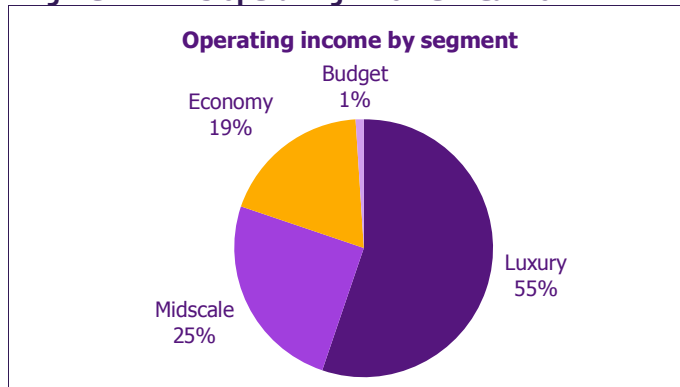
Source: Department of Tourism, Thailand and SCBS Investment Research

Figure 4: Strong Chinese tourist influx is a key



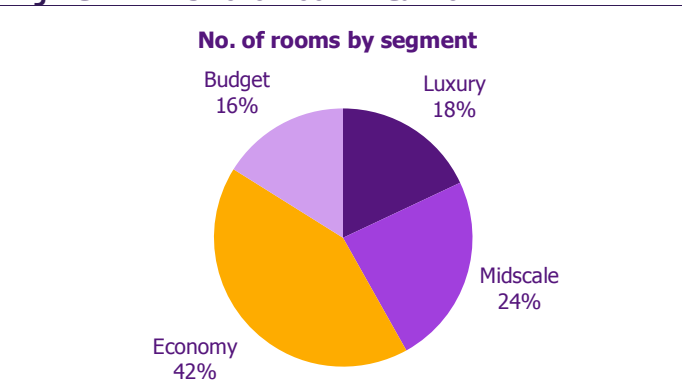
Source: Department of Tourism, Thailand and SCBS Investment Research

Figure 5: ERW's operating income breakdown



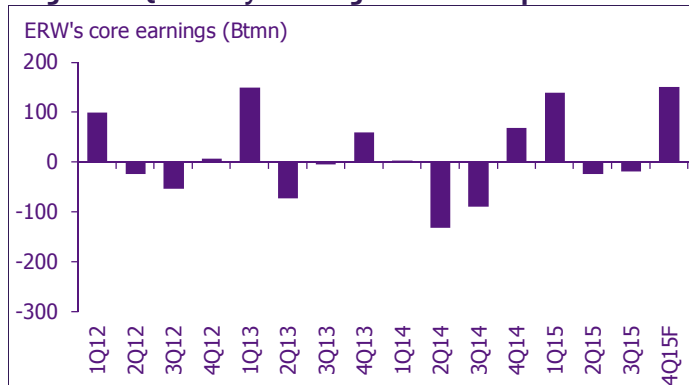
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 6: ERW's no. of room breakdown



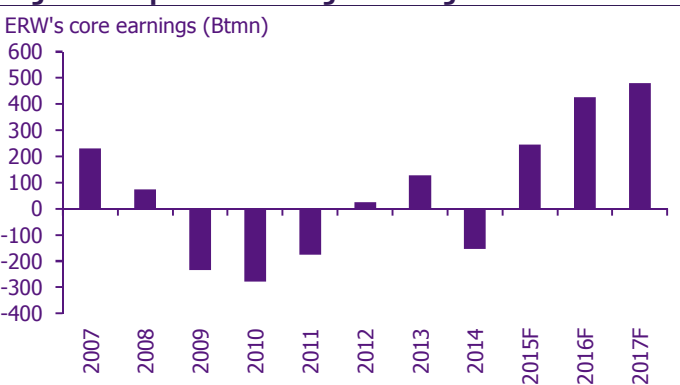
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 7: Quarterly earnings showed improvement



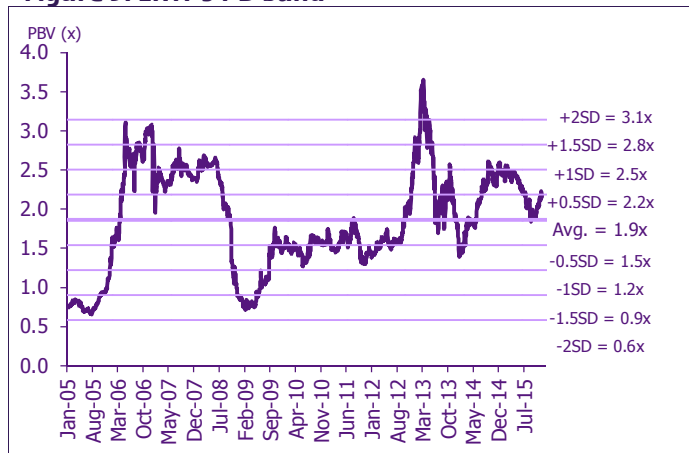
Source: SCBS Investment Research

Figure 8: Expect record high earnings in 2016



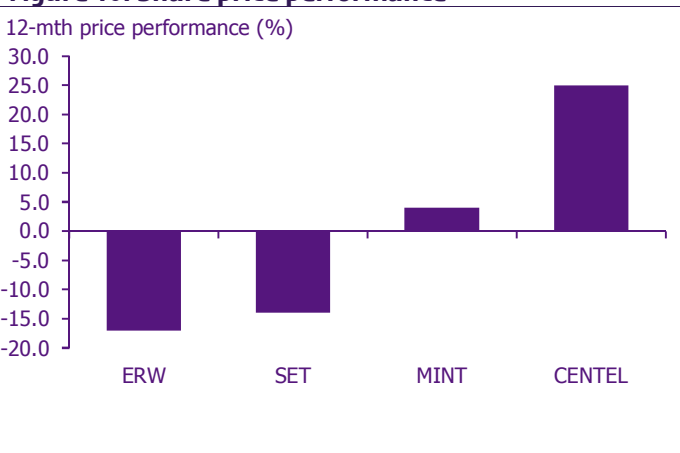
Source: SCBS Investment Research

Figure 9: ERW's PB band



Source: SET and SCBS Investment Research

Figure 10: Share price performance



Source: SET and SCBS Investment Research

Figure 11: Regional valuation comparison

Company name	Mkt Cap U\$ mn.	PE (x)			EPS Growth (%)			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
Shanghai Jinjiang Intl Hotels Dev.	6,086	74.2	55.5	45.5	(5.8)	33.6	22.0	4.8	4.6	4.3	0.9	1.1	1.3	7.0	9.0	10.1	37.0	26.2	22.1
Shanghai Jin Jiang Intl Hotels Group	2,154	19.5	18.2	17.1	13.8	7.1	6.6	1.5	1.4	1.4	2.4	2.1	2.5	10.0	9.1	6.8	10.9	9.8	9.2
Homeinns Hotel Group	1,470	27.6	23.0	21.2	(33.9)	19.9	8.9	1.8	1.7	1.7	n.a	0.4	1.1	6.7	7.9	8.1	7.0	6.6	6.2
China Lodging Group	1,813	27.0	22.9	18.0	38.6	18.2	27.3	3.2	2.9	2.5	n.a	0.4	0.7	12.7	13.2	14.8	9.0	7.9	6.8
Great Eagle Holdings	2,140	9.9	9.2	8.6	(21.6)	7.2	6.4	0.3	0.3	0.3	2.8	3.0	3.1	3.2	3.5	3.7	21.8	21.2	19.7
Hongkong & Shanghai Hotels	1,625	19.0	18.5	20.4	(43.4)	2.3	(9.1)	n.a	n.a	n.a	2.5	2.6	2.6	1.8	n.m.	n.m.	11.0	11.3	12.6
Mandarin Oriental International	1,834	25.6	24.7	22.5	(37.5)	3.5	10.2	n.a	n.a	n.a	3.1	3.1	3.1	n.m.	n.m.	n.m.	14.7	14.4	13.6
Shangri-La Asia	3,317	35.6	22.1	19.3	(54.9)	61.5	14.3	0.5	0.5	0.5	1.4	1.6	1.7	1.7	2.2	2.3	14.6	13.9	13.3
Mandarin Oriental International	1,899	26.5	25.6	23.3	(36.7)	3.5	10.2	n.a	n.a	n.a	3.0	3.0	3.0	n.m.	n.m.	n.m.	15.2	14.9	14.1
Hongkong & Shanghai Hotels	1,625	19.0	18.5	20.4	(43.4)	2.3	(9.1)	n.a	n.a	n.a	2.5	2.6	2.6	1.8	n.m.	n.m.	11.0	11.3	12.6
Kangwon Land	7,096	17.7	15.5	14.2	21.8	13.9	9.5	2.7	2.4	2.2	2.8	3.2	3.5	16.0	16.5	16.7	9.9	9.0	8.3
Hotel Shilla Co	3,109	65.3	21.0	16.0	(25.3)	211.4	31.1	4.7	3.9	3.2	0.4	0.6	0.7	7.5	20.6	22.2	23.2	13.1	10.8
City Developments	4,813	11.9	11.0	10.5	(25.0)	8.3	5.2	0.8	0.7	0.7	1.8	1.8	1.8	6.8	7.0	7.0	11.5	10.6	9.9
UOL Group	3,490	11.8	11.3	10.8	(40.6)	4.4	4.9	0.6	0.6	0.6	2.5	2.5	2.5	5.4	5.6	5.4	17.4	16.0	14.8
Formosa International Hotels	880	24.1	21.3	19.1	6.1	13.2	11.1	7.4	6.8	6.3	3.8	4.0	4.5	32.5	36.5	37.1	16.1	14.7	13.1
Ambassador Hotel	315	24.5	24.3	23.4	1.8	0.9	3.5	1.1	1.1	1.1	2.6	2.7	2.7	4.6	4.6	4.6	11.5	10.3	9.6
Central Plaza Hotel	1,671	33.3	29.3	25.9	50.9	13.6	13.1	4.9	4.4	4.0	1.2	1.4	1.6	15.3	15.8	16.3	15.6	14.2	13.0
Erawan Group	288	47.6	31.8	23.7	292.9	49.4	34.6	2.1	2.0	1.9	0.8	1.3	1.8	4.2	6.4	7.8	13.0	11.2	10.0
Minor International	4,249	31.4	26.3	22.8	10.0	19.3	15.2	4.6	4.2	3.6	1.1	1.3	1.5	16.4	16.9	17.0	21.1	18.0	16.4
		29.0	22.6	20.1	3.6	26.0	11.4	2.7	2.5	2.3	2.1	2.0	2.2	9.0	11.6	12.0	15.3	13.4	12.4

Source: Bloomberg and SCBS Investment Research

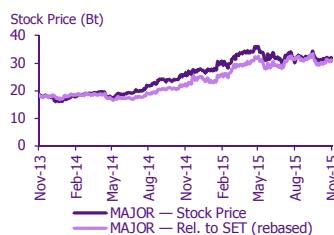
ชื่อ

Stock Data

Last close (Nov 26) (Bt)	31.25
12-m target price (Bt)	36.00
Upside (Downside) to TP (%)	15.20
Mkt cap (Btbn)	27.89
Mkt cap (US\$mn)	780

Bloomberg code	MAJOR TB
Reuters code	MAJOR.BK
Risk rating	M
Mkt cap (%) SET	0.21
Sector % SET	1.84
Shares issued (mn)	892
Par value (Bt)	1.00
12-m high / low (Bt)	37 / 24.9
Avg. daily 6m (US\$mn)	1.71
Foreign limit / actual (%)	49 / 43
Free float (%)	49.3
Dividend policy (%)	40

Price Performance



Source: SET, SCBS Investment Research

Share performance

	1M	3M	12M
Absolute	0.8	(2.3)	21.4
Relative to SET	5.1	(2.9)	42.2

Source: SET, SCBS Investment Research

ปฏิภาณ นาววัฒน

นักวิเคราะห์การลงทุนวิจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1007

phatipak.navawatana@scb.co.th

การขยายโรงภาพยนตร์ในกลุ่มประเทศ CLMV เป็นพัฒนาการที่ดี

เราขอกลยุทธ์ของ MAJOR ในการขยายธุรกิจโรงภาพยนตร์ไปยังกลุ่มประเทศ CLMV ซึ่งเป็นตลาดที่นิยมดูภาพยนตร์ไทย (บางครั้งก็ได้รับความนิยมมากกว่าในประเทศไทย) รายได้ต่อหัวประชากรในกลุ่มประเทศ CLMV อยู่ในระดับต่ำในเชิงเปรียบเทียบ แต่มีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้น ซึ่งจะเปิดโอกาสให้ปรับราคาตั๋วชมภาพยนตร์เพิ่มขึ้น การขยายตัวของเมืองเพิ่มมากขึ้นจะช่วยสนับสนุนให้คนไปโรงภาพยนตร์มากขึ้น เราคาดว่าสัดส่วนรายได้จากกลุ่มประเทศ CLMV จะเพิ่มขึ้นจาก 3% ในปัจจุบัน สู่ 20% ในปี 2563 กำไรของ MAJOR จะปรับตัวเพิ่มขึ้น และมีแนวโน้มที่จะทำสถิติสูงสุดที่ ~1.7 พันล้านบาทในปี 2563 ซึ่งหมายความว่าหุ้น MAJOR จะซื้อขายที่ PER เพียง 12.8 เท่าในปี 2563 เทียบกับ 25 เท่าในปี 2558 แนะนำ “ซื้อ”

ขยายโรงภาพยนตร์เชิงรุก MAJOR ตั้งเป้าขยายโรงภาพยนตร์เพิ่มเท่าตัวในระยะ 5 ปีข้างหน้าจาก 517 โรงตอนต้นปี 2558 สู่ 1,000 โรงในปี 2563 หรือคิดเป็นการเปิดโรงภาพยนตร์ใหม่ 100 โรงต่อปีในระยะ 5 ปีข้างหน้า (จาก 50-60 โรงต่อปีในช่วง 5 ปีที่ผ่านมา) บริษัทตั้งงบลงทุนสำหรับระยะเวลา 5 ปีไว้ที่ 5 พันล้านบาท ทั้งนี้ในจำนวนโรงภาพยนตร์ที่วางแผนเปิดใหม่ทั้งหมด 30% จะอยู่ในกลุ่มประเทศ CLMV ซึ่งจะทำให้จำนวนโรงภาพยนตร์ทั้งหมดในกลุ่มประเทศ CLMV เพิ่มขึ้นเป็น 100 โรง หรือคิดเป็น 10% ของจำนวนโรงภาพยนตร์ทั้งหมดของบริษัทในปี 2563 ปัจจุบัน MAJOR มีโรงภาพยนตร์ 12 โรงในกลุ่มประเทศ CLMV โดยแบ่งเป็น 7 โรงในกัมพูชา และ 5 โรงในลาว บริษัทวางแผนเปิดโรงภาพยนตร์เพิ่มอีกจำนวนมากในสองประเทศนี้ ส่วนในเมียนมาร์ MAJOR จะร่วมมือกับ Aeon Mall (พันธมิตรในกัมพูชา) อีกครั้ง โดยปัจจุบันกำลังเจรจาซื้อที่ดิน ขณะที่บริษัทยังไม่มีแผนที่ชัดเจนสำหรับเวียดนาม

CLMV จะเป็นตลาดใหม่ที่ช่วยสนับสนุนให้กำไรเติบโต เราขอกลยุทธ์ของ MAJOR ในการขยายธุรกิจโรงภาพยนตร์ไปยังกลุ่มประเทศ CLMV เนื่องจากไม่เพียงแต่จะช่วยกระจายแหล่งรายได้ออกจากประเทศไทยเท่านั้น แต่ยังเป็นตลาดใหม่ที่ช่วยสนับสนุนให้กำไรของบริษัทเติบโตด้วย

- 1) เรามองว่า CLMV เป็นตลาดที่คล้ายกับประเทศไทยอย่างมากเมื่อมองย้อนกลับไปในปี 2548 ซึ่งเป็นช่วงที่โรงภาพยนตร์ยังมีน้อยและดูคล้ายสมัย รายได้ต่อหัวประชากรที่เพิ่มขึ้นจะทำให้ไลฟ์สไตล์เปลี่ยนไปและกระตุ้นให้คนออกมาชมภาพยนตร์เพิ่มมากขึ้น ราคาตั๋วชมภาพยนตร์ในตอนอยู่ที่ 5 ดอลลาร์สหรัฐ/ใบ ต่ำกว่าประเทศไทยอยู่ ~10% ดังนั้นจึงสามารถขึ้นราคาได้เมื่อมีคนดูเพิ่มมากขึ้น
- 2) ความสามารถในการทำกำไรสามารถปรับเพิ่มขึ้นได้ MAJOR บอกกับเราว่าต้นทุนส่วนแบ่งรายได้จากการฉายภาพยนตร์ (film hire) ในกลุ่มประเทศ CLMV โดยเฉพาะในกัมพูชา และลาว สูงกว่าในประเทศไทย โดยในกัมพูชา รายได้ 51% จากการขายตั๋วจะตกเป็นของผู้ผลิตภาพยนตร์ และ 49% เป็นของผู้ประกอบการโรงภาพยนตร์ ตรงข้ามกับประเทศไทย (49% เป็นของผู้ผลิตภาพยนตร์ และ 51% เป็นของผู้ประกอบการโรงภาพยนตร์) MAJOR กำลังเจรจาขอเปลี่ยนโครงสร้างดังกล่าวให้เหมือนกับประเทศไทย ซึ่งจะช่วยให้อัตรากำไรของโรงภาพยนตร์ในกลุ่มประเทศ CLMV ปรับตัวเพิ่มขึ้น
- 3) ตัวอย่างที่ดี คือ กิจการร่วมทุนในกัมพูชา ซึ่งสามารถคืนทุนได้ภายใน 1.5 ปีของการดำเนินงาน หรือใช้เวลาเพียงครึ่งหนึ่งจากเป้าที่วางไว้ที่ 3 ปี กิจการร่วมทุนนี้ครองตลาดกัมพูชาด้วยส่วนแบ่งตลาด 70% ในแง่ของรายได้ และรายได้เติบโต 40% YoY เราคาดว่ารายได้จากกลุ่มประเทศ CLMV จะเติบโตสูงกว่าประเทศไทย และคาดว่ารายได้จากกลุ่มประเทศ CLMV จะคิดเป็นสัดส่วน 20% ของรายได้ทั้งหมดของ MAJOR ภายในปี 2563 (เพิ่มขึ้นจาก 3% ในปัจจุบัน)

แนวโน้มผลการดำเนินงานแข็งแกร่ง กำไรจะปรับตัวเพิ่มขึ้นด้วยอัตราเติบโตเฉลี่ย 14% ในปี 2558-2563 สู่ฐานใหม่ที่ 2 พันล้านบาท หรือเพิ่มขึ้นเท่าตัวจากปี 2558 ปัจจัยสำคัญที่ช่วยกระตุ้นให้กำไรเติบโต คือ รายได้ที่สูงขึ้นจากการขยายโรงภาพยนตร์ทั้งในประเทศไทยและต่างประเทศ และอัตรากำไรที่เพิ่มขึ้นจากการมีต้นทุนคงที่ต่ำลง

การเคลื่อนไหวของราคาหุ้น และ valuation ราคาหุ้น MAJOR แกว่งตัวอยู่ที่ระดับ ~31 บาทมาพักหนึ่งแล้ว เพราะไม่มีปัจจัยกระตุ้นระยะสั้นให้ราคาหุ้นปรับตัวเพิ่มขึ้น แต่เรามองว่า MAJOR เป็นหุ้นที่น่าซื้อลงทุนในระยะยาว ณ ราคาหุ้นปัจจุบัน MAJOR ซื้อขายที่ PE ปี 2563 ระดับ 12.8 เท่า ต่ำกว่า PER ปี 2558 อยู่ 50%

Forecasts and valuation

Year to 31 Dec	Unit	2013	2014	2015F	2016F	2017F
Revenue	(Btbn)	7,711	8,623	8,671	9,518	10,449
EBITDA	(Btbn)	2,157	2,279	2,374	2,554	2,703
Core profit	(Btbn)	884	984	1,118	1,234	1,336
Reported profit	(Btbn)	1,051	1,086	1,118	1,234	1,337
Core EPS	(Bt)	1.00	1.11	1.26	1.39	1.50
DPS	(Bt)	1.00	1.05	1.12	1.24	1.34
P/E, core	(x)	31.4	28.2	24.8	22.5	20.8
EPS growth, core	(%)	13.1	11.4	13.6	10.3	8.3
P/BV, core	(x)	4.6	4.4	4.4	4.2	4.1
ROE	(%)	14.7	15.8	17.5	18.9	19.9
Dividend yield	(%)	3.2	3.4	3.6	4.0	4.3
EV/EBITDA	(x)	14.9	14.0	13.4	12.4	11.6

Source: SCBS Investment Research

Financial statement

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	2013	2014	2015F	2016F	2017F
Total revenue	7,711	8,623	8,671	9,518	10,449
Cost of goods sold	5,011	5,475	5,301	5,815	6,380
Gross profit	2,700	3,148	3,370	3,703	4,068
SG&A	1,779	2,064	2,240	2,467	2,738
Other income	172	130	137	150	164
Interest expense	149	173	150	137	131
Pre-tax profit	943	1,041	1,118	1,248	1,361
Corporate tax	276	271	224	250	272
Equity a/c profits	189	199	209	219	230
Minority interests	27	15	15	16	17
Core profit	884	984	1,118	1,234	1,336
Extra-ordinary items	168	102	0	0	1
Net Profit	1,051	1,086	1,118	1,234	1,337
EBITDA	2,157	2,279	2,374	2,554	2,703
Core EPS (Bt)	1.00	1.11	1.26	1.39	1.50
Net EPS (Bt)	1.18	1.22	1.26	1.39	1.51
DPS (Bt)	1.00	1.09	1.12	1.24	1.34

Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	2013	2014	2015F	2016F	2017F
Total current assets	2,137	2,382	2,971	3,160	3,421
Total fixed assets	6,696	6,730	7,355	7,402	7,406
Total assets	13,629	13,932	14,222	14,496	14,806
Total loans	4,795	4,538	4,787	4,583	4,379
Total current liabilities	4,352	4,542	4,525	4,727	4,949
Total long-term liabilities	2,352	2,188	2,344	2,140	1,936
Total liabilities	7,530	7,546	7,799	7,888	8,006
Paid-up capital	888	890	890	890	890
Total equity	6,099	6,387	6,423	6,608	6,799
BVPS (Bt)	6.86	7.13	7.17	7.37	7.58

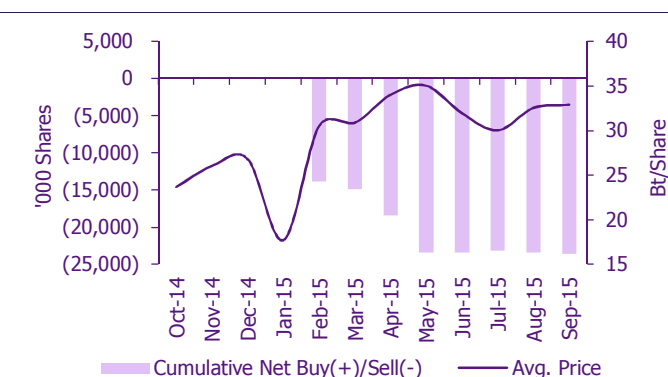
Cash Flow Statement (Btmn)

FY December 31	2013	2014	2015F	2016F	2017F
Core Profit	884	984	1,118	1,234	1,336
Depreciation and amortization	1,065	1,065	1,106	1,169	1,210
Operating cash flow	2,437	2,171	2,042	2,412	2,557
Investing cash flow	(2,481)	(800)	(1,200)	(800)	(800)
Financing cash flow	1,957	(1,057)	(728)	(1,161)	(1,249)
Net cash flow	1,913	313	114	450	507

Key Financial Ratios

	2013	2014	2015F	2016F	2017F
Gross margin(%)	35.0	36.5	37.6	38.1	38.5
Operating margin(%)	11.9	12.6	13.9	15.1	15.9
EBITDA margin(%)	28.0	26.4	26.7	27.7	28.0
EBIT margin(%)	15.7	14.9	15.2	16.4	17.2
Net profit margin(%)	13.6	12.6	13.4	14.5	15.2
ROE (%)	14.7	15.8	20.4	23.1	25.2
ROA (%)	7.1	7.1	9.2	10.3	11.4
Net D/E (x)	0.7	0.6	0.5	0.5	0.4
Interest coverage (x)	14.5	13.2	17.5	21.4	24.5
Debt service coverage (x)	1.2	0.9	1.0	1.1	1.2
Payout Ratio (%)	84.4	89.1	90.0	90.0	90.0

12-Month Cumulative directors trade



Source: SEC

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15
Total revenue	2,153	2,124	1,749	2,666	2,189
Cost of goods sold	1,350	1,393	1,145	1,653	1,450
Gross profit	802	728	601	1,009	734
SG&A	539	553	442	523	520
Other income	50	38	47	50	87
Interest expense	41	43	41	39	37
Pre-tax profit	271	167	163	493	259
Corporate tax	81	51	51	120	83
Equity a/c profits	52	62	52	72	73
Minority interests	3	9	(2)	(6)	(5)
Core profit	245	186	163	440	243
Extra-ordinary items	49	21	36	50	99
Net Profit	293	207	199	490	343
EBITDA	614	514	507	836	600
Core EPS (Bt)	0.28	0.21	0.18	0.50	0.27
Net EPS (Bt)	0.33	0.23	0.22	0.55	0.39

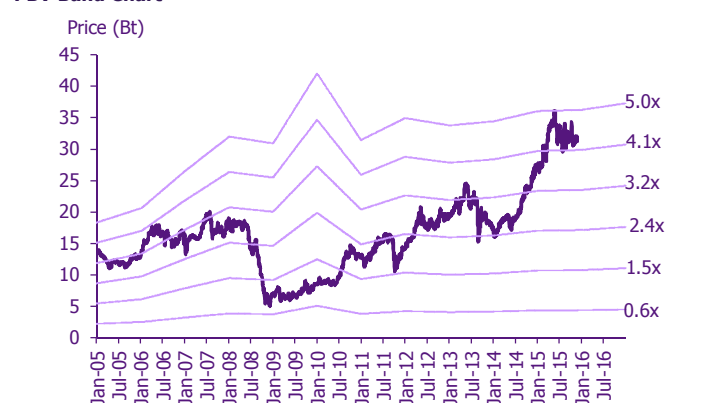
Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15
Total current assets	2,275	2,382	2,165	2,411	2,188
Total fixed assets	6,615	6,730	6,744	6,872	7,169
Total assets	13,616	13,932	13,632	13,990	14,224
Total loans	0	0	0	0	0
Total current liabilities	4,376	4,542	4,103	5,272	5,555
Total long-term liabilities	2,352	2,352	2,352	2,352	2,136
Total liabilities	7,413	7,546	7,069	7,408	7,692
Paid-up capital	890	890	890	892	892
Total equity	6,203	6,387	6,562	6,582	6,533
BVPS (Bt)	6.92	7.13	7.32	7.34	7.36

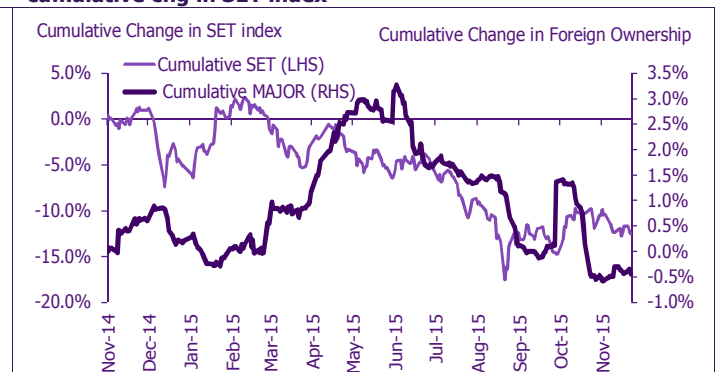
Main Assumptions

	2013	2014F	2015F	2016F	2017F
Revenue Breakdown (%)					
Admissions	53	52	53	52	52
Concessions sales	15	15	16	16	16
Advertising services	14	13	14	14	14
Bowling and Karaoke services income	6	6	6	5	5
Rentals and services income	6	6	6	6	6
Sales of VCD/DVD and film rights	6	8	5	6	7

PBV Band Chart

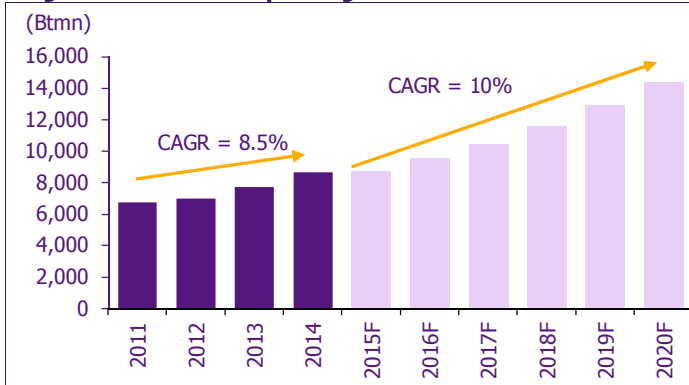


12 Month cumulative chg in foreign ownership versus cumulative chg in SET index



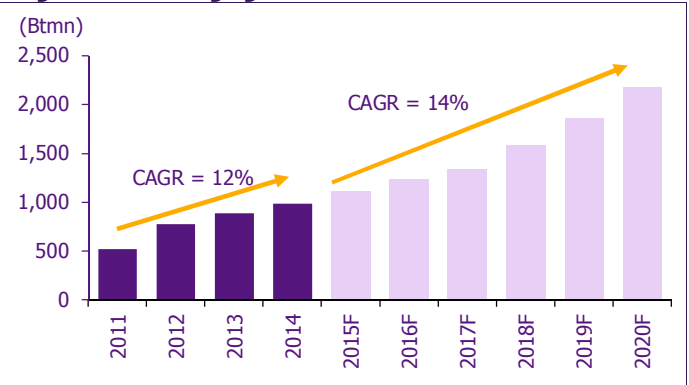
Source: SET, SCBS Investment Research

Figure 1: Revenue upswing



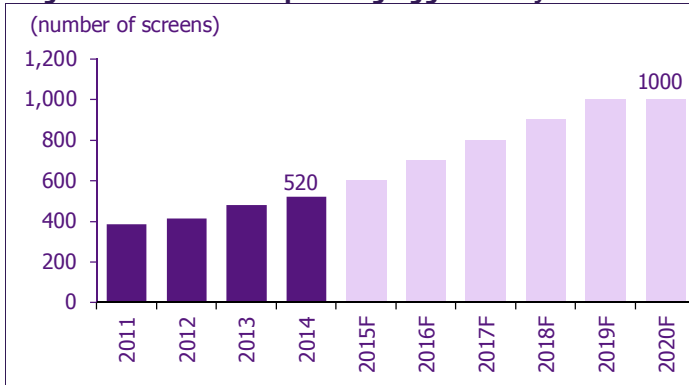
Source: Department of tourism and SCBS Investment Research

Figure 2: Earnings growth



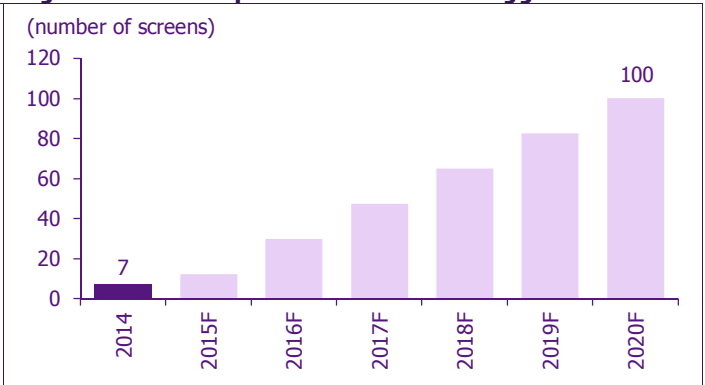
Source: Department of tourism and SCBS Investment Research

Figure 3: MAJOR is expanding aggressively



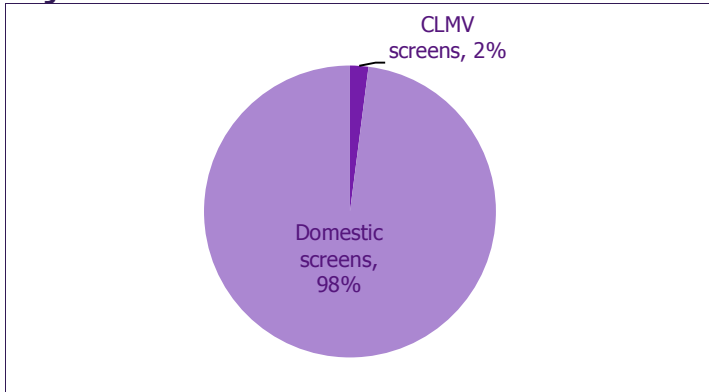
Source: Department of tourism and SCBS Investment Research

Figure 4: CLMV expansion will also be aggressive



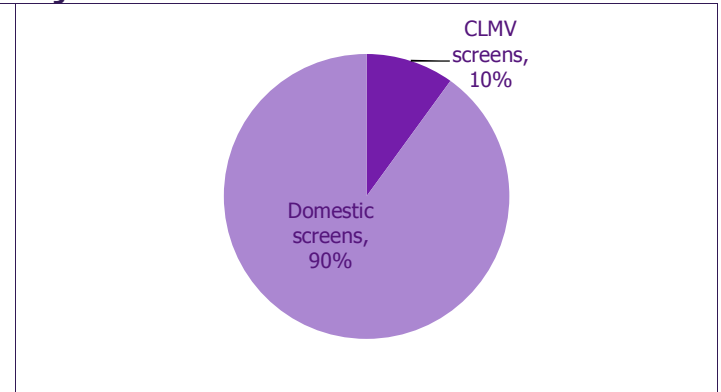
Source: Department of tourism and SCBS Investment Research

Figure 5: CLMV screens will contribute little in 2015...



Source: Department of tourism and SCBS Investment Research

Figure 6: ...but increase contribution to 10% in 2020



Source: Department of tourism and SCBS Investment Research

Figure 7: CLMV stands out as the area of growth opportunities among other AEC members

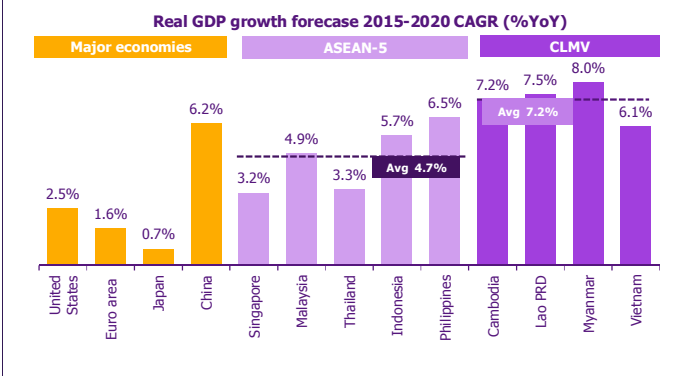


Figure 8: GDP per capita appears to have strong correlation to urbanization rate

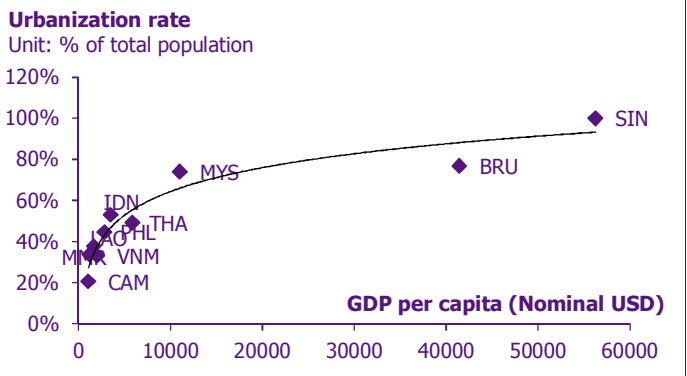


Figure 8: Urban residents have twice as much income as non-urban residents, and spend more than their non-urban counterparts with the same income

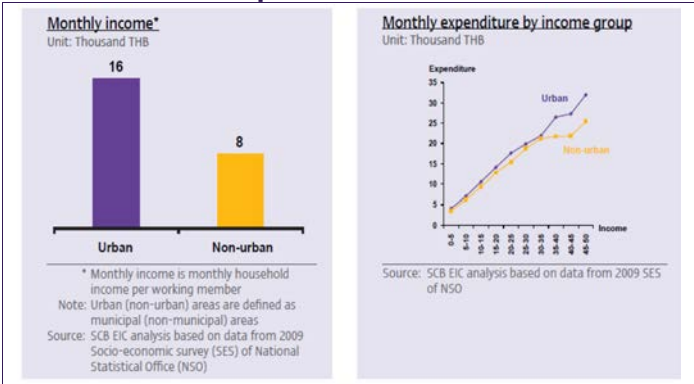
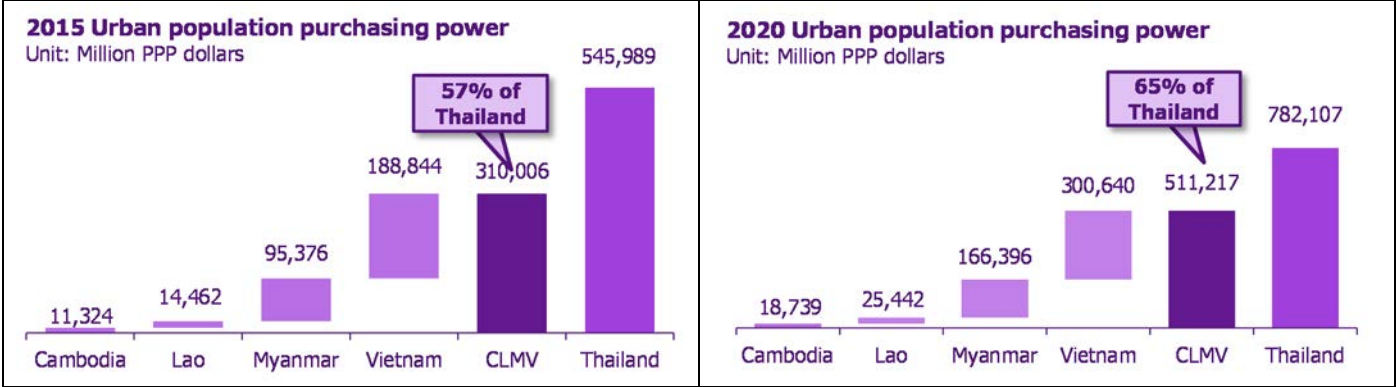


Figure 9: The purchasing power (implied by headcount x GDP per capita in PPP dollars) for CLMV urban residents is not trivial



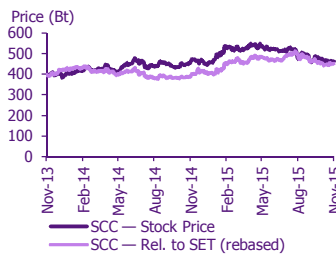
ชื่อ

Stock Data

Last close (Nov 26) (Bt)	454.00
12-m target price (Bt)	630.00
Upside (Downside) to TP (%)	38.77
Mkt cap (Btbn)	544.80
Mkt cap (US\$mn)	15,239

Bloomberg code	SCC TB
Reuters code	SCC.BK
Risk rating	L
Mkt cap (%) SET	4.16
Sector % SET	6.50
Shares issued (mn)	1,200
Par value (Bt)	1.00
12-m high / low (Bt)	554 / 418
Avg. daily 6m (US\$mn)	23.42
Foreign limit / actual (%)	25 / 24
Free float (%)	67.7
Dividend policy (%)	40-50

Share performance



Source: SET, SCBS Investment Research

Price performance

	1M	3M	12M
Absolute	(3.8)	(4.6)	(2.6)
Relative to SET	0.3	(5.2)	14.1

Source: SET, SCBS Investment Research

ศิริมา ดิสรสรา, CFA

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

การขยายการลงทุนในอาเซียนเริ่มเห็นผล

SCC เพิ่มการลงทุนในอาเซียนเพื่อให้ครอบคลุมทุกธุรกิจของบริษัทสู่ 19% ของสินทรัพย์ทั้งหมด ณ สิ้นครึ่งแรกปี 58 จาก 3% ในปี 2549 ซึ่งเมื่อรวมกับอุปสงค์ในตลาดภูมิภาคที่เติบโตสูง ส่งผลทำให้สัดส่วนยอดขายจากอาเซียนปรับเพิ่มขึ้นสู่ 22% ของยอดขายในช่วงครึ่งแรกปี 58 จาก 12% ในปี 2549 สัดส่วนยอดขายจากอาเซียนมีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้นอีก โดยได้รับปัจจัยหนุนจากการเริ่มเดินเครื่องกำลังการผลิตใหม่ของบริษัทปูนซีเมนต์ บีโตรเคมี และบรรจุภัณฑ์ในอาเซียนในช่วงครึ่งหลังปี 2558 ถึงปี 2560 ราคาหุ้น SCC ปรับตัว underperform SET อยู่ -7% ในช่วง 3 เดือนที่ผ่านมา สะท้อนถึงผลประกอบการไตรมาส 3/58 ที่อ่อนแอ ซึ่งถือเป็นโอกาสที่ดีในการเข้าซื้อก่อนที่บริษัทจะประกาศผลประกอบการไตรมาส 4/58-ปี 2559 ที่ดีขึ้น คงคำแนะนำ “ซื้อ” ด้วยราคาเป้าหมายกลางปี 59 ที่คำนวณได้จากวิธี SOTP ที่ 630 บาท

ลงทุนเพิ่มในอาเซียนอย่างต่อเนื่อง การลงทุนในอาเซียนเป็นกลยุทธ์ที่สำคัญอย่างหนึ่งของ SCC ซึ่งเริ่มมาตั้งแต่ทศวรรษปี 1990 จากอุปสงค์ที่มีแนวโน้มเติบโตสูงเพราะการอุปโภคบริโภคต่อหัวประชากรอยู่ในระดับต่ำ ความได้เปรียบจากการเข้าไปลงทุนเป็นรายแรก และกลยุทธ์เครือข่ายไร้พรมแดนด้วยต้นทุนโลจิสติกส์ที่ถ่วงและควมยืดหยุ่นที่เพิ่มขึ้น ขณะที่กลยุทธ์การลงทุนในประเทศไทยของ SCC เปลี่ยนมาเน้นผลิตภัณฑ์ที่มีมูลค่าเพิ่มสูงมากขึ้น โดยในช่วง 10 ปีที่ผ่านมา SCC ได้เพิ่มการลงทุนในอาเซียนจาก 7 พันล้านบาท (3% ของสินทรัพย์) สู่ 9.6 หมื่นล้านบาท (19% ของสินทรัพย์) ณ สิ้นครึ่งแรกปี 58 ครอบคลุมทุกธุรกิจของบริษัท อันได้แก่ ธุรกิจปูนซีเมนต์และวัสดุก่อสร้าง บีโตรเคมี และบรรจุภัณฑ์ ทั้งนี้ สัดส่วนยอดขายจากอาเซียนเพิ่มขึ้นสู่ 22% ของยอดขายทั้งหมด (จาก 12%) สนับสนุนจากการเพิ่มขึ้นของยอดขายจากการดำเนินงานในอาเซียนเพิ่มขึ้นสู่ 10% ของยอดขายทั้งหมด (จาก 3%) และการส่งออกไปยังอาเซียนเพิ่มขึ้นสู่ 12% ของยอดขายทั้งหมด (จาก 9%) อนึ่ง ยอดขาย 27% จากอาเซียนมาจากอินโดนีเซีย, 27% มาจากเวียดนาม, 12% มาจากกัมพูชา, 11% มาจากเมียนมาร์, และ 23% มาจากประเทศอื่นๆ

สัดส่วนยอดขายจากอาเซียนจะเร่งตัวขึ้น สัดส่วนยอดขายจากอาเซียนมีแนวโน้มเพิ่มขึ้น เนื่องจากกำลังการผลิตใหม่ส่วนใหญ่ของ SCC ที่จะเริ่มเดินเครื่องผลิตในปี 2558-60 อยู่ในอาเซียน (Figure 10) ซึ่งประกอบด้วย 1) กำลังการผลิตปูนซีเมนต์ใหม่ 6.3 ล้านตัน (+26% ของกำลังการผลิตปูนซีเมนต์ทั้งหมด) ในกัมพูชา อินโดนีเซีย เมียนมาร์ และลาว ในช่วงครึ่งหลังปี 58-ปี 2560; 2) การขยายตัวของโครงการปิโตรเคมีคอมเพล็กซ์ในอินโดนีเซีย (Chandra Asri, SCC ถือหุ้น 30%) อีก 410,000 ตัน (+44% ของกำลังการผลิตปิโตรเคมีในอินโดนีเซีย) ในไตรมาส 1/59; และ 3) การขยายกำลังการผลิตกระดาษบรรจุภัณฑ์อีก 243,000 ตัน (+11% ของกำลังการผลิตบรรจุภัณฑ์ทั้งหมด) ในเวียดนาม ในไตรมาส 2/60 นอกจากนี้ SCC ก็กำลังมองหาโอกาสลงทุนในโครงการปิโตรเคมีคอมเพล็กซ์ในเวียดนาม, เข้าซื้อกิจการในทุกธุรกิจของบริษัทในอินโดนีเซียและเวียดนาม และลงทุนในระบบโลจิสติกส์ในเมียนมาร์ โอกาสดีในการเข้าซื้อหลังจากราคาหุ้นลดลงเมื่อไม่นานนี้และกำไรมีแนวโน้มปรับตัวดีขึ้น ราคาหุ้น SCC ที่ปรับตัว underperform SET อยู่ 7% ในช่วง 3 เดือนที่ผ่านมา สะท้อนถึงผลประกอบการไตรมาส 3/58 ที่อ่อนแอ (ขาดทุนอัตราแลกเปลี่ยนจากการยกเลิกสัญญาซื้อขายเงินตราต่างประเทศล่วงหน้าจำนวน 1.5 พันล้านบาท และขาดทุนสินค้าคงคลังจำนวน 2.2 พันล้านบาท) เรามองว่าเป็นโอกาสดีในการเข้าซื้อก่อนที่ SCC จะประกาศผลประกอบการไตรมาส 4/58 ที่ดีขึ้น (ไม่มีขาดทุนจากอัตราแลกเปลี่ยนและสินค้าคงคลัง และมีรายได้เงินปันผลตามฤดูกาล) และกำไรมีแนวโน้มปรับตัวดีขึ้นในระยะยาวโดยได้รับปัจจัยหนุนจากวัฏจักรขาขึ้นของธุรกิจปิโตรเคมี รวมถึงยอดขายปูนซีเมนต์ที่เพิ่มขึ้นในประเทศไทย และโรงงานปูนซีเมนต์ใหม่ในต่างประเทศที่จะได้รับการสนับสนุนจากการเติบโตของตลาดอาเซียนในปี 2558-60 ณ ระดับราคาปัจจุบัน valuation ของ SCC ดึงดูดใจมากขึ้น โดยซื้อขายที่ PE 13 เท่าในปี 2558 และ 11 เท่าในปี 2559 (ต่ำกว่า PE เฉลี่ย 7 ปีที่ 14 เท่า)

คงคำแนะนำ “ซื้อ” ด้วยราคาเป้าหมายกลางปี 59 ที่คำนวณได้จากวิธี SOTP ที่ 630 บาท ซึ่งประกอบด้วยธุรกิจปิโตรเคมีที่ EV/EBITDA 8.5 เท่า ธุรกิจกระดาษที่ EV/EBITDA 10.0 เท่า ธุรกิจปูนซีเมนต์และวัสดุก่อสร้างที่ EV/EBITDA 12.0 เท่า และเงินลงทุนในบริษัทร่วมและบริษัทที่เกี่ยวข้องที่ 2.6 เท่าของ BV

Forecasts and Valuation

Year to 31 Dec	Unit	2013	2014	2015F	2016F	2017F
Revenue	(Btmn)	434,251	487,545	445,279	469,928	477,634
EBITDA	(Btmn)	66,571	67,256	85,453	94,696	103,030
Core profit	(Btmn)	34,221	33,615	43,009	50,403	55,417
Reported profit	(Btmn)	36,522	33,615	44,494	50,403	55,417
Core EPS	(Bt)	28.52	28.01	35.84	42.00	46.18
DPS	(Bt)	15.50	12.50	16.69	18.90	20.78
P/E, core	(x)	15.92	16.21	12.67	10.81	9.83
EPS growth, core	(%)	45.13	(1.77)	27.95	17.19	9.95
P/BV, core	(x)	2.92	2.60	2.31	2.05	1.83
ROE	(%)	19.67	16.97	19.30	20.09	19.71
Dividend yield	(%)	3.41	2.75	3.68	4.16	4.58
EV/EBITDA	(x)	10.63	10.61	8.35	7.53	6.84

Source: SCBS Investment Research

Financial statement

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	2013	2014	2015F	2016F	2017F
Total revenue	434,251	487,545	445,279	469,928	477,634
Cost of goods sold	363,096	409,431	352,554	368,244	370,103
Gross profit	71,155	78,114	92,725	101,684	107,531
SG&A	40,033	44,952	46,700	49,160	50,594
Other income	10,840	9,924	8,934	8,922	9,456
Interest expense	8,193	7,266	9,432	7,861	8,257
Pre-tax profit	33,769	35,819	45,527	53,585	58,136
Corporate tax	5,003	4,968	6,184	7,097	7,847
Equity a/c profits	6,546	6,108	9,394	10,259	11,764
Minority interests	(1,091)	(3,345)	(5,729)	(6,344)	(6,636)
Core profit	34,221	33,615	43,009	50,403	55,417
Extra-ordinary items	2,301	0	1,485	0	0
Net Profit	36,522	33,615	44,494	50,403	55,417
EBITDA	66,571	67,256	85,453	94,696	103,030
Core EPS (Bt)	28.52	28.01	35.84	42.00	46.18
Net EPS (Bt)	30.44	28.01	37.08	42.00	46.18
DPS (Bt)	15.50	12.50	16.69	18.90	20.78

Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	2013	2014	2015F	2016F	2017F
Total current assets	135,130	137,998	134,392	140,598	150,230
Total fixed assets	305,559	327,825	355,294	381,089	403,918
Total assets	440,688	465,823	489,686	521,687	554,148
Total loans	187,343	195,959	198,565	198,565	198,565
Total current liabilities	85,007	90,613	96,172	78,451	69,164
Total long-term liabilities	168,919	165,892	157,214	177,884	188,026
Total liabilities	253,927	256,505	253,386	256,335	257,190
Paid-up capital	1,200	1,200	1,200	1,200	1,200
Total equity	186,762	209,317	236,300	265,351	296,959
BVPS (Bt)	155.63	174.43	196.92	221.13	247.47

Cash Flow Statement (Btmn)

FY December 31	2013	2014	2015F	2016F	2017F
Core Profit	34,221	33,615	43,009	50,403	55,417
Depreciation and amortization	18,062	18,062	21,100	22,991	24,874
Operating cash flow	47,462	45,198	66,872	70,839	79,904
Investing cash flow	(57,314)	(40,328)	(48,569)	(48,786)	(47,703)
Financing cash flow	1,529	(2,235)	(15,793)	(21,105)	(23,779)
Net cash flow	(8,323)	2,635	2,510	948	8,423

Key Financial Ratios

	2013	2014	2015F	2016F	2017F
Gross margin(%)	16.4	16.0	20.8	21.6	22.5
Operating margin(%)	7.2	6.8	10.3	11.2	11.9
EBITDA margin(%)	15.3	13.8	19.2	20.2	21.6
EBIT margin(%)	9.7	8.8	12.3	13.1	13.9
Net profit margin(%)	8.4	6.9	10.0	10.7	11.6
ROE (%)	19.7	17.0	19.3	20.1	19.7
ROA (%)	8.2	7.4	9.0	10.0	10.3
Net D/E (x)	1.4	1.2	1.1	0.0	0.0
Interest coverage (x)	8.1	9.3	9.1	12.0	12.5
Debt service coverage (x)	2.6	1.8	1.9	3.5	6.2
Payout Ratio (%)	50.9	44.6	45.0	45.0	45.0

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15
Total revenue	124,275	116,710	109,276	113,818	110,897
Cost of goods sold	104,601	97,343	87,324	85,430	86,041
Gross profit	19,674	19,368	21,952	28,388	24,856
SG&A	11,434	11,534	11,949	12,728	12,709
Other income	1,385	3,413	1,490	2,691	1,526
Interest expense	1,313	1,913	1,498	2,416	3,657
Pre-tax profit	8,312	9,333	9,995	15,935	10,016
Corporate tax	1,127	984	1,680	1,766	1,273
Equity a/c profits	1,639	1,627	2,247	3,647	2,173
Minority interests	-977	-1,120	-974	-3,939	-1,915
Core profit	7,847	8,856	9,588	13,877	9,001
Extra-ordinary items	0	0	1,485	0	0
Net Profit	7,847	8,856	11,073	13,877	9,001
EBITDA	15,842	17,675	18,522	26,927	21,155
Core EPS (Bt)	6.54	7.38	7.99	11.56	7.50
Net EPS (Bt)	6.54	7.38	9.23	11.56	7.50

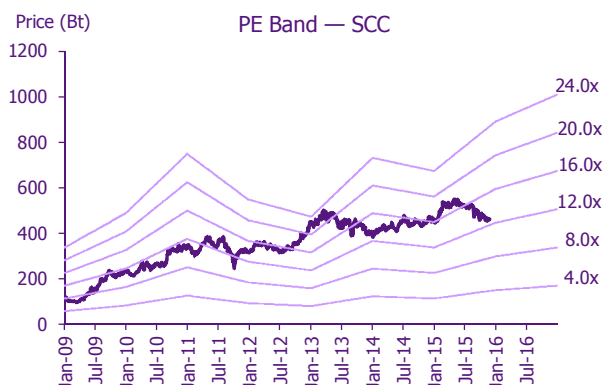
Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15
Total current assets	154,902	137,998	140,706	153,305	151,751
Total fixed assets	318,503	327,825	334,334	347,532	355,515
Total assets	473,405	465,823	475,039	500,837	507,266
Total loans	200,196	195,959	191,967	203,610	205,623
Total current liabilities	116,378	95,518	107,189	109,984	120,244
Total long-term liabilities	158,354	160,988	156,215	159,452	155,470
Total liabilities	274,732	256,505	263,404	269,436	275,714
Paid-up capital	1,200	1,200	1,200	1,200	1,200
Total equity	198,673	209,317	211,636	231,402	231,552
BVPS (Bt)	165.56	174.43	176.36	192.83	192.96

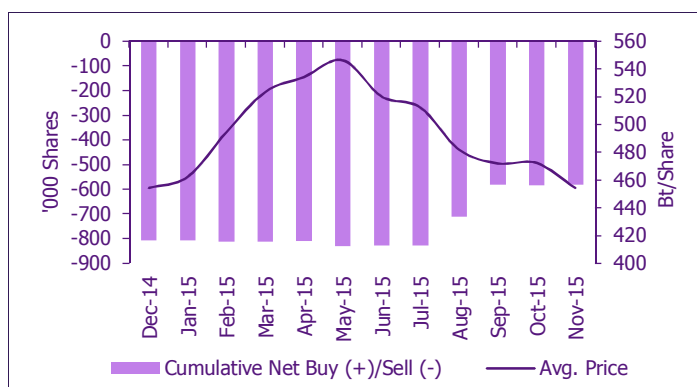
Main Assumptions

	2013	2014	2015F	2016F	2017F
Local cement sales (Mn tons)	13.1	13.0	13.0	13.4	13.8
Cement exports (Mn tons)	4.0	4.4	4.4	4.3	4.1
Domestic cement price (Bt/ton)	1,895	1,963	1,875	1,893	1,912
Petrochemical volume (Mn tons)	1.7	1.8	1.9	1.9	1.9
PE-naphtha spread (US\$/ton)	566	683	750	770	800
PP-naphtha spread (US\$/ton)	598	698	680	680	710
FX (Bt/US\$1)	30.7	32.5	34.0	35.0	34.0

PE Band Chart

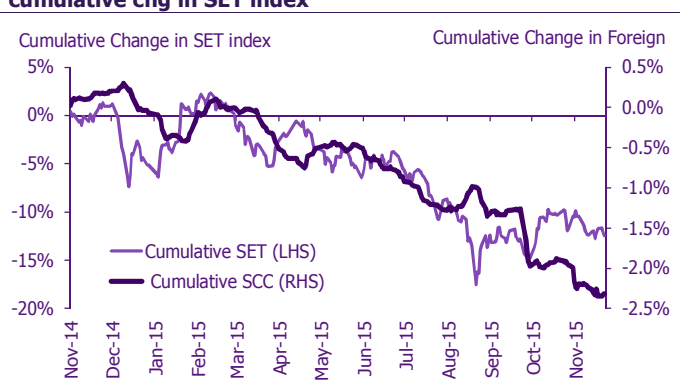


12-month cumulative directors trade



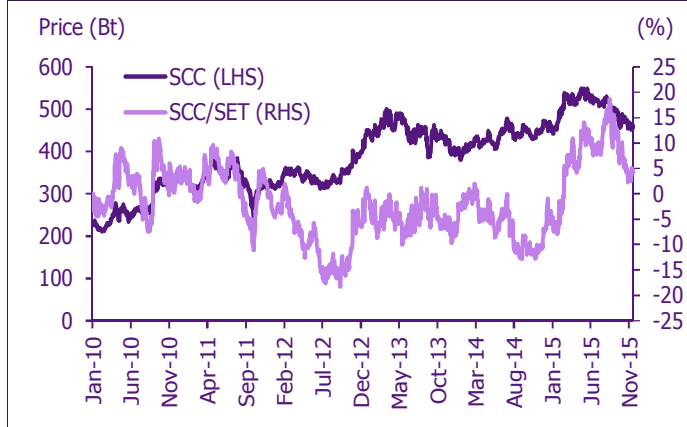
Source: SEC

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



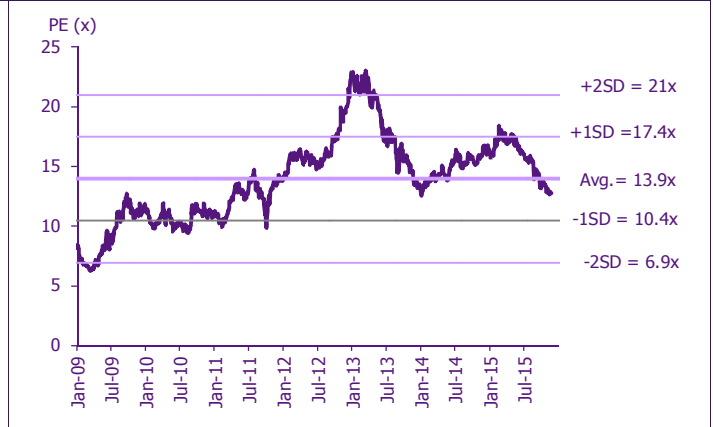
Source: SET, SCBS Investment Research

Figure 1: SCC's price recently underperformed SET



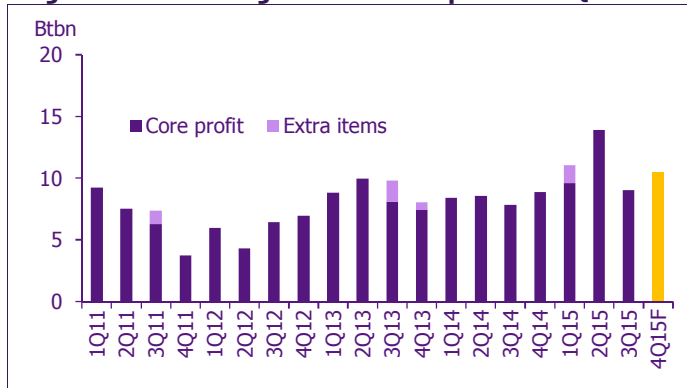
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 2: SCC's 7-year PE band



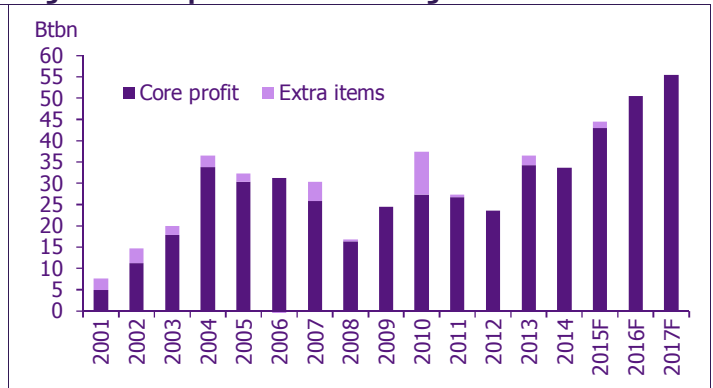
Source: SCBS Investment Research

Figure 3: Its earnings are set to improve in 4Q15F



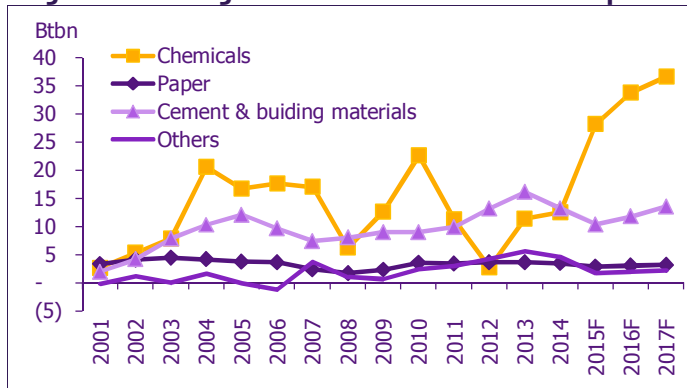
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 4: Net profit to hit new high in 2015-17F



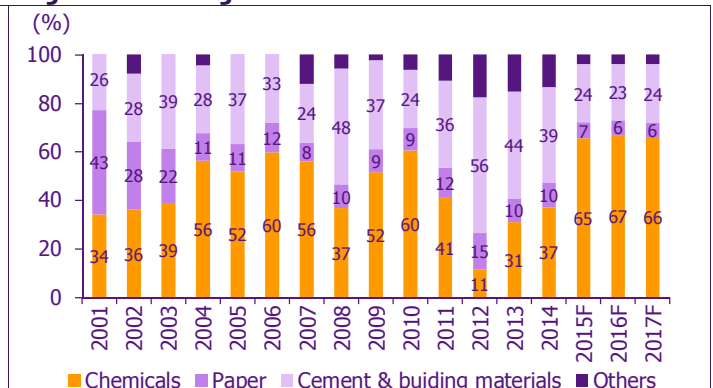
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 5: Earnings from all business units to improve



Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 6: Earnings contribution from each unit



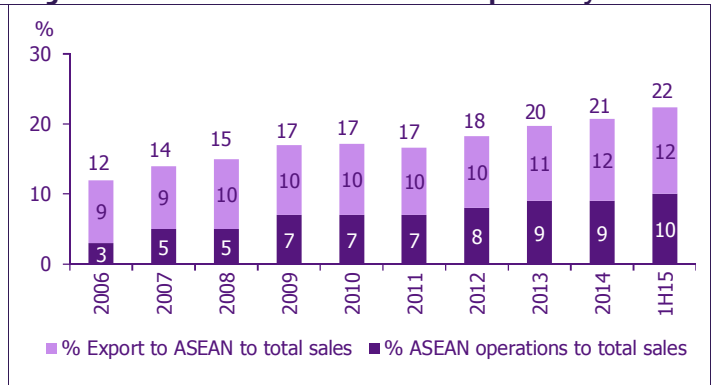
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 7: Assets in ASEAN rose over the past 10 years



Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 8: Sales from ASEAN rose over past 10 years



Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 9: SCC's assets and sales in ASEAN, broken down by country and business units

	Indonesia	Vietnam	Laos & Cambodia	Myanmar	Philippines	Malaysia & Singapore
ASEAN assets (Bt mn) – end 1H15	41,377	24,178	13,298	9,236	7,182	684
% to assets in ASEAN	43%	25%	14%	10%	7%	1%
ASEAN sales (Bt mn) - 1H15	60,235	60,235	33,910	24,540	20,078	23,648
% to sales in ASEAN	27%	27%	15%	11%	9%	11%
Existing businesses:	Since 1994	Since 1992	Since 1992	Since 1994	Since 1994	Since 1996
- Cement & building materials	- Cement plant - RMC - Ceramic tiles - Pipe & precast - Lightweight concrete block	- White cement - Concrete roof - Ceramic tiles	- Cement plant - RMC - Concrete roof	- Cement plant - RMC	- Ceramics	- Building materials
- Chemicals	- Chandra Asri - PVC	- PVC pipe - PVC				
- Packaging	- Box plant	- Packaging paper - Box plant			- Packaging paper - Box plant	
Future projects:	- Debottleneck - Chandra Asri - M&A - all existing businesses	- Chemical complex - M&A - all existing businesses		Investment - logistics and others		

Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 10: SCC's capacity expansion in 2015-17F

At year end	2013	2014	2015	2016	2017	Note
Chemical upstream ('000 tons)						
ROC/MOC						
Ethylene (subsidiary)	1,700	1,700	1,700	1,700	1,700	
Propylene (subsidiary)	1,200	1,200	1,200	1,200	1,200	
Chandra Asri Petrochemical JV (Indo)						
Ethylene	600	600	600	860	860	Indonesia: After debottlenecking, new capacity will start in 1Q16
Propylene	320	320	320	470	470	Indonesia: After debottlenecking, new capacity will start in 1Q16
Chemical downstream ('000 tons)						
PE (subsidiary)	920	920	920	920	920	
PP (subsidiary)	720	720	720	720	720	
PVC (90% stake in TPC)	886	886	886	886	886	
Dow Chemical JV:						
LLDPE (Dow JV)	650	650	650	650	650	
Specialty Elastomers (Dow JV)	220	220	220	220	220	
Propylene Oxide (Dow JV)	390	390	390	390	390	
Bangkok Synthetic JV:						
SSBR (BST JV)	50	50	50	100	100	
Mitsui Tohcello JV:						
LLDPE cast sheet film (Mitsui Tohcello JV)		15	15	15	15	
Mitsubishi Rayon JV:						
MMA (Mitsubishi Rayon JV)	175	175	175	175	175	
Cast Sheets (Mitsubishi Rayon JV)	20	20	20	20	20	
Chandra Asri Petrochemical JV (Indo):						
PE/LLDPE (Chandra Asri Petrochemical)	336	336	336	336	336	
PP (Chandra Asri Petrochemical)	480	480	480	480	480	
SM (Chandra Asri Petrochemical)	340	340	340	340	340	
Paper ('000 tons)						
Printing and writing paper	570	570	570	630	630	Thailand: New glassine paper (HVA) in fibrous chain - 2Q16 starts
Packaging paper	1,956	2,306	2,306	2,306	2,549	Vietnam: Expansion of capacity in 2Q17
Box	1,013	1,013	1,013	1,013	1,013	
Machine Glazed Paper (Nippon Paper JV)		43	43	43	43	
Flexible Packaging		17	17	19	17	Thailand and Vietnam: Add flexible packaging capacity
Cement (Mn tons)						
Grey cement (mn tons)	24	24	27	28.5	30.3	ASEAN: Expansion at Cambodia at 0.9mn tons in 3Q15, the startup of greenfield in Indonesia at 1.8mn tons in 4Q15, Myanmar at 1.8mn tons in mid-16, and Laos at 1.8mn tons in mid-17
White cement (mn tons)	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	
Mortar (mn tons)	2.1	3.2	4.1	6.6	6.6	Thailand: Mortar capacity expansion
Building Products (mn sqm)						
Ceramic Tiles	225	225	225	225	225	
Ceramic Italian JV			5	6	5	Italy: HVA ceramics
Ceiling and wall product	86	99	99	100	100	Thailand: capacity expansion
Lightweight concrete	21	27	27	30	31	Thailand: capacity expansion
Modular Home (Sekisui Heim JV) (houses)	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	

Source: Company data and SCBS Investment Research

กลุ่มอุตสาหกรรม

This page is left blank intentionally

รวีบุษ ปิยะกรียงไกร

นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1002

raweenuch.piyakriengkai@scb.co.th

AAV มีแนวโน้มรับมือสถานการณ์ท้าทายได้ดีที่สุด

- แม้การแข่งขันในตลาดภายในประเทศจะยังมีอยู่ แต่อัตราการเข้าถึงผู้โดยสาร (penetration rate) ของสายการบินต้นทุนต่ำที่อยู่ในระดับสูงแล้วและแรงกดดันต่ออัตราค่าโดยสารที่ลดน้อยลงเป็นการส่งสัญญาณว่าการแข่งขันของตลาดภายในประเทศเริ่มลดลง และตลาดระหว่างประเทศจะเป็นปัจจัยสำคัญที่ช่วยสนับสนุนการเติบโต
- เรามองว่า AAV เป็นตัวเลือกที่ดีที่สุดในกลุ่มสายการบิน จำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติที่คาดว่าจะเดินทางเข้ามาในประเทศไทยสูงสุดเป็นประวัติการณ์ในปี 2559 ที่ 33 ล้านคน จะช่วยสนับสนุนให้กำไรปกติของ AAV ทำสถิติสูงสุด

แรงกดดันต่ออัตราค่าโดยสารของตลาดภายในประเทศลดน้อยลงในไตรมาส 3/58 ตลาดเส้นทางการบินภายในประเทศไทยมีการแข่งขันรุนแรง และอัตราค่าโดยสารก็ถูกกดดันให้ปรับตัวลดลงมาตั้งแต่ปลายปี 2556 เมื่อไทยไลอ้อนแอร์เข้าสู่ตลาดโดยใช้กลยุทธ์ด้านราคาที่ต่ำกว่า แม้ว่าการแข่งขันจะยังมีอยู่ แต่เราพบสัญญาณสองประการที่บ่งชี้ว่าการแข่งขันของตลาดภายในประเทศเริ่มจะมีแนวโน้มลดลง ประการแรก ในไตรมาส 3/58 อัตราค่าโดยสารเฉลี่ยของ NOK ซึ่งให้บริการเที่ยวบินภายในประเทศเกือบทั้งหมด ปรับตัวลดลงเพียง 1% YoY หลังจากที่เคยลดลงมากถึง 18% YoY ในปี 2557 และ 13% YoY ในช่วงครึ่งแรกปี 58 และ AAV เปิดเผยว่าแรงกดดันต่ออัตราค่าโดยสารภายในประเทศของบริษัทปรับตัวลดลง ประการที่สอง ในอนาคต แผนขยายฝูงบินของสายการบินต้นทุนต่ำเน้นไปที่ตลาดระหว่างประเทศมากขึ้น เนื่องจากปัจจุบัน penetration rate ของสายการบินต้นทุนต่ำสำหรับเส้นทางการบินภายในประเทศไทยอยู่ในระดับสูงที่ 66% ในขณะที่ตลาดระหว่างประเทศยังมีโอกาสที่จะเติบโตได้ เพราะ penetration rate ของสายการบินต้นทุนต่ำอยู่ในระดับต่ำที่ 23%

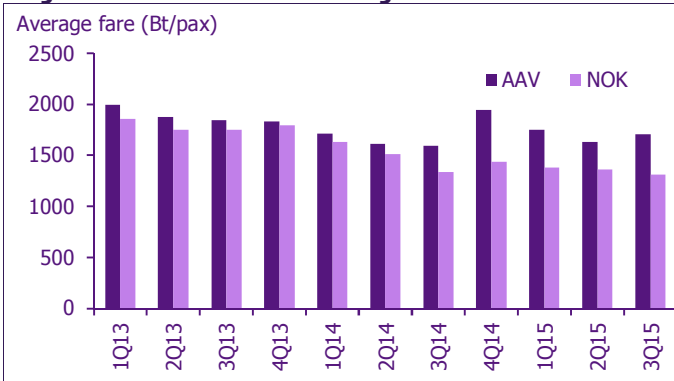
ตลาดระหว่างประเทศที่แข็งแกร่งเป็นปัจจัยบวกสำคัญ เรายังคงมุมมองเชิงบวกต่ออุตสาหกรรมท่องเที่ยวไทย และเชื่อว่าตลาดระหว่างประเทศที่แข็งแกร่งจะเป็นปัจจัยสำคัญที่ช่วยสนับสนุนให้ผลการดำเนินงานของผู้ประกอบการสายการบินเติบโตได้ เราคาดว่าจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติจะทำสถิติสูงสุดที่ 30 ล้านคนในปี 2558 (+21% YoY) และ 33 ล้านคนในปี 2559 (+10% YoY) ปัจจัยกระตุ้นที่สำคัญยังคงอยู่ที่ตลาดนักท่องเที่ยวระยะใกล้ (Short-haul) โดยเฉพาะประเทศจีน เราคาดการณ์นักท่องเที่ยวจากจีนที่ 8.0 ล้านคนในปี 2558 (+73% YoY) และ 9.5 ล้านคนในปี 2559 (+19% YoY) เรามองว่า AAV จะได้ประโยชน์จากแนวโน้มดังกล่าว เนื่องจากรายได้ 20-25% มาจากเส้นทางบินจีน NOK และไทยไลอ้อนแอร์แสดงความสนใจเข้าไปเปิดตลาดจีน แต่เราไม่คิดว่าการแข่งขันจะรุนแรงเพราะที่นักท่องเที่ยวจีนมีแนวโน้มเติบโตขึ้นอย่างมาก การเปิดประชาคมเศรษฐกิจอาเซียน (AEC) โดยมีเป้าหมายเพื่อให้มีการเชื่อมโยงระหว่างกันในอนาคตเพิ่มขึ้นจะเป็นอีกปัจจัยหนึ่งที่ช่วยสนับสนุนให้อุตสาหกรรมท่องเที่ยวไทยและผู้ประกอบการสายการบินต้นทุนต่ำเติบโต เนื่องจากมีประชากรจำนวนมากกว่า 600 ล้านคน และเศรษฐกิจที่กำลังขยายตัวซึ่งจะกระตุ้นให้มีการเดินทางเพิ่มขึ้น ทั้งนี้ในจำนวนหุ้นสายการบินทั้งหมดภายใต้การวิเคราะห์ของเรา เรามองว่า AAV มีแนวโน้มที่จะได้ประโยชน์จากแนวโน้มดังกล่าว มากที่สุด เนื่องจาก AAV มีเส้นทางบินหลายเส้นทางไปยังกลุ่มประเทศ AEC โดยตลาด AEC คิดเป็น 15-20% ของรายได้ในช่วง 9 เดือนแรกปี 58 ของ AAV สูงกว่า THAI ที่ ~10% และ NOK ที่ ~5%

AAV เป็น top pick ท่ามกลางสถานการณ์ท้าทาย เรามองว่า AAV เป็นตัวเลือกที่ดีที่สุดในกลุ่มสายการบิน เพราะเป็นเพียงบริษัทเดียวที่ยังมีกำไรและผลประกอบการอยู่ในแนวโน้มขาขึ้น ในขณะที่ราคาหุ้น AAV ซื้อขายที่ระดับ PB ปี 59 ระดับ 1.0 เท่า ซึ่งใกล้เคียงกับระดับต่ำสุดในปี 2557 ซึ่งเป็นปีที่ AAV รายงานขาดทุนเพราะได้รับผลกระทบจากสถานการณ์ความไม่สงบทางการเมือง เมื่อเทียบกับหุ้นที่เกี่ยวข้องกับการท่องเที่ยวตัวอื่นๆ ที่มีการรายงานผลประกอบการดีขึ้นในช่วง 9 เดือนแรกปี 58 AAV จัดเป็นหุ้น laggard play เนื่องจากราคาหุ้นปรับตัวเพิ่มขึ้น 9% ในช่วง 3 เดือนที่ผ่านมา เทียบกับ MINT ที่ +35%, CENTEL ที่ +30%, AOT ที่ +14%, และ ERW ที่ +12% แม้ว่าเราให้คำแนะนำ "ซื้อ" NOK แต่เราเห็นว่าปัจจัยสำคัญที่จะช่วยกระตุ้นให้ราคาหุ้น NOK ปรับตัวเพิ่มขึ้น คือ ผลการดำเนินงานที่ฟื้นตัวดีขึ้น และช่วงที่เหมาะสมที่สุดในการเข้าซื้อ คือ เมื่อ ICAO ปลดล็อกตรงแดงประเทศไทย ซึ่งคาดว่าจะเกิดขึ้นในไตรมาส 2/59

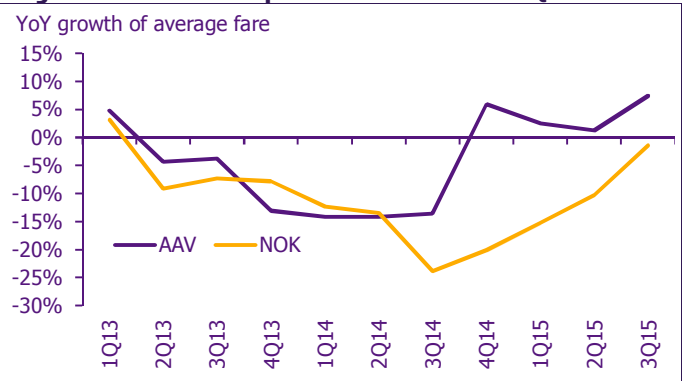
Valuation summary

	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	4.66	7.0	51.7	198.5	15.0	13.4	(87)	n.m.	12	1.16	1.08	1.02	1	7	8	0.0	1.5	1.9	21.3	6.9	5.6
NOK	Buy	7.10	9.5	33.8	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	(45)	68	1.18	1.47	1.58	(11)	(20)	(7)	0.0	0.0	0.0	(3.6)	(7.3)	24.4
THAI	Neutral	9.15	11.0	20.2	n.m.	n.m.	n.m.	(484)	75	96	0.48	0.83	0.84	(45)	(17)	(1)	0.0	0.0	0.0	53.6	10.0	7.3
Average					198.5	15.0	13.4	(286)	15	59	0.94	1.13	1.15	(18)	(10)	(0)	0.0	0.5	0.6	23.8	3.2	12.4

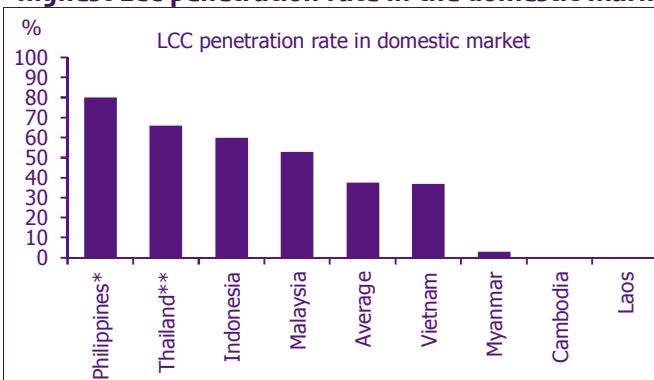
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: AAV and NOK average fare

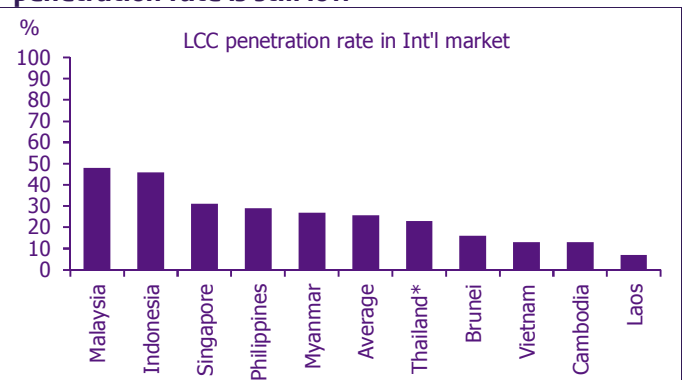
Source: AAV, NOK and SCBS Investment Research

Figure 2: NOK's fare pressure is lower in 3Q15

Source: AAV, NOK and SCBS Investment Research

Figure 3: In Southeast Asia, Thailand has the 2nd highest LCC penetration rate in the domestic marketSource: AOT, CAPA research and SCBS Investment Research
Data as of Oct 2013

*Philippines data as of Feb 2014 **Thailand data as of Sep 2015

Figure 4: Thailand's international market LCC penetration rate is still lowSource: AOT, CAPA research and SCBS Investment Research
Data as of Oct 2013 *Thailand data as of Sep 2015**Figure 5: Price performance vs. core earnings**

	Price performance (%)					Core earnings (Bt mn)		
	1-mth	3-mth	6-mth	12-mth	YTD	9M14	9M15	% YoY
Airline								
AAV	-2.1	8.9	-1.3	3.6	8.4	-306	969	NM
NOK	-10.1	-3.4	-33.0	-40.3	-45.8	-490	-634	NM
THAI	-13.7	-11.2	-33.7	-40.6	-37.3	-16,069	-3,511	NM
Airport								
AOT	3.3	14.3	4.4	14.8	10.3	9,914	12,657	27.7
Hotel								
CENTEL	14.2	30.1	23.8	24.6	42.7	712	1,374	93.1
ERW	2.0	11.9	-6.3	-16.5	-10.8	-222	94	NM
MINT	9.5	35.3	14.0	4.0	16.8	2,714	2,901	6.9

Source: SET and SCBS Investment Research

Figure 6: Inspection and ICAO's red flag resolution timeline

Date	Events
18-Jul-15	The FAA verbally reported concerns on Thai air safety standards caused by a shortage of qualified DCA staff.
27-Oct-15	The FAA came to audit the Office of Civil Aviation (previously DCA)
09-Nov-15	The European Aviation Safety Agency (EASA) came to audit the Office of Civil Aviation and Thai-registered airlines flying to the EU
Late Nov	Expect the FAA to announce whether it will downgrade Thailand to Category 2 or not
Late Nov to Mid Dec	Expect the EASA to announce whether it will ban Thai carriers flying to the EU or not
Nov - Dec	Re-certification for Thai-registered airlines to resolve ICAO's red flag will start
Apr-16	Expect to finish recertification of all 28 airlines

Source: SCBS Investment Research

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

ไม่น่าจะฟื้นตัวได้เร็ว

- ผลการดำเนินงานของกลุ่มธนาคารมีแนวโน้มอ่อนตัวต่อเนื่องในไตรมาส 4/58 และปี 2559 โดยเกิดจากการตั้งสำรองตามหลักความระมัดระวังสำหรับ NPL ที่เพิ่มขึ้น สินเชื่อฟื้นตัวดีขึ้นเล็กน้อย NIM ทรงตัว และรายได้ที่มีใช้ดอกเบี้ยเติบโตน้อยลง
- Valuation น่าสนใจที่ระดับต่ำกว่า -1SD โดย PER อยู่ในระดับต่ำที่ 9 เท่า และ PBV 1 เท่า เรายังคงเลือก KBANK เป็น top pick

ผลประกอบการไตรมาส 3/58 แย่ตามคาด กำไรสุทธิไตรมาส 3/58 ของกลุ่มธนาคารปรับตัวลดลง 18% YoY และ 13% QoQ ก่อนข้างใกล้เคียงกับที่ SCBS และตลาดคาดการณ์ไว้ คุณภาพสินทรัพย์ปรับตัวแยลงอีก โดย NPL เพิ่มขึ้น 15% QoQ, อัตราส่วนค่าเผื่อหนี้สงสัยจะสูญต่อสินเชื่อรวมทำสถิติสูงสุดที่ 1.93% นับตั้งแต่ปี 2551, และ LLR coverage ปรับตัวลดลง 12% สู่ 122% โดยส่วนใหญ่เกิดจากกลุ่ม SME และรายย่อย บวกกับการตั้งสำรองเพิ่มโดย KTB SCB และ TISCO สำหรับสินเชื่อที่ปล่อยให้แก่กลุ่ม SSI รายได้ดอกเบี้ยสุทธิอยู่ในระดับทรงตัว โดยอัตราการขยายตัวของสินเชื่อชะลอตัวอย่างต่อเนื่องและ NIM ทรงตัว รายได้ที่มีใช้ดอกเบี้ยแข็งแกร่ง (+26% YoY, +12% QoQ) โดยมีเซอร์ไพรส์เชิงบวกจากรายได้ค่าธรรมเนียม (ที่ BBL KTB และ TCAP), กำไรจากธุรกรรมเพื่อค้าและปริวรรตเงินตรา (ที่ธนาคารส่วนใหญ่), และกำไรจากเงินลงทุนและ NPA (ที่ธนาคารขนาดใหญ่และกลางส่วนใหญ่) การควบคุมค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานดูเหมือนจะเป็นวิธีลดผลกระทบจากคุณภาพสินทรัพย์ที่ปรับตัวแยลงของธนาคารส่วนใหญ่ โดยเฉพาะที่ TISCO ซึ่งกลับรายการโบนัสค้างจ่าย

คาดการณ์การดำเนินงานอ่อนตัวต่อเนื่องในไตรมาส 4/58 เราคาดว่าผลการดำเนินงานของกลุ่มจะอ่อนตัวต่อเนื่องในไตรมาส 4/58 หากตัดการตั้งสำรองพิเศษสำหรับสินเชื่อ SSI ออกไป เราคาดว่ากำไรไตรมาส 4/58 จะลดลง โดยเกิดจากการตั้งสำรองจำนวนมากอย่างต่อเนื่องและค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานที่เพิ่มขึ้นตามฤดูกาล ซึ่งจะไม่สามารถชดเชยได้ด้วยอัตราการขยายตัวของสินเชื่อที่ค่อยๆ ฟื้นตัวขึ้น (คาดโต 2% ในปี 2558 เทียบกับ 1.5% YTD) และ NIM ในระดับทรงตัว เราคาดว่ากำไรสุทธิไตรมาส 4/58 ของกลุ่มธนาคารจะลดลง YoY และทรงตัว QoQ

ยังไม่มีที่ท่าว่าจะฟื้นตัวได้เร็วในปี 2559 KBANK เป็นธนาคารรายแรกที่เปิดเผยเป้าหมายปี 2559 ซึ่งไม่ได้เป็นบวกนัก โดยเฉพาะคุณภาพสินทรัพย์ เราคาดว่ากำไรสุทธิปี 2559 ของกลุ่มธนาคารจะค่อยๆ ฟื้นตัวด้วยอัตราเติบโต 7% สอดคล้องกับการคาดการณ์ที่ว่าอัตราการขยายตัวของ GDP ของประเทศไทยจะฟื้นตัวดีขึ้นเล็กน้อยสู่ระดับ ~3% ในปี 2559 จากฐานต่ำที่ 2-2.5% ในปี 2558 หลักๆ จะได้รับปัจจัยกระตุ้นจากการลงทุนภาครัฐ และมีความเสี่ยงของการส่งออก ประมาณการกำไรสุทธิปี 2559 ของเราสะท้อนถึงการตั้งสำรองจำนวนมากอย่างต่อเนื่อง, อัตราการขยายตัวของสินเชื่อที่ค่อยๆ ฟื้นตัวสู่ 5% ในปี 2559 เทียบกับ 2% ในปี 2558, NIM ที่หดตัวลงเล็กน้อย, และรายได้ที่มีใช้ดอกเบี้ยที่เติบโตในอัตราชะลอตัวลง

คุณภาพสินทรัพย์ที่ปรับตัวแยลงตามวัฏจักรเศรษฐกิจสะท้อนใน valuation แล้ว นับตั้งแต่ประกาศผลประกอบการไตรมาส 1/58 SETBANK (-23%) ก็ปรับตัว underperform SET (-13%) อยู่ 10% ท่ามกลางความกังวลเกี่ยวกับคุณภาพสินทรัพย์และผลกระทบด้านลบจากการลดอัตราดอกเบี้ยต่อ NIM ปัจจุบัน valuation ของกลุ่มธนาคารอยู่ที่ระดับต่ำกว่า -1SD โดยมี PER อยู่ที่ 9 เท่า และ PBV 1.1 เท่า โดยอิงกับประมาณการกลางปี 2559 สะท้อนคุณภาพสินทรัพย์ที่ปรับตัวแยลงตามวัฏจักรเศรษฐกิจในปีนี้อยู่แล้ว

เพิ่ม TCAP ในกลุ่ม top picks เราเลือก TCAP เข้ามาเป็นหุ้น top pick เพิ่มเติมในกลุ่มธนาคาร เนื่องจากเราคาดว่า TCAP จะมีคุณภาพสินทรัพย์ที่ดีกว่าธนาคารอื่นๆ ในไตรมาส 4/58 และปี 2559 ประกอบกับ TCAP มีผลขาดทุนทางภาษีจากการชำระบัญชีของเงินลงทุนใน SCIB จำนวน 2.9 หมื่นล้านบาท ซึ่งจะเปิดโอกาสให้ TCAP เพิ่ม LLR coverage และ ROE ได้ เรายังคงเลือก KBANK เป็น top pick ของกลุ่มธนาคาร โดยได้รับปัจจัยหนุนจากสินเชื่อและรายได้ที่มีใช้ดอกเบี้ยที่มีแนวโน้มเติบโตสูงกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่มธนาคาร รวมถึงค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานจะลดลงหลังจากทำโครงการ K-transformation เสร็จในปี

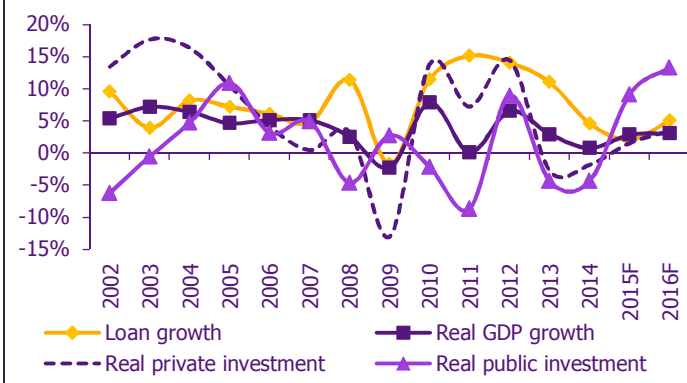
Valuation Summary

	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	33.50	30.0	(8.3)	14.4	13.8	12.2	19	4	13	1.6	1.3	1.2	11	11	10	2.1	2.2	2.5
BBL	Buy	170.00	190.0	15.6	8.9	9.3	9.3	1	(3)	(1)	1.0	0.9	0.9	12	10	9	3.8	3.8	3.9
KBANK	Buy	168.50	215.0	30.3	8.7	10.0	9.1	12	(13)	10	1.6	1.4	1.3	19	15	14	2.4	2.7	3.0
KKP	Neutral	37.25	34.0	(3.7)	11.9	9.9	8.8	(41)	20	13	0.9	0.8	0.8	7	9	9	4.2	5.0	5.7
KTB	Buy	17.10	20.0	21.4	7.0	8.4	7.7	0	(16)	9	1.0	1.0	0.9	16	12	12	5.3	4.4	4.8
LHBANK	Sell	1.58	1.4	(9.2)	17.4	13.4	12.5	30	29	7	1.3	1.2	1.1	8	9	9	0.2	2.2	2.4
TCAP	Buy	35.00	42.0	24.6	8.7	8.1	7.3	(45)	8	12	0.9	0.8	0.8	10	10	11	4.6	4.6	4.6
TISCO	Buy	41.75	45.0	12.2	7.9	7.9	7.4	0	(1)	7	1.3	1.2	1.1	17	16	15	4.8	4.4	4.6
TMB	Sell	2.60	2.4	(5.3)	11.9	12.5	11.2	66	(5)	12	1.6	1.5	1.4	15	12	13	2.5	2.4	2.7
Average					10.5	10.3	9.4	4	(8)	8	1.3	1.2	1.1	14	12	12	3.5	3.6	3.9

Source: SCBS Investment Research

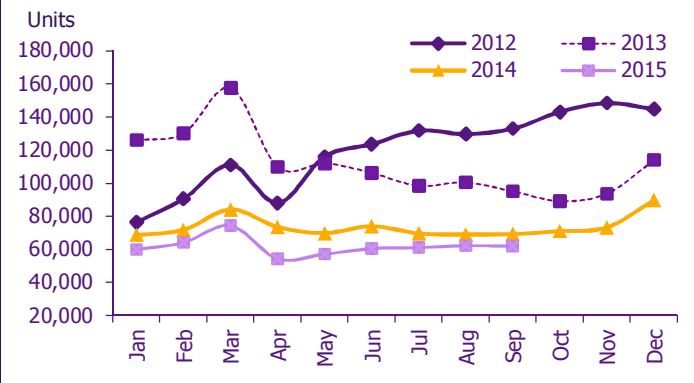
หมายเหตุสำคัญ: บริษัทหลักทรัพย์ ไทยพาณิชย์ จำกัด (SCBS) เป็นบริษัทย่อยที่ธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) (SCB) ถือหุ้นทั้งหมด ข้อมูลใดๆ ที่เกี่ยวข้องกับ SCB มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ในการเปรียบเทียบเท่านั้น

Figure 1: Loans vs. GDP & investment growth



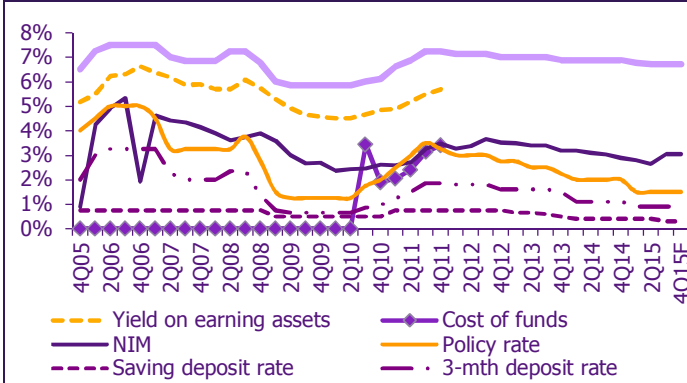
Source: NESDB, SCB EIC and SCBS Investment Research

Figure 2: Domestic car sales



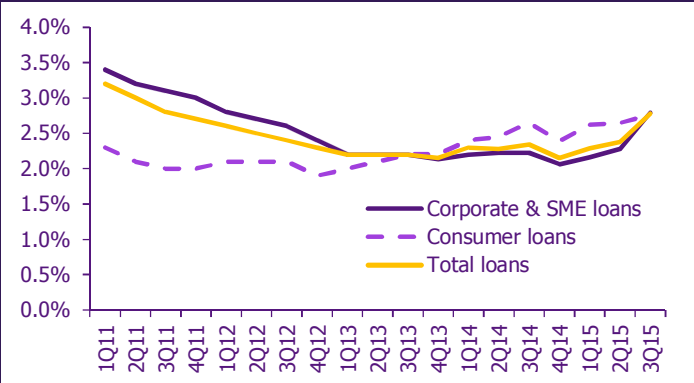
Source: Toyota (Thailand) and SCBS Investment Research

Figure 3: NIM and interest rates



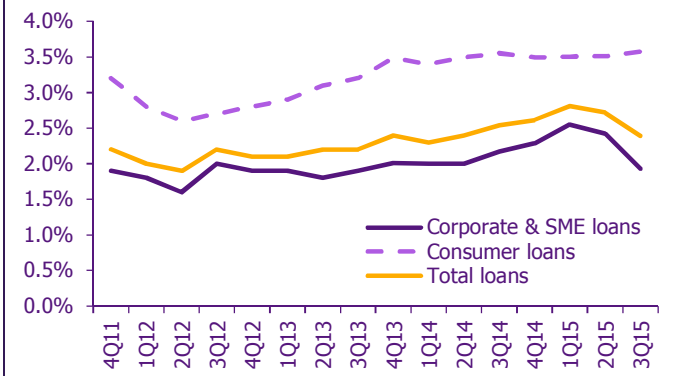
Source: SCBS Investment Research

Figure 4: NPL ratio by segment



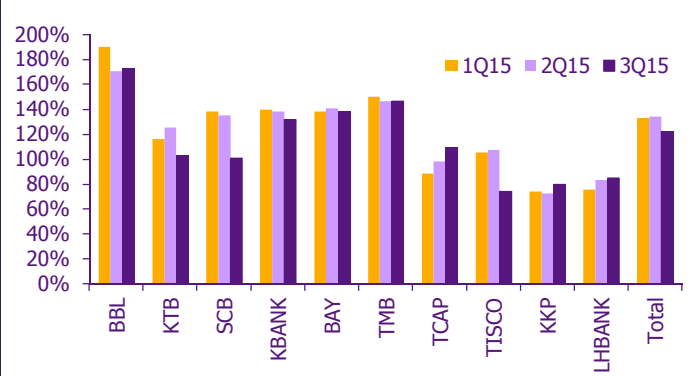
Source: NESDB and SCBS Investment Research

Figure 5: Special-mention 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

หลังจากความเชื่อมั่นเพิ่มขึ้น การอุปโภคบริโภคจะฟื้นตัวในปี 2559

- ดัชนีความเชื่อมั่นผู้บริโภคกลับมาเพิ่มขึ้นในเดือน ต.ค. สะท้อนการคาดการณ์ถึงประโยชน์จากมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจ แต่ยอดขายสาขาเดิมตั้งแต่ต้นไตรมาส 4/58 ถึงปัจจุบันของกลุ่มพาณิชย์ยังหดตัวลง
- เนื่องจากการเบิกจ่ายงบประมาณ 1.36 แสนล้านบาทของมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจในไตรมาส 4/58-ไตรมาส 1/59 จะเห็นผลในเวลาต่อมา ดังนั้นการอุปโภคบริโภคที่แท้จริงจะปรับตัวเพิ่มขึ้นในปี 2559
- **Top picks: CPALL และ GLOBAL** คาดรายงานกำไรโดดเด่นมากที่สุดในไตรมาส 4/58 และปี 2559

สรุปผลประกอบการไตรมาส 3/58 กำไรปกติของกลุ่มพาณิชย์เติบโต +13% YoY โดยได้รับปัจจัยหนุนจากการขยายสาขาและอัตรากำไรที่เพิ่มขึ้น ซึ่งมากเกินพอชดเชยยอดขายสาขาเดิมที่หดตัวลง ยอดขายสาขาเดิมหดตัวลง -2.6% ในไตรมาส 3/58 (เทียบกับ -2.1% ในไตรมาส 3/57 และ +0.3% ในไตรมาส 2/58) โดยมีสาเหตุมาจากความเชื่อมั่นระดับต่ำและเหตุระเบิดในกรุงเทพฯ ในเดือน ส.ค. จำนวนสาขาเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องอีก 9% YoY EBIT margin ของกลุ่มพาณิชย์อยู่ที่ 6.8% +0.2% YoY GLOBAL เป็นบริษัทที่รายงานกำไรปกติเติบโตสูงที่สุด (+37% YoY) โดยได้รับปัจจัยหนุนจากอัตรากำไรที่เพิ่มขึ้นและการขยายสาขา ตามมาด้วย CPALL (+32% YoY) โดยได้รับปัจจัยหนุนจากผลการดำเนินงานที่ดีขึ้นของธุรกิจร้านสะดวกซื้อและธุรกิจ cash&carry และต้นทุนทางการเงินที่ลดลง ขณะที่กำไรของ BIGC อ่อนแอที่สุด (-14% YoY) โดยเกิดจากอัตรากำไรและยอดขายสาขาเดิมที่หดตัวลง

ความเชื่อมั่นผู้บริโภคฟื้นตัวในเดือน ต.ค.; แต่ยอดขายสาขาเดิมตั้งแต่ต้นไตรมาส 4/58 ถึงปัจจุบันยังคงหดตัวลง ดัชนีความเชื่อมั่นผู้บริโภคเพิ่มขึ้นจาก 72.1 ในเดือน ก.ย. สู่ 73.4 ในเดือน ต.ค. และเป็นการปรับตัวเพิ่มขึ้นครั้งแรกนับในรอบ 10 เดือน เพราะตลาดคาดการณ์ถึงประโยชน์จากมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจชุดใหม่ของรัฐบาล ดัชนีความเชื่อมั่นผู้บริโภคที่เพิ่มขึ้นจะเป็นเครื่องชี้แนวโน้มการอุปโภคบริโภคภาคเอกชนจะปรับตัวเพิ่มขึ้นในเวลาต่อมา อย่างไรก็ตาม ตั้งแต่ต้นไตรมาส 4/58 ถึงปัจจุบัน ยอดขายสาขาเดิมของกลุ่มพาณิชย์ยังหดตัวลง (แต่เพิ่มขึ้น QoQ) โดยยอดขายสาขาเดิมของ CPALL มีอัตราเติบโตเป็นบวกเล็กน้อย ขณะที่ยอดขายสาขาเดิมของ MAKRO, HMPRO, BIGC, GLOBAL, และ ROBINS หดตัวน้อยลง อย่างไรก็ตาม กำไรของกลุ่มพาณิชย์จะเพิ่มขึ้น YoY ในไตรมาส 4/58 เช่นเดียวกับไตรมาส 3/58 โดยได้รับปัจจัยหนุนจากการขยายสาขาและอัตรากำไรที่เพิ่มขึ้น ในขณะที่กำไรจะเพิ่มขึ้น QoQ ทำจุดสูงสุดของปีนี้จากปัจจัยฤดูกาล

แนวโน้มดีขึ้นในปี 2559 ความเชื่อมั่นจะเพิ่มขึ้นอีกตามการเร่งเบิกจ่ายงบประมาณของมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจชุดใหม่วงเงิน 1.36 แสนล้านบาทของรัฐบาล (1% ของ GDP) ในไตรมาส 4/58-ไตรมาส 1/59 ซึ่งหลักๆ จะเป็นการเพิ่มรายได้ให้แก่ผู้มีรายได้น้อยในพื้นที่ชนบท มาตรการนี้ประกอบด้วยโครงการปล่อยกู้อัตราดอกเบี้ย 0% ผ่านกองทุนหมู่บ้าน วงเงิน 6 หมื่นล้านบาท, เร่งรัดการใช้จ่ายระดับตำบล วงเงิน 3.6 หมื่นล้านบาท, และเร่งใช้จ่ายงบประมาณในโครงการลงทุนขนาดเล็ก วงเงิน 4 หมื่นล้านบาท เนื่องจากมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจจะเห็นผลในอีก 2-3 ไตรมาสข้างหน้า ดังนั้นการอุปโภคบริโภคที่แท้จริงจะปรับตัวเพิ่มขึ้นภายในปี 2559 ปัจจัยเสี่ยงที่สำคัญ คือ รายได้เกษตรกรชะลอตัว โดยดัชนีราคาสินค้าเกษตรปรับตัวลดลง 14 เดือนติดต่อกัน เพราะผลผลิตและราคาลดลง ผลผลิตสินค้าเกษตรที่ปรับตัวลดลงในระยะหลังนี้ได้รับผลกระทบส่วนใหญ่จากผลผลิตข้าวเปลือกที่ลดลง (ถ้าไม่มีปัญหาภัยแล้งเกิดขึ้นอีก ดัชนีราคาสินค้าเกษตรจะมีเสถียรภาพมากขึ้นตอนปลายไตรมาส 1/59) ราคาสินค้าเกษตรที่ลดลงในระยะหลังนี้หลักๆ ถูกจุดลงโดยราคายาง อ้อย และปาล์มที่ลดลง (ถ้าราคาทรงตัวอยู่ที่ระดับปัจจุบัน ดัชนีราคาสินค้าเกษตรจะมีเสถียรภาพมากขึ้นในช่วงครึ่งหลังปี 59)

เรคาดว่ายอดขายสาขาเดิมของกลุ่มพาณิชย์จะฟื้นตัวสู่ระดับที่เติบโต 2.7% ในปี 2559 โดยเกิดจากฐานต่ำ (-1.1% ในปี 2557 และ -0.9% ในปี 2558) และความเชื่อมั่นผู้บริโภคที่ดีขึ้น เมื่อรวมกับ EBIT margin ที่สูงขึ้นและสาขาที่เพิ่มขึ้น จะช่วยสนับสนุนให้กำไรของกลุ่มพาณิชย์เติบโต 19% ในปี 2559

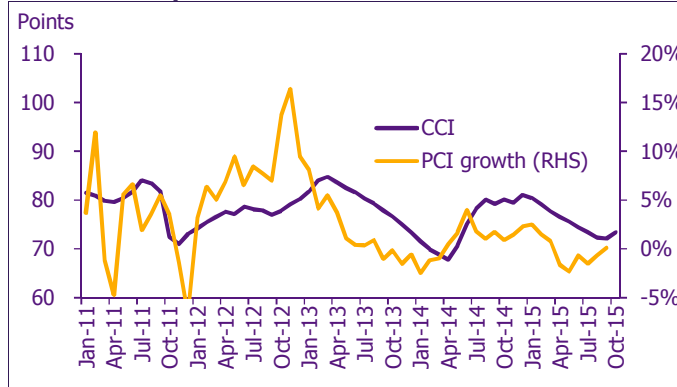
Top picks: CPALL และ GLOBAL เพราะกำไรจะเติบโตโดดเด่นที่สุดในกลุ่มในไตรมาส 4/58 และปี 2559 CPALL เป็น top pick ตัวแรกของเร เนื่องจาก: 1) บริษัทมีแนวโน้มที่จะรายงานกำไรไตรมาส 4/58 และปี 2559 เติบโตสูงที่สุดในกลุ่มพาณิชย์ โดยได้รับปัจจัยหนุนจากกำไรที่ดีขึ้นของธุรกิจร้านสะดวกซื้อ (ยอดขายสาขาเดิมมีอัตราเติบโตเป็นบวกจากแคมเปญสุดมปที่ได้รับความนิยมมากขึ้นในปีนี้, อัตรากำไรที่ดีขึ้น, และการขยายสาขา) และธุรกิจ cash and carry (ขยายสาขาอย่างรวดเร็วและอัตรากำไรเพิ่มขึ้น) รวมถึงต้นทุนทางการเงินที่ลดลง; 2) กำไรของ CPALL ยังมีแนวโน้มปรับขึ้นได้อีกจากการขายหุ้นบางส่วนที่ถืออยู่ใน MAKRO นอกจากนี้เราก้ชอบ GLOBAL เนื่องจากกำไรไตรมาส 4/58 และปี 2559 จะปรับตัวดีขึ้น โดยได้รับปัจจัยหนุนจากอัตรากำไรที่กว้างขึ้นจากการบริหารสินค้า private brand ได้ดีขึ้นและการขยายสาขาเชิงรุก

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	196.00	225.0	16.2	22.4	21.7	19.0	0	3	14	3.8	3.4	3.0	18	17	17	1.3	1.4	1.6	12.7	12.8	11.3
CPALL	Buy	48.00	58.0	22.3	44.1	33.1	26.2	(11)	33	26	12.3	10.5	8.5	29	34	36	1.7	1.5	1.9	22.1	19.1	16.7
GLOBAL	Buy	10.60	13.5	27.5	52.8	43.1	34.4	(26)	23	25	2.6	2.5	2.3	6	6	7	0.1	0.1	0.2	24.2	19.4	16.1
HMPRO	Neutral	6.95	7.8	14.1	27.6	26.6	23.4	8	4	14	5.8	5.4	4.7	23	21	21	1.2	1.9	2.1	14.9	13.9	12.4
MAKRO	Buy	38.25	48.0	27.3	37.6	32.7	27.2	14	15	20	14.4	12.7	10.3	41	41	42	2.0	1.8	1.8	23.8	20.7	17.5
ROBINS	Buy	43.25	48.0	13.0	24.9	24.3	20.9	(1)	2	16	3.7	3.4	3.1	15	15	16	2.1	2.1	2.4	12.4	11.3	10.3
Average					34.9	30.3	25.2	(3)	13	19	7.1	6.3	5.3	22	22	23	1.4	1.5	1.7	18.3	16.2	14.0

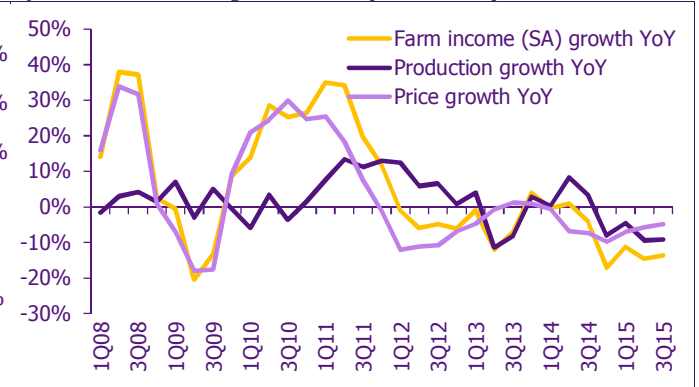
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: CCI picked up in Oct and PCI growth turned flat YoY in Sep



Source: UTCC, BoT, and SCBS Investment Research

Figure 2: Farm income softened, mainly pulled down by both weaker agricultural price and production



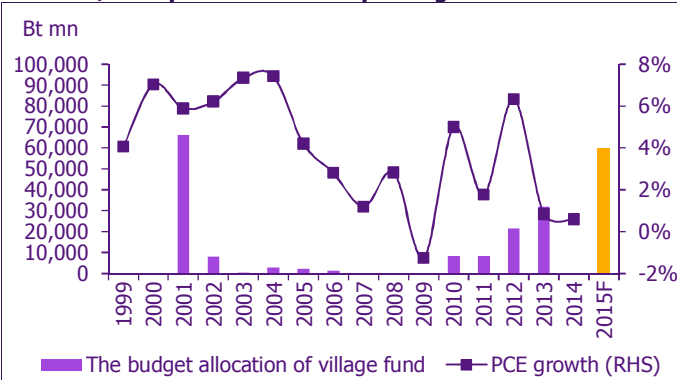
Source: OAE and SCBS Investment Research

Figure 3: Bt136bn government stimulus package, mostly disbursed in 4Q15, equivalent to 1% of annual GDP

Stimulus package	Size (Bt bn)	Details
1) Soft loan via the village fund program	60	The loans will be offered by the Government Savings Bank (GSB) and Bank of Agriculture and Agriculture Cooperatives (BAAC), with a life of seven years, interest-free for the first two years and interest charged at funding cost plus 1% from the third year onwards.
2) Quick-spending budget for local government	36	This is an injection of cash on the sub-district level for the low-income segment and farmers. Each sub-district will receive Bt5bn and the funds must be disbursed within 2015.
3) Local government mini investment projects	40	This program will fund small projects valued at less than Bt1mn and must be disbursed within this calendar year.
Total	136	

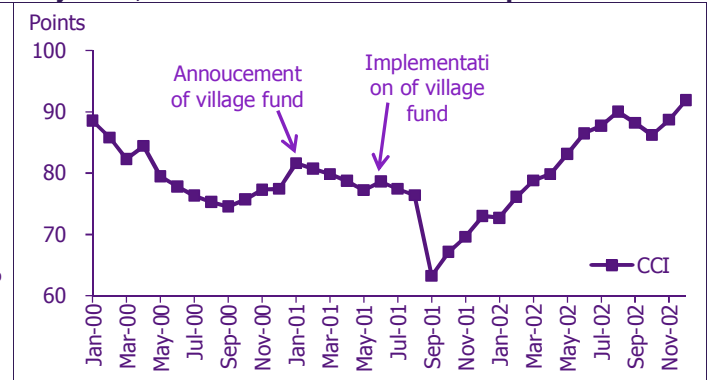
Source: SCBS Investment Research

Figure 4: The budget allocation for village funds (start in 2001) and private consumption growth



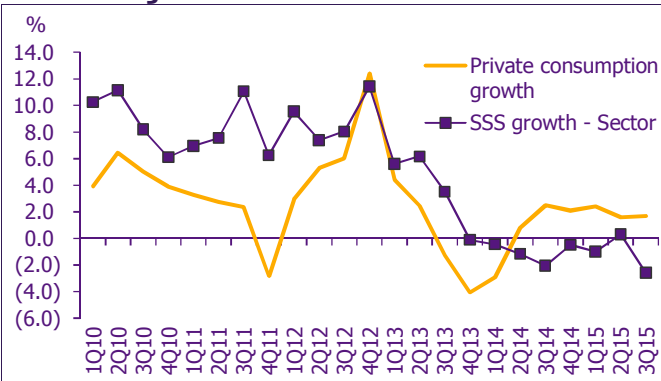
Source: Parliament, NESDB, and SCBS Investment Research

Figure 5: After the implementation of village fund in July 2001, CCI turned around to move up in Oct 2001



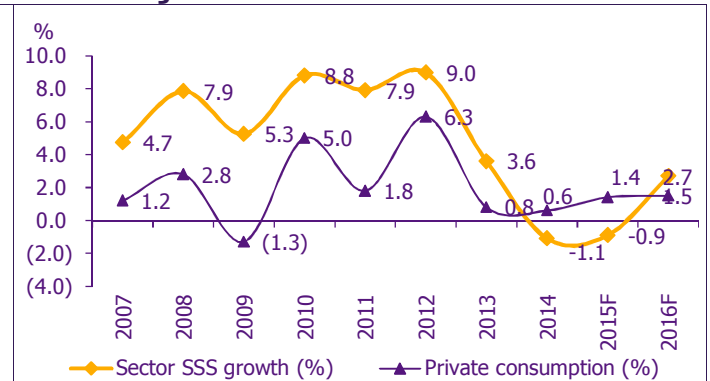
Source: UTCC and SCBS Investment Research

Figure 6: Quarterly private consumption growth and sector SSS growth



Source: NESDB and SCBS Investment Research

Figure 7: Yearly private consumption growth and sector SSS growth



Source: SCB EIC and SCBS Investment Research

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

คาดฟื้นตัวในปี 2559

- ปริมาณขายจะอยู่ในระดับต่ำตามฤดูกาลในไตรมาส 4/58 ก่อนฟื้นตัวดีขึ้นในไตรมาส 1/59
- ความเชื่อมั่นและแนวโน้มอุปสงค์จะปรับตัวดีขึ้นในปี 2559 สอดคล้องกับการเบิกจ่ายงบประมาณลงทุนภาครัฐจำนวนมาก (+21% YoY) ในปีงบประมาณ 2559 และมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจชุดใหม่วงเงิน 1.36 แสนล้านบาทที่ตั้งเป้ากระตุ้นเศรษฐกิจในชนบท
- ราคาเชื้อเพลิงต่ำและราคาขายที่มีเสถียรภาพมากขึ้นจะช่วยหนุนให้อัตรากำไรเพิ่มขึ้นในปี 2559
- SCC เป็น top pick ของเรา เพราะคาดว่ากำไรไตรมาส 4/58 จะดีที่สุดในกลุ่มวัสดุก่อสร้าง, กำไรจะเพิ่มขึ้นในปี 2559, และ valuation น่าสนใจ

ผลประกอบการไตรมาส 3/58: อ่อนแอ เพราะปริมาณขายต่ำ SCC รายงานกำไรไตรมาส 3/58 เติบโตดีที่สุดที่ +14% YoY โดยได้รับแรงหนุนจากผลการดำเนินงานที่ดีขึ้นของธุรกิจเคมีภัณฑ์ (ส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ที่กว้างขึ้นมากเกินพอชดเชยขาดทุนจากสินค้าคงคลัง) ซึ่งช่วยชดเชยผลการดำเนินงานที่แย่งลงของธุรกิจปูนซีเมนต์และวัสดุก่อสร้าง (ปริมาณขายลดลง) และธุรกิจกระดาษ (ส่วนต่างระหว่างราคากับต้นทุนแคบลง และค่าเสื่อมราคาสูงขึ้น) DCC รายงานกำไรปกติทรงตัว YoY เนื่องจากอัตรากำไรที่กว้างขึ้นเพราะต้นทุนเชื้อเพลิงต่ำ มากเกินพอชดเชยปริมาณขายและอัตรากำไรที่ลดลง (สัดส่วนยอดขายในประเทศที่ให้อัตราราคาสูงปรับตัวลดลง)

แนวโน้มทรงตัวในไตรมาส 4/58 และดีขึ้นในไตรมาส 1/59 ปริมาณขายปูนซีเมนต์และกระเบื้องเซรามิกในไตรมาส 4/58 มีแนวโน้มลดลง QoQ จากปัจจัยฤดูกาล แต่จะทรงตัวหรือลดลงเล็กน้อย YoY ในขณะที่ปริมาณขายในประเทศมีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้นในไตรมาส 1/59 หลังจากฤดูเพาะปลูกสิ้นสุดลง ไม่มีฝนตก และได้ประโยชน์บางส่วนจากมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจของรัฐบาล

อุปสงค์จะฟื้นตัวในปี 2559 ในปี 2559 เราคาดว่าอุปสงค์ปูนซีเมนต์จะเติบโต 3% (เทียบกับ 0% ในปี 2558 และ -1% ในช่วง 9 เดือนแรกปี 58) และอุปสงค์กระเบื้องเซรามิกจะเติบโต 3% (เทียบกับ -5% ในปี 2558 และ -7% ในช่วง 9 เดือนแรกปี 58) โดยได้รับปัจจัยหนุนจากการลงทุนภาครัฐที่เติบโต 10% และการลงทุนภาคเอกชนที่เติบโต 2% ในปี 2559 อิงกับประมาณการของ SCB EIC ปัจจัยกระตุ้นที่สำคัญในปีหน้าจะอยู่ที่การเร่งเบิกจ่ายงบประมาณของภาครัฐ งบลงทุนส่วนใหญ่ในมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจชุดใหม่วงเงิน 1.36 แสนล้านบาท (1% ของ GDP) จะเบิกจ่ายในไตรมาส 4/58-ไตรมาส 1/59 โดยตั้งเป้าเพิ่มรายได้ให้แก่ผู้มีรายได้น้อยในพื้นที่ชนบท มาตรการนี้ประกอบด้วยโครงการปล่อยกู้อัตราดอกเบี้ย 0% ผ่านกองทุนหมู่บ้าน วงเงิน 6 หมื่นล้านบาท, เร่งรัดการใช้จ่ายสู่ระดับตำบล วงเงิน 3.6 หมื่นล้านบาท, และเร่งใช้จ่ายงบประมาณในโครงการลงทุนขนาดเล็ก วงเงิน 4 หมื่นล้านบาท นอกจากนี้ รัฐบาลก็จะจัดสรรงบประมาณ 5.44 แสนล้านบาทจากงบประมาณปี 2559 (ต.ค.58-ก.ย.59) รวม 2.72 ล้านล้านบาทสำหรับการลงทุนด้วย งบลงทุนในปีงบประมาณ 2559 เพิ่มขึ้นถึง 21% YoY (เทียบกับ +1% YoY ในปีงบประมาณ 2558) สัดส่วนงบลงทุนต่องบประมาณทั้งหมดอยู่ที่ 20% ในปีงบประมาณ 2559 เพิ่มขึ้นจาก 17% ในปีงบประมาณ 2558 การลงทุนเพิ่มมากขึ้นของภาครัฐจะช่วยกระตุ้นความต้องการใช้ปูนซีเมนต์และวัสดุก่อสร้างอื่นๆ ของภาคเอกชนทางอ้อม

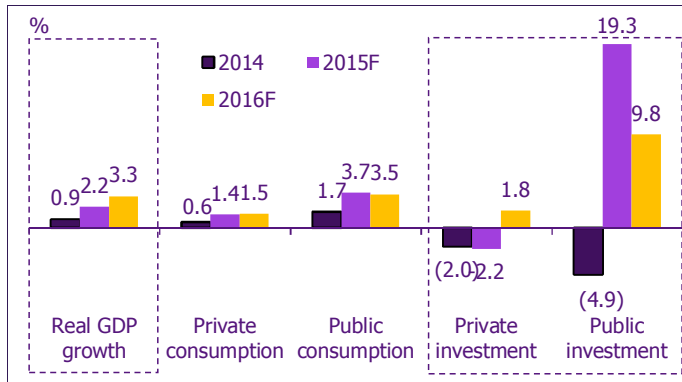
อัตรากำไรจะเพิ่มขึ้นในปี 2559 อัตรากำไรของกลุ่มวัสดุก่อสร้างจะเพิ่มขึ้นในปี 2559 โดยได้รับปัจจัยหนุนจากราคาที่มีเสถียรภาพ, ต้นทุนเชื้อเพลิงที่ลดลง, และส่วนผลผลิตภัณฑ์ที่ดีขึ้น ทั้งนี้ตั้งแต่ต้นปี 2558 ถึงปัจจุบันราคาขายปูนซีเมนต์ในประเทศปรับตัวลดลง 4% YoY (แต่กลับมาทรงตัว MoM ในเดือน ก.ย.-ต.ค. 58) และราคากระเบื้องเซรามิกในประเทศทรงตัว YoY ด้วยอุปสงค์ที่มีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้น ราคาขายในประเทศน่าจะมีเสถียรภาพมากขึ้น ราคาถ่านหินและน้ำมันตั้งแต่ต้นปี 2558 ถึงปัจจุบันที่ปรับตัวลดลง 12% YoY และ 43% YoY จะส่งผลดีต่อต้นทุนการผลิตในปี 2559 เนื่องจากโดยปกติแล้วผู้ผลิตปูนซีเมนต์มักจะทำสัญญาซื้อถ่านหินล่วงหน้า 6-12 เดือน และราคาก๊าซธรรมชาติจะปรับตัวตามหลังราคาน้ำมันอยู่เฉลี่ย 6 เดือน อุปสงค์ในประเทศที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องน่าจะส่งผลทำให้การส่งออกที่ให้อัตรากำไรต่ำปรับตัวลดลง ซึ่งจะช่วยหนุนให้อัตรากำไรของกลุ่มวัสดุก่อสร้างปรับตัวเพิ่มขึ้นในอนาคต

Top pick คือ SCC top pick ของเราคือ SCC เพราะ 1) ราคาหุ้น SCC ปรับตัว underperform SET อยู่ 7% ในช่วง 3 เดือนที่ผ่านมา สะท้อนถึงผลประกอบการไตรมาส 3/58 ที่อ่อนแอ (ขาดทุนอัตราแลกเปลี่ยนจากการยกเลิกสัญญาซื้อขายเงินตราต่างประเทศล่วงหน้า 1.5 พันล้านบาท และขาดทุนสินค้าคงคลัง 2.2 พันล้านบาท); 2) SCC จะเป็นบริษัทที่รายงานกำไรไตรมาส 4/58 ดีที่สุดในกลุ่มวัสดุก่อสร้าง, เพิ่มขึ้น YoY เพราะธุรกิจเคมีภัณฑ์ปรับตัวดีขึ้น (ได้ประโยชน์จากราคาน้ำมันต่ำและเงินบาทอ่อนค่าในฐานะผู้ส่งออกสุทธิ) และเพิ่มขึ้น QoQ เพราะไม่มีขาดทุนจากอัตราแลกเปลี่ยนและสินค้าคงคลัง และมีรายได้เงินปันผลตามฤดูกาล); 3) กำไรมีแนวโน้มปรับตัวดีขึ้นในระยะยาวโดยได้รับปัจจัยหนุนจากวัฏจักรขาขึ้นของธุรกิจเคมีภัณฑ์ รวมถึงยอดขายปูนซีเมนต์ที่เพิ่มขึ้นในประเทศไทยและโรงงานปูนซีเมนต์ใหม่ในต่างประเทศที่จะได้รับการสนับสนุนจากการเติบโตของตลาดอาเซียนในปี 2558-60; และ 4) valuation น่าสนใจ โดยซื้อขายที่ PE 13 เท่าในปี 2558 และ 11 เท่าในปี 2559 (ต่ำกว่า PE เฉลี่ย 7 ปีที่ 14 เท่า)

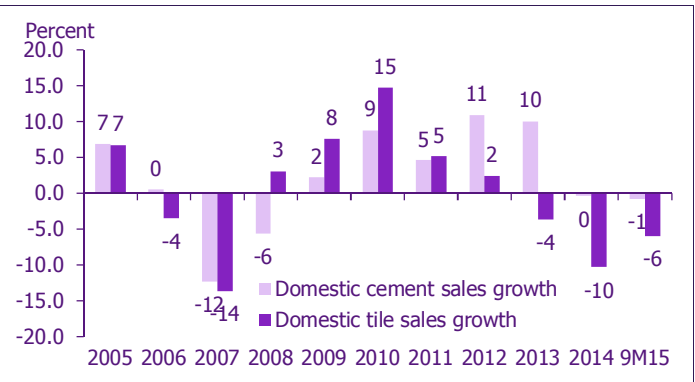
Valuation summary

	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
DCC	Buy	4.02	4.3	12.2	21.4	19.1	16.6	(6)	12	15	9.4	8.9	8.3	44	48	52	4.7	5.2	6.0	14.5	13.0	11.3
SCC	Buy	454.00	630.0	42.4	16.2	12.7	10.8	(2)	28	17	2.6	2.3	2.1	17	19	20	2.8	3.7	4.2	10.6	8.4	7.5
SCCC	Buy	331.00	420.0	31.2	15.1	17.1	14.7	3	(12)	17	3.6	3.5	3.2	25	21	23	4.5	4.3	4.4	10.6	11.4	9.6
Average					17.6	16.3	14.0	(2)	9	16	5.2	4.9	4.5	29	29	32	4.0	4.4	4.9	11.9	10.9	9.5

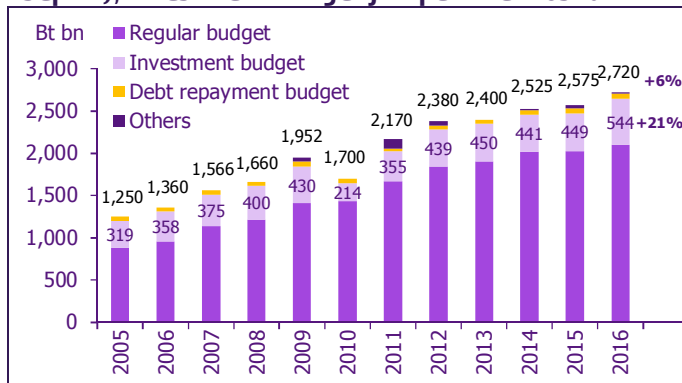
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: Thai GDP to drive by private and public investment in 2016F

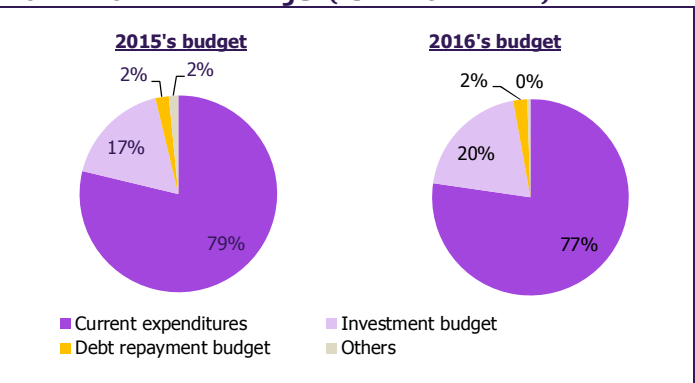
Source: SCB EIC and SCBS Investment Research

Figure 2: Domestic demand growth for cement and ceramic tiles remains weak in 9M15

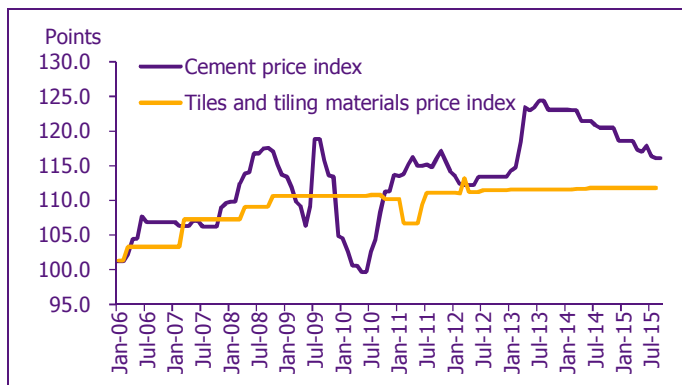
Source: BOT and SCBS Investment Research

Figure 3: Of government budget in FY2016 (Oct 15-Sep 16), investment budget jumped the most at +21%

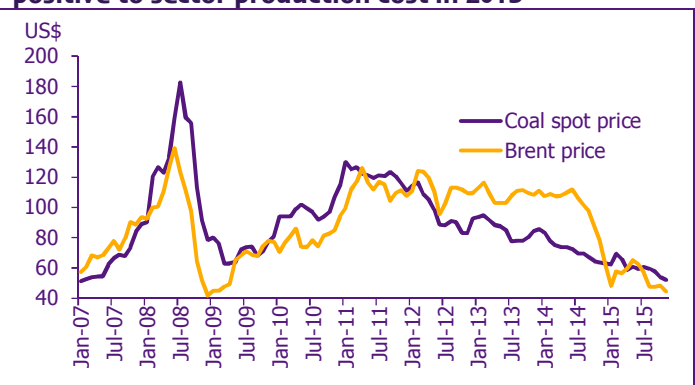
Source: FPO and SCBS Investment Research

Figure 4: Government investment budget accounted for 20% of FY2016 budget (vs 17% of FY2015)

Source: FPO and SCBS Investment Research

Figure 5: Local product selling prices

Source: REIC and SCBS Investment Research

Figure 6: Lower fuel costs, both spot coal and oil, a positive to sector production cost in 2015

Source: Barlow Junker, Bloomberg, and SCBS Investment Research

Figure 7: Bt136bn government stimulus package, mostly disbursed in 4Q15-1Q16, equivalent to 1% of annual GDP

Stimulus package	Size (Bt bn)	Details
1) Soft loan via the village fund program	60	The loans will be offered by the Government Savings Bank (GSB) and Bank of Agriculture and Agriculture Cooperatives (BAAC), with a life of seven years, interest-free for the first two years and interest charged at funding cost plus 1% from the third year onwards.
2) Quick-spending budget for local government	36	This is an injection of cash on the sub-district level for the low-income segment and farmers. Each sub-district will receive Bt5bn and the funds must be disbursed within 2015.
3) Local government mini investment projects	40	This program will fund small projects valued at less than Bt1mn and must be disbursed within this calendar year.
Total	136	

Source: SCBS Investment Research

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

คุณภาพสินทรัพย์เริ่มมีเสถียรภาพ

- คาดกำไรของ AEONTS และ KTC เติบโตปานกลางในไตรมาส 4/58 โดยได้รับปัจจัยหนุนจากสินเชื่อบริษัทเติบโตแบบเร่งตัวมากขึ้น ต้นทุนทางการเงินที่ลดลงอย่างต่อเนื่อง และคุณภาพสินทรัพย์เริ่มมีเสถียรภาพ
- AEONTS เล็งเห็นโอกาสที่บริษัทย่อยในตลาด CLMV จะเติบโตเพิ่มมากขึ้น โดยเฉพาะในกัมพูชาและเมียนมาร์ ในปีหน้า
- KTC ได้รับผลกระทบจากการลดค่าธรรมเนียมติดตามหนี้เพื่อปฏิบัติตามหลักเกณฑ์ใหม่
- ชอบ AEONTS มากกว่า KTC เพราะ valuation ถูกกว่าและมีโอกาสเติบโตสูงกว่า

คุณภาพสินทรัพย์เริ่มมีเสถียรภาพ ค่าเผื่อหนี้สงสัยจะสูญของบริษัทที่ประกอบธุรกิจสินเชื่อเพื่อการอุปโภคบริโภคน่าจะอยู่ในระดับทรงตัวในไตรมาส 4/58 และปี 2559 เพราะสามารถควบคุมคุณภาพสินทรัพย์ไว้ได้ KTC มีอัตราการตั้งสำรองเผื่อหนี้สงสัยจะสูญในระดับสูงถึง 396% ณ ไตรมาส 3/58 ขณะที่ AEONTS ลดการตั้งค่าเผื่อหนี้สงสัยจะสูญลงเล็กน้อยในช่วงครึ่งแรกปีบัญชี 59 และคาดว่าคุณภาพสินทรัพย์และค่าเผื่อหนี้สงสัยจะสูญจะอยู่ในระดับทรงตัวในช่วงครึ่งหลังปีบัญชี 58 หลังจากตั้งสำรองพิเศษจำนวน 400 ล้านบาทในปีบัญชี 2557 เพื่อสนับสนุนการนำเอามาตรฐานการตั้งสำรองที่เข้มงวดมากขึ้นภายใต้วิธีกันสำรองแบบรายกลุ่มสินเชื่อ (collective approach) มาใช้

สินเชื่อจะเติบโตแบบเร่งตัวมากขึ้นในไตรมาส 4/58 เราคาดว่ายอดขายใช้จ่ายผ่านบัตรเครดิตและอัตราการขยายตัวของสินเชื่อของ KTC จะปรับตัวเพิ่มขึ้นในไตรมาส 4/58 โดยได้รับปัจจัยหนุนจากปัจจัยฤดูกาลและแคมเปญการตลาดเชิงรุกมากขึ้น แม้ยอดขายใช้จ่ายผ่านบัตรเครดิตในช่วง 9 เดือนแรกปี 58 ของ KTC เติบโต 12% YoY ในช่วง 9 เดือนแรกปี 58 แต่บริษัทเชื่อว่าเป้ากระตุ้นยอดขายใช้จ่ายผ่านบัตรเครดิตเพิ่มขึ้น 15% ในปีนี้ยังสามารถทำได้สำเร็จ โดยได้รับปัจจัยหนุนจากแคมเปญการตลาดเชิงรุกมากขึ้นในไตรมาส 4/58 เนื่องจากลูกค้า 67% ของจำนวนลูกค้าที่ยืมใช้จ่ายผ่านบัตรเครดิตของบริษัททั้งหมด 2.25 ล้านรายเป็นผู้มีรายได้ต่ำที่อาศัยอยู่ในต่างจังหวัด ดังนั้น AEONTS จึงมีแนวโน้มที่จะได้ประโยชน์จากมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจในต่างจังหวัดวงเงิน 1.36 แสนล้านบาทในช่วงครึ่งหลังปีบัญชี 58 เราคาดว่าสินเชื่อของ KTC จะเติบโตแบบเร่งตัวขึ้นสู่ 7% ในปี 2558 (เทียบกับปี 2557) แม้อัตราการขยายตัวของสินเชื่อจะชะลอตัวที่ 1.5% YTD เราคาดว่า AEONTS จะเห็นอัตราการขยายตัวของสินเชื่อเพิ่มขึ้นเล็กน้อยสู่ 9% ในปีบัญชี 2558 จาก 7% ในปีบัญชี 2557

ต้นทุนทางการเงินลดลงอย่างต่อเนื่อง เราคาดว่าบริษัทที่ประกอบธุรกิจสินเชื่อเพื่อการอุปโภคบริโภคจะมีต้นทุนทางการเงินลดลงอีกในไตรมาส 4/58 สะท้อนถึงประโยชน์จากการลดอัตราดอกเบี้ย โดยมีโอกาสที่ ธปท. จะลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลงอีก เงินกู้ยืมระยะสั้นจะได้รับประโยชน์จากการลดอัตราดอกเบี้ย

KTC ลดค่าธรรมเนียมติดตามหนี้ KTC ลดค่าธรรมเนียมติดตามหนี้ลงจาก 250 บาท/เดือน สู่ 180 บาท/เดือนในเดือน พ.ค. และปรับลงอีกสู่ 100 บาท/เดือนในเดือน พ.ย. เพื่อปฏิบัติตามหลักเกณฑ์ใหม่และเพื่อให้อยู่ในระดับเดียวกับผู้ประกอบการรายอื่น (ส่วนใหญ่เป็นธนาคาร) การลดค่าธรรมเนียมติดตามหนี้ลงจาก 180 บาท/เดือน สู่ 100 บาท/เดือน น่าจะส่งผลกระทบต่อรายได้ค่าธรรมเนียมของ KTC ประมาณ 20-25 ล้านบาท/เดือน โดยสรุปแล้ว เราคาดว่ารายได้ค่าธรรมเนียมติดตามหนี้ของ KTC จะลดลง 50 ล้านบาท QoQ ในไตรมาส 4/58 และ 300 ล้านบาท YoY ในปี 2559 ดังนั้นเราคาดว่ากำไรของ KTC จะอยู่ในระดับทรงตัวในปี 2559

บริษัทย่อยในตลาด CLMV ของ AEONTS มีโอกาสเติบโตเพิ่มขึ้น AEONTS ตั้งเป้ามีสัดส่วนรายได้จากบริษัทย่อยในตลาด CLMV ที่ 10% ภายในปีบัญชี 2563 จากปัจจุบันที่มีสัดส่วนประมาณ 1% โดยตั้งเป้ารายได้ในระยะ 5 ปีข้างหน้าเติบโตเฉลี่ย 43% ต่อปี บริษัทย่อยในกัมพูชาของ AEONTS วางแผนออกผลิตภัณฑ์บัตรเครดิตในปีหน้า ขณะที่บริษัทย่อยในเมียนมาร์จะเริ่มใช้เงินกู้จากธนาคารเป็นแหล่งเงินทุนในปีหน้าอีกทางหนึ่ง นอกเหนือจากการใช้เงินทุนจากส่วนของผู้อื้อหุ้น หลังจากรัฐบาลเมียนมาร์ออกใบอนุญาตประกอบกิจการธนาคารให้แก่ธนาคารต่างชาติ 9 แห่ง (รวมถึง BBL) ในปีที่ผ่านมา ซึ่งจะเปิดโอกาสให้ขยายธุรกิจได้อย่างรวดเร็วมากขึ้น การไม่มีคู่แข่งทำให้บริษัทย่อยในเมียนมาร์สามารถทำกำไรได้แล้วในปีนี้ กำไรจากบริษัทย่อยในกัมพูชาจะปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างมากในระยะ 3 ปีข้างหน้าเป็นอย่างน้อยจาก 28 ล้านบาทในปีบัญชี 2557

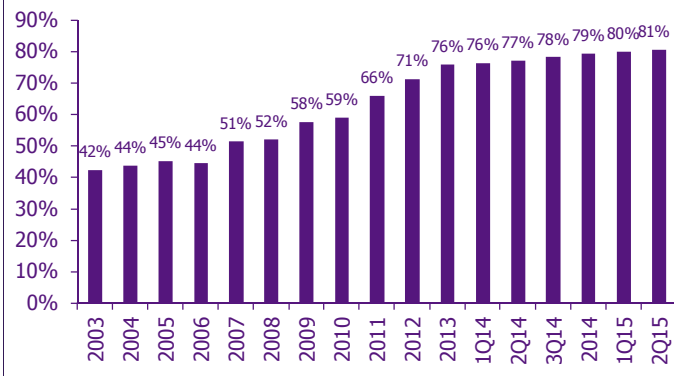
ชอบ AEONTS มากกว่า KTC เราชอบ AEONTS มากกว่า KTC เพราะ AEONTS มี valuation ถูกกว่า และมีโอกาสเติบโตในระยะยาวมากกว่า KTC โดยได้รับปัจจัยหนุนจากบริษัทย่อยในตลาด CLMV ในขณะที่ KTC จะได้รับผลกระทบจากการลดค่าธรรมเนียมการติดตามหนี้

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	97.50	125.0	32.1	9.7	8.9	7.7	(3)	9	16	2.3	1.9	1.6	25	23	23	3.7	3.9	4.5
KTC	Neutral	95.75	94.0	1.6	14.1	11.7	10.4	37	20	12	3.4	2.8	2.4	26	26	25	2.9	3.4	3.8
Average					11.9	10.3	9.1	17	15	14	2.8	2.4	2.0	25	25	24	3.3	3.7	4.2

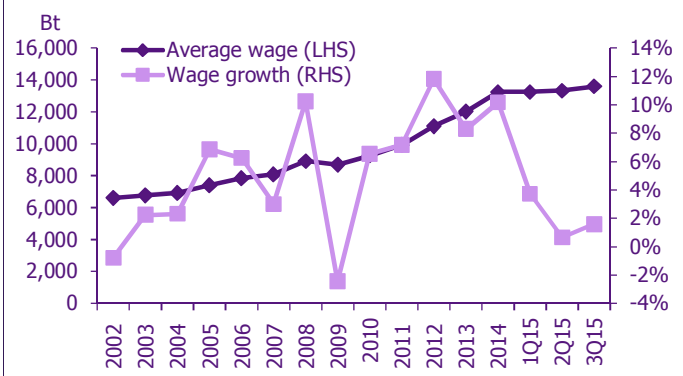
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: Household debt as a percentage of GDP



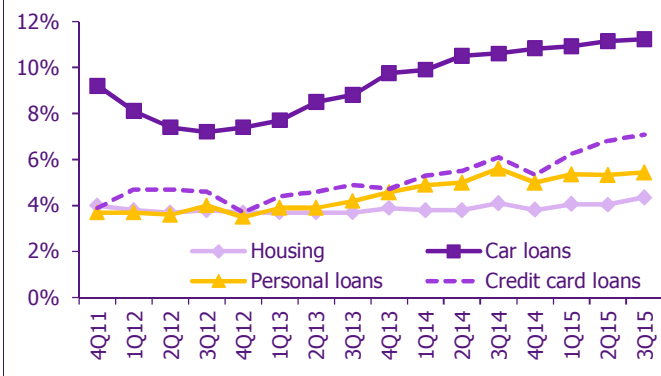
Source: NESDB, BoT and SCBS Investment Research

Figure 2: Average wage



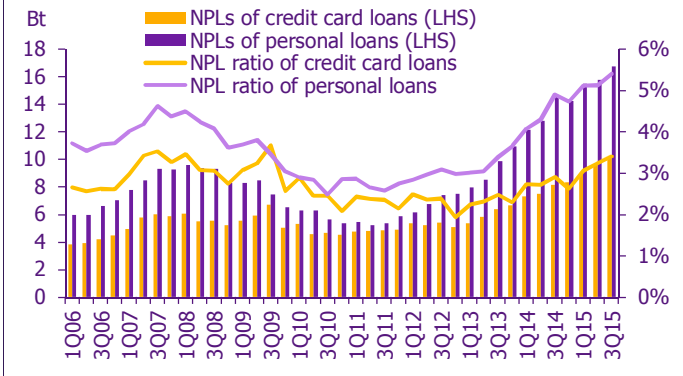
Source: BoT and SCBS Investment Research

Figure 3: Delinquency rates



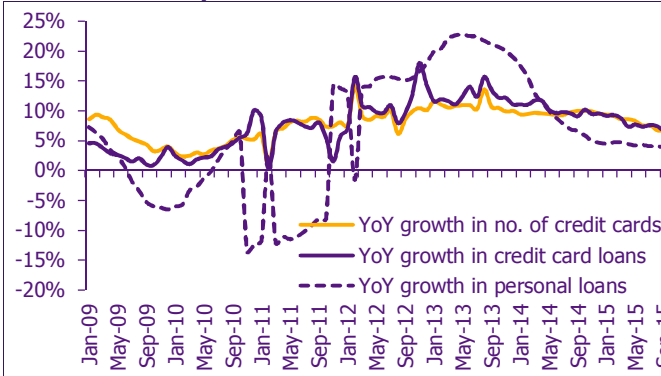
Source: BoT and SCBS Investment Research

Figure 4: Credit card and personal loan NPLs



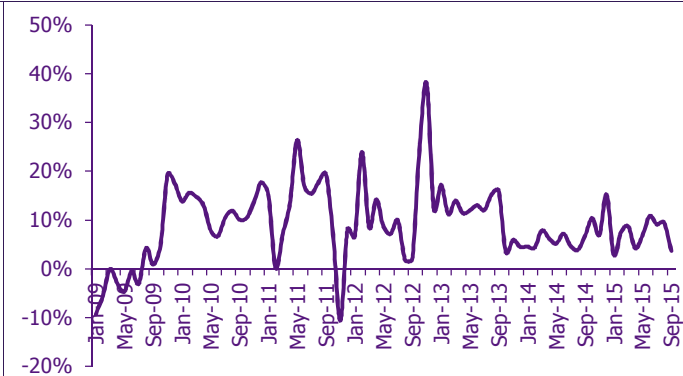
Source: BoT and SCBS Investment Research

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

รวินุช ปิยะกรียงไกร
นักวิเคราะห์การลงทุนวิจัยพื้นฐาน
ด้านหลักทรัพย์
0-2949-1002
raweenuch.piyakriengkai@scb.co.th

ผลการดำเนินงานอยู่ในแนวโน้มขาขึ้น BDMS เป็น top pick

- เรามองว่าปี 2559 จะเป็นปีที่ดีสำหรับกลุ่มการแพทย์ เพราะคาดว่ากำไรของกลุ่มการแพทย์จะเติบโต 16% YoY เติบโตขึ้นจากที่เติบโต 10% YoY ในปี 2558
- BDMS เป็น top pick: ผลการดำเนินงานอยู่ในแนวโน้มขาขึ้น และมีแนวโน้มได้ประโยชน์จากการเปิด AEC

สรุปผลประกอบการไตรมาส 3/58 ในไตรมาส 3/58 BCH เป็นบริษัทที่รายงานกำไรเติบโตดีที่สุดในกลุ่มการแพทย์ โดยกำไรปกติเติบโต 12% YoY (เทียบกับ -23% YoY ในช่วงครึ่งแรกปี 58) ซึ่งได้รับปัจจัยหนุนจากการควบคุมต้นทุนที่ช่วยให้ EBITDA margin กว้างขึ้น กำไรปกติของ BH โต 9% YoY (เทียบกับ 44% YoY ในช่วงครึ่งแรกปี 58) กำไรของ BH เติบโตน้อยลง เพราะรายได้ลดลงสืบเนื่องมาจากความกังวลเกี่ยวกับโรคเมอร์สในเดือน มิ.ย. และผลกระทบจากเหตุระเบิดที่ศาลพระพรหมเอราวัณเมื่อกลางเดือน ส.ค. กำไรปกติของ BDMS เพิ่มขึ้น 2% YoY (เทียบกับ 6% YoY ในช่วงครึ่งแรกปี 58) EBITDA margin ของ BDMS อยู่ในระดับทรงตัว เนื่องจากผลการดำเนินงานที่ดีขึ้นของโรงพยาบาลที่มีอยู่เดิมไม่สามารถชดเชยผลขาดทุนจากโรงพยาบาลใหม่ได้ทั้งหมด

ปี 2559 จะเป็นปีที่กำไรเติบโตอย่างแข็งแกร่ง ในปี 2559 เราคาดว่ากลุ่มการแพทย์จะรายงานกำไรปกติโต 16% YoY เติบโตขึ้นจากที่เติบโต 10% YoY ในปี 2558

- **BCH:** BCH มีแนวโน้มรายงานกำไรปกติเติบโตสูงที่สุดที่ 25% YoY ในปี 2559 หลังจากกำไรหดตัวลงติดต่อกันนาน 3 ปี ปัจจัยสนับสนุนที่สำคัญ คือ การปรับตัวลดลงอย่างต่อเนื่องของผลขาดทุน World Medical Center (WMC) ซึ่งเป็นโรงพยาบาลระดับบนของบริษัท เราคาดว่า WMC จะมีผลขาดทุน 182 ล้านบาทในปี 2559 ลดลงอย่างมากจากขาดทุน 258 ล้านบาทในปี 2558 และจะถึงจุดคุ้มทุนในปี 2561
- **BDMS:** เราคาดว่ากำไรของ BDMS จะเติบโตถึง 17% YoY ในปี 2559 (จากที่เติบโตต่ำเพียง 2% YoY ในปี 2558) โดยได้รับปัจจัยหนุนจากรายได้ที่เพิ่มขึ้นและ EBITDA margin ที่กว้างขึ้นซึ่งได้รับการสนับสนุนจากการดำเนินงานที่แข็งแกร่งของโรงพยาบาลที่มีอยู่เดิม 28 แห่งของบริษัท, อัตราการเข้าใช้บริการที่เพิ่มขึ้นที่โรงพยาบาลเปิดใหม่ 14 แห่ง (เปิดให้บริการไม่ถึง 2 ปี), เศรษฐกิจที่ปรับตัวดีขึ้น, ผลกระทบที่ลดน้อยลงจากการลงทุนใหม่ เนื่องจากบริษัทวางแผนเปิดโรงพยาบาลเพียง 1 แห่งในปี 2559
- **BH:** หลังจากกำไรเติบโตอย่างโดดเด่นในปี 2558 ซึ่งส่วนใหญ่เกิดขึ้นในช่วงครึ่งแรกปี 58 โดยได้รับปัจจัยหนุนจากการดำเนินงานที่ดีขึ้นบวกกับฐานต่ำจากสถานการณ์ความไม่สงบทางการเมือง เราคาดว่ากำไรปกติของ BH จะกลับมาเติบโตในอัตราปกติที่ +13% YoY ในปี 2559

โอกาสเติบโตจาก AEC BDMS มีโอกาสเติบโตอย่างแข็งแกร่งจากการเปิด AEC ในเดือน ธ.ค. 2558 บริษัทดำเนินกิจการโรงพยาบาลในกัมพูชาอยู่แล้ว 2 แห่ง และมีโรงพยาบาลใกล้เคียงแดน คือ โรงพยาบาลกรุงเทพอุดร (ทางภาคตะวันออกเฉียงเหนือ ติดกับลาว) และโรงพยาบาลกรุงเทพเชียงใหม่ (ทางภาคเหนือ ติดกับเมียนมาร์) BDMS กำลังศึกษาแผนเข้าซื้อกิจการโรงพยาบาลในตลาดที่มีศักยภาพ เช่น เมียนมาร์ และจีน เพื่อตอบสนองความต้องการใช้บริการทางการแพทย์ที่มีคุณภาพดี เรามองบวกต่อกลยุทธ์ดังกล่าว เนื่องจากโรงพยาบาลในเมียนมาร์น่าจะเป็นศูนย์ส่งต่อผู้ป่วยมายังโรงพยาบาลของ BDMS ในประเทศไทย เช่น โรงพยาบาลกรุงเทพเชียงใหม่ ทั้งนี้ในช่วงครึ่งแรกปี 58 รายได้จากผู้ป่วยจากเมียนมาร์คิดเป็นสัดส่วน 2.5% ของรายได้ทั้งหมดของ BDMS เทียบกับ 9% สำหรับ BH สัดส่วนรายได้ระดับต่ำชี้ให้เห็นว่ายังมีโอกาสที่รายได้จะเติบโตได้อีก

BDMS เป็น top pick เราเลือก BDMS เป็น top pick ในกลุ่มการแพทย์ แนวโน้มผลการดำเนินงานที่ดีขึ้นและโอกาสจากการเปิด AEC จะช่วยสนับสนุนให้ราคาหุ้น BDMS ปรับตัวขึ้นต่อ เราแนะนำให้ระมัดระวัง BH ซึ่ง valuation สูง และตั้งแต่ต้นไตรมาส 4/58 ถึงปัจจุบัน ราคาหุ้น BH ปรับตัวแย่ที่สุดที่ -1% เทียบกับ BDMS ที่ +7% และ BCH ที่ +22% แม้ราคาหุ้น BCH ปรับตัวขึ้นมามากแล้ว แต่เรายังคงมุมมองเชิงบวกเพราะผลการดำเนินงานของ BCH มีแนวโน้มฟื้นตัวในปี 2559

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	19.80	23.0	17.4	43.1	41.8	35.8	16	3	17	6.3	5.9	5.5	16	15	16	1.2	1.2	1.4	26.3	24.4	21.3
BCH	Buy	8.35	8.5	2.9	39.9	44.9	36.1	(11)	(11)	25	4.5	4.3	4.1	11	10	12	0.8	1.1	1.4	17.1	18.1	15.5
BH	Sell	215.00	175.0	(17.5)	58.3	44.7	39.5	9	31	13	16.6	14.4	12.6	26	29	29	0.9	1.1	1.3	33.8	27.1	24.7
Average					47.1	43.8	37.1	5	8	18	9.1	8.2	7.4	18	18	19	1.0	1.2	1.3	25.7	23.2	20.5

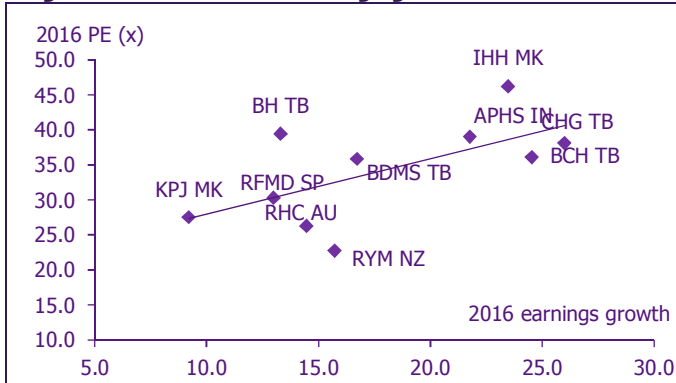
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: 2Q15 earnings review

	Core earnings (Bt mn)					Growth		Core earnings (Bt mn)			% YoY Growth		
	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15	% YoY	% QoQ	2014	2015F	2016F	2014	2015F	2016F
BCH	128	144	95	98	144	12.0	46.3	522	464	577	(10.8)	(11.2)	24.5
BDMS	1,839	1,693	2,289	1,491	1,879	2.2	26.0	7,109	7,336	8,564	16.3	3.2	16.7
BH	760	674	962	836	831	9.4	(0.6)	2,684	3,503	3,969	8.8	30.5	13.3
Sector	2,727	2,511	3,346	2,426	2,854	4.6	17.6	10,314	11,303	13,111	12.5	9.6	16.0

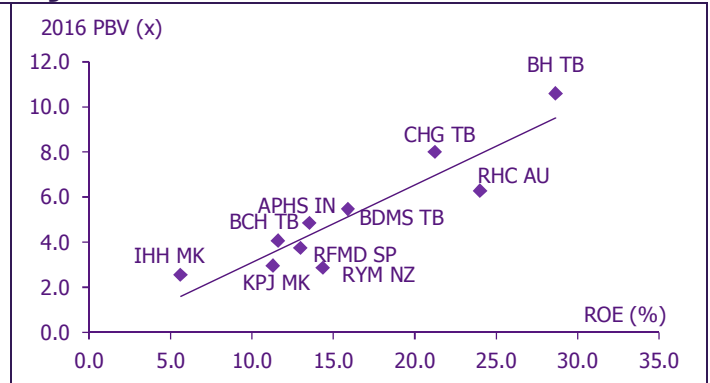
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 2: 2016 PE vs. earnings growth



Source: Bloomberg and SCBS Investment Research

Figure 3: 2016 PB vs. ROE



Source: Bloomberg and SCBS Investment Research

Figure 4: Regional valuation 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	582	44.9	36.1	29.4	-11.2	24.5	22.5	5.2	4.3	4.1	3.8	1.1	1.4	1.7	9.8	11.6	13.4	18.1	15.5	13.2
Bangkok Dusit Medical*	Thailand	8,576	41.8	35.8	30.2	3.2	16.7	18.5	9.8	5.9	5.5	5.0	1.2	1.4	1.7	14.6	15.9	17.3	24.4	21.3	18.6
Bumrungrad Hospital*	Thailand	4,381	44.7	39.5	35.0	30.5	13.3	12.8	21.6	12.1	10.6	9.2	1.1	1.3	1.4	29.0	28.6	28.1	27.1	24.7	21.9
Chularat Hospital	Thailand	738	48.0	38.1	31.6	13.6	26.0	20.6	19.7	8.8	8.0	7.3	1.1	1.3	1.6	19.0	21.2	22.9	31.2	25.3	21.0
KPJ Healthcare Bhd	Malaysia	1,043	30.1	27.5	24.8	0.3	9.2	11.0	4.7	3.2	3.0	2.8	1.7	1.9	2.0	11.1	11.3	11.8	15.3	13.6	12.3
IHH Healthcare Bhd	Malaysia	12,779	57.0	46.2	38.1	24.5	23.5	21.1	24.0	2.7	2.6	2.4	0.5	0.6	0.7	4.6	5.6	6.5	26.5	22.7	19.9
Raffles Medical Group	Singapore	1,718	34.2	30.3	26.3	1.7	13.0	15.1	7.2	4.1	3.7	3.4	1.4	1.4	1.5	12.3	13.0	13.9	25.1	21.4	18.4
Apollo Hospitals Enterpris	India	2,762	47.5	39.0	30.3	10.8	21.8	28.9	16.2	5.4	4.9	4.3	0.5	0.6	0.7	11.7	13.5	16.5	23.7	19.9	16.6
Ramsay Health Care	Australia	9,773	30.1	26.3	23.8	19.9	14.5	10.6	17.2	7.1	6.3	5.6	1.7	2.0	2.2	23.4	24.0	23.6	13.6	12.2	11.4
Ryman Healthcare	New Zealand	2,611	26.3	22.7	19.6	0.2	15.7	16.0	7.7	3.3	2.9	2.5	1.9	2.2	2.5	14.3	14.4	13.7	18.2	17.2	14.2
Average			40.5	34.1	28.9	9.4	17.8	17.7	13.3	5.7	5.1	4.6	1.2	1.4	1.6	15.0	15.9	16.7	22.3	19.4	16.7
Thailand			44.9	37.4	31.6	9.0	20.1	18.6	14.1	7.8	7.0	6.3	1.1	1.3	1.6	18.1	19.3	20.4	25.2	21.7	18.7
Average Regional excl. Thailand			37.5	32.0	27.1	9.6	16.3	17.1	12.8	4.3	3.9	3.5	1.3	1.4	1.6	12.9	13.6	14.3	20.4	17.8	15.5

Source: Bloomberg and SCBS Investment Research

*SCBS estimates

สิริภรณ์ ฤกษ์นิพัทธ์

นักวิเคราะห์การลงทุนวิจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1020

sirikarn.krisnipat@scb.co.th

มาตรการเพิ่มเติมของรัฐบาล: บวกหรือลบต่อกลุ่มนิคม?

- จะเกิดอะไรขึ้นถ้าประเทศไทยไม่เข้าร่วมเป็นสมาชิก TPP? – ไทยจะยังคงเป็นศูนย์กลางการผลิตรถยนต์ญี่ปุ่นต่อไป โดย TPP จะช่วยเสริมข้อตกลงทางการค้าอื่นๆ ของไทยที่มีความคาบเกี่ยวกัน การส่งออกชิ้นส่วนรถยนต์ของญี่ปุ่นไม่ได้มีส่วนแข่งขันโดยตรงกับชิ้นส่วนรถยนต์ที่ส่งออกจากไทย
- นโยบายเชิงรุกใหม่ 2 อย่างจะส่งผลดีต่อบริษัทพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ทุกบริษัท
- Top pick: AMATA

ไตรมาส 3/58 เป็นอีกไตรมาสที่บริษัทในกลุ่มนิคมอุตสาหกรรมมีผลการดำเนินงานอ่อนแอ ยอดขายที่ดินชะลอตัวต่อเนื่อง QoQ ยอดขายที่ดินของ AMATA ลดลงครึ่งหนึ่งจาก 196 ไร่ สู่ 85 ไร่ และยอดขายของ HEMRAJ ลดลงจาก 169 ไร่ สู่ 156 ไร่ ในส่วนของผลการดำเนินงาน กำไรของ AMATA อยู่ในระดับทรงตัว QoQ เพราะยอดโอนกรรมสิทธิ์ที่ดินรายได้ที่สูงขึ้น ถูกหักล้างโดยค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารที่สูงขึ้น ในขณะที่กำไรของ HEMRAJ ลดลงครึ่งหนึ่ง โดยเกิดจากการโอนกรรมสิทธิ์ลดลงและขาดทุนจากอัตราแลกเปลี่ยนที่ Gheco-One

โรงงานสำเร็จรูปและคลังสินค้า: สัญญาให้เช่าพื้นที่ใหม่เป็นไปตามเป้า แต่ผลประกอบการอ่อนแอ ในไตรมาส 3/58 TICON ทำสัญญาให้เช่าพื้นที่โรงงานสำเร็จรูปใหม่เพิ่มขึ้นเกือบเท่าตัว QoQ สู่ 16,000 ตร.ม. ส่งผลให้ยอดขายสัญญาเช่าพื้นที่โรงงานสำเร็จรูปใหม่ในช่วง 9 เดือนแรกปี 58 อยู่ที่ 33,000 ตร.ม. หรือคิดเป็น 66% ของเป้า 50,000 ตร.ม. +60% YoY แต่ยอดขายสัญญาให้เช่าพื้นที่คลังสินค้าใหม่ลดลง 3% QoQ สู่ 36,900 ตร.ม. ส่งผลให้ยอดขายสัญญาให้เช่าพื้นที่คลังสินค้าใหม่ในช่วง 9 เดือนแรกปี 58 อยู่ที่ 160,000 ตร.ม. หรือคิดเป็น 64% ของเป้าที่บริษัทวางไว้ที่ 250,000 ตร.ม. +32% YoY ยอดทำสัญญาให้เช่าพื้นที่คลังสินค้าใหม่ของ WHA เพิ่มขึ้นมากถึง 225% QoQ สู่ 74,400 ตร.ม. ส่งผลให้ยอดขายสัญญาให้เช่าพื้นที่คลังสินค้าใหม่ในช่วง 9 เดือนแรกปี 58 อยู่ที่ 140,200 ตร.ม. หรือคิดเป็น 70% ของเป้าที่บริษัทวางไว้ที่ 200,000 ตร.ม. +7% YoY กำไรสุทธิไตรมาส 3/58 ของ TICON อยู่ในระดับต่ำเพียง 7 ล้านบาท แต่ยังเติบโต 59% YoY และดีขึ้นจากขาดทุนสุทธิ 30 ล้านบาทในไตรมาส 2/58 WHA รายงานขาดทุนสุทธิ 53 ล้านบาทในไตรมาส 3/58 โดยเกิดจากขาดทุนจากอัตราแลกเปลี่ยนที่ Gheco-One เทียบกับกำไรสุทธิ 5 ล้านบาทในไตรมาส 3/57 และ 226 ล้านบาทในไตรมาส 2/58

TPP จะส่งผลกระทบต่อตลาดไทยหรือไม่? ข้อตกลงหุ้นส่วนยุทธศาสตร์เศรษฐกิจภาคพื้นแปซิฟิก (TPP) เป็นข้อตกลงการค้าระหว่างประเทศที่มีผลบังคับใช้ในปี 1.0-1.5 ปีข้างหน้า ประเทศไทยจะมีทั้งข้อได้เปรียบและเสียเปรียบถ้าเข้าร่วมข้อตกลงนี้ (Figure 3) อุตสาหกรรมยานยนต์ซึ่งเป็นหนึ่งในอุตสาหกรรมที่มีความสำคัญมากที่สุดของไทย จะได้รับผลกระทบน้อยมากหากไทยไม่เข้าร่วม TPP ทั้งนี้ SCB EIC รายงานว่า ประเทศไทยจะยังคงเป็นศูนย์กลางการผลิตรถยนต์ญี่ปุ่นต่อไป โดย TPP น่าจะช่วยเสริมข้อตกลงทางการค้าอื่นๆ ของไทยที่มีความคาบเกี่ยวกัน ญี่ปุ่นมีเป้าหมายในการเจรจาที่จะได้รับประโยชน์เกี่ยวกับสิทธิพิเศษทางภาษีของการส่งออกชิ้นส่วนรถยนต์จากญี่ปุ่นไปยังแถบอเมริกาเหนือ โดยการส่งออกชิ้นส่วนรถยนต์ของญี่ปุ่นไม่ได้มีส่วนแข่งขันโดยตรงกับชิ้นส่วนรถยนต์ที่ส่งออกจากไทย ปัจจัยที่ช่วยสนับสนุนแนวความคิดนี้ คือ การประกาศจัดตั้งศูนย์ R&D ของโตโยต้าและฮอนด้าในประเทศไทย และการประกาศขยายการผลิตของฮอนด้า มาสด้า และฟอร์ด

นโยบายเชิงรุก 1) เสนอมาตรการจูงใจพิเศษแก่โครงการที่เริ่มดำเนินการได้เร็วที่ขอรับสิทธิประโยชน์ทางภาษีจากปี 2557 ถึง 30 มิ.ย. 2559 แต่โครงการเหล่านี้จะต้องแล้วเสร็จและเริ่มดำเนินการภายในสิ้นปี 2560 สิทธิประโยชน์เพิ่มเติมสูงสุด คือ การยกเว้นภาษีเงินได้นิติบุคคลเป็นเวลา 4 ปี ซึ่งจะปรับลดลงขึ้นอยู่กับช่วงเวลาการลงทุน (Figure 1) โดยจะยกเว้นภาษีเงินได้นิติบุคคลรวมสูงสุดไม่เกิน 8 ปี; และ 2) กระบวนการคลี่คลายภาษีสำหรับอุตสาหกรรมเป้าหมายดังนี้ a) ยกเว้นภาษีเงินได้นิติบุคคล 10-15 ปี; b) ลดหย่อนภาษีเงินได้บุคคลธรรมดาสำหรับ 10 อุตสาหกรรมเป้าหมาย (ยานยนต์, อิเล็กทรอนิกส์, การท่องเที่ยว, เกษตรและเทคโนโลยีชีวภาพ, การแปรรูปอาหาร, พลังงานทดแทน, อุตสาหกรรม, การแพทย์ครบวงจร, การขนส่งและการบิน, เชื้อเพลิงชีวภาพและเคมีชีวภาพ, ดิจิทัล) นโยบายเหล่านี้จะช่วยสนับสนุน FDI ในขณะเดียวกันก็จะช่วยเพิ่มอุปสงค์สำหรับทรัพย์สินเพื่อการอุตสาหกรรม บริษัทพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ทุกบริษัทจะได้รับประโยชน์จากนโยบายเหล่านี้

Top pick – AMATA เราชอบ AMATA เนื่องจากเป็นหนึ่งในผู้ได้รับประโยชน์จากสิทธิประโยชน์ทางภาษีใหม่ของรัฐบาล อีกทั้งยังจะได้รับประโยชน์จากการนำบริษัท Amata B. Grimm เข้าจดทะเบียนใน SET รวมถึงการขายธุรกิจไนเวียตนาและเมียนมาร์ด้วย

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	13.90	21.0	55.9	6.7	23.6	9.9	47	(72)	139	1.2	1.0	1.0	20	5	10	5.9	4.8	3.9	5.9	12.1	7.3
HEMRAJ	Neutral	4.34	4.5	5.9	14.2	16.8	16.7	3	(15)	0	2.8	2.6	2.3	20	16	15	2.7	2.3	2.3	12.6	14.8	14.3
ROJON	Neutral	5.80	7.2	25.7	15.8	24.4	24.4	n.m.	(35)	0	0.8	0.7	0.7	6	3	0	0.3	2.3	0.0	20.6	20.2	20.2
TICON	Neutral	11.80	14.0	21.2	15.4	15.2	13.3	(51)	1	14	1.0	1.1	1.0	8	7	8	4.2	2.6	2.6	16.3	17.0	15.8
Average					13.0	20.0	16.1	(0)	(30)	38	1.4	1.4	1.3	13	8	8	3.3	3.0	2.2	13.8	16.0	14.4

Source: SCBS Investment Research

Figure 1: Investment acceleration measure

Condition	Additional CIT Exemption
1. Actual investment (e.g. building construction/machinery) counting from the announcement date of the measure until June 2016 of at least 70% of total investment capital (excluding cost of land and working capital)	4 years + Reduction 50% 5 years
2. Actual investment of at least 50% within June 2016	3 years + Reduction 50% 5 years
3. Actual investment of at least 50% within December 2016	2 years + Reduction 50% 5 years
4. Actual investment less than 50% within 2016 but operation can be started and revenue can be generated within December 2016 . The project's revenue shall not be generated before the announcement date of the measure	1 year (for general area) 2 years (for SEZ)

Source: Bol

Notes: The total CIT exemption period shall not exceed eight years
Investment value excluding land cost and working capital

Figure 2: Investment incentives for industrial cluster

Incentives	Super Cluster	Other Clusters
Tax	✓ 8-year corporate income tax exemption and additional 5-year reduction of 50% ✓ For Future industries with significant importance, the Ministry of Finance will consider granting 10-15 years corporate income tax exemption ✓ Import duty exemption on machinery ✓ Personal income tax exemption for renowned specialists to work in the specified area, both Thai and foreign	✓ 3 – 8 year corporate income tax exemption and an additional 5-year reduction of 50% ✓ Import duty exemption on machinery
Non-Tax	✓ Consideration of granting Permanent Residence to the leading specialist ✓ Permission for foreigners to own land to implement the promoted activities	

Source: Bol

Figure 3: Advantages and challenges if Thailand joins TPP

Advantages

- Increasing market access to TPP members, particularly the US.
- Reducing the risk of Thailand losing its tariff privileges under the US Generalised System of Preferences (GSP)
- Since Thailand already has FTAs with many TPP members, it would only benefit trade with the US, Mexico and Canada.
- Thailand would be assured of more foreign direct investment, as many countries would be interested in dealing with this trading bloc.
- Consumers would enjoy lower service costs.
- Thailand might have more chance to access technology and innovation in finance and insurance services and telecommunication.
- There should be more transparency in tariff collection from digital content and software trading. The government sector would be urged to create more efficient laws and many enterprises would join in the promotion of better protection in ecommerce.
- Innovation and development in the pharmaceutical sector would be encouraged.
- Enhanced business environment for enterprises and investors
- Increased opportunity for Thai enterprises, especially construction companies, to join other countries' government procurement projects.
- Increased transparency in government procurement processes.
- Thailand would need to upgrade its environmental-protection standards, while many industries would be encouraged to produce and import environmentally friendly products.
- Support varies. The industries that would like Thailand to join the TPP include textiles and garments, sugar, air-conditioners, electrical appliances and electronics, foods, jewellery and rubber. Some of these enterprises are worried that they will lose US tariff privileges soon, and see the TPP as a way to mitigate this.

Challenges

- Some Thai service enterprises, especially in the financial sector, could face tougher competition and could be lost to foreigners with more expertise.
- The Thai government could be sued by powerful US and other private enterprises under the pact's controversial investor-state dispute mechanism.
- Thai government agencies, particularly the Bank of Thailand and the Finance Ministry, would need to amend many laws to bring the country into compliance with the TPP.
- Delays in access to generic drugs, as the monopoly period for big pharmaceutical corporations could be longer. Drug companies could extend their patents and reduce the opportunity for patients to access cheap drugs.
- Thai state agencies such as the Government Pharmaceutical Organisation would not able to use information from clinical trials to register or produce generic drug, even after drug patents have expired, as such information would be considered intellectual property and afforded protection accordingly.
- Thailand would have to join the International Union for the Protection of New Varieties of Plants and increase its protection of certain plant species, which could affect local wisdom and farmers.
- Thai state-owned enterprises would be affected by market liberalization.
- Many countries could use the labor issue to create non-tariff barriers for Thai products, despite lower tariffs. Thai businesses could face higher labor costs as the US would pressure the country to increase wages and improve worker-protection standards.
- Thailand could be forced to join other international pacts on increasing environmental-protection standards.
- However, manufacturers of machinery and metal goods, and agricultural producers, are highly concerned about their ability to compete with the high technological development of equivalent US industries.

Source: Department of Trade Negotiations, The Nation newspaper

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

THRE โดดเด่นที่สุด

- THRE มีแนวโน้มรายงาน **combined ratio** ที่ดีขึ้นและจะกลับมาให้บริการประกันภัยต่อภัยกับบริษัทประกันภัยต่างชาติได้อีกครั้ง
- THREL มีโอกาสที่จะรายงานเบี้ยประกันรับสุทธิเติบโตสูงกว่าคาด แต่มีความเสี่ยงที่จะรายงาน **combined ratio** ต่ำกว่าคาด
- BLA น่าจะได้ประโยชน์จากการขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายของเฟด ซึ่งจะช่วยให้บริษัทลดการตั้งสำรองเงินประกันชีวิตลง และเพิ่มผลตอบแทนจากการลงทุน
- ชอบ THRE มากที่สุด เพราะมีปัจจัยบวกกระตุ้นราคาหุ้นหลายอย่างรออยู่

THRE: combined ratio จะปรับตัวดีขึ้น และจะกลับมาให้บริการประกันภัยต่อภัยกับบริษัทประกันภัยต่างชาติได้อีกครั้ง เราคาดว่ากำไรของ THRE จะเติบโตในไตรมาส 4/58 และปี 2559 หลักๆ เกิดจาก combined ratio ที่ดีขึ้น โดยเฉพาะ loss ratio เนื่องจาก THRE นำเอากรมธรรม์ที่มีการเรียกร้องค่าสินไหมทดแทนสูงไปประกันภัยต่อช่วงกับบริษัทประกันภัยต่อรายอื่นในไตรมาส 3/58 โดยส่วนใหญ่เป็นประกันสุขภาพสำหรับครูต่างจังหวัด และมีมูลค่า 1.3-1.5 พันล้านบาทต่อปีจนถึงปี 2562 THRE นำกรมธรรม์เหล่านี้ 85% ไปประกันภัยต่อช่วง การนำเอากรมธรรม์ที่มีการเรียกร้องค่าสินไหมทดแทนสูงไปประกันภัยต่อช่วงกับบริษัทประกันภัยต่อรายอื่นในไตรมาส ก.ค. จะช่วยให้ combined ratio และอัตราส่วนเงินกองทุนต่อสินทรัพย์เสี่ยง (CAR) ปรับตัวดีขึ้น ผู้บริหารคาดว่า CAR จะเพิ่มขึ้นจาก 302% ณ ไตรมาส 2/58 สู่ ~350% ณ สิ้นปี 2558 และ >350% ณ สิ้นปี 2559 มากกว่าเกณฑ์ขั้นต่ำที่ 140% กว่าเท่าตัว เมื่อวันที่ 30 ก.ย. 2558 พิทช์ เรทติ้งส์ ประกาศให้อันดับความแข็งแกร่งทางการเงินสากล (IFS) แก่ บมจ. ไทยรับประกันภัยต่อ (THRE) ที่ 'A-' แนวโน้มมีเสถียรภาพ การได้รับอันดับเครดิต 'A-' จะช่วยให้ THRE สามารถกลับมาให้บริการรับประกันภัยต่อภัยกับบริษัทประกันภัยต่างชาติซึ่งบริษัทเสียรายได้ในส่วนนี้ไปหลังจากเหตุการณ์น้ำท่วมในปี 2554 ส่งผลทำให้ S&P ปรับอันดับความน่าเชื่อถือของบริษัทลดลงสู่ BBB+

THREL: เบี้ยประกันรับเติบโตดี แต่ combined ratio สูงขึ้น เบี้ยประกันรับสุทธิของ THREL เติบโต 18% YoY ในช่วง 9 เดือนแรกปี 58 (+20% YoY ในไตรมาส 3/58) หลักๆ ได้รับปัจจัยกระตุ้นจากผลิตภัณฑ์ non-conventional ส่งผลทำให้เรามีแนวโน้มปรับประมาณการเบี้ยประกันรับปี 2558 ของ THREL เพิ่มขึ้นจากปัจจุบันที่คาดว่าจะเติบโต 15% THREL คาดว่าเบี้ยประกันรับสุทธิของบริษัทจะเติบโตประมาณ 15% ในปี 2559 อย่างไรก็ตาม combined ratio ของ THREL ปรับตัวเพิ่มขึ้นติดต่อกัน 2 ไตรมาส ส่งผลทำให้ combined ratio ในช่วง 9 เดือนแรกปี 58 อยู่ที่ 77% ซึ่งสูงกว่าประมาณการทั้งปีของเราที่ 76% ผู้บริหารคาดว่า combined ratio จะเพิ่มขึ้นอีกในปี 2559

BLA: มีแนวโน้มได้ประโยชน์จากการขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายของเฟด หลังจากขาดทุนจำนวนมากจากการตั้งเงินสำรองประกันชีวิตเพิ่มเพื่อสะท้อนถึงผลตอบแทนพันธบัตรที่ลดลง เราคาดว่า BLA จะตั้งเงินสำรองประกันชีวิตลดลงในไตรมาส 4/58 เนื่องจากมีความเป็นไปได้ที่เฟดจะขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายในเดือน ธ.ค. อย่างไรก็ตาม ผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลระยะยาวในปัจจุบันต่ำกว่าระดับเมื่อสิ้นเดือน ก.ย. (อยู่ 0.08% สำหรับผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปี ณ วันที่ 19 พ.ย.) ส่งผลทำให้ประมาณการของเรามีความเสี่ยงขาลง นอกจากนี้เรายังคาดว่าเบี้ยประกันรับสุทธิจะเพิ่มขึ้นตามฤดูกาล QoQ ในไตรมาส 4/58 แต่ยังคงประมาณการของเราไว้ว่าเบี้ยประกันรับสุทธิทั้งปี 2558 จะลดลง 14% (เทียบกับ -21% YoY ในช่วง 9 เดือนแรกปี 58)

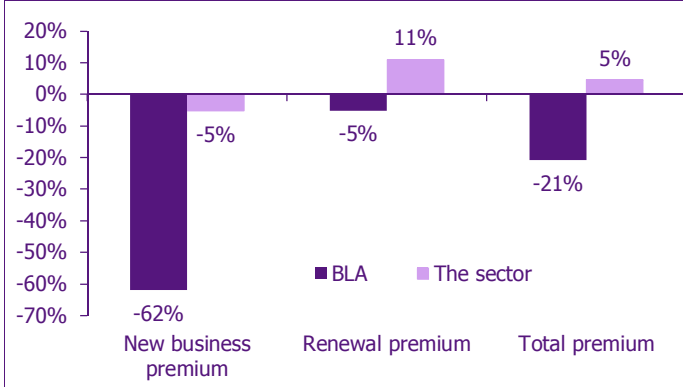
ชอบ THRE มากกว่าหุ้นประกันชีวิตอีก 2 ตัว เราชอบ THRE มากกว่าบริษัทประกันอีก 2 แห่ง เพราะ: 1) ผลการดำเนินงานจะฟื้นตัวขึ้นหลังจากเคลียร์ค่าสินไหมทดแทนน้ำท่วมหมดและความกังวลเกี่ยวกับการเพิ่มทุนหมดไป; 2) THRE จะกลับมาให้บริการประกันภัยต่อภัยกับบริษัทประกันภัยต่างชาติได้อีกครั้ง หลังจากการได้รับอันดับเครดิตเพิ่มในไตรมาส 3/58; และ 3) การกลับมาจ่ายเงินปันผลในปี 2559

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	53.00	45.0	(14.2)	33.8	33.5	26.1	(39)	1	28	3.5	3.3	3.0	11	10	12	1.0	0.9	1.1
THRE	Buy	2.80	3.4	23.3	n.m.	18.2	13.7	42	n.m.	33	3.1	1.8	1.6	(59)	12	12	0.0	1.8	2.2
THREL	Buy	13.10	15.0	18.4	21.1	18.1	15.7	(3)	17	15	6.6	5.8	5.1	33	34	34	3.4	3.9	4.5
Average					27.5	23.3	18.5	(0)	9	25	4.4	3.6	3.2	(5)	19	20	1.5	2.2	2.6

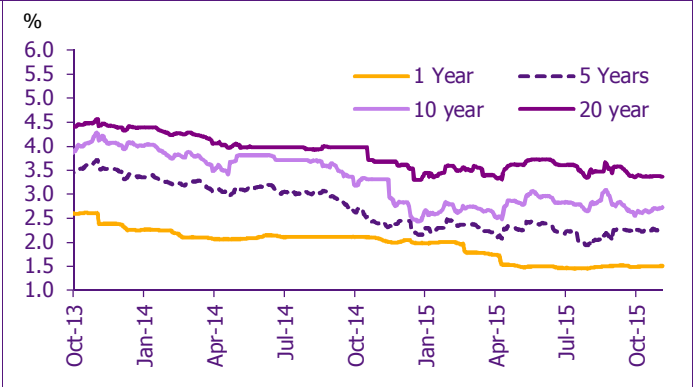
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: Life insurance premium growth for 9M15



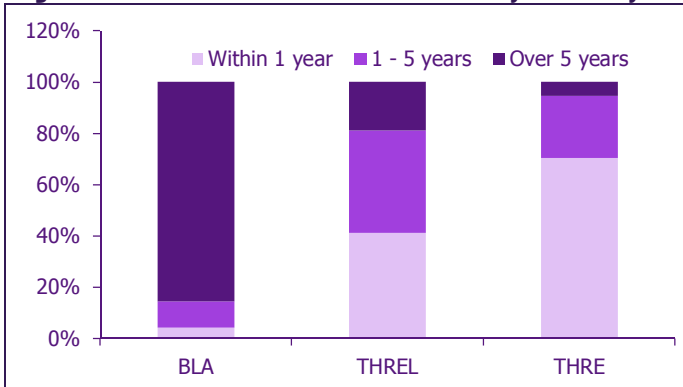
Source: The Thai Life Assurance Association and SCBS Investment Research

Figure 2: Government bond yield



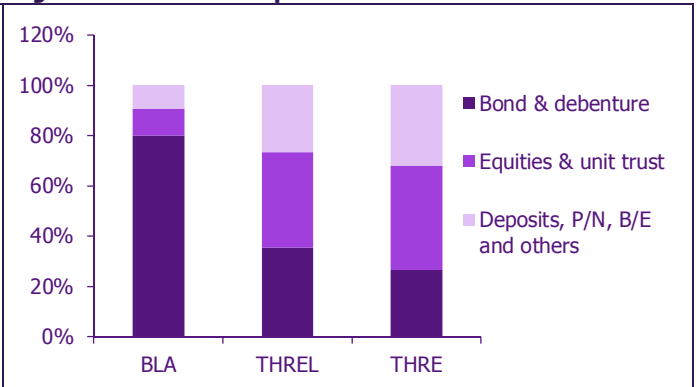
Source: Thai BMA and SCBS Investment Research

Figure 3: Investment in debt securities by maturity



Source: BLA, THRE, THREL and SCBS Investment Research

Figure 4: Investment portfolio



Source: BLA, THRE, THREL and SCBS Investment Research

ปฏิภาณ นาวาวัฒน์
นักวิเคราะห์การลงทุนวิจัยพื้นฐาน
ด้านหลักทรัพย์
0-2949-1007
phatipak.navawatana@scb.co.th

ยังรอการฟื้นตัว

- ผลการดำเนินงานไตรมาส 3/58 ของผู้ประกอบการสถานีโทรทัศน์ไม่มีทิศทางที่ชัดเจน
- ยอดการใช้จ่ายโฆษณาในเดือน ต.ค. ปรับตัวเพิ่มขึ้น MoM แต่ไม่มาก
- MAJOR ยังคงเป็น top pick ของเรา (ราคาเป้าหมาย 36 บาท) ขณะที่เราเชื่อว่าผลการดำเนินงานของ BEC (ราคาเป้าหมาย 38 บาท)ปรับตัวลงถึงจุดต่ำสุดแล้ว และจะกลับมาเติบโตอีกครั้ง

ผลการดำเนินงานไตรมาส 3/58 ยังแย ในกลุ่มผู้ประกอบการสถานีโทรทัศน์ มี BEC เพียงบริษัทเดียวที่สามารถสวนกระแสด้วยการรายงานกำไรเพิ่มขึ้น 10% QoQ โดยได้รับปัจจัยหนุนจากการควบคุมต้นทุน ขณะที่กำไรของ WORK ลดลง 48% QoQ สู้อยู่ 59 ล้านบาท (50 ล้านบาทเกิดจากการปรับปรุงประมาณการค่านายหน้าในการขายย้อนหลัง) กำไรของ RS ลดลง 35% QoQ สู้อยู่ 27 ล้านบาท และกำไรของ MCOT ลดลง 63% QoQ ถ้าเราตัดรายการโอนกลับค่าใช้จ่ายตั้งสำรองจำนวน 56 ล้านบาทออกไป สาเหตุที่ทำให้ผลการดำเนินงานออกมาแย คือ ต้นทุนรายการสูงขึ้น

ไม่น่าจะปรับตัวดีขึ้นมากนักในไตรมาส 4/58 ข้อมูลจาก Nielsen ระบุว่า ยอดการใช้จ่ายโฆษณาในเดือน ต.ค. เพิ่มขึ้น 6% จากเดือน ก.ย. สู้อยู่ 1.02 หมื่นล้านบาท ยอดการใช้จ่ายโฆษณาทางโทรทัศน์ปรับตัวเพิ่มขึ้นมากที่สุดที่ 7% MoM ในเดือน ต.ค. ในขณะที่ตัวถ่วง คือ นิตยสาร และสื่อโฆษณานอกที่อยู่อาศัย อย่างไรก็ตาม ยอดการใช้จ่ายโฆษณาในไตรมาส 4/58 ไม่น่าจะปรับตัวดีขึ้นจากไตรมาส 3/58 มากนักเมื่อพิจารณาจากผลกระทบของช่วงไฮซีซั่น ทั้ง SCBS และตลาดปรับประมาณการกำไรในปี 2558 ของบริษัทในกลุ่มสื่อลดลงอีก

เศรษฐกิจจะเป็นปัจจัยกระตุ้นที่สำคัญ ในช่วง 1 ปีที่ผ่านมา เราพบว่าผลการดำเนินงานของกลุ่มสื่ออ่อนตัวลงอย่างต่อเนื่อง โดยเฉพาะผู้ประกอบการสถานีโทรทัศน์ ตัวถ่วงผลการดำเนินงานอย่างแรก คือ การเริ่มทำธุรกิจทีวีดิจิทัลด้วยค่าใช้จ่ายจำนวนมาก และอย่างที่สอง คือ ภาวะเศรษฐกิจชะลอตัว การคำนวณโดยอ้างอิงข้อมูลจากรายงานของ Nielsen พบว่า ยอดการใช้จ่ายโฆษณาทางโทรทัศน์ในระหว่างเดือน ม.ค.-มิ.ย. ปรับตัวลดลง ~1% จากช่วงครึ่งแรกปี 57 เรามีมุมมองเชิงบวกต่อมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจ และคาดว่ามาตรการดังกล่าวจะช่วยกระตุ้นให้ยอดการใช้จ่ายโฆษณาทางโทรทัศน์ปรับตัวเพิ่มขึ้น ซึ่งจะช่วยให้หนึ่งในตัวถ่วงผลการดำเนินงานของกลุ่มสื่อหายไป

BEC มีแนวโน้มได้รับประโยชน์มากที่สุดเมื่อเศรษฐกิจฟื้นตัว โดยปกติแล้ว BEC มักจะได้รับประโยชน์จากเศรษฐกิจฟื้นตัวมากกว่าบริษัทอื่นๆ ในกลุ่มสื่อ เนื่องจากผู้โฆษณามีแนวโน้มที่จะใช้จ่ายโฆษณาในช่องทางที่มั่นใจว่าโฆษณานั้นจะไปช่วยให้อัตราการเติบโตของตนเองได้รับความสนใจมากที่สุด เนื่องจากผู้ประกอบการสถานีโทรทัศน์รายเดิมอย่างช่อง 7 และช่อง 3 (BEC) มีผู้ชมจำนวนมาก (ดูเรตติ้งได้จาก Figure 4) ดังนั้นโฆษณาก็ไหลเข้ามายังผู้ประกอบการเหล่านี้ และโฆษณาก็จะถูกจัดสรรไปยังผู้ประกอบการรายเล็กลงมาอย่าง WORK และ RS เมื่อเศรษฐกิจปรับตัวดีขึ้น โฆษณาก็จะเริ่มไหลเข้าไปยังผู้ประกอบการทุกราย

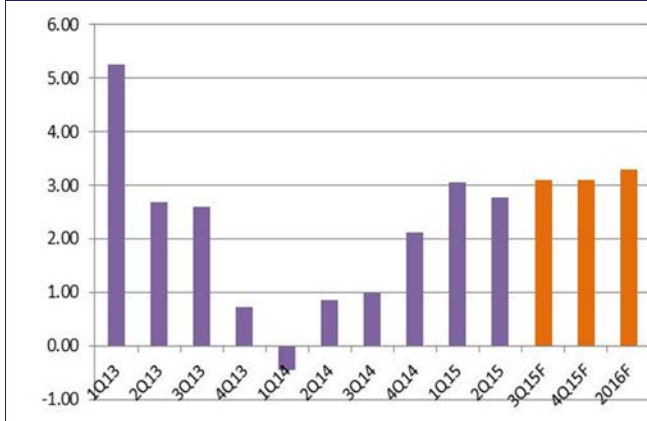
MAJOR ยังคงน่าสนใจที่สุด เรายังคงเลือก MAJOR เป็นหุ้น top pick ของกลุ่มสื่อ ด้วยราคาเป้าหมายกลางปี 2559 ที่คำนวณได้จากวิธี DCF ที่ 36 บาท MAJOR มีแนวโน้มที่จะได้รับประโยชน์จากปีทองของธุรกิจภาพยนตร์ และการฟื้นตัวของเศรษฐกิจในประเทศ เราคาดว่ากำไรจะเติบโตอย่างแข็งแกร่งที่ระดับ 14% สู่จำนวนสูงสุดเป็นประวัติการณ์ที่ 1.1 พันล้านบาทในปี 2558 BEC (ราคาเป้าหมายกลางปี 2559 ซึ่งคำนวณได้จากวิธี DCF ที่อยู่ 38 บาท) มีแนวโน้มได้รับประโยชน์มากที่สุดจากเศรษฐกิจฟื้นตัว ซึ่งจะส่งผลต่อเนื่องทำให้ยอดการใช้จ่ายโฆษณาปรับตัวเพิ่มขึ้น เนื่องจากเรตติ้งทีวีของบริษัทยังสูงกว่าคู่แข่งอย่างต่อเนื่อง เราเชื่อว่าผลการดำเนินงานทำจุดต่ำสุดไปแล้วในไตรมาส 2/58 และจะฟื้นตัวในช่วงครึ่งหลังปี 58 ผลการดำเนินงานจะฟื้นตัวดีขึ้นอย่างมากในปีหน้า ซึ่งเราคาดว่ากำไรจะเติบโต 15% สู่ 3.1 พันล้านบาทด้วยแรงหนุนจากเศรษฐกิจที่ปรับตัวดีขึ้นและขาดทุนน้อยลงจากธุรกิจทีวีดิจิทัล นอกจากนี้หุ้น BEC ก็ซื้อขายที่ valuation ระดับต่ำที่ PER ปี 2559 ระดับ 20 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
BEC	Buy	31.75	38.0	23.6	13.8	23.1	20.1	(18)	(40)	15	7.46	8.91	8.13	52	35	42	6.5	3.9	4.5	8.2	12.8	11.5	
MAJOR	Buy	31.25	36.0	18.8	28.2	24.8	22.5	11	14	10	4.34	4.32	4.20	16	17	19	3.5	3.6	4.0	13.9	13.3	12.3	
MCOT	Sell	9.05	10.0	11.8	12.4	67.5	50.7	(67)	(82)	33	0.78	0.78	0.77	6	1	2	7.3	1.3	1.8	8.0	16.5	16.6	
Average					18.1	38.5	31.1	(24)	(36)	20	4.19	4.67	4.37	25	18	21	5.8	2.9	3.4	10.0	14.2	13.4	

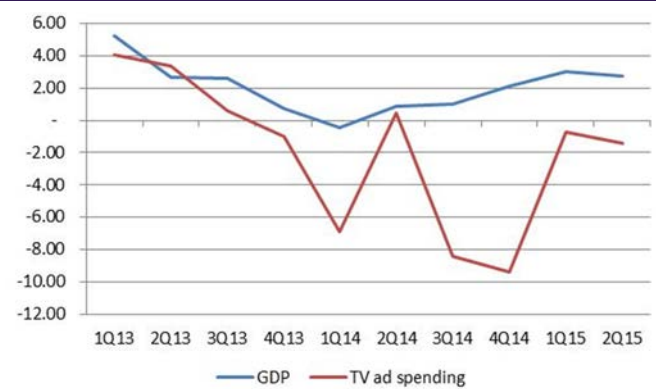
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: GDP growth forecast is better



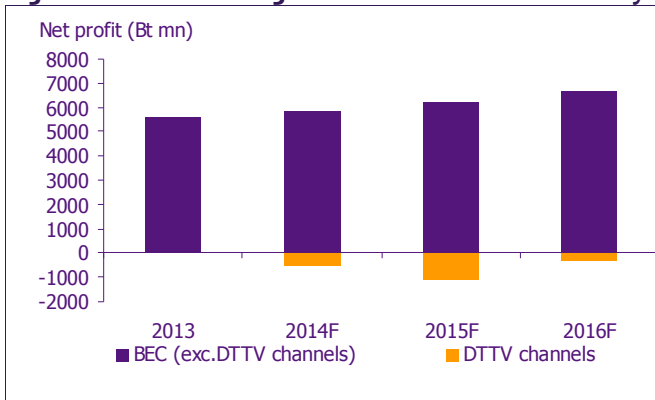
Source: SCB EIC and SCBS Investment Research

Figure 2: Recovery in GDP will bring ad spending back



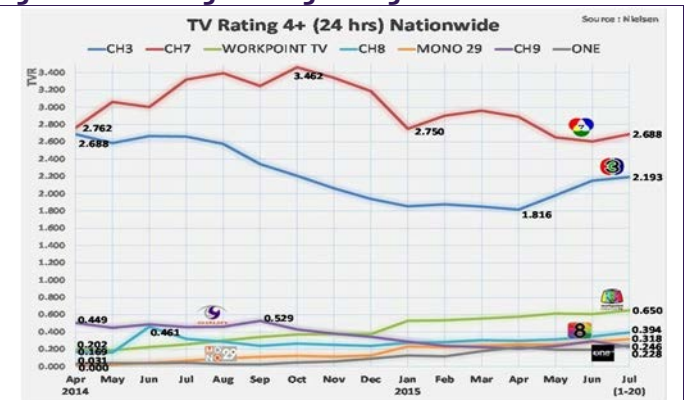
Source: SCBS Investment Research

Figure 3: BEC's earnings are on the road to recovery



Source: SCBS Investment Research

Figure 4: BEC's high ratings brings in advertisers



Source: NBTC; Nielsen; SCBS Investment Research

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

แนวโน้มดัชนีในไตรมาส 4/58

- ไตรมาส 3/58 รายได้ชะลอตัวเนื่องจากผู้ซื้อชะลอการโอนเพราะต้องการรอมาตรการกระตุ้นอสังหาฯ นอกจากนี้อุปทานใหม่และยอดขายก็ลดลงเพราะความเชื่อมั่นลดลง
- การเปิดตัวโครงการใหม่เพิ่มขึ้นจะสนับสนุนให้ยอดขายในไตรมาส 4/58 ปรับตัวเพิ่มขึ้น QoQ และรายได้จะทำจุดสูงสุดในไตรมาส 4/58 โดยได้รับปัจจัยหนุนจากการโอนอย่างราบรื่นหลังจากรัฐบาลประกาศมาตรการกระตุ้นอสังหาฯ และยอดขายรอรับรายได้สูง โดยรองรับรายได้ 93% ที่เราคาดการณ์ในปี 2558 และ 29% ในปี 2559

■ Top picks คือ LH และ LPN

อุปทานใหม่และยอดขายปรับตัวลดลงในไตรมาส 3/58 โครงการเปิดใหม่ในไตรมาส 3/58 ปรับตัวลดลง 18% YoY และ 32% QoQ สู่ 7.76 หมื่นล้านบาท โดยแบ่งเป็นบ้านแนวราบ 72% และคอนโด 38% AREA รายงานว่าอุปทานบ้านเดี่ยวเพิ่มขึ้นสามเท่า QoQ แต่ไม่มากพอชดเชยอุปทานคอนโดที่ลดลงมากถึง 66% เนื่องจากอุปทานใหม่ส่วนใหญ่เป็นบ้านแนวราบ ดังนั้นอัตราการขายเฉลี่ยในไตรมาส 3/58 จึงอยู่ในระดับต่ำเพียง 25% ต่ำสุดนับตั้งแต่ไตรมาส 1/55 โครงการเปิดใหม่ในช่วง 9 เดือนแรกปี 58 มีมูลค่า 2.88 แสนล้านบาท เพิ่มขึ้นเพียง 3% YoY ยอดขายรวมทั้งหมดของบริษัทพัฒนาที่อยู่อาศัยชั้นนำ 7 บริษัท (AP, LH, LPN, PS, QH, SIRI, และ SPALI) หดตัวลง 21% YoY และ 32% QoQ สู่ 3.87 หมื่นล้านบาทในไตรมาส 3/58 สอดคล้องกับอุปทานใหม่ที่ปรับตัวลดลง ยอดขายที่ลดลงส่วนใหญ่เกิดจากยอดขายคอนโดที่ปรับตัวลดลง 37% YoY และ 54% QoQ ในขณะที่ยอดขายบ้านแนวราบลดลงเพียง 8% YoY และ 5% QoQ ส่งผลทำให้ยอดขายในช่วง 9 เดือนแรกปี 58 มีจำนวน 1.34 แสนล้านบาท +9% YoY

ผลการดำเนินงานไตรมาส 3/58 อ่อนแอตามคาด แต่อัตรากำไรขั้นต้นดีขึ้น กำไรสุทธิโดยรวมของบริษัทพัฒนาโครงการที่อยู่อาศัยชั้นนำ 7 บริษัท ลดลง 13% YoY และ 5% QoQ สู่ 7.5 พันล้านบาทในไตรมาส 3/58 เนื่องจากผู้ซื้อชะลอการโอนเพราะต้องการรอมาตรการกระตุ้นอสังหาฯ ทำให้รายได้ชะลอตัว ปัจจัยบวก คือ อัตรากำไรขั้นต้นเพิ่มขึ้น 1% QoQ เพราะมีส่วนการรับรู้รายได้ลดลงจากโครงการที่มีอัตรากำไรขั้นต้นต่ำ กำไรสุทธิช่วง 9 เดือนแรกปี 58 มีจำนวน 2.05 หมื่นล้านบาท ลดลง 2% YoY และคิดเป็น 66% ของประมาณการกำไรทั้งปีของเรา และ 70% ของประมาณการกำไรทั้งปีของตลาด

ยอดขายรอรับรายได้ปรับตัวลดลง แต่คุณภาพยังดี ยอดขายรอรับรายได้โดยรวมมีจำนวน 1.52 แสนล้านบาท (คอนโด 88% และบ้านแนวราบ 12%) ณ เดือน ก.ย. -20% YoY และ -8% QoQ เมื่อบวกกับรายได้ที่รับรู้ในช่วง 9 เดือนแรกปี 59 พบว่า ยอดขายรอรับรายได้รองรับรายได้ 93% ที่เราคาดการณ์ไว้ในปี 2558 และ 29% ในปี 2559 ยอดขายรอรับรายได้ของ LPN PS และ SIRI รองรับรายได้ทั้งหมดที่เราคาดการณ์ไว้ในปี 2558 แล้ว ยอดขายรอรับรายได้ของ LH และ QH เพิ่มขึ้น QoQ ส่งผลสัญญาณถึงการรับรู้รายได้เพิ่มขึ้นในอนาคต อัตราส่วนเงินมัดจำต่อยอดขายรอรับรายได้ทรงตัวอยู่ที่ 8.5% ณ เดือน ก.ย.

ยอดขายจะปรับตัวเพิ่มขึ้น QoQ ในไตรมาส 4/58... เราคาดว่ายอดขายจะเพิ่มขึ้น 35% QoQ สู่ 5.1 หมื่นล้านบาทในไตรมาส 4/58 โดยได้รับปัจจัยหนุนจากการเปิดตัวโครงการใหม่เพิ่มทั้งคอนโดและบ้านแนวราบ ยอดขายเดือน ต.ค. เพิ่มขึ้นถึง 47% MoM สู่ 1.78 หมื่นล้านบาท และคาดว่าจะอยู่ในระดับทรงตัวในเดือน พ.ย. และน่าจะถึงระดับที่เราคาดการณ์ไว้ทั้งปี ยอดขายในช่วง 10 เดือนแรกปี 58 มีจำนวน 1.51 แสนล้านบาท +15% YoY และคิดเป็น 82% ของประมาณการยอดขายปี 2558 ของเรา

...การรับรู้รายได้จะเพิ่มขึ้น เนื่องจากมาตรการกระตุ้นอสังหาฯ รมทพมีผลบังคับใช้เมื่อวันที่ 28 ต.ค. 2558 จนถึงวันที่ 27 เม.ย. 2559 ดังนั้นเราจึงคาดว่าคอนโดจะเป็นไปอย่างราบรื่นมากขึ้นและรายได้จะเติบโต 23% QoQ สู่ 5.8 หมื่นล้านบาทในไตรมาส 4/58 LH กับ QH จะเป็นบริษัทที่รายงานรายได้เติบโตดีที่สุดทั้ง YoY และ QoQ ในไตรมาส 4/58 โดยได้รับปัจจัยหนุนจากยอดขายบ้านแนวราบและยอดขายคอนโดรอรับรายได้จำนวนมาก ยอดขายรอรับรายได้ทั้งหมด ณ เดือน ก.ย. รองรับรายได้ 93% ที่เราคาดการณ์ในปี 2558 และ 29% ในปี 2559

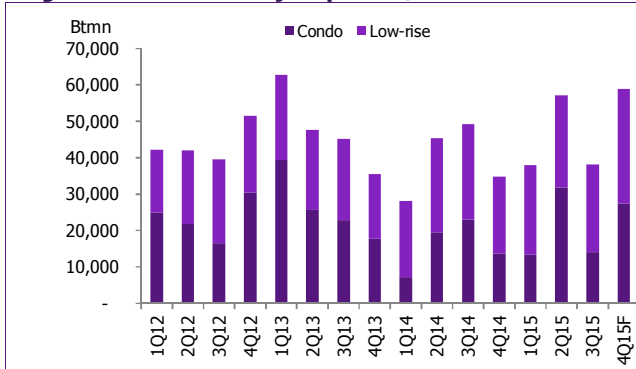
Top picks: LH และ LPN เราชอบ LH เพราะผลการดำเนินงานจะเติบโตก้าวกระโดดในไตรมาส 4/58 และต่อเนื่องถึงปีหน้า นอกจากนี้ LH จะบันทึกกำไรพิเศษ ~800 ล้านบาทจากการขายสินทรัพย์ในไตรมาส 4/58 ด้วย เราชอบ LPN เพราะกำไรแนวโน้มเติบโตในปี 2559

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	5.65	8.0	46.3	6.8	6.7	5.9	43	2	13	1.1	1.0	0.9	18	16	16	5.0	4.7	5.6	10.2	9.8	9.3
LH	Buy	9.35	12.0	34.1	14.8	17.0	13.7	(2)	(13)	24	2.4	2.4	2.3	18	14	17	7.0	5.7	5.8	10.9	13.2	13.6
LPN	Buy	17.60	22.0	29.9	12.9	10.3	8.6	(13)	25	20	2.5	2.2	1.9	20	23	24	4.5	4.9	5.8	12.0	9.3	7.5
PS	Neutral	27.00	29.0	11.1	9.0	9.0	8.5	15	0	6	2.0	1.8	1.5	24	21	19	3.7	3.7	3.9	10.2	10.4	9.4
QH	Buy	2.28	3.5	57.5	7.3	7.5	6.8	4	(3)	10	1.1	1.0	0.9	18	15	14	3.9	4.0	4.4	11.2	11.3	9.8
SIRI	Buy	1.65	2.4	52.4	5.9	8.1	6.4	18	(28)	27	0.9	0.9	0.8	12	11	13	7.3	6.9	7.6	16.3	14.7	11.9
SPALI	Neutral	19.20	19.0	3.7	7.4	7.3	7.1	55	0	4	1.9	1.6	1.4	28	24	21	5.2	4.8	5.7	8.6	8.5	8.3
Average					9.1	9.4	8.2	17	(2)	15	1.7	1.5	1.4	20	18	18	5.2	5.0	5.5	11.3	11.0	10.0

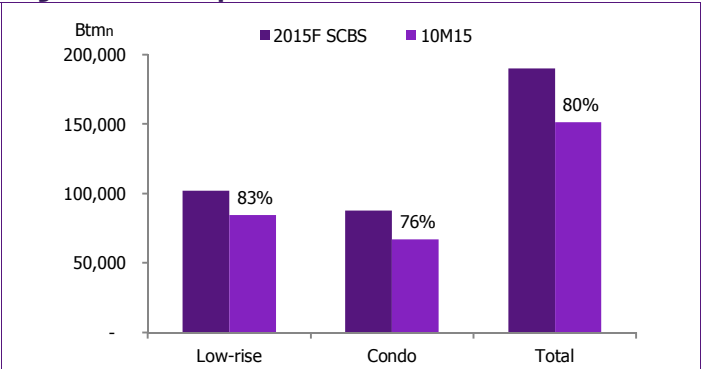
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: Presales to jump in 4Q15



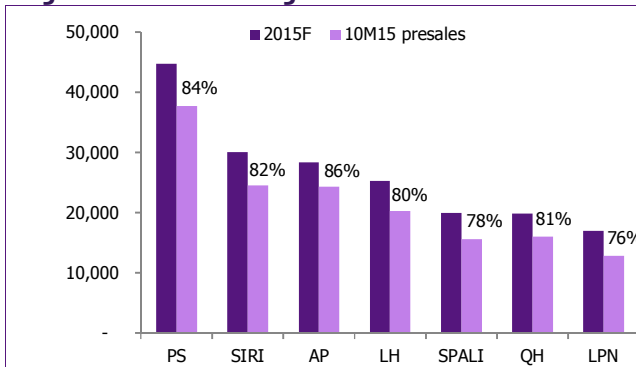
Source: AP, LH, LPN, PS, QH, SIRI, SPALI

Figure 2: 10M15 presales at 80% of SCBS 2015F



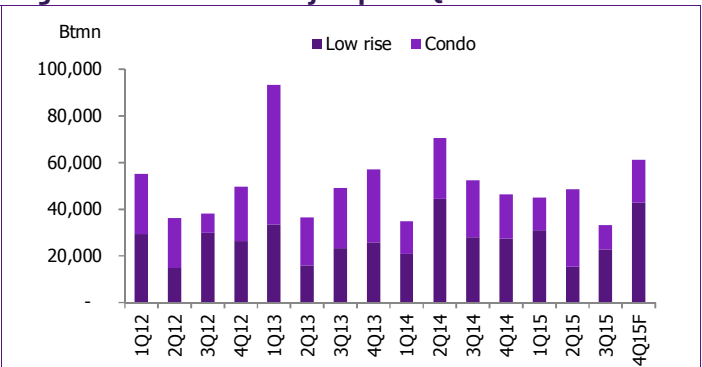
Source: AP, LH, LPN, PS, QH, SIRI, SPALI

Figure 3: Presales target versus 10M15



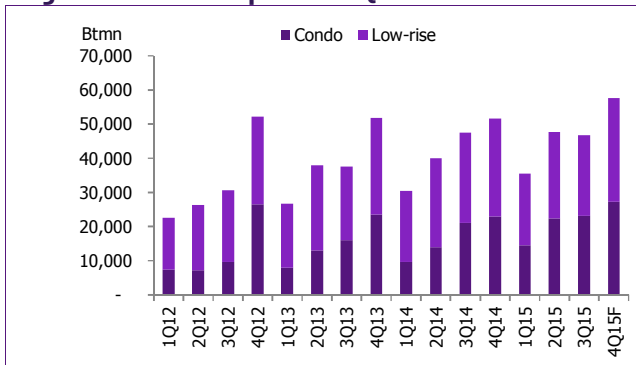
Source: AP, LH, LPN, PS, QH, SIRI, SPALI

Figure 4: New launches jump in 4Q15



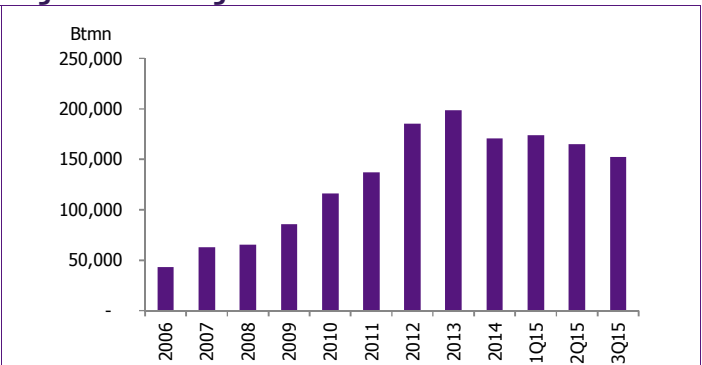
Source: AP, LH, LPN, PS, QH, SIRI, SPALI

Figure 5: Revenue peak in 4Q15



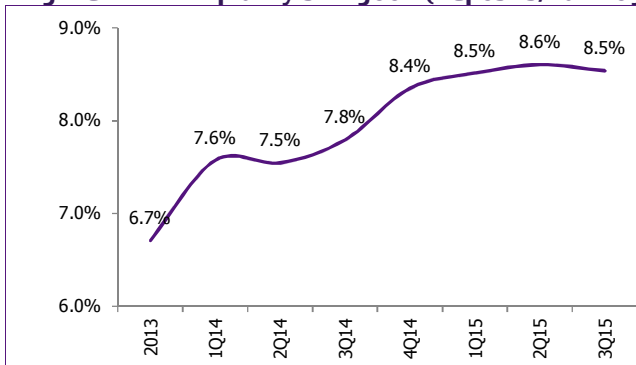
Source: AP, LH, LPN, PS, QH, SIRI, SPALI

Figure 6: Backlog down



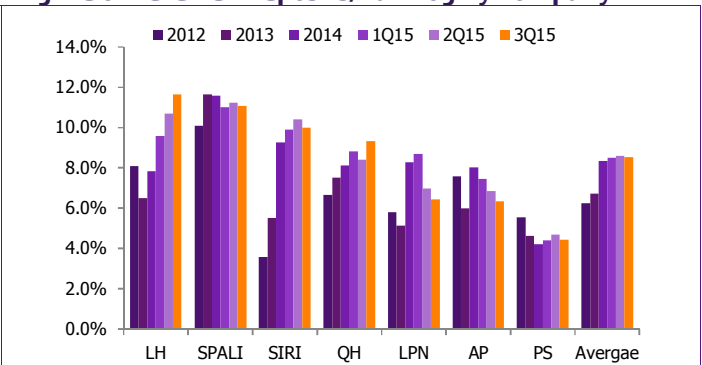
Source: AP, LH, LPN, PS, QH, SIRI, SPALI

Figure 7: ... but quality still good (deposits/backlog)



Source: Company

Figure 8: Received deposits/backlog by company



Source: Company

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

มุมมองที่เป็นกลาง; ASP ให้ผลตอบแทนจากเงินปันผลดีกว่า MBKET

- การเข้ามาของโบรกเกอร์ส่วนลด “SBITO” จะส่งผลกระทบต่อรายได้ค่านายหน้าของบริษัทหลักทรัพย์ โดยเฉพาะในภาวะที่มูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์เฉลี่ยต่อวันต่ำกว่าคาด
- ในช่วงที่ถดถอยปันผลกำลังใกล้เข้ามา เราชอบ ASP มากกว่า MBET เพราะ ASP ให้ผลตอบแทนจากเงินปันผลดีกว่า เนื่องจากผลประกอบการช่วงครึ่งหลังปี 58 ของ ASP จะได้รับปัจจัยหนุนจากรายได้ค่าธรรมเนียม IB ที่สูงขึ้น และได้รับผลกระทบจากการแข่งขันที่สูงขึ้นน้อยกว่า MBKET

ภัยคุกคามจากโบรกเกอร์รายใหม่ (โบรกเกอร์ส่วนลด) บริษัทหลักทรัพย์ เอสบีไอ ไทย ออนไลน์ จำกัด (SBITO) ซึ่งเริ่มดำเนินงานเมื่อวันที่ 16 ต.ค. เป็นคู่แข่งรายล่าสุดที่เข้ามาในธุรกิจหลักทรัพย์ หลังจากบริษัทหลักทรัพย์ เอเอสแอล จำกัด เริ่มดำเนินงานในเดือน พ.ค. และบริษัทหลักทรัพย์ แลนด์ แอนด์ เฮาส์ เริ่มดำเนินงานในไตรมาส 4/57 ในฐานะบริษัทร่วมทุนระหว่าง SBI Group ซึ่งเป็นผู้นำในการให้บริการการซื้อขายหลักทรัพย์และตราสารอนุพันธ์ผ่านระบบอินเทอร์เน็ตในประเทศญี่ปุ่น (ถือหุ้น 55%) กับบริษัทหลักทรัพย์ ฟินันซ่า จำกัด ทำให้ SBITO เป็นบริษัทหลักทรัพย์ที่ให้บริการซื้อขายหลักทรัพย์แบบออนไลน์เต็มรูปแบบรายที่สองของประเทศไทยตามหลังบริษัทหลักทรัพย์ เอเอสแอล จำกัด SBITO อนุญาตให้ลูกค้าเปิดบัญชีซื้อขายหลักทรัพย์และยื่นเอกสารที่จำเป็นได้ที่ร้านสะดวกซื้อ 7-Eleven ทั่วประเทศ และจัดโปรโมชั่นพิเศษด้วยการคิดค่าธรรมเนียมซื้อขายหลักทรัพย์เพียง 0.015-0.02% ของมูลค่าธุรกรรมเป็นเวลา 3 เดือนหลังจากเปิดทำการ เทียบกับอัตราปกติที่ 0.15% ซึ่งเป็นสาเหตุทำให้เกิดกระแสโจมตีเกิดขึ้นในกลุ่มโบรกเกอร์และเป็นปัจจัยคุกคามต่อบริษัทหลักทรัพย์ การแข่งขันที่สูงขึ้นจากโบรกเกอร์รายใหม่ส่งผลกระทบต่อ MBKET มากกว่า ASP โดยส่วนแบ่งการตลาดในไตรมาส 4/58 (ณ วันที่ 24 พ.ย.) ของ MBKET อยู่ในระดับทรงตัว QoQ ที่ 8.18% แต่ต่ำกว่าระดับ 9.2% ในช่วงครึ่งแรกปี 58 และ 10.56% ในปี 2557 อย่างมาก ขณะที่ส่วนแบ่งการตลาดของ ASP เพิ่มขึ้น 0.33% QoQ สู่ 3.30% ในไตรมาส 4/58 (ณ วันที่ 24 พ.ย.) แต่ต่ำกว่าระดับ 3.4% ในช่วงครึ่งแรกปี 58 และ 3.6% ในปี 2557 อยู่เล็กน้อย

ปรับสมมติฐานมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์เฉลี่ยต่อวันลดลงเล็กน้อย มูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์เฉลี่ยต่อวัน (ไม่รวมบัญชีบล.) YTD ณ วันที่ 24 พ.ย. อยู่ที่ 4.06 หมื่นล้านบาท ขณะที่มูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์เฉลี่ยต่อวัน (ไม่รวมบัญชีบล.) QTD ณ วันที่ 24 พ.ย. อยู่ที่ 3.7 หมื่นล้านบาท ลดลง 27% YoY แต่ทรงตัว QoQ เราปรับสมมติฐานมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์เฉลี่ยต่อวันในปี 2558 ลดลงเล็กน้อยจาก 4.1 หมื่นล้านบาท สู่ 4.0 หมื่นล้านบาท

คาดการณ์รายได้ค่าธรรมเนียม IB ของ ASP เพิ่มขึ้น เราคาดว่า ASP จะมีรายได้ค่าธรรมเนียมจากรุจกจิวนิชธนกิจ (IB) ที่ดีต่อเนื่องในไตรมาส 4/58 เนื่องจากบริษัทมีดีล IPO อย่างน้อย 2 ดีล คือ เจเอเอส แอสเซ็ท (J) มูลค่า 333 ล้านบาท และ แก้วแกน้อย ฟู้ดแอนด์มาร์เก็ตติ้ง (TKN) มูลค่า 1.44 พันล้านบาท ASP มีดีล IPO ของคอมเซเว่น (COM7) มูลค่า 1 พันล้านบาทในไตรมาส 3/58 ซึ่งหมายความว่ารายได้ค่าธรรมเนียม IB ในไตรมาส 4/58 ของ ASP จะเพิ่มขึ้น QoQ

คาด ASP ให้ผลตอบแทนจากเงินปันผลในช่วงครึ่งหลังปี 58 ดีกว่า MBKET เราคาดการณ์ในเบื้องต้นว่ากำไรไตรมาส 4/58 ของ ASP จะลดลง 25% YoY แต่เพิ่มขึ้น 59% QoQ สู่ 136 ล้านบาท ดังนั้นเราคาดว่าเงินปันผลในช่วงครึ่งหลังปี 58 จะอยู่ที่ 0.11 บาท/หุ้น คิดเป็นผลตอบแทนจากเงินปันผล 3% สำหรับ MBKET เราคาดการณ์ในเบื้องต้นว่ากำไรไตรมาส 4/58 จะลดลงถึง 60% YoY แต่เพิ่มขึ้น 6% QoQ สู่ 212 ล้านบาท ดังนั้นเราคาดว่าเงินปันผลในช่วงครึ่งหลังปี 58 จะอยู่ที่ 0.5 บาท/หุ้น คิดเป็นผลตอบแทนจากเงินปันผล 2% ทั้งนี้เราใช้สมมติฐานอัตราการจ่ายเงินปันผลปี 2558 ที่ 85% เท่ากันทั้งสองบริษัท

ปรับราคาเป้าหมายของ MBKET ลดลง โดยเปลี่ยนมาใช้ราคาเป้าหมายปี 2559 เราเปลี่ยนมาใช้ราคาเป้าหมายปี 2559 โดยที่เรายังคงราคาเป้าหมายของ ASP ไว้ที่ 3.7 บาท แต่ปรับราคาเป้าหมายของ MBKET ลดลงจาก 23 บาท สู่ 22 บาท เพราะส่วนแบ่งการตลาดของบริษัทมีแนวโน้มปรับลดลง

มีมุมมองที่เป็นกลางต่อกลุ่มหลักทรัพย์ แต่ชอบ ASP มากกว่า MBKET เรามีมุมมองที่เป็นกลางต่อกลุ่มหลักทรัพย์ เนื่องจากปัจจุบันเราคาดการณ์ถึงผลตอบแทนจากเงินปันผลในระดับปานกลาง เราจึงยังคงชอบ ASP มากกว่า MBKET เพราะเหตุผล 3 ข้อ 1) ASP มีแนวโน้มให้ผลตอบแทนจากเงินปันผลสูงกว่า MBKET ทั้งในช่วงครึ่งหลังปี 58 และปี 2559 2) เราคาดว่า ASP จะมีรายได้ค่าธรรมเนียม IB เพิ่มขึ้นในช่วงครึ่งหลังปี 58 แต่รายได้ค่าธรรมเนียม IB ของ MBKET จะลดลง และ 3) ASP ได้รับผลกระทบจากการแข่งขันที่สูงขึ้นจากโบรกเกอร์รายใหม่ต่ำกว่า MBKET เนื่องจาก ASP มีแหล่งรายได้ที่กระจายตัวมากกว่า

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	Neutral	3.62	3.7	8.6	9.2	13.3	12.0	(22)	(31)	11	1.7	1.7	1.6	18	13	14	8.8	6.4	7.1
MBKET	Neutral	22.90	22.0	2.6	10.3	12.9	12.8	(13)	(20)	1	2.7	2.6	2.6	25	21	20	7.2	6.6	6.7
Average					9.8	13.1	12.4	(17)	(25)	6	2.2	2.2	2.1	22	17	17	8.0	6.5	6.9

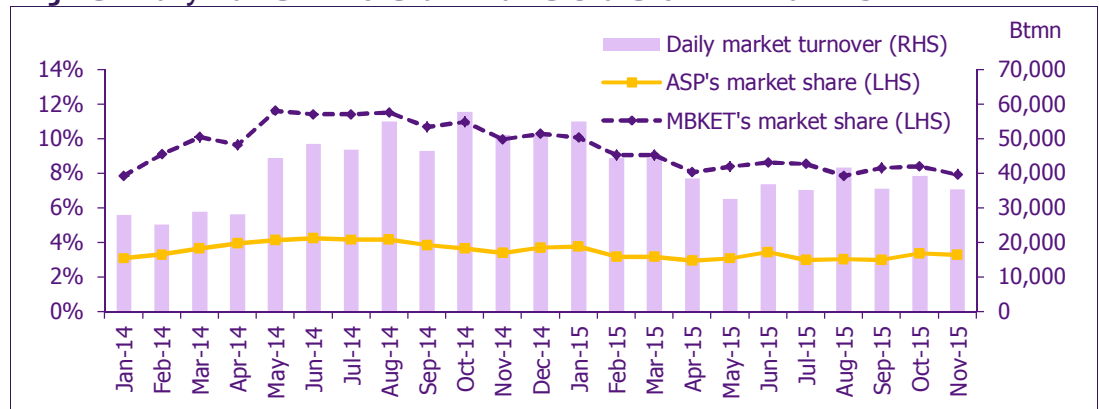
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: Target price sensitivity to turnover

	ASP	MBKET
Target price at 2016F various daily mkt. turnover		
Bt37bn	3.4	19
Bt40bn — base case	3.7	22
Bt43bn	4.0	25
2016F EPS (Bt) at 2016F various daily mkt. turnover		
Bt37bn	0.28	1.57
Bt40bn — base case	0.30	1.79
Bt43bn	0.33	2.02
2016F DPS (Bt) at 2016F various daily mkt. turnover		
Bt37bn	0.24	1.33
Bt40bn — base case	0.26	1.52
Bt43bn	0.28	1.72
Dividend payout	85%	85%
Target PE (x)	12.1	12.1

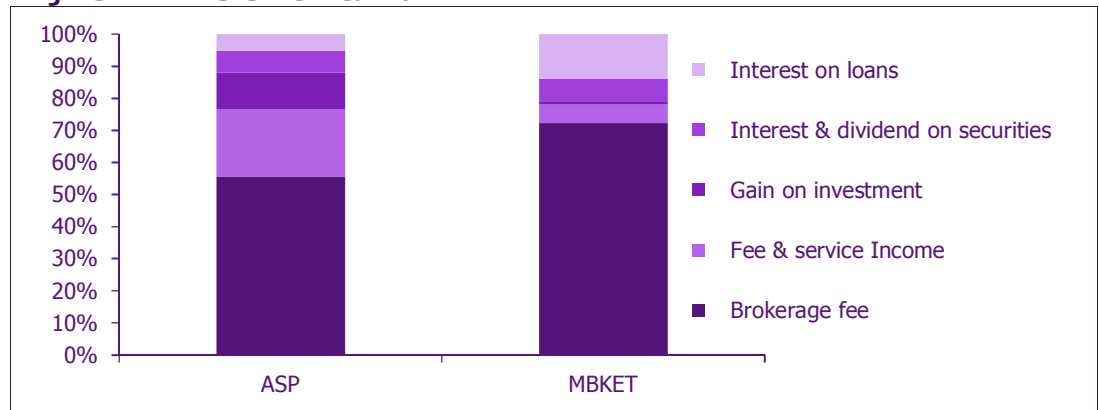
Source: SCBS Investment Research

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 นาวาตน์
นักวิเคราะห์การลงทุนวิจัยพื้นฐาน
ด้านหลักทรัพย์
0-2949-1007
phatipak.navawatana@scb.co.th

จับตาการประมูลคลื่น 900MHz

- การประมูลใบอนุญาตคลื่นความถี่ 900MHz จะแข่งขันกันอย่างรุนแรง; ปรับสมมติฐานราคาใบอนุญาตเพิ่มขึ้นจาก 2 หมื่นล้านบาท สู่ 4 หมื่นล้านบาท
- ADVANC กับ DTAC จะชนะการประมูล; TRUE อาจเป็นม้ามืด
- TRUE ยังคงเป็น top picks ของเรา

การประมูลคลื่น 1800MHz สิ้นสุดแล้ว จับตาประมูลคลื่น 900MHz การประมูลใบอนุญาตคลื่นความถี่ 900MHz จะเกิดขึ้นในวันที่ 15 ธ.ค. การประมูลครั้งนี้จะมีใบอนุญาต 2 ใบ และผู้ผ่านคุณสมบัติเข้าร่วมการประมูล (ADVANC DTAC TRUE และ JAS) เหมือนกับคลื่น 1800MHz ขณะที่ความแตกต่างอยู่ที่ราคาเริ่มต้นสำหรับใบอนุญาต (12,864 ล้านบาท เทียบกับ 15,912 ล้านบาท) และ bandwidth ของใบอนุญาต (ใบอนุญาตคลื่นความถี่ 900MHz แต่ละใบ จะมี bandwidth เพียง 10MHz ขณะที่ใบอนุญาตคลื่นความถี่ 1800MHz มี bandwidth 15MHz) ADVANC กับ DTAC มีแนวโน้มที่จะชนะการประมูล และจ่ายค่าใบอนุญาตในราคา 4 หมื่นล้านบาท (สูงกว่าราคาเริ่มต้น 310%)

ทำไมจึงคาดว่า ADVANC กับ DTAC จะชนะการประมูล ADVANC ต้องชนะการประมูลใบอนุญาตคลื่นความถี่ 900MHz เนื่องจากลูกค้า 2G ของบริษัทยังใช้คลื่นความถี่นี้อยู่ โดยสร้างรายได้ประมาณ 1.6-2 พันล้านบาท/ไตรมาส (หรือประมาณ 7.5 พันล้านบาท/ปี) ด้วยฐานะการเงิน (งบดุลและกระแสเงินสด) ที่แข็งแกร่งและเพื่อให้ธุรกิจดำเนินต่อไป ADVANC น่าจะได้ใบอนุญาตคลื่นความถี่ 900MHz มา 1 ใบ ขณะที่ DTAC มีแรงจูงใจให้ต่อสู้เพื่อให้ได้มาซึ่งใบอนุญาตคลื่นความถี่ 900MHz มากกว่าใบอนุญาตคลื่นความถี่ 1800MHz เนื่องจากสัมปทานคลื่นความถี่ต่ำ (850MHz) ของบริษัทจะหมดอายุในปี 2561 และการดำเนินงานด้วยประสิทธิภาพสูงสุดจำเป็นต้องมีทั้งคลื่นความถี่ต่ำและสูง

ปรับราคาประมูลสุดท้ายเพิ่มขึ้นเป็น 4 หมื่นล้านบาท เมื่อพิจารณาจากการแข่งขันรุนแรงในการประมูลใบอนุญาตคลื่นความถี่ 1800MHz เราจึงปรับสมมติฐานราคาใบอนุญาตคลื่นความถี่ 900MHz เพิ่มขึ้นเท่าตัวจาก 2 หมื่นล้านบาท สู่ 4 หมื่นล้านบาท เท่ากับราคาใบอนุญาตคลื่นความถี่ 1800MHz เราประเมินผลกระทบทางการเงินต่อ ADVANC ไว้ใน Figure 1 และ DTAC ไว้ใน Figure 2

TRUE อาจเป็นม้ามืด ทุกคนคาดว่า ADVANC กับ DTAC จะชนะการประมูลใบอนุญาตคลื่นความถี่ 900MHz แต่อาจจะมีเซอร์ไพรส์เกิดขึ้นถ้า TRUE (ไม่ใช่ JAS) ชนะการประมูล และทำให้ DTAC เป็นผู้พ่ายแพ้ เนื่องจากผู้ให้บริการหันมาใช้บริการรับส่งข้อมูลมากขึ้น ดังนั้น bandwidth จึงเป็นสิ่งสำคัญ โดยสามารถเปรียบเทียบได้กับถนน ยิ่งกว้าง (bandwidth) ก็จะทำให้รองรับการจราจรได้มากขึ้นและเดินทางได้เร็วขึ้น เช่นเดียวกัน bandwidth ที่มากขึ้นก็ยิ่งทำให้การอัปโหลด/ดาวน์โหลดข้อมูลทำได้เร็วขึ้นและคุณภาพโครงข่ายดีขึ้น หาก TRUE ชนะการประมูลใบอนุญาตคลื่นความถี่ 900MHz ก็จะทำให้บริษัทมี bandwidth ในทุกคลื่นความถี่มากที่สุดรวม 55MHz (บนคลื่นความถี่ย่าน 850MHz, 900MHz, 1800MHz, และ 2100MHz) รวมถึงมีส่วนผสมคลื่นความถี่ต่ำและสูงดีที่สุด การได้ใบอนุญาตคลื่นความถี่ 900MHz มาจะทำให้คุณภาพโครงข่ายของ TRUE แข็งแกร่งมากขึ้นและครอบคลุมประชากรเพิ่มมากขึ้นโดยเฉพาะในพื้นที่ต่างจังหวัด เราแสดงผลกระทบต่อสถานะทางการเงินของ TRUE ไว้ใน Figure 3

หลังจากชำระคืนเงินกู้ธนาคารหมดตอนสิ้นปี 2557 TRUE ก็ไม่ต้องปฏิบัติตามเงื่อนไขในการกู้ยืมอีกต่อไป อย่างไรก็ตาม บริษัทตั้งเป้าอัตราส่วนหนี้สินสุทธิต่อ EBITDA ไว้ที่ระดับต่ำกว่า 2 เท่า ดังนั้นเราจะไม่แปลกใจถ้า TRUE เพิ่มทุนเพื่อนำเงินมาใช้สนับสนุนการประมูลใบอนุญาต

JAS จะสู้ แต่ยากที่จะผ่าน DTAC กับ TRUE มาได้ JAS จำเป็นต้องได้ใบอนุญาต 1 ใบ (1800MHz หรือ 900MHz) เพื่อรุกตลาดบริการโทรศัพท์เคลื่อนที่ และครั้งนี้อาจจะเป็นโอกาสสุดท้ายหลังจากบริษัทพ่ายแพ้การประมูลใบอนุญาตคลื่นความถี่ 1800MHz ดังนั้นหมายความว่า JAS อาจจะเสนอราคาประมูลใบอนุญาตคลื่นความถี่ 900MHz ในราคาสูงเพื่อต่อสู้ให้ได้มาซึ่งใบอนุญาต 1 ใบ แต่เนื่องจากมูลค่าของคลื่นความถี่ 900MHz สำหรับผู้ให้บริการรายเดิม (DTAC TRUE หรือกระทั่ง ADVANC) นั้นมีมากกว่ามูลค่าสำหรับ JAS อย่างมาก เพราะจำเป็นต้องให้ธุรกิจดำเนินต่อไป ผู้ให้บริการรายเดิมก็จะต่อสู้อย่างหนักเช่นกัน ดังนั้นเราจึงมองว่าเป็นเรื่องยากที่ JAS จะชนะการประมูล

TRUE ยังคงเป็น top pick ในกลุ่มสื่อสาร เรายืนยันคำแนะนำ “ซื้อ” ADVANC ด้วยราคาเป้าหมาย 255 บาท ราคาหุ้น ADVANC ที่ปรับตัวลดลงสะท้อนถึงการแข่งขันรุนแรงในการประมูลใบอนุญาตคลื่นความถี่ 1800MHz และคาดว่าจะเกิดเหตุการณ์เดียวกันนี้เกิดขึ้นอีกในการประมูลใบอนุญาตคลื่นความถี่ 900MHz ปัจจุบันเราใช้สมมติฐานราคาใบอนุญาตที่ 4 หมื่นล้านบาทสำหรับ ADVANC และราคาเป้าหมายใหม่ที่เราคำนวณได้จากวิธี DCF ยังสูงกว่าราคาปัจจุบัน สำหรับ TRUE เรายังคงคำแนะนำ “ซื้อ” ด้วยราคาเป้าหมาย 16.2 บาท เนื่องจากคาดว่า TRUE จะมีส่วนแบ่งตลาดรายได้เพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง ส่วน DTAC เรายังคงคำแนะนำ “Neutral” ด้วยราคาเป้าหมาย 56.5 บาท

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	198.50	255.0	34.9	16.4	15.6	15.4	(1)	5	2	12.6	12.4	12.3	78	80	80	6.0	6.4	6.5	9.1	8.7	7.6	
DTAC	Neutral	48.00	56.5	23.9	10.6	17.8	20.6	(1)	(40)	(14)	3.5	3.1	2.8	33	18	14	14.4	6.2	5.3	4.6	5.7	6.4	
TRUE	Buy	8.35	16.2	94.2	n.m.	227.0	40.6	92	n.m.	459	2.9	2.9	2.8	(5)	1	7	0.0	0.2	1.2	14.6	12.6	11.3	
Average					13.5	86.8	25.5	30	(18)	149	6.3	6.1	5.9	35	33	34	6.8	4.3	4.4	9.4	9.0	8.4	

Source: SCBS Investment Research

Figure 1: ADVANC financial impact from new license cost at Bt40bn up from Bt20bn

	New assumption	Old assumption	% change
License cost (Bt mn)	40,000	20,000	100%
Impact on valuation			
Target price (Bt/share)	255.00	262.00	-3%
Impact on earnings			
Earnings (Bt mn)	38,311	40,444	-5%
Amortization expense (Bt mn)	23,806	22,473	6%
Interest expense (Bt mn)	3,166	2,366	34%
Impact on financial status			
Net debt to EBITDA (times)	1.59	1.02	56%
Net debt to Equity ratio (times)	2.93	1.88	56%

Source: SCBS Investment Research

Figure 2: DTAC financial impact from new license cost at Bt40bn up from Bt20bn

	New assumption	Old assumption	% change
License cost (Bt mn)	40,000	20,000	100%
Impact on valuation			
Target price (Bt/share)	56.5	65.0	-13%
Impact on earnings			
Earnings (Bt mn)	5,522	7,655	-28%
Amortization expense (Bt mn)	19,621	18,288	7%
Interest expense (Bt mn)	2,670	1,870	43%
Impact on financial status			
Net debt to EBITDA (times)	2.14	0.71	200%
Net debt to Equity ratio (times)	2.15	0.72	200%

Source: SCBS Investment Research

Figure 3: Impact if TRUE wins the 900MHz license

	Winning 900MHz	No 900MHz	% change
License cost (Bt mn)	40,000	-	
Impact on valuation			
Target price (Bt/share)	14.57	16.20	-10%
Impact on earnings			
Earnings (Bt mn)	785	5,052	-84%
Amortization expense (Bt mn)	24,203	21,536	12%
Interest expense (Bt mn)	6,303	4,703	34%
Impact on financial status			
Net debt to EBITDA (times)	4.85	3.24	50%
Net debt to Equity ratio (times)	1.64	1.09	50%

Source: SCBS Investment Research

รวีบุษ ปิยะกรียงไกร

นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1002

raweenuch.piyakriengkai@scb.co.th

จำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติจะกำลังเติบโตใหม่ทุกปี

- ข้อมูลเชิงสถิติล่าสุดของอุตสาหกรรมท่องเที่ยวยืนยันว่าจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติที่เดินทางเข้ามาในประเทศไทยจะทำจุดสูงสุดใหม่ในปี 2558 และจะเติบโตอย่างต่อเนื่องในปีหน้า
- ภาพรวมอุตสาหกรรมที่เป็นบวกหมายความว่าปี 2559 จะเป็นปีที่ดีอีกปีหนึ่งของหุ้นที่เกี่ยวข้องกับการท่องเที่ยว

■ ขอบหุ้น laggard plays ที่ผลประโยชน์การมีแนวโน้มปรับตัวดีขึ้น: ERW และ AOT

จำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติที่เดินทางเข้ามาในประเทศไทยจะทำสถิติสูงสุดในปี 2558-59 นักท่องเที่ยวต่างชาติเดินทางเข้ามาในประเทศไทยในช่วง 10 เดือนแรกปี 58 จำนวน 24.3 ล้านคน เพิ่มขึ้น 24% YoY และใกล้เคียงตัวเลขทั้งปี 2557 แล้ว เรายังคงคาดว่าจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติที่เดินทางเข้ามาในประเทศไทยจะทำสถิติสูงสุดที่ 30 ล้านคนในปี 2558 (+21% YoY) และ 33 ล้านคนในปี 2559 (+10% YoY) ตลาดระยะใกล้เป็นตลาดหลัก โดยเฉพาะจีน ซึ่งเราคาดว่าจะเป็ตลาดที่มีนักท่องเที่ยวเดินทางเข้ามาในประเทศไทยจำนวน 8 ล้านคนในปี 2558 (+73% YoY) และ 9.5 ล้านคนในปี 2559 (+19% YoY) เรามองว่าการเปิดประชาคมเศรษฐกิจอาเซียน (AEC) ในปี 2558 จะเป็นประตูที่เปิดทางไปสู่โอกาสเติบโตที่กว้างมากขึ้นในภูมิภาคอาเซียนซึ่งมีประชากรจำนวนมากกว่า 600 ล้านคน และเศรษฐกิจที่กำลังเติบโตจะช่วยกระตุ้นให้มีการเดินทางภายในภูมิภาคเพิ่มมากขึ้น จำนวนนักท่องเที่ยวจากกลุ่มประเทศ AEC ในช่วง 10 เดือนแรกปี 58 คิดเป็น 27% ของจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติทั้งหมดที่เดินทางเข้ามาในประเทศไทย

ปัจจัยกระตุ้นรายได้ – ขึ้น ARR ในช่วง 9 เดือนแรกปี 58 ผู้ประกอบการโรงแรมรายงานอัตราการเข้าพักในระดับสูงที่ 72% สำหรับ MINT (โรงแรมในกรุงเทพฯ), 74% สำหรับ ERW, และ 80% สำหรับ CENTEL เนื่องจากนักท่องเที่ยวที่เพิ่มขึ้นช่วยสนับสนุนให้อัตราการเข้าพักโรงแรมอยู่ในระดับสูง ดังนั้นเราเชื่อว่าผู้ประกอบการโรงแรมจะสามารถขึ้นอัตราค่าห้องพักเฉลี่ย (ARR) ซึ่งเป็นปัจจัยอันดับสองที่ช่วยกระตุ้นให้รายได้เฉลี่ยต่อห้องพัก (RevPar) เติบโตโดยไม่มีต้นทุนส่วนเพิ่ม เราคาดว่า ARR เฉลี่ยในปี 2559 จะเติบโต 5% เทียบกับค่าเฉลี่ย -2% ในช่วง 9 เดือนแรกปี 58 เรายังคงมุมมองที่ว่าในระยะยาวช่วงไฮซีซั่นและโลว์ซีซั่นของการท่องเที่ยวในประเทศไทยจะมีความแตกต่างกันน้อยลงโดยได้รับการเติมเต็มจากจำนวนนักท่องเที่ยวระยะใกล้ที่เพิ่มขึ้น โดยเฉพาะนักท่องเที่ยวจากจีน ซึ่งจะเปิดโอกาสให้ ARR และ RevPar ปรับตัวเพิ่มขึ้นแม้ในช่วงโลว์ซีซั่น การดำเนินธุรกิจในช่วงโลว์ซีซั่นได้อย่างแข็งแกร่งมากขึ้นหมายความว่าผลการดำเนินงานโดยรวมจะปรับตัวดีขึ้น การวิเคราะห์ความอ่อนไหวพบว่าการเปลี่ยนแปลงทุกๆ 1% ใน RevPar จากระดับที่เราตั้งสมมติฐานไว้จะส่งผลกระทบต่อกำไรปกติปี 2559 ของ ERW 7%, CENTEL 3%, และ MINT 2% ERW ได้มีการเปลี่ยนแปลงมากที่สุดเพราะบริษัททำธุรกิจโรงแรมเป็นหลัก

ผลประโยชน์การมีแนวโน้มปรับตัวดีขึ้น หลังจากผลประโยชน์การปี 2558 ปรับตัวดีขึ้นจากฐานต่ำในปี 2557 ที่มีสาเหตุมาจากสถานการณ์ความไม่สงบทางการเมือง เราคาดว่าไม่เต็มผลประโยชน์การของกลุ่มท่องเที่ยวจะเติบโตอย่างแข็งแกร่งต่อเนื่องในปี 2559 ที่ 17% YoY ERW มีแนวโน้มที่จะรายงานผลประโยชน์การเติบโตสูงที่สุดที่ 75% YoY ทั้งนี้เป็นเพราะว่า ERW มีแนวโน้มได้ประโยชน์จากอุตสาหกรรมท่องเที่ยวไทยที่กำลังเติบโตมากที่สุด และผลประโยชน์การปี 2558 จะได้รับผลกระทบบางส่วนจากเหตุระเบิดที่ศาลพระพรหมเอราวัณ

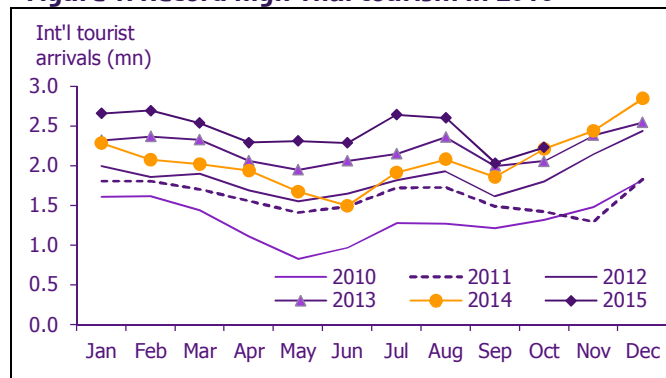
Top picks: ERW และ AOT นักลงทุนที่กำลังมองหาหุ้นที่มีแนวโน้มได้ประโยชน์มากที่สุดจากอุตสาหกรรมท่องเที่ยวไทยที่กำลังเติบโตควรเลือกลงทุนใน ERW แม้โดยปกติแล้ว MINT และ CENTEL มักจะถูกใช้เป็นตัวแทนหุ้นที่ได้ประโยชน์จากแนวโน้มดังกล่าวเพราะมี market cap ขนาดใหญ่และสภาพคล่องการซื้อขายมากกว่า ERW แต่ผลประโยชน์การของสองบริษัทนี้มีส่วนแบ่งกำไรจากธุรกิจอื่น ๆ รวมอยู่ด้วย ในขณะที่เราเชื่อว่าตลาดยังไม่ได้รับรู้ผลการดำเนินงานที่มีแนวโน้มปรับตัวดีขึ้นของ ERW และกำไรที่อยู่ในแนวโน้มขาขึ้น เนื่องจาก ERW ยังคงเป็นหุ้น laggard play ในกลุ่มโรงแรม โดยในช่วง 1 ปีที่ผ่านมา ราคาหุ้น ERW ปรับตัวลดลง 17% CENTEL ที่ +25% และ MINT ที่ +4% ราคาหุ้น AOT ปรับตัวขึ้นมาแล้ว 11% นับตั้งแต่ที่เราเลือกเป็น top pick ประจำไตรมาส 4/58 และเราคาดว่าราคาหุ้นจะปรับตัวขึ้นได้อีกเมื่อพิจารณาจากแนวโน้มอุตสาหกรรมท่องเที่ยวไทยที่แข็งแกร่งและแนวโน้ม upside ของกำไรจากรายได้ค่าสัมปทานที่เพิ่มขึ้นอันเป็นผลมาจากการมีพื้นที่เชิงพาณิชย์เพิ่มมากขึ้นหลังจากเปิดอาคารผู้โดยสารหลังใหม่ที่สนามบินดอนเมือง (ธ.ค. 58) และสนามบินภูเก็ต (ก.พ. 59)

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
AOT	Buy	311.00	360.0	17.3	33.1	25.5	21.8	21	30	17	4.1	3.7	3.3	13	15	16	1.2	1.6	1.8	17.3	14.2	12.3
AAV	Buy	4.66	7.0	51.7	198.5	15.0	13.4	(87)	n.m.	12	1.2	1.1	1.0	1	7	8	0.0	1.5	1.9	21.3	6.9	5.6
NOK	Buy	7.10	9.5	33.8	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	(45)	68	1.2	1.5	1.6	(11)	(20)	(7)	0.0	0.0	0.0	(3.6)	(7.3)	24.4
THAI	Neutral	9.15	11.0	20.2	n.m.	n.m.	n.m.	(484)	75	96	0.5	0.8	0.8	(45)	(17)	(1)	0.0	0.0	0.0	53.6	10.0	7.3
Average					115.8	20.2	17.6	(184)	20	48	1.7	1.8	1.7	(11)	(4)	4	0.3	0.8	0.9	22.2	5.9	12.4

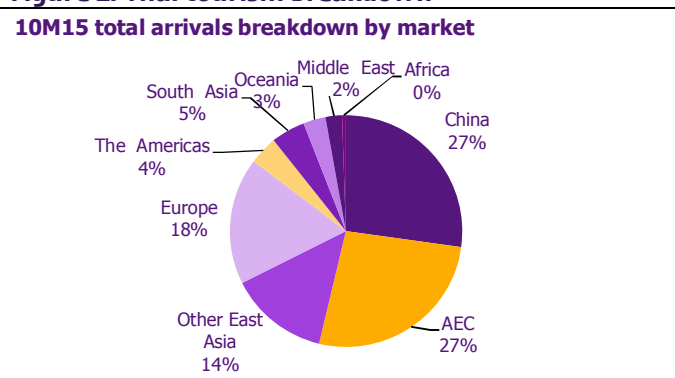
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: Record high Thai tourism in 2016



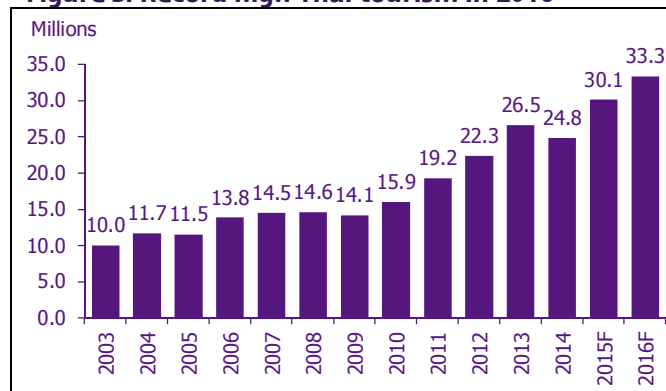
Source: Department of Tourism, Thailand and SCBS Investment Research

Figure 2: Thai tourism breakdown



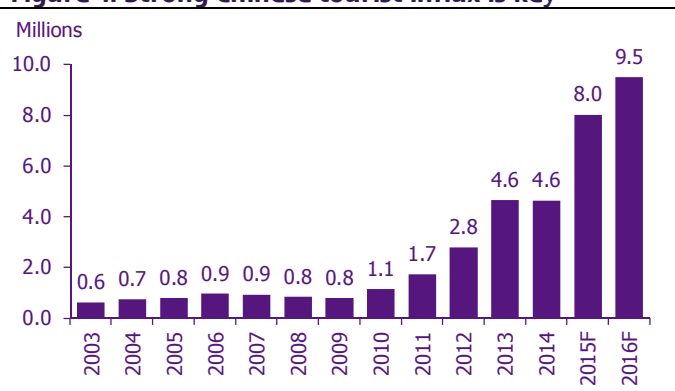
Source: Department of Tourism, Thailand and SCBS Investment Research

Figure 3: Record high Thai tourism in 2016



Source: Department of Tourism, Thailand and SCBS Investment Research

Figure 4: Strong Chinese tourist influx is key



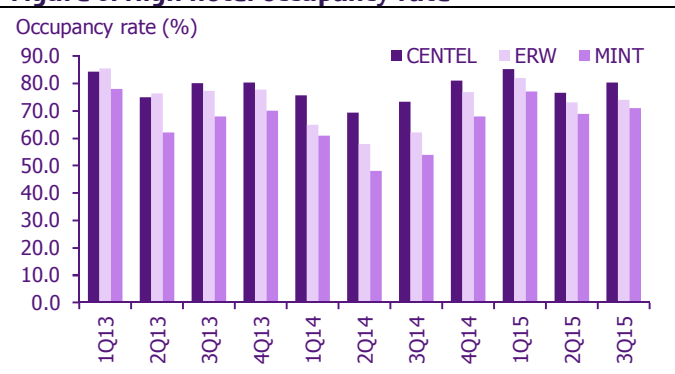
Source: Department of Tourism, Thailand and SCBS Investment Research

Figure 5: Low seasons are stronger



Source: Department of Tourism, Thailand and SCBS Investment Research

Figure 6: High hotel occupancy rate



Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 7: Price performance vs. core earnings

	Price performance (%)					Core earnings (Bt mn)				
	1-mth	3-mth	6-mth	12-mth	YTD	9M14	9M15	% YoY	2015F	2016F
AOT	3.3	14.3	4.4	14.8	10.3	9,914	12,657	27.7	15,627	18,263
CENTEL	14.2	30.1	23.8	24.6	42.7	712	1,374	93.1	1,766	1,973
ERW	2.0	11.9	-6.3	-16.5	-10.8	-222	94	NM	244	427
MINT	9.5	35.3	14.0	4.0	16.8	2,714	2,901	6.9	4,611	5,369

Source: SET and SCBS Investment Research



Company	Rec.	Price (Bt)	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	988	1,216							6.6	13.2	11.1				1.49	1.46	1.35	22%	11%	12%
GFPT	U/R *	10.50	U/R		12.4	1,996	988	1,216	1.59	0.79	0.95	33%	-50%	20%	6.6	13.2	11.1	7.1	7.2	7.8	1.49	1.46	1.35	22%	11%	12%
Automotive						2,136	2,354	2,471							11.6	11.0	9.6				1.11	1.01	0.96	10%	10%	11%
AH	U/R *	12.90	U/R		12.9	371	365	441	1.15	1.14	1.42	-32%	-1%	24%	11.2	11.3	9.1	17.6	19.1	19.5	0.73	0.68	0.66	7%	7%	7%
SAT	U/R *	17.30	U/R		19.6	650	655	746	1.53	1.54	1.74	-20%	1%	13%	11.3	11.2	9.9	12.3	13.3	14.2	1.41	1.31	1.22	13%	12%	13%
STANLY	U/R *	178.00	U/R		194.0	1,115	1,333	1,284	14.55	16.99	18.28	-21%	17%	8%	12.2	10.5	9.7	149.0	168.0	175.6	1.19	1.06	1.01	10%	11%	11%
Banking						22.9									10.5	10.3	9.4				1.27	1.15	1.06	14%	12%	12%
Large Banks																										
BBL	Buy	170.00	190.00	11.8	186.6	36,322	35,074	34,775	19.03	18.37	18.22	1%	-3%	-1%	8.9	9.3	9.3	169.5	187.6	199.3	1.00	0.91	0.85	12%	10%	9%
KBANK	Buy	168.50	215.00	27.6	206.7	46,153	40,155	44,081	19.28	16.78	18.42	12%	-13%	10%	8.7	10.0	9.1	107.4	120.2	134.1	1.57	1.40	1.26	19%	15%	14%
KTB	Buy	17.10	20.00	17.0	19.0	34,078	28,475	30,934	2.44	2.04	2.21	0%	-16%	9%	7.0	8.4	7.7	16.6	17.7	19.2	1.03	0.96	0.89	16%	12%	12%
Mid/small banks																										
BAY	Sell	33.50	30.00	(10.4)	32.1	14,170	17,827	20,219	2.33	2.42	2.75	19%	4%	13%	14.4	13.8	12.2	21.6	26.7	28.8	1.55	1.25	1.16	11%	11%	10%
KKP	Neutral	37.25	34.00	(8.7)	36.1	2,636	3,160	3,572	3.13	3.75	4.24	-41%	20%	13%	11.9	9.9	8.8	42.8	44.5	46.8	0.87	0.84	0.80	7%	9%	9%
LHBANK	Sell	1.58	1.40	(11.4)	1.5	1,201	1,607	1,721	0.09	0.12	0.13	30%	29%	7%	17.4	13.4	12.5	1.2	1.3	1.4	1.28	1.20	1.12	8%	9%	9%
TCAP	Buy	35.00	42.00	20.0	38.0	5,120	5,516	6,152	4.01	4.32	4.81	-45%	8%	12%	8.7	8.1	7.3	40.2	42.9	46.1	0.87	0.82	0.76	10%	10%	11%
TISCO	Buy	41.75	45.00	7.8	42.5	4,250	4,221	4,529	5.31	5.27	5.66	0%	-1%	7%	7.9	7.9	7.4	32.1	35.4	39.2	1.30	1.18	1.06	17%	16%	15%
TMB	Sell	2.60	2.40	(7.7)	2.7	9,539	9,072	10,162	0.22	0.21	0.23	66%	-5%	12%	11.9	12.5	11.2	1.6	1.7	1.9	1.63	1.50	1.36	15%	12%	13%
Commerce						19.6									34.9	30.3	25.2				7.10	6.33	5.32	22%	22%	23%
BIGC	Neutral	196.00	225.00	14.8	208.3	7,235	7,444	8,496	8.77	9.02	10.30	0%	3%	14%	22.4	21.7	19.0	51.1	57.5	65.1	3.84	3.41	3.01	18%	17%	17%
CPALL	Buy	48.00	58.00	20.8	55.4	9,777	13,042	16,489	1.09	1.45	1.84	-11%	33%	26%	44.1	33.1	26.2	3.9	4.6	5.7	12.30	10.55	8.48	29%	34%	36%
GLOBAL	Buy	10.60	13.50	27.4	11.5	699	857	1,073	0.20	0.25	0.31	-26%	23%	25%	52.8	43.1	34.4	4.0	4.3	4.6	2.62	2.47	2.32	6%	6%	7%
HMPRO	Neutral	6.95	7.80	12.2	8.1	3,313	3,434	3,904	0.25	0.26	0.30	8%	4%	14%	27.6	26.6	23.4	1.2	1.3	1.5	5.82	5.40	4.70	23%	21%	21%
MAKRO	Buy	38.25	48.00	25.5	41.7	4,885	5,612	6,746	1.02	1.17	1.41	14%	15%	20%	37.6	32.7	27.2	2.7	3.0	3.7	14.36	12.70	10.29	41%	41%	42%
ROBINS	Buy	43.25	48.00	11.0	48.4	1,927	1,973	2,294	1.74	1.78	2.07	-1%	2%	16%	24.9	24.3	20.9	11.7	12.6	13.8	3.68	3.43	3.14	15%	15%	16%
Construction Materials						31.7									33.3	24.6	18.6				4.16	3.57	3.28	19%	19%	22%
Cement																										
SCC	Buy	454.00	630.00	38.8	577.5	33,615	43,009	50,403	28.01	35.84	42.00	-2%	28%	17%	16.2	12.7	10.8	174.4	196.9	221.1	2.60	2.31	2.05	17%	19%	20%
SCCC	Buy	331.00	420.00	26.9	377.4	5,041	4,457	5,194	21.92	19.38	22.58	3%	-12%	17%	15.1	17.1	14.7	90.9	94.8	103.1	3.64	3.49	3.21	25%	21%	23%
TPIPL	Sell	2.38	2.30	(3.4)	2.9	563	1,122	1,342	0.03	0.06	0.07	-45%	100%	20%	85.4	42.8	35.8	2.8	2.9	3.0	0.84	0.82	0.80	1%	2%	2%
Ceramics																										
DCC	Buy	4.02	4.30	7.0	4.0	1,227	1,373	1,581	0.19	0.21	0.24	-6%	12%	15%	21.4	19.1	16.6	0.4	0.5	0.5	9.36	8.89	8.30	44%	48%	52%
DRT	Sell	4.44	5.00	12.6	4.9	289	320	350	0.28	0.31	0.33	-36%	11%	9%	16.1	14.5	13.3	2.1	2.1	2.2	2.07	2.10	2.03	13%	14%	16%
Others																										
EPG	Buy	11.60	10.00	(13.8)	13.5	534	780	1,581	0.25	0.28	0.56	-24%	10%	103%	45.6	41.6	20.5	1.8	3.0	3.5	6.44	3.81	3.30	15%	13%	17%
Construction Services						-									138.1	38.0	24.9				2.65	2.42	2.25	10%	11%	12%
BJCHI	U/R *	6.85	U/R		9.0	1,004	1,172	1,352	0.63	0.74	0.84	-20%	17%	14%	10.9	9.3	8.1	2.9	3.4	3.8	2.37	2.03	1.81	22%	23%	23%
CK	U/R *	27.75	U/R		30.6	1,246	1,286	1,476	0.74	0.82	0.93	46%	12%	13%	37.7	33.8	30.0	11.3	12.2	12.7	2.46	2.27	2.19	7%	10%	8%
ITD	U/R *	7.70	U/R		8.2	253	518	906	0.05	0.08	0.17	-74%	69%	111%	160.6	95.1	45.0	2.7	2.9	3.0	2.89	2.66	2.54	2%	3%	6%
NWR	U/R *	1.61	U/R		2.2	9	168	263	0.00	0.07	0.10	n.m.	1885%	43%	456.6	23.0	16.1	1.5	1.6	1.6	1.09	1.03	0.98	0%	5%	7%
STEC	U/R *	24.40	U/R		28.1	1,521	1,285	1,463	1.00	0.84	0.96	6%	-15%	14%	24.5	28.9	25.5	5.5	6.0	6.5	4.46	4.09	3.73	19%	15%	15%
Energy & Utilities						-									34.2	15.8	12.3				1.93	1.66	1.57	2%	12%	13%
Oil & Gas and Coal																										
BANPU	U/R *	19.90	U/R		25.9	2,751	1,808	3,787	1.07	0.71	1.50	25%	-33%	110%	18.7	28.0	13.3	26.1	27.1	28.1	0.76	0.73	0.71	4%	2%	5%
PTT	U/R *	268.00	U/R		318.1	84,091	71,438	87,222	29.44	23.08	30.53	-10%	-22%	32%	9.1	11.6	8.8	369.3	252.5	272.8	0.73	1.06	0.98	9%	9%	11%
PTTEP	U/R *	69.00	U/R		87.8	49,478	21,075	22,799	12.46	5.56	5.77	-16%	-55%	4%	5.5	12.4	12.0	104.2	100.6	104.4	0.66	0.69	0.66	12%	2%	5%
Refineries																										
BCP	U/R *	35.25	U/R		41.4	276	6,010	5,971	0.20	4.28	4.32	-94%	2034%	1%	175.8	8.2	8.2	24.2	27.0	29.6	1.46	1.31	1.19	1%	16%	15%
ESSO	U/R *	5.55	U/R		6.8	-10,346	1,529	2,317	-2.99	0.45	0.66	-2632%	n.m.	46%	n.m.	12.3	8.4	3.4	4.0	4.5	1.61	1.39	1.24	-60%	16%	17%
IRPC	U/R *	4.22	U/R		4.9	-10,397	8,200	8,969	-0.51	0.42	0.45	-488%	n.m.	6%	n.m.	10.0	9.4	3.3	3.7	4.0	1.27	1.14	1.07	-15%	12%	11%
TOP	U/R *	58.75	U/R		65.4	-7,240	12,680	13,167	-3.55	6.12	6.38	n.m.	n.m.	4%	n.m.	9.6	9.2	40.9	45.1	48.7	1.44	1.30	1.21	-8%	14%	14%
Utilities													</													

Company	Rec.	Price (Bt)	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																					
Finance & Securities						8.7			6,265			6,399			7,044						2.51			2.29			2.08			24%			21%			20%											
Credit card																																															
AEONTS	Buy	97.50	125.00	28.2	120.2	2,418	2,700	3,011	9.67	10.80	12.04	-3%	12%	12%	10.1	9.0	8.1	41.8	49.1	57.3	2.33	1.98	1.70	25%	24%	23%																					
KTC	Neutral	95.75	94.00	(1.8)	111.4	1,755	2,113	2,374	6.81	8.20	9.21	37%	20%	12%	14.1	11.7	10.4	28.6	34.0	40.0	3.35	2.81	2.40	26%	26%	25%																					
Securities																																															
ASP	Neutral	3.62	3.70	2.2	4.2	828	574	636	0.39	0.27	0.30	-22%	-31%	11%	9.2	13.3	12.0	2.2	2.1	2.2	1.66	1.70	1.64	18%	13%	14%																					
MBKET	Neutral	22.90	22.00	(3.9)	23.0	1,264	1,012	1,023	2.21	1.77	1.79	-13%	-20%	1%	10.3	12.9	12.8	8.6	8.6	8.9	2.68	2.65	2.56	25%	21%	20%																					
Food & Beverage						(1.6)			16,264			15,682			21,552						3.17			2.94			2.70			15%			17%			16%											
CPF	U/R *	20.80	U/R		25.7	5,914	4,306	8,578	0.76	0.53	1.11	n.m.	-31%	110%	27.2	39.4	18.7	15.2	17.2	18.1	1.37	1.21	1.15	4%	7%	8%																					
MINT	Neutral	34.50	33.00	(4.3)	35.2	4,333	4,611	5,369	0.98	0.99	1.16	14%	1%	16%	35.0	34.7	29.8	6.8	7.2	8.0	5.06	4.79	4.34	15%	15%	15%																					
OISHI	U/R *	72.00	U/R		79.5	496	693	620	2.65	3.71	3.30	-12%	40%	-11%	27.2	19.4	21.8	19.3	22.5	24.1	3.72	3.20	2.99	14%	23%	17%																					
PM	U/R *	10.20	U/R			428	492	534	0.72	0.82	0.89	5%	14%	9%	14.2	12.4	11.5	2.7	2.8	3.1	3.80	3.64	3.29	26%	27%	26%																					
TU	U/R *	19.00	U/R		22.1	5,092	5,580	6,452	1.26	1.18	1.35	106%	-6%	15%	15.1	16.1	14.1	10.1	10.1	11.0	1.89	1.87	1.73	14%	12%	13%																					
Health Care Services						4.3			10,314			11,303			13,111						9.10			8.22			7.38			18%			18%			19%											
BDMS	Buy	19.80	23.00	16.2	21.8	7,109	7,336	8,564	0.46	0.47	0.55	16%	3%	17%	43.1	41.8	35.8	3.2	3.3	3.6	6.27	5.94	5.47	16%	15%	16%																					
BH	Sell	215.00	175.00	(18.6)	213.9	2,684	3,503	3,969	3.68	4.81	5.45	9%	31%	13%	58.3	44.7	39.5	13.0	14.9	17.0	16.56	14.42	12.62	26%	29%	29%																					
BCH	Buy	8.35	8.50	1.8	7.5	522	464	577	0.21	0.19	0.23	-11%	-11%	25%	39.9	44.9	36.1	1.9	1.9	2.1	4.46	4.31	4.07	11%	10%	12%																					
Information & Communication Technology						32.0			64,393			66,811			74,066						12.6			34.8			14.9			4.65			4.14			3.95			28%			30%			32%		
Mobile																																															
ADVANC	Buy	198.50	255.00	28.5	259.2	36,033	37,741	38,312	12.12	12.69	12.89	-1%	5%	2%	16.4	15.6	15.4	15.8	16.0	16.1	12.59	12.37	12.31	78%	80%	80%																					
DTAC	Neutral	48.00	56.50	17.7	67.6	10,735	6,392	5,523	4.53	2.70	2.33	-1%	-40%	-14%	10.6	17.8	20.6	13.8	15.6	17.4	3.49	3.08	2.75	33%	18%	14%																					
TRUE	Buy	8.35	16.20	94.0	10.2	-1,837	904	5,052	-0.07	0.04	0.21	92%	n.m.	459%	n.m.	227.0	40.6	2.9	2.9	3.0	2.90	2.89	2.76	-5%	1%	7%																					
Internet																																															
CSL	U/R *	6.40	U/R		5.4	-150	373	401	-0.25	0.63	0.65	n.m.	n.m.	4%	n.m.	10.2	9.8	2.1	1.7	1.6	3.02	3.88	4.10	-12%	42%	43%																					
THCOM	U/R *	24.60	U/R		45.2	1,601	2,197	2,557	1.46	1.96	2.29	11%	34%	17%	16.8	12.5	10.7	15.5	16.5	17.7	1.59	1.49	1.39	10%	12%	13%																					
Other																																															
INTUCH	U/R *	66.00	U/R		93.0	14,761	16,341	18,636	4.60	5.10	5.82	9%	11%	14%	14.3	12.9	11.3	4.4	7.1	7.6	14.85	9.32	8.68	104%	84%	89%																					
JMART	U/R *	7.95	U/R		12.5	350	431	557	0.92	0.67	0.94	-5%	-27%	39%	8.7	11.8	8.5	4.2	4.6	5.1	1.90	1.74	1.57	17%	17%	18%																					
SAMART	U/R *	18.40	U/R		24.2	1,484	1,211	1,497	1.48	1.19	1.49	1%	-19%	25%	12.4	15.4	12.3	10.0	7.5	8.6	1.84	2.44	2.13	16%	18%	20%																					
SAMTEL	U/R *	16.20	U/R		22.8	705	624	853	1.14	1.05	1.38	-9%	-9%	32%	14.2	15.5	11.7	5.9	6.1	6.8	2.75	2.66	2.37	21%	17%	22%																					
SIM	U/R *	1.23	U/R		1.3	710	597	680	0.16	0.13	0.16	-12%	-19%	22%	7.6	9.5	7.7	0.8	0.8	0.9	1.53	1.53	1.41	21%	12%	13%																					
Insurance						(9.1)			1,080			5,830			4,805						27.5			23.3			18.5			4.42			3.62			3.21			-5%			19%			20%		
BLA	Sell	53.00	45.00	(15.1)	51.0	2,662	2,685	3,443	1.57	1.58	2.03	-39%	1%	28%	33.8	33.5	26.1	15.1	16.2	17.8	3.52	3.28	2.97	11%	10%	12%																					
THRE	Buy	2.80	3.40	21.4	3.4	-1,953	2,710	862	-0.46	0.15	0.20	42%	n.m.	33%	n.m.	18.2	13.7	0.9	1.6	1.7	3.12	1.79	1.60	-59%	12%	12%																					
THREL	Buy	13.10	15.00	14.5	14.3	372	435	500	0.62	0.72	0.83	-3%	17%	15%	21.1	18.1	15.7	2.0	2.3	2.6	6.61	5.80	5.07	33%	34%	34%																					
Media & Publishing						17.8			6,082			3,959			4,519						18.1			38.5			31.1			4.19			4.67			4.37			25%			18%			21%		
TV broadcasting																																															
BEC	Buy	31.75	38.00	19.7	32.0	4,594	2,749	3,163	2.30	1.37	1.58	-18%	-40%	15%	13.8	23.1	20.1	4.3	3.6	3.9	7.46	8.91	8.13	52%	35%	42%																					
MCOT	Sell	9.05	10.00	10.5	9.9	503	92	123	0.73	0.13	0.18	-67%	-82%	33%	12.4	67.5	50.7	11.7	11.7	11.7	0.78	0.78	0.77	6%	1%	2%																					
Cinema																																															
MAJOR	Buy	31.25	36.00	15.2	36.4	984	1,118	1,234	1.11	1.26	1.39	11%	14%	10%	28.2	24.8	22.5	7.2	7.2	7.4	4.34	4.32	4.20	16%	17%	19%																					
Petrochemicals & Chemicals						-			14,455			31,559			36,394						1228.2			14.6			12.5			1.28			1.22			1.16			3%			10%			10%		
IVL	U/R *	22.40	U/R		28.8	44	5,091	6,408	0.01	1.13	1.33	n.m.	12250%	17%	2439.5	19.8	16.9	15.3	15.4	16.2	1.47	1.46	1.38	0%	8%	8%																					
PTTGC	U/R *	54.25	U/R		66.9	14,411	26,469	29,987	3.20	5.78	6.64	-57%	81%	15%	17.0	9.4	8.2	49.8	55.2	58.5	1.09	0.98	0.93	6%	11%	12%																					
Property Development						21.0			36,172			33,333			38,379						12.1			13.3			11.0			2.01			1.48			1.35			18%			14%			14%		
Industrial Estate																																															
AMATA	Buy	13.90	21.00	51.1	17.5	2,224	628	1,499	2.08	0.59	1.41	47%	-72%	139%	6.7	23.6	9.9	11.4	13.4	14.2	1.21	1.03	0.98	20%	5%	10%																					
HEMRAJ	Neutral	4.34	4.50	3.7	4.5	2,961	2,508	2,517	0.31	0.26	0.26	3%	-15%	0%	14.2	16.8	16.7	1.5	1.7	1.9	2.80	2.57	2.34	20%	16%	15%																					
ROJNA	Neutral	5.80	7.16	23.4	7.2	644	418	418	0.37	0.24	0.24	n.m.	-35%	0%	15.8	24.4	24.4	7.7	7.8	7.8	0.75	0.74	0.74	6%	3%	0%																					
TICON	Neutral	11.80	14.00	18.6	11.5	762	854	973	0.77	0.78	0.89	-51%	1%	14%	15.4	15.2	13.3	11.5	10.8	11.4	1.02	1.09	1.04	8%	7%	8%																					
WHA	U/R *	2.96	U/R	-	3.9	979	n.a.	n.a.	0.10	n.a.	n.a.	-33%	0%	0%	29.2	n.a.	n.a.	0.5	n.a.	n.a.	6.37	n.a.	n.a.	23%	n.a.	n.a.																					
Residential																																															
AP	Buy	5.65	8.00	41.6	7.5	2,613	2,667	3,010	0.83	0.85	0.96	43%	2%	13%	6.8	6.7	5.9	5.0	5.6	6.3	1.12	1.00	0.89	18%	16%	16%																					
LH	Buy	9.35	12.00	28.3	9.7	6,947	6,431	7,979	0.63	0.55	0.68	-2%	-13%	24%	14.8	17.0	13.7	3.9	4.0	4.1	2.40	2.35	2.27	18%	14%	17%																					
LPN	Buy	17.60	22.00	25.0	19.3	2,021	2,531	3,026	1.37	1.72	2.05	-13%	25%	20%	12.9	10.3	8.6	7.1	8.0	9.2	2.50	2.21	1.92	20%	23%	24%																					
PS	Neutral	27.00	29.00	7.4	31.8	6,654	6,676	7,047	2.99	2.99	3.16	15%	0%	6%	9.0	9.0	8.5	13.4	15.4	17.5	2.02	1.76	1.54	24%	21%	19%																					
QH	Buy	2.28	3.50	53.5	3.0	3,360	3,248	3,580	0.31	0.30	0.33	4%	-3%	10%	7.3	7.5	6.8	2.1	2.2	2.5	1.09	1.03	0.93	18%	15%	14%																					
SIRI	Buy	1.65	2.40	45.5	1.9	2,530	2,880	3,665	0.28	0.20	0.26	18%	-28%	27%	5.9	8.1	6.4	1.8	1.9	2.0	0.91	0.87	0.81	12%	11%	13%																					
SPALI	Neutral	19.20	19.00	(1.0)	20.6	4,478	4,492	4,665	2.61	2.62	2.72	55%	0%	4%	7.4	7.3	7.1	10.2	11.9	13.5	1.89	1.62	1.42	28%	24%	21%																					

Company	Rec.	Price (Bt)	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
Property Fund						6,229	6,320	6,779													0.95	0.95	0.94			
Commercial																										
CPNRF	Buy	17.40	21.00	20.7	18.4	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	1.39	1.38	1.37	n.a.	n.a.	n.a.
LHSC	Buy	10.90	12.00	10.1	11.4		344	371	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.		10.3	10.3		1.06	1.05	n.a.	n.a.	n.a.
Industrial																										
TFUND	Sell	10.70	11.00	2.8	9.1	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	0.97	0.97	0.97	n.a.	n.a.	n.a.
TLOGIS	Buy	12.30	13.00	5.7	12.9	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	1.06	1.05	1.04	n.a.	n.a.	n.a.
WHAPF	Buy	11.30	14.00	23.9	10.4	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	1.08	1.05	1.02	n.a.	n.a.	n.a.
Office																										
QHPP	Buy	10.40	10.50	1.0		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	0.95	0.95	0.95	n.a.	n.a.	n.a.
POPF	Buy	14.40	12.00	(16.7)	14.0	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	0.24	0.15	0.15	n.a.	n.a.	n.a.
Tourism & Leisure						7.9									55.0	38.0	27.2				3.63	3.39	3.13	3%	10%	12%
CENTEL	Buy	44.25	44.00	(0.6)	43.9	1,085	1,766	1,973	0.80	1.31	1.46	-20%	63%	12%	55.0	33.8	30.3	8.7	9.5	10.3	5.10	4.68	4.28	9%	14%	15%
ERW	Buy	4.14	6.50	57.0	5.0	-154	244	427	-0.06	0.10	0.17	n.m.	n.m.	75%	n.m.	42.1	24.0	1.9	2.0	2.1	2.17	2.10	1.99	-3%	5%	8%
Transportation & Logistics						15.8									73.2	27.3	25.2				2.25	2.33	2.31	-4%	-1%	4%
Aviation																										
AAV	Buy	4.66	7.00	50.2	5.7	114	1,508	1,681	0.02	0.31	0.35	-87%	1224%	12%	198.5	15.0	13.4	4.0	4.3	4.6	1.16	1.08	1.02	1%	7%	8%
AOT	Buy	311.00	360.00	15.8	333.9	12,928	16,286	19,004	9.05	11.40	13.30	24%	26%	17%	34.4	27.3	23.4	69.8	77.2	85.9	4.45	4.03	3.62	13%	15%	16%
NOK	Buy	7.10	9.50	33.8	9.5	-472	-683	-216	-0.75	-1.09	-0.34	n.m.	-45%	68%	n.m.	n.m.	n.m.	6.0	4.8	4.5	1.18	1.47	1.58	-11%	-20%	-7%
THAI	Neutral	9.15	11.00	20.2	10.8	-21,892	-5,484	-227	-10.02	-2.51	-0.10	-484%	75%	96%	n.m.	n.m.	n.m.	18.9	11.0	10.9	0.48	0.83	0.84	-45%	-17%	-1%
Mass Transit																										
BMCL	Neutral	2.02	1.40	(30.7)	1.9	-461	-516	-153	-0.02	-0.03	-0.01	64%	-12%	70%	n.m.	n.m.	n.m.	0.4	0.4	0.4	4.99	5.32	5.43	-5%	-6%	-2%
BTS	Buy	9.40	12.00	27.7	10.9	2,294	1,998	2,082	0.19	0.17	0.18	30%	-13%	4%	48.4	55.8	53.6	4.6	4.2	3.9	2.06	2.24	2.41	4%	4%	4%
Tollroads																										
BECL	Neutral	40.50	43.00	6.2	44.8	2,734	2,780	2,946	3.55	3.61	3.83	28%	2%	6%	11.4	11.2	10.6	28.1	30.5	31.8	1.44	1.33	1.27	14%	12%	12%
Infrastructure Fund																										
DIF	Buy	12.60	14.00	11.1	13.9	4,540	4,862	6,025										12.5	13.5	13.6	1.01	0.93	0.93			
SCBS Coverage		1365.81		15.8		569,772	624,247	716,137	75.05	82.60	94.81	-10.8%	10.1%	14.8%	18.2	16.5	14.4				1.8	1.7	1.6	12%	11%	12%

Note: Under Review; consensus data used

Company	Rec.	Price (Bt)	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									3.81	2.56	3.02	6.06	8.47	6.98	21.46	-35.12	14.65	4,380	2,737	1,873	1,254	13,165	0.10
GFPT	U/R *	10.50	U/R		12.4	0.40	0.27	0.32	3.81	2.56	3.02	6.06	8.47	6.98	21.46	-35.12	14.65	4,380	2,737	1,873	1,254	13,165	0.10
Automotive				-					2.97	3.46	3.72	5.45	6.38	5.15	-22.31	-13.88	11.82	1,856	534	-889		25,156	0.19
AH	U/R *	12.90	U/R		12.9	0.30	0.43	0.45	2.33	3.33	3.49	6.19	8.86	7.13	-46.47	-32.74	12.14	3,496	3,213	2,492	323	4,161	0.03
SAT	U/R *	17.30	U/R		19.6	0.63	0.62	0.69	3.64	3.61	3.99	5.56	5.80	5.02	-8.25	-10.54	12.29	1,798	1,194	890	425	7,356	0.06
STANLY	U/R *	178.00	U/R		194.0	5.25	6.13	6.57	2.95	3.44	3.69	4.59	4.47	3.28	-12.22	1.65	11.04	(3,438)	(3,873)	(4,271)	77	13,639	0.11
Banking				22.9					3.46	3.60	3.86										1,911,329	14.76	
Large Banks																							
BBL	Buy	170.00	190.00	11.8	186.6	6.50	6.50	6.56	3.82	3.82	3.86							-	-	-	1,909	324,503	2.51
KBANK	Buy	168.50	215.00	27.6	206.7	4.00	4.50	5.00	2.37	2.67	2.97							-	-	-	2,393	403,264	3.11
KTB	Buy	17.10	20.00	17.0	19.0	0.90	0.75	0.82	5.26	4.41	4.79							-	-	-	13,976	238,991	1.85
Mid/small banks																							
BAY	Sell	33.50	30.00 (10.4)	32.1	0.70	0.73	0.82	2.09	2.17	2.46								-	-	-	7,356	246,418	1.90
KKP	Neutral	37.25	34.00 (8.7)	36.1	1.56	1.87	2.12	4.20	5.03	5.69								-	-	-	847	31,541	0.24
LHBANK	Sell	1.58	1.40 (11.4)	1.5	0.00	0.04	0.04	0.23	2.24	2.40											13,639	21,549	0.17
TCAP	Buy	35.00	42.00	20.0	38.0	1.60	1.60	1.60	4.57	4.57	4.57							-	-	-	1,278	44,724	0.35
TISCO	Buy	41.75	45.00	7.8	42.5	2.00	1.85	1.92	4.79	4.42	4.61							-	-	-	801	33,426	0.26
TMB	Sell	2.60	2.40 (7.7)	2.7	0.07	0.06	0.07	2.52	2.39	2.68								-	-	-	43,749	113,749	0.88
Commerce				19.6					1.40	1.47	1.67	18.35	16.19	14.05	13.31	12.69	13.94	195,891	201,595	192,920		952,859	7.36
BIGC	Neutral	196.00	225.00	14.8	208.3	2.62	2.71	3.09	1.34	1.38	1.58	12.71	12.76	11.34	2.89	-2.06	10.41	13,668	10,755	7,464	825	161,700	1.25
CPALL	Buy	48.00	58.00	20.8	55.4	0.80	0.73	0.92	1.67	1.51	1.91	22.10	19.06	16.71	33.68	16.45	13.00	164,983	167,785	162,185	8,983	431,189	3.33
GLOBAL	Buy	10.60	13.50	27.4	11.5	0.02	0.01	0.02	0.15	0.14	0.17	24.16	19.43	16.07	4.49	22.78	20.41	3,936	3,429	3,244	3,484	36,933	0.29
HMPRO	Neutral	6.95	7.80	12.2	8.1	0.08	0.13	0.15	1.16	1.88	2.14	14.94	13.86	12.37	18.99	10.17	12.50	11,431	13,686	14,060	13,151	91,401	0.71
MAKRO	Buy	38.25	48.00	25.5	41.7	0.77	0.70	0.70	2.01	1.83	1.84	23.78	20.68	17.54	13.57	16.79	18.29	1,140	4,032	4,696	4,800	183,600	1.42
ROBINS	Buy	43.25	48.00	11.0	48.4	0.90	0.89	1.03	2.08	2.05	2.39	12.38	11.32	10.25	6.25	11.99	9.03	732	1,907	1,271	1,111	48,036	0.37
Construction Materials				31.7					3.08	3.41	3.84	15.88	13.80	10.97	-1.56	17.13	19.51	209,020	204,819	198,922		732,358	5.65
Cement																							
SCC	Buy	454.00	630.00	38.8	577.5	12.50	16.69	18.90	2.75	3.68	4.16	10.61	8.35	7.53	1.03	27.06	10.82	168,905	169,002	168,054	1,200	544,800	4.21
SCCC	Buy	331.00	420.00	26.9	377.4	15.00	14.23	14.68	4.53	4.30	4.43	10.63	11.43	9.65	5.64	-6.75	13.18	5,343	5,600	1,949	230	76,130	0.59
TPIPL	Sell	2.38	2.30 (3.4)	2.9	0.01	0.01	0.01	0.42	0.48	0.42	23.35	16.21	13.10	-3.56	43.74	22.27	26,301	26,141	25,257	20,190	48,052		0.37
Ceramics																							
DCC	Buy	4.02	4.30	7.0	4.0	0.19	0.21	0.24	4.67	5.23	6.03	14.53	13.02	11.32	-0.24	9.60	14.24	1,183	707	531	6,528	26,243	0.20
DRT	Sell	4.44	5.00	12.6	4.9	0.27	0.27	0.29	6.08	5.98	6.54	7.93	7.20	6.73	-17.34	7.96	5.37	1,212	1,097	1,009	1,048	4,653	0.04
Others																							
EPG	Buy	11.60	10.00 (13.8)	13.5	0.00	0.09	0.17	0.00	0.78	1.47	28.21	26.58	17.50	5.11	21.19	51.17	6,075	2,272	2,123	2,800	32,480		0.25
Construction Services				-					0.87	2.27	2.57	17.79	15.70	13.92	-21.66	22.48	10.89	74,480	68,409	70,564		139,996	1.08
BJCHI	U/R *	6.85	U/R		9.0	0.05	0.41	0.45	0.73	6.04	6.57	8.99	8.19	7.00	-16.14	12.18	16.63	-1,061	-779	-918	1,600	10,960	0.08
CK	U/R *	27.75	U/R		30.6	0.55	0.52	0.40	1.98	1.87	1.43	22.68	27.96	25.73	-12.97	-20.76	11.31	36,602	38,272	39,387	1,694	47,006	0.36
ITD	U/R *	7.70	U/R		8.2	0.00	0.02	0.05	0.00	0.30	0.65	28.69	16.82	13.83	-49.68	74.54	11.45	37,475	30,677	32,492	5,280	40,655	0.31
NWR	U/R *	1.61	U/R		2.2	0.00	0.03	0.04	0.00	1.55	2.48	13.61	6.84	6.85	-33.02	67.28	0.00	3,266	2,380	2,023	2,585	4,163	0.03
STEC	U/R *	24.40	U/R		28.1	0.40	0.38	0.41	1.64	1.57	1.70	14.97	18.70	16.17	3.51	-20.85	15.09	-1,802	-2,141	-2,421	1,525	37,213	0.29
Energy & Utilities				-					3.44	3.63	4.09	14.97	12.91	9.61	1.27	134.16	18.42	783,913	752,520	644,128		1,717,035	13.26
Oil & Gas and Coal																							
BANPU	U/R *	19.90	U/R		25.9	1.20	0.82	0.87	6.03	4.13	4.38	8.81	8.99	8.38	7.75	-8.20	1.40	93,759	85,371	78,159	2,582	51,379	0.40
PTT	U/R *	268.00	U/R		318.1	13.00	9.31	11.74	4.85	3.48	4.38	4.54	4.60	3.76	11.84	-1.80	6.44	412,055	341,454	254,249	2,856	765,488	5.91
PTTEP	U/R *	69.00	U/R		87.8	4.50	2.22	2.33	6.52	3.21	3.37	1.61	2.25	2.29	8.78	-26.91	2.17	9,829	28,300	29,561	3,970	273,929	2.11
Refineries																							
BCP	U/R *	35.25	U/R		41.4	1.00	1.45	1.61	2.84	4.12	4.57	15.34	5.98	5.84	-52.10	156.28	1.47	21,621	21,587	20,877	1,377	48,537	0.37
ESSO	U/R *	5.55	U/R		6.8	0.00	0.03	0.11	0.00	0.59	1.89	-5.69	11.79	9.11	n.m.	n.m.	23.55	39,306	38,031	34,730	3,461	19,208	0.15
IRPC	U/R *	4.22	U/R		4.9	0.00	0.17	0.18	0.00	4.00	4.29	-24.62	8.12	7.45	n.m.	n.m.	10.88	58,782	54,926	54,561	20,434	86,233	0.67
TOP	U/R *	58.75	U/R		65.4	1.16	2.5.																

Company	Rec.	Price (Bt)	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				
Finance & Securities			8.7						5.61 5.07 5.48													69,757	0.54	
Credit card																								
AEONTS	Buy	97.50	125.00	28.2	120.2	3.45	3.78	4.22	3.54	3.88	4.32										250	24,375	0.19	
KTC	Neutral	95.75	94.00	(1.8)	111.4	2.75	3.28	3.68	2.87	3.42	3.85										258	24,688	0.19	
Securities																								
ASP	Neutral	3.62	3.70	2.2	4.2	0.32	0.23	0.26	8.84	6.40	7.09										2,106	7,622	0.06	
MBKET	Neutral	22.90	22.00	(3.9)	23.0	1.65	1.51	1.52	7.21	6.58	6.65										571	13,072	0.10	
Food & Beverage			1.6						3.21 3.36 3.33			13.43 13.47 11.67			46.62 6.20 14.54			219,540 254,506 259,775				423,200	3.27	
CPF	U/R *	20.80	U/R		25.7	0.75	0.73	0.72	3.61	3.50	3.47	10.47	14.73	11.67	159.84	-21.03	25.16	148,549	174,198	180,219	7,743	161,053	1.24	
MINT	Neutral	34.50	33.00	(4.3)	35.2	0.25	0.40	0.40	0.72	1.15	1.17	22.53	21.89	19.51	6.48	11.76	12.30	28,677	35,895	36,015	4,402	151,880	1.17	
OISHI	U/R *	72.00	U/R		79.5	1.60	2.51	2.18	2.22	3.48	3.03	11.96	9.21	7.80	-9.31	15.68	13.46	2,331	649	15	188	13,500	0.10	
PM	U/R *	10.20	U/R			0.63	0.55	0.55	6.18	5.39	5.39	11.36	9.38	8.61	3.07	22.09	8.72	(63)	(34)	(45)	598	6,102	0.05	
TU	U/R *	19.00	U/R		22.1	0.63	0.62	0.68	3.31	3.26	3.57	10.85	12.12	10.76	73.01	2.48	13.04	40,046	43,798	43,572	4,772	90,664	0.70	
Health Care Services			4.3						0.97 1.15 1.35			25.72 23.16 20.49			10.38 8.81 11.80			28,466 25,835 22,080				484,198	3.74	
BDM5	Buy	19.80	23.00	16.2	21.8	0.23	0.24	0.28	1.16	1.23	1.40	26.28	24.36	21.29	13.80	7.41	13.37	25,980	24,477	21,445	15,491	306,721	2.37	
BH	Sell	215.00	175.00	(18.6)	213.9	1.95	2.40	2.72	0.91	1.12	1.27	33.76	27.07	24.71	11.94	23.72	9.70	(1,076)	(2,309)	(2,091)	729	156,654	1.21	
BCH	Buy	8.35	8.50	1.8	7.5	0.07	0.09	0.12	0.84	1.11	1.39	17.14	18.06	15.47	5.39	-4.70	12.33	3,561	3,667	2,725	2,494	20,823	0.16	
Information & Communication Technology			32.0						6.87 4.88 5.56			7.55 9.82 8.00			14.36 -15.42 22.77			94,597 136,506 234,920				1,189,792	9.19	
Mobile																								
ADVANC	Buy	198.50	255.00	28.5	259.2	12.00	12.70	12.89	6.05	6.40	6.49	9.08	8.73	7.63	3.98	5.29	12.42	6,303	13,327	2,636	2,973	590,159	4.56	
DTAC	Neutral	48.00	56.50	17.7	67.6	6.91	2.97	2.57	14.40	6.19	5.35	4.60	5.71	6.45	3.95	-11.57	6.89	27,841	41,839	73,855	2,368	113,655	0.88	
TRUE	Buy	8.35	16.20	94.0	10.2	0.00	0.02	0.10	0.00	0.22	1.23	14.59	12.59	11.27	5.08	22.70	46.01	45,810	60,635	142,528	24,608	205,476	1.59	
Internet																								
CSL	U/R *	6.40	U/R		5.4	0.72	0.55	0.59	11.25	8.64	9.17	4.64	6.79	7.17	11.06	-34.68	-4.90	-180	-330	-455	595	3,805	0.03	
THCOM	U/R *	24.60	U/R		45.2	0.78	0.81	1.03	3.18	3.28	4.20	5.35	5.46	4.76	39.88	10.09	9.68	1,081	3,963	2,708	1,096	26,960	0.21	
Other																								
INTUCH	U/R *	66.00	U/R		93.0	4.56	4.93	5.66	6.92	7.48	8.57	14.30	23.22	13.86	7.78	-36.93	65.34	-2,132	2,938	216	3,206	211,624	1.63	
JMART	U/R *	7.95	U/R		12.5	0.46	0.46	0.59	5.78	5.79	7.40	6.22	9.93	7.00	13.38	-7.83	42.22	1,653	1,803	2,175	524	4,169	0.03	
SAMART	U/R *	18.40	U/R		24.2	0.80	0.67	0.76	4.35	3.62	4.15	5.39	7.11	5.62	11.44	-25.35	17.78	6,858	6,231	4,744	1,007	18,520	0.14	
SAMTEL	U/R *	16.20	U/R		22.8	0.75	0.57	0.76	4.63	3.49	4.67	5.99	6.94	5.90	12.58	-22.47	22.72	5,003	3,816	4,059	618	10,012	0.08	
SIM	U/R *	1.23	U/R		1.3	0.15	0.05	0.05	12.20	3.74	4.39	5.34	11.70	10.39	34.50	-53.46	9.56	2,360	2,284	2,455	4,400	5,412	0.04	
Insurance			9.1						1.47 2.20 2.60													109,964	0.85	
BLA	Sell	53.00	45.00	(15.1)	51.0	0.51	0.47	0.61	0.96	0.90	1.15										1,704	90,302	0.70	
THRE	Buy	2.80	3.40	21.4	3.4	0.00	0.05	0.06	0.00	1.84	2.19										4,215	11,802	0.09	
THREL	Buy	13.10	15.00	14.5	14.3	0.45	0.51	0.58	3.44	3.87	4.46										600	7,860	0.06	
Media & Publishing			17.8						5.76 2.94 3.41			10.02 14.19 13.44			-19.79 -25.83 7.24			10,021 13,150 13,322				97,607	0.75	
TV broadcasting																								
BEC	Buy	31.75	38.00	19.7	32.0	2.07	1.24	1.42	6.51	3.90	4.48	8.18	12.83	11.49	-11.38	-33.79	11.78	3,319	5,937	6,031	2,000	63,500	0.49	
MCOT	Sell	9.05	10.00	10.5	9.9	0.66	0.12	0.16	7.29	1.33	1.78	7.98	16.47	16.55	-53.61	-47.88	2.34	2,741	3,420	3,698	687	6,218	0.05	
Cinema																								
MAJOR	Buy	31.25	36.00	15.2	36.4	1.09	1.12	1.24	3.49	3.59	3.96	13.91	13.28	12.26	5.62	4.17	7.61	3,961	3,793	3,593	892	27,888	0.22	
Petrochemicals & Chemicals			-						3.03 3.41 3.85			10.06 7.71 6.80			-10.84 31.30 12.17			130,105 129,861 113,734				352,445	2.72	
IVL	U/R *	22.40	U/R		28.8	0.38	0.43	0.45	1.70	1.91	1.99	11.41	9.16	8.15	16.61	25.33	16.34	62,751	71,161	69,423	4,814	107,840	0.83	
PTTGC	U/R *	54.25	U/R		66.9	2.37	2.67	3.09	4.37	4.92	5.70	8.72	6.25	5.45	-38.29	37.28	8.00	67,355	58,701	44,311	4,509	244,605	1.89	
Property Development			21.0						4.14 4.24 4.33			12.21 12.36 11.17			12.61 -5.20 14.95			198,365 190,504 197,912				414,852	3.20	
Industrial Estate																								
AMATA	Buy	13.90	21.00	51.1	17.5	0.81	0.67	0.55	5.86	4.80	3.94	5.90	12.12	7.26	20.65	-61.05	75.57	5,212	1,199	2,035	1,067	14,831	0.11	
HEMRAJ	Neutral	4.34	4.50	3.7	4.5	0.12	0.10	0.10	2.66	2.25	2.26	12.56	14.77	14.33	1.97	-10.40	3.34	13,381	16,370	16,498	9,705	42,121	0.33	
ROJNA	Neutral	5.80	7.16	23.4	7.2	0.02	0.13	0.00	0.34	2.26	0.00	20.59	20.18	20.18	34.84	-19.50	0.00	22,117	15,306	15,306	1,967	11,410	0.09	
TICON	Neutral	11.80	14.00	18.6	11.5	0.50	0.30	0.31	4.24	2.57	2.63	16.27	16.96	15.81	-28.72	2.47	8.21	16,057	16,732	16,995	1,099	12,970	0.10	
WHA	U/R *	2.96	U/R	-	3.9	0.00	n.a.	n.a.	0.00	n.a.	n.a.	19.39	n.a.	n.a.	-17.10	n.a.	n.a.	4,081	n.a.	n.a.	13,144	38,906	0.30	
Residential																								
AP	Buy	5.65	8.00	41.6	7.5	0.28	0.27	0.32	4.96	4.73	5.59	8.81	8.67	8.02	25.60	2.42	8.42	14,242	14,483	14,595	3,146	17,774	0.14	
LH	Buy	9.35	12.00	28.3	9.7	0.65	0.54	0.55	6.95	5.75	5.84	12.10	14.18	13.88	24.12	-8.10	5.70	28,364	31,786	36,699	11,730	109,676	0.85	
LPN	Buy	17.60	22.00	25.0	19.3	0.80	0.86	1.03	4.55	4.87	5.83	12.03	9.39	7.56	-12.99	23.37	19.22	5,445	4,301	3,084	1,476	25,972	0.20	
PS	Neutral	27.00	29.00	7.4	31.8	1.00	1.00	1.06	3.70	3.71	3.92	8.87	8.89	8.50	15.04	-0.80	6.10	21,383	20,793	21,958	2,231	60,234	0.47	
QH	Buy	2.28	3.50	53.5	3.0	0.09	0.09	0.10	3.88	4.01	4.40	11.25	11.36	10.34	3.44	-3.29	9.94	24,128	22,991	23,003	10,714	24,429	0.19	
SIRI	Buy	1.65	2.40	45.5	1.9	0.12	0.11	0.13	7.27	6.91	7.62	11.29	12.07	9.79	28.41	15.14	22.25	32,013	34,299	33,707	14,286	23,571	0.18	
SPALI	Neutral	19.20	19.00	(1.0)	20.6	1.00	0.92	1.09	5.21	4.77	5.66	7.46	7.33	7.20	56.11	2.51	5.73	11,942	12,244	14,032	1,717	32,958	0.25	

Company	Rec.	Price (Bt)	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			
Property Fund									6.65	6.36	6.59										87,043	0.67	
Commercial																							
CPNRF	Buy	17.40	21.00	20.7	18.4	1.41	1.41	1.54	8.10	8.08	8.85	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	2,212	38,497	0.30
LHSC	Buy	10.90	12.00	10.1	11.4		0.74	0.76		6.82	6.98	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	488	5,320	0.04
Industrial																							
TFUND	Sell	10.70	11.00	2.8	9.1	0.76	0.69	0.72	7.10	6.46	6.72	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	1,150	12,300	0.09
TLOGIS	Buy	12.30	13.00	5.7	12.9	0.75	0.78	0.82	6.11	6.37	6.69	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	414	5,090	0.04
WHAPF	Buy	11.30	14.00	23.9	10.4	0.66	0.73	0.70	5.87	6.46	6.23	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	939	10,611	0.08
Office																							
QHPP	Buy	10.40	10.50	1.0		0.77	0.31	0.32	7.43	2.98	3.06	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	797	8,289	0.06
POPF	Buy	14.40	12.00	(16.7)	14.0	0.76	1.06	1.10	5.29	7.36	7.61	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	482	6,936	0.05
Tourism & Leisure						7.9			0.94	1.01	1.39	19.39	13.65	12.27	-16.70	47.43	13.10	17,253	18,058	18,511	70,017	0.54	
CENTEL	Buy	44.25	44.00	(0.6)	43.9	0.40	0.52	0.58	0.90	1.18	1.32	18.25	15.25	14.05	-2.76	20.27	8.55	9,489	9,831	9,848	1,350	59,738	0.46
ERW	Buy	4.14	6.50	57.0	5.0	0.04	0.03	0.06	0.97	0.83	1.46	20.53	12.06	10.49	-30.65	74.59	17.65	7,765	8,227	8,663	2,483	10,280	0.08
Transportation & Logistics						15.8			1.96	2.31	1.84	27.77	21.50	20.57	-23.37	107.69	23.49	174,588	174,218	169,379	676,027	5.22	
Aviation																							
AAV	Buy	4.66	7.00	50.2	5.7	0.00	0.07	0.09	0.00	1.48	1.86	21.27	6.94	5.63	-53.63	233.42	24.40	5,789	8,271	8,556	4,850	22,601	0.17
AOT	Buy	311.00	360.00	15.8	333.9	3.64	4.56	5.32	1.17	1.47	1.71	18.33	15.28	13.44	8.44	17.49	12.47	-10,779	-19,482	-24,283	1,429	444,285	3.43
NOK	Buy	7.10	9.50	33.8	9.5	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	-3.58	-7.32	24.38	n.m.	n.m.	n.m.	-3,227	-2,363	-1,992	625	4,437	0.03
THAI	Neutral	9.15	11.00	20.2	10.8	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	53.62	9.98	7.33	-82.96	424.76	32.52	168,386	164,026	159,059	2,183	19,972	0.15
Mass Transit																							
BMCL	Neutral	2.02	1.40	(30.7)	1.9	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	69.95	84.42	49.80	-14.81	-16.54	69.89	8,948	9,318	9,426	20,500	41,410	0.32
BTS	Buy	9.40	12.00	27.7	10.9	0.60	0.66	0.25	6.38	6.98	2.66	26.56	31.98	34.48	-5.02	-14.92	-6.01	-14,574	-12,602	-11,275	11,929	112,136	0.87
Tollroads																							
BECL	Neutral	40.50	43.00	6.2	44.8	2.50	2.53	2.68	6.17	6.24	6.61	8.26	9.21	8.97	7.76	1.92	7.67	20,046	27,049	29,888	770	31,185	0.24
Infrastructure Fund																							
DIF	Buy	12.60	14.00	11.1	13.9	0.94	0.90	1.00	7.45	7.12	7.92										5,808	73,181	0.56
SCBS Coverage		1365.81		15.8					3.5%	3.3%	3.6%	11.21	10.71	9.56	0.19	6.59	10.61	2,142,476	2,173,252	2,137,151		9,239,761	71.33

Note: Under Review; consensus data used

Disclaimer:

ข้อมูลในรายงานนี้เป็นข้อมูลที่มีการเปิดเผยต่อสาธารณะ ซึ่งนักลงทุนสามารถเข้าถึงได้โดยทั่วไป และเป็นข้อมูลที่เชื่อว่าน่าจะเชื่อถือได้ แต่ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ไทยพาณิชย์ จำกัด (“บริษัท”) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความถูกต้อง หรือสมบูรณ์ของข้อมูลดังกล่าวแต่อย่างใด ความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานนี้เป็นเพียงการนำเสนอในมุมมองของของบริษัท และเป็นความคิดเห็น ณ วันที่ที่ปรากฏในรายงานเท่านั้น ซึ่งอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว โดยบริษัทไม่จำเป็นต้องแจ้งให้สาธารณะชน หรือนักลงทุนทราบ รายงานนี้จัดทำขึ้นเพื่อเผยแพร่ข้อมูลให้แก่นักลงทุนเท่านั้น บริษัทไม่รับผิดชอบต่อการนำข้อมูลหรือความคิดเห็นใดๆไปใช้ในทางคดี ดังนั้นนักลงทุนจึงควรใช้ดุลพินิจในการพิจารณาตัดสินใจก่อนการลงทุน นอกจากนี้ บริษัท และ/หรือ บริษัทในเครือของบริษัทอาจมีส่วนเกี่ยวข้องกับหรือผลประโยชน์ใดๆกับบริษัทใดๆที่กล่าวถึงในรายงานนี้ก็ได้

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

เอกสารฉบับนี้จัดทำโดย บริษัทหลักทรัพย์ไทยพาณิชย์ จำกัด (“SCBS”) ซึ่งมีธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) (“ธนาคาร”) เป็นผู้ออกหุ้นรายใหญ่แต่เพียงผู้เดียว โดยธนาคารฯ ได้ทำหน้าที่เป็นที่ปรึกษาทางการเงินร่วมของ บริษัท อมตะ วิเอ็น จำกัด (มหาชน) SCBS ได้รับการแต่งตั้งเป็นผู้จัดการร่วมการจัดจำหน่ายและรับประกันการจัดจำหน่ายของ บริษัท อมตะ วิเอ็น จำกัด (มหาชน) ความเห็น ชั่ว บทวิชัย บทวิเคราะห์ ราคา ข้อความ การคาดการณ์ การประเมิน และ/หรือ ข้อมูลอื่นที่ระบุในเอกสารฉบับนี้ (“ข้อมูล”) มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้เป็นข้อมูลทั่วไปเท่านั้น และไม่อาจตีความได้ว่าเป็นการให้คำแนะนำแก่บุคคลใดๆ หรือเป็นการเสนอซื้อ หรือเสนอขาย หรือชักชวนให้เสนอซื้อหรือเสนอขายหลักทรัพย์ โดย SCBS และ/หรือกรรมการ พนักงาน และลูกจ้างของ SCBS ย่อมไม่ต้องรับผิดชอบต่อการเสียหายใดๆ ทั้งความเสียหายทางตรง ความเสียหายทางอ้อม ความเสียหายจากการผิดสัญญา หรือความเสียหายอันสืบเนื่อง อันเป็นผลมาจากการใช้หรือการเชื่อถือต่อการใช้อข้อมูล ทั้งนี้ รวมทั้งแต่ไม่จำกัดเพียงการสูญเสียผลกำไร นักลงทุนพึงใช้ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ประกอบข้อมูลและความเห็นอื่นๆ รวมทั้งพิจารณาขนาดของตนในการตัดสินใจลงทุน ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นจากแหล่งข้อมูลที่ SCBS เห็นว่าน่าเชื่อถือ โดย SCBS ไม่รับรองถึงความถูกต้อง สมบูรณ์ และ/หรือ ครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว

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

เอกสารฉบับนี้จัดทำโดย บริษัทหลักทรัพย์ไทยพาณิชย์ จำกัด (“SCBS”) ซึ่งมีธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) (“ธนาคาร”) เป็นผู้ออกหุ้นรายใหญ่แต่เพียงผู้เดียว โดยธนาคารฯ ได้ทำหน้าที่เป็นที่ปรึกษาทางการเงินของ บริษัท สยามเบิ๊คโคร จำกัด (มหาชน) SCBS ได้ทำหน้าที่เป็นผู้จัดการร่วมการจัดจำหน่ายและรับประกันการจัดจำหน่ายของ บริษัท สยามเบิ๊คโคร จำกัด (มหาชน) ความเห็น ชั่ว บทวิชัย บทวิเคราะห์ ราคา ข้อความ การคาดการณ์ การประเมิน และ/หรือ ข้อมูลอื่นที่ระบุในเอกสารฉบับนี้ (“ข้อมูล”) มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้เป็นข้อมูลทั่วไปเท่านั้น และไม่อาจตีความได้ว่าเป็นการให้คำแนะนำแก่บุคคลใดๆ หรือเป็นการเสนอซื้อ หรือเสนอขาย หรือชักชวนให้เสนอซื้อหรือเสนอขายหลักทรัพย์ โดย SCBS และ/หรือกรรมการ พนักงาน และลูกจ้างของ SCBS ย่อมไม่ต้องรับผิดชอบต่อการเสียหายใดๆ ทั้งความเสียหายทางตรง ความเสียหายทางอ้อม ความเสียหายจากการผิดสัญญา หรือความเสียหายอันสืบเนื่อง อันเป็นผลมาจากการใช้หรือการเชื่อถือต่อการใช้อข้อมูล ทั้งนี้ รวมทั้งแต่ไม่จำกัดเพียงการสูญเสียผลกำไร นักลงทุนพึงใช้ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ประกอบข้อมูลและความเห็นอื่นๆ รวมทั้งพิจารณาขนาดของตนในการตัดสินใจลงทุน ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นจากแหล่งข้อมูลที่ SCBS เห็นว่าน่าเชื่อถือ โดย SCBS ไม่รับรองถึงความถูกต้อง สมบูรณ์ และ/หรือ ครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว

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

เอกสารฉบับนี้จัดทำโดย บริษัทหลักทรัพย์ไทยพาณิชย์ จำกัด (“SCBS”) ซึ่งมีธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) (“ธนาคาร”) เป็นผู้ออกหุ้นรายใหญ่แต่เพียงผู้เดียว โดยธนาคารฯ ได้ทำหน้าที่เป็นที่ปรึกษาทางการเงินและผู้จัดการการจัดจำหน่ายหลักทรัพย์ของ หน่วยธุรกิจของกรัสด์เพื่อการลงทุนในสิทธิการเช่าอสังหาริมทรัพย์เหมราช SCBS ได้รับการแต่งตั้งเป็นผู้สนับสนุนการขายหน่วยทรัสต์ของทรัสต์เพื่อการลงทุนในสิทธิการเช่าอสังหาริมทรัพย์เหมราช ความเห็น ชั่ว บทวิชัย บทวิเคราะห์ ราคา ข้อความ การคาดการณ์ การประเมิน และ/หรือ ข้อมูลอื่นที่ระบุในเอกสารฉบับนี้ (“ข้อมูล”) มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้เป็นข้อมูลทั่วไปเท่านั้น และไม่อาจตีความได้ว่าเป็นการให้คำแนะนำแก่บุคคลใดๆ หรือเป็นการเสนอซื้อ หรือเสนอขาย หรือชักชวนให้เสนอซื้อหรือเสนอขายหลักทรัพย์ โดย SCBS และ/หรือกรรมการ พนักงาน และลูกจ้างของ SCBS ย่อมไม่ต้องรับผิดชอบต่อการเสียหายใดๆ ทั้งความเสียหายทางตรง ความเสียหายทางอ้อม ความเสียหายจากการผิดสัญญา หรือความเสียหายอันสืบเนื่อง อันเป็นผลมาจากการใช้หรือการเชื่อถือต่อการใช้อข้อมูล ทั้งนี้ รวมทั้งแต่ไม่จำกัดเพียงการสูญเสียผลกำไร นักลงทุนพึงใช้ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ประกอบข้อมูลและความเห็นอื่นๆ รวมทั้งพิจารณาขนาดของตนในการตัดสินใจลงทุน ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นจากแหล่งข้อมูลที่ SCBS เห็นว่าน่าเชื่อถือ โดย SCBS ไม่รับรองถึงความถูกต้อง สมบูรณ์ และ/หรือ ครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว

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

เอกสารฉบับนี้จัดทำโดย บริษัทหลักทรัพย์ไทยพาณิชย์ จำกัด (“SCBS”) ซึ่งมีธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) (“ธนาคาร”) เป็นผู้ออกหุ้นรายใหญ่แต่เพียงผู้เดียว โดยธนาคารฯ ได้ทำหน้าที่เป็นที่ปรึกษาทางการเงินและผู้จัดการการจัดจำหน่ายหลักทรัพย์ของ ทรัสต์เพื่อการลงทุนในสิทธิการเช่าอสังหาริมทรัพย์ แอล เอช โอเคิล SCBS ได้รับการแต่งตั้งเป็นผู้สนับสนุนการขายทรัสต์เพื่อการลงทุนในสิทธิการเช่าอสังหาริมทรัพย์ แอล เอช โอเคิล ความเห็น ชั่ว บทวิชัย บทวิเคราะห์ ราคา ข้อความ การคาดการณ์ การประเมิน และ/หรือ ข้อมูลอื่นที่ระบุในเอกสารฉบับนี้ (“ข้อมูล”) มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้เป็นข้อมูลทั่วไปเท่านั้น และไม่อาจตีความได้ว่าเป็นการให้คำแนะนำแก่บุคคลใดๆ หรือเป็นการเสนอซื้อ หรือเสนอขาย หรือชักชวนให้เสนอซื้อหรือเสนอขายหลักทรัพย์ โดย SCBS และ/หรือกรรมการ พนักงาน และลูกจ้างของ SCBS ย่อมไม่ต้องรับผิดชอบต่อการเสียหายใดๆ ทั้งความเสียหายทางตรง ความเสียหายทางอ้อม ความเสียหายจากการผิดสัญญา หรือความเสียหายอันสืบเนื่อง อันเป็นผลมาจากการใช้หรือการเชื่อถือต่อการใช้อข้อมูล ทั้งนี้ รวมทั้งแต่ไม่จำกัดเพียงการสูญเสียผลกำไร นักลงทุนพึงใช้ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ประกอบข้อมูลและความเห็นอื่นๆ รวมทั้งพิจารณาขนาดของตนในการตัดสินใจลงทุน ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นจากแหล่งข้อมูลที่ SCBS เห็นว่าน่าเชื่อถือ โดย SCBS ไม่รับรองถึงความถูกต้อง สมบูรณ์ และ/หรือ ครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว

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

บริษัทหลักทรัพย์ไทยพาณิชย์ จำกัด (“SCBS”) ทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) ในหุ้นสามัญของ AAV, ADVANC, AMATA, ANAN, AOT, AP, BANPU, BBL, BCP, BDMS, BH, BJCHI, BLAND, CENTEL, CKP, DTAC, EARTH, GFPT, GLOBAL, GUNKUL, HANA, ICHI, INTUCH, IRPC, IVL, JAS, KBANK, KCE, KTB, KTC, LPN, MAJOR, MINT, PS, PSL, PTT, PTTEP, PTTGC, QH, S, SAWAD, SCC, SGP, SPALI, STPI, SVI, THAI, TMB, TOP, TRUE, TTA, TTCL, UNIQ

นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวอย่างรอบคอบก่อนตัดสินใจลงทุน ทั้งนี้ ความเห็น ชั่ว บทวิชัย บทวิเคราะห์ ราคา ข้อความ การคาดการณ์ การประเมิน และ/หรือ ข้อมูลอื่นที่ระบุในเอกสารฉบับนี้ (“ข้อมูล”) มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้เป็นข้อมูลทั่วไปเท่านั้น และไม่อาจนำไปตีความว่า เป็นการให้คำแนะนำแก่บุคคลใด ๆ หรือเป็นการเสนอซื้อ หรือเสนอขาย หรือชักชวนให้เสนอซื้อหรือเสนอขายซึ่งหลักทรัพย์ โดย SCBS และ/หรือกรรมการ พนักงาน ลูกจ้าง และตัวแทนของ SCBS มิได้รับผิดชอบต่อความเสียหายใด ๆ ทั้งความเสียหายทางตรง ความเสียหายทางอ้อม ความเสียหายจากการผิดสัญญา ความเสียหายพิเศษ หรือความเสียหายที่เป็นผลสืบเนื่อง อันเป็นผลมาจากการใช้หรือการเชื่อถือในข้อมูลดังกล่าว ซึ่งรวมทั้งแต่ไม่จำกัดเพียงการสูญเสียผลกำไร นักลงทุนพึงใช้ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ประกอบร่วมกับข้อมูลและความเห็นอื่นๆ รวมทั้งพิจารณาขนาดของตนเองในการตัดสินใจลงทุน โดยข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ได้รับมาจากแหล่งข้อมูลที่ SCBS เห็นว่าน่าเชื่อถือ ซึ่ง SCBS ไม่สามารถรับรองถึงความถูกต้อง ความสมบูรณ์ และ/หรือ ความครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าวได้

SCBS สงวนสิทธิ์ในการใช้ดุลพินิจแต่เพียงผู้เดียวในการแก้ไขเพิ่มเติมข้อมูลเป็นครั้งคราวโดยไม่ต้องบอกกล่าว ทั้งนี้ เอกสารฉบับนี้จัดส่งให้แก่เฉพาะบุคคลตามที่กำหนดไว้เท่านั้น และห้ามมิให้มีการทำซ้ำ ดัดแปลง เผยแพร่ ขาย จำหน่าย พิมพ์ซ้ำ ส่งต่อ หรือแสวงหาประโยชน์ในเชิงพาณิชย์ไม่ว่าในลักษณะใดๆ เว้นแต่จะได้รับคามยินยอมเป็นลายลักษณ์อักษรจาก SCBS ก่อน

CG Rating 2014	Companies with CG Rating
	BAF, BCP, BJS, CPN, EGO, 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, CI, CNT, CPF, CSC, DELTA, DRT, DTAC, DTC, EASTW, EE, ERW, GBX, GC, GPPT, GUNKUL, HEMJAI, HMPO, ICC, KCE, KSL, LANNA, LH, LHBank, LOXLEY, LPN, MACO, MC, MCOI, NRC, NCH, NINE, NKI, NME, NSI, OCC, OFM, PAF, PE, PG, PHOL, PJW, PM, PPS, PR, PRANDA, PS, PT, QH, RATCH, ROBINS, S, S&J, SAMECO, SCG, SINGER, SIS, SITHAI, SMC, SNP, SSI, SSF, SSI, SSSC, STA, SVI, TCAP, TF, THAI, THANI, THCOM, TIP, TIPO, TK, TKT, TNITY, TNL, TOG, TRC, TRUE, TST, TSTH, TTA, TTW, TVO, UAC, UGL, VNT, WAOAL
	ZS, AF, AH, AHC, AIT, AJ, AKP, AKR, AMANAH, AMARIN, AMATA, AP, APCO, APCS, AQUA, ARIP, AS, ASIA, AYUD, BEAUTY, BEC, BRT, BH, BIC, BJCHI, BOL, BTNC, BWG, CCET, CGD, CGS, CHOW, CI, CKP, CM, CMR, CSC, CSP, CSS, DCC, DEMCO, DNA, EA, ESSO, FE, FORTH, FPI, GENCO, GL, GLOBAL, GLOW, GOLD, HOTPOT, HTC, HTECH, HYDRO, IFS, IHL, INET, IRC, IRCP, ITD, KBS, KGI, KKC, KTC, L&E, LRH, LST, MAJOR, MAKRO, MATCH, MBK, MBKET, MEGA, MFC, MEG, MJD, MODERN, MONO, MOONG, MPG, MTI, NC, NTV, NUSA, NWR, NYT, OGC, OISHI, PACE, PATO, PB, PDI, PICO, PPM, PPP, PREB, PRG, PRIN, PTG, QLT, QTC, RCL, SABINA, SALEE, SCBLIF, SCCG, SCG, SEAFOD, SEAOIL, SFP, SJMC, SIRI, SKR, SMG, SMK, SMPC, SMT, SOLAR, SPC, PCPG, SPPT, SST, STANLY, STEG, STPI, SUC, SWC, SYMC, SYNEK, SYNTec, TASCO, TBSP, TEAM, TFD, THI, THANA, THIP, THREL, TK, TICON, TIKS, TLUXE, TMI, TMT, TNDT, TPT, TPCORP, TRV, TSD, TSC, TTCL, TUF, TVB, TWFP, UMJ, UP, UPG, UPOIC, UT, UV, UVM, VHM, WAVE, WHA, WIN, WINNER, WUSA, ZMCO
Corporate Governance Report disclaimer The disclosure of the survey result of the Thai Institute of Directors Association ("IOD") regarding corporate governance is made pursuant to the policy of the Office of the Securities and Exchange Commission. The survey of the IOD is based on the information of a company listed on the Stock Exchange of Thailand and the Market for Alternative Investment disclosed to the public and able to be accessed by a general public investor. The result, therefore, is from the perspective of a third party. It is not an evaluation of operation and is not base on inside information. The survey result is as of the date appearing in the Corporate Governance Report of Thai Listed Companies. As a result, the survey result may be changed after that date. SCB Securities Company Limited does not conform nor certify the accuracy of such survey result.	

กรุงเทพฯ – สำนักงานใหญ่

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

กรุงเทพฯ – สาขาธัญโยธิน

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

กรุงเทพฯ – สาขาสินธร

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

กรุงเทพฯ – สาขาเฉลิมนคร

269 มุมถนนเจริญกรุง-วรจักร แขวงบ่อน๊มปราบ เขตบ่อน๊มปราบคัตรุพ่าย
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

กรุงเทพฯ – สาขาเซ็นทรัลพลาซ่า เวสต์เกต

199, 199/1, 199/2 หมู่ 6 ชั้น 3
ต. เลาองหิน อ. บางใหญ่ จ. นนทบุรี 11140
โทร: (662) 949-1358
โทรสาร: (662) 194-2896

เชียงใหม่ – สาขาสี่แยกสนามบินเชียงใหม่

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

เชียงใหม่ – สาขาท่าแพ

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

เชียงใหม่ – สาขาคณะแพทยศาสตร์เชียงใหม่

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

หาดใหญ่ – สาขากบนราษฎร์ยินดี (หาดใหญ่)

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

