

แนวโน้มตลาดหุ้นไทยไตรมาส 2/59



เพื่ันทำราหาหุ้นบริโค

SCBS Market Strategy Reports



2558



2557



2556



ดูข้อมูลสวอนลิกซ์และปฏิสรความรับพิทชอบสำหรับบทวิเคราะห์
ในส่วนท้ายของรายงานฉบับนี้

Research Group

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

เลขานุการ

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

วิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐาน

การแพทย์ ก่อเกี่ยว ขนส่ง ยานยนต์
รวีญญ ปิยเมศรีโขง
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 สิ่งก่อสร้าง 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
สิริกรณ ฤกษ์ทิพย์
sirikarn.krisnipat@scb.co.th, (662) 949-1020

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

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

ผู้ช่วยนักวิเคราะห์
เชนนิพนธ์ พิชญานุพัฒน์
chananthorn.pichayanupat@scb.co.th, (662) 949-1016

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

กลยุทธ์การลงทุน

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

กลยุทธ์การลงทุน
พรทิพย์ ฐปณีย์
pornthep.jubandhu@scb.co.th, (662) 949-1015

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

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

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

ผู้ช่วยนักวิเคราะห์
เหมือนมัส บุญจง
mueanmas.boonngork@scb.co.th, (662) 949-1018

Research Support

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

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

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

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

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

สารบัญ

פתירתארהאןברוק.....	1
---------------------	---

Stock Picks

บมจ. เจริญโภคภัณฑ์อาหาร (CPF)	31
บมจ. จีเอฟพีที (GFPT)	35
บมจ. แพลน บี มีดีย์ (PLANB)	39
บมจ. ห้างสรรพสินค้าโรบินสัน (ROBINS).....	43
บมจ. อาร์เอส (RS).....	47
บมจ. เวิร์กพอยท์ เอ็นเทอร์เทนเมนท์ (WORK).....	51

กลุ่มอุตสาหกรรม

สายการบิน	55
ธนาคาร	57
พาณิชย์	59
วัสดุก่อสร้าง	61
เงินทุน.....	63
อาหาร	65
การแพทย์	67
นิคมอุตสาหกรรม	69
ประกัน	71
สื่อ	73
พัฒนาโครงการที่อยู่อาศัย	75
หลักทรัพย์	77
สื่อสาร	79
ท่องเที่ยว	81
SCBS Stock Universe	83



This page is left blank intentionally



เพ้นตำราหาหุ้นบริโภค

อิสระ อรดีดลเชษฐ์

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

WSINW ฐพนธ์

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

วรฤทธิ จิระชน

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

เหมื่อนมาส บุญจอก

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

SET พื้นตัวกลับขึ้นมาได้แรงถึง 14% หลังจากปรับตัวลงไปทำจุดต่ำสุดในเดือน ม.ค. เพราะได้รับผลกระทบจากความผันผวนในตลาดการเงินทั่วโลกเมื่อตอนต้นปี และต้องยอมรับว่าการเลื่อนขึ้นอัตราดอกเบี้ยของเฟดและการออกมาตราการผ่อนคลายการเงินเพิ่มเติมทั้งจาก ECB และ BoJ มีส่วนช่วยสนับสนุนการฟื้นตัวรอบนี้อย่างมาก อย่างไรก็ตาม กลยุทธ์การลงทุนในระยะ 3 เดือนข้างหน้าค่อนข้างที่จะเป็นสิ่งที่ซับซ้อน เนื่องจากตอนนี้ valuation ตลาดแพงขึ้น และนักลงทุนมีแนวโน้มที่จะปรับพอร์ตลงทุนก่อนที่จะมีการขึ้นอัตราดอกเบี้ยสหรัฐฯ ครึ่งต่อไป ซึ่งอาจจะเกิดขึ้นในไตรมาส 3/59 ในขณะที่เราไม่คิดว่าจะมีแรงเทขายอย่างรุนแรงเกิดขึ้น แต่คาดว่าจะมีการเปลี่ยนกลุ่มเล่น (sector rotation) ซึ่งหมายความว่าตลาดจะเทรดในลักษณะ **sideway** หุ้นที่เราแนะนำเป็นหุ้นที่ได้ประโยชน์จากการอุปโภคบริโภคที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นโดยได้รับแรงหนุนจากมาตรการการคลังและมาตรการกึ่งการคลัง

จะเกิดอะไรขึ้นต่อไปในไตรมาส 2/59? ความกังวลว่าเฟดจะขึ้นดอกเบี้ยกลับมาใหม่ SET index พื้นตัวกลับขึ้นมาอย่างรวดเร็วนับตั้งแต่กลางไตรมาส 1/59 เรามองว่าการที่ SET จะปรับตัวขึ้นต่อจากจุดนี้จำเป็นที่จะต้องมีการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยของเฟดมีแนวโน้มที่จะเกิดขึ้นมาอีกครั้งในไตรมาส 2 เนื่องจากข้อมูลเศรษฐกิจสหรัฐฯ ดูแข็งแกร่ง แนวโน้มเช่นนี้ทำให้เห็นว่าตลาดจะมี upside ค่อนข้างจำกัดในระยะ 2-3 เดือนข้างหน้า

ไม่คิดว่าจะมีแรงเทขายอย่างรุนแรงในรอบนี้ ในขณะที่มีความเป็นไปได้ค่อนข้างสูงที่ตลาดจะพักฐานก่อนเฟดขึ้นอัตราดอกเบี้ย แต่เราไม่คิดว่าจะเห็นแรงเทขายอย่างรุนแรงเหมือนกับที่เกิดขึ้นในเดือน ม.ค. เนื่องจากเรามองว่าธนาคารกลางของประเทศหลักๆ ได้แก่ ธนาคารกลางยุโรป (ECB), ธนาคารกลางญี่ปุ่น (BoJ), และธนาคารกลางจีน (PBoC) ดูเหมือนจะเตรียมพร้อมรับมือกับสถานการณ์ดังกล่าวได้เป็นอย่างดีในครั้งนี้อยู่ ในขณะที่ยังมีข้อดีให้ปรับนโยบายการเงินอยู่ แต่ปัจจัยกระตุ้นที่สำคัญจะอยู่ที่นโยบายการคลัง การใช้จ่ายงบประมาณได้ดีขึ้นของรัฐบาลและการออกนโยบายกระตุ้นเชิงรุกเมื่อไม่นานนี้จะเป็นปัจจัยที่ช่วยสนับสนุนให้ตลาดหุ้นไทยปรับตัวขึ้นต่อเนื่องในไตรมาส 2

การอุปโภคบริโภคในประเทศมีบทบาทสำคัญมากขึ้นในการกระตุ้นให้เศรษฐกิจขยายตัวและสนับสนุนตลาด เราสังเกตเห็นแนวโน้มความสัมพันธ์ที่สูงขึ้นระหว่างการอุปโภคบริโภคภาคเอกชนกับการเคลื่อนไหวของตลาด โดยเฉพาะหลังวิกฤตเศรษฐกิจสหรัฐฯ ซึ่งน่าจะเป็นผลมาจากการเปลี่ยนแปลงในองค์ประกอบของตลาดหุ้นไทยและเศรษฐกิจไทยที่เปลี่ยนมาได้รับแรงกระตุ้นจากอุปสงค์ในประเทศมากขึ้น

หุ้น top picks ไตรมาส 2/59 เน้นหุ้นที่จะได้ประโยชน์จากอุปสงค์ในประเทศที่ปรับตัวเพิ่มขึ้น

- **CPF** เราชอบ CPF เพราะกำไรไม่มอดเป็นมาตั้งแต่ไตรมาส 1/59 และกำไรปี 2559 มีแนวโน้มฟื้นตัวมากที่สุด (+192% YoY) ในกลุ่มอาหาร โดยได้รับปัจจัยหนุนจากส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ที่ปรับตัวดีขึ้น
- **GFPT** เราชอบ GFPT เพราะกำไรจะฟื้นตัวในปี 2559 โดยได้รับปัจจัยหนุนจากสถานการณ์อุปทานไก่เนื้อที่กลับคืนสู่ภาวะปกติ ในฐานะบริษัทที่ประกอบธุรกิจไก่เนื้อเพียงอย่างเดียว GFPT จึงมีแนวโน้มที่จะได้ประโยชน์มากที่สุดจากการแพร่ระบาดของโรคไข้หวัดนกในสหรัฐฯ ซึ่งจะส่งผลทำให้อุปทานไก่เนื้อในประเทศไทยปรับตัวลดลงตั้งแต่ช่วงครึ่งหลังของปี 59
- **PLANB** เป็นบริษัทปลอดหนี้ที่มีอัตรากำไรสูงซึ่งกำไรเติบโตอย่างแข็งแกร่ง (หลักๆ ผ่านทางการเข้าซื้อกิจการเชิงรุกด้วยเงินสด) บริษัทมีผลงานเป็นที่ยอมรับด้านความสามารถในการขาย
- **ROBINS** เป็นผู้ได้รับประโยชน์รายใหญ่จากมาตรการกระตุ้นการอุปโภคบริโภค คาดอัตรากำไรขั้นต้นจะเพิ่มขึ้นสู่ 25% ในปี 2559 เพราะสัดส่วนยอดขายสินค้า private brand ที่ให้อัตรากำไรสูงปรับตัวเพิ่มขึ้น
- **RS** เราชอบ RS เพราะกำไรมีแนวโน้มเติบโตอย่างแข็งแกร่ง หนี้ต่ำ และจะมีกำไรจากธุรกิจ H&B เข้ามาเพิ่ม นอกจากนี้ราคาหุ้นยังได้แรงหนุนจากการซื้อหุ้นคืนด้วย
- **WORK** เป็นสถานีโอทาร์ทันดาวรุ่งที่เราตั้งสูงขึ้น (อันดับ 3 รองจากช่อง 7 และ BEC) และมีแนวโน้มเติบโตอย่างแข็งแกร่งจากการปรับอัตราค่าโฆษณาต่อเรตติ้งเพิ่มขึ้น (ปัจจุบันมีส่วนลด 50% จากช่องทีวีชั้นนำ)

Top picks ไตรมาส 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)		
					15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F
CPF	Buy	23.40	30.0	30.4	67.8	23.2	19.3	(63)	192	20	1.5	1.4	1.4	2	6	7	3.2	2.2	2.6	17.1	14.7	14.5
GFPT	Buy	12.30	16.0	32.6	13.0	11.2	9.8	(32)	16	15	1.6	1.5	1.3	13	14	14	2.0	2.5	2.9	8.9	7.8	7.0
PLANB	Buy	6.35	8.5	35.2	55.0	38.4	28.3	96	44	36	7.6	7.2	6.3	22	23	24	0.9	1.3	1.8	24.4	18.8	14.5
ROBINS	Buy	49.75	57.0	16.9	25.7	21.9	18.9	12	17	16	3.8	3.5	3.2	16	17	18	2.0	2.3	2.7	12.6	11.4	10.5
RS	Buy	10.10	14.0	40.7	82.3	29.1	23.2	(67)	183	26	5.6	5.2	4.7	7	19	22	0.7	2.1	2.6	9.3	7.1	6.0
WORK	Buy	38.75	55.0	43.2	92.6	38.3	29.4	n.m.	142	30	5.1	4.3	3.7	7	13	14	0.6	1.3	1.7	21.0	16.6	14.4
Average					56.1	27.0	21.5	(11)	99	24	4.2	3.8	3.4	11	15	16	1.6	1.9	2.4	15.5	12.7	11.1

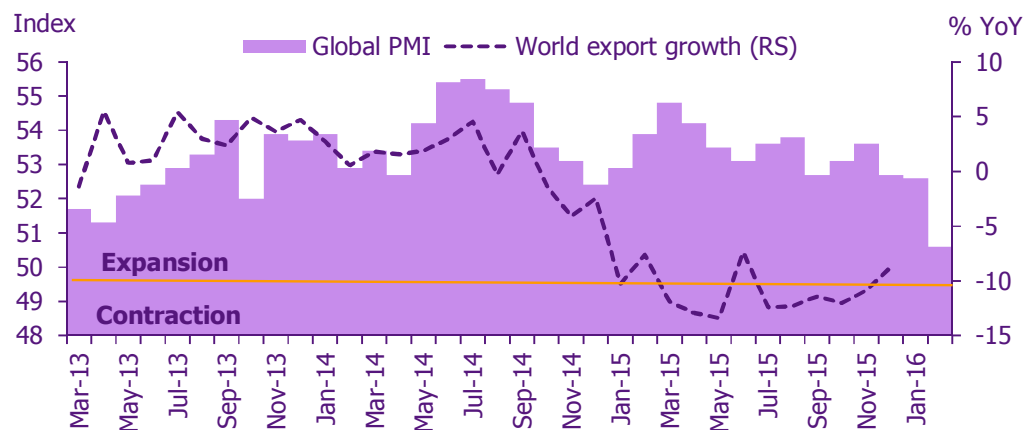
Source: SCBS Investment Research

เติบโตในอัตราต่ำกว่าที่
คาดการณ์ไว้ได้...

ภาพรวมเศรษฐกิจโลก

เส้นทางในตลาดการเงินทั่วโลกนับตั้งแต่ต้นปีไม่ได้โรยด้วยกลีบกุหลาบ การร่วงของตลาดหุ้น ราคาน้ำมันทั่วโลกที่ดิ่งลง ความตึงเครียดในตลาดการเงินที่มีมากขึ้น และการไหลออกของเงินทุนในระดับมากเป็นประวัติการณ์ในตลาดเกิดใหม่ เป็นสิ่งที่ทำให้นักลงทุนเกิดความวิตกกังวลว่าเศรษฐกิจของหลายๆ ประเทศจะกลับเข้าสู่ภาวะถดถอยอีกครั้ง กองทุนการเงินระหว่างประเทศ (IMF) ได้ปรับลดคาดการณ์อัตราการขยายตัวของเศรษฐกิจทั่วโลกลงเล็กน้อยสู่ 3.4% YoY (จาก 3.6%) ในปีนี้ และ 3.6% (จาก 3.8%) ในปีหน้า ส่วนหนึ่งเพื่อสะท้อนถึงแรงกดดันทางเศรษฐกิจที่มีมากขึ้น ประเทศที่ถูกปรับลดคาดการณ์อัตราการขยายตัวของเศรษฐกิจลงมากที่สุด คือ ประเทศผู้ส่งออกน้ำมัน เช่น รัสเซีย และซาอุดีอาระเบีย ซึ่งถูกปรับลดคาดการณ์ลง -0.4% และ -0.3% ตามลำดับ ซึ่งเป็นไปตามนักเศรษฐศาสตร์ส่วนใหญ่คาดการณ์ไว้ ในขณะเดียวกัน กลุ่มประเทศที่พัฒนาแล้วก็ถูกปรับลดคาดการณ์อัตราการขยายตัวของเศรษฐกิจลง -0.1% สู่ระดับที่เติบโตเพียง 2.1% พัฒนาการที่น่าเป็นห่วงมากที่สุดในรายงานฉบับล่าสุดของ IMF คือ การปรับลดคาดการณ์ปริมาณการซื้อขายทั่วโลกอย่างมาก โดยปัจจุบันคาดว่าจะเติบโต 3.4% YoY จากประมาณการเดิมที่ 4.1% โดยสรุปแล้วเศรษฐกิจทั่วโลกดูเหมือนจะเติบโตในอัตราที่ต่ำกว่าระดับที่คาดการณ์ไว้ก่อนหน้านี้

Figure 1: อัตราเติบโตของการค้าโลก เทียบกับภาคการผลิตทั่วโลก

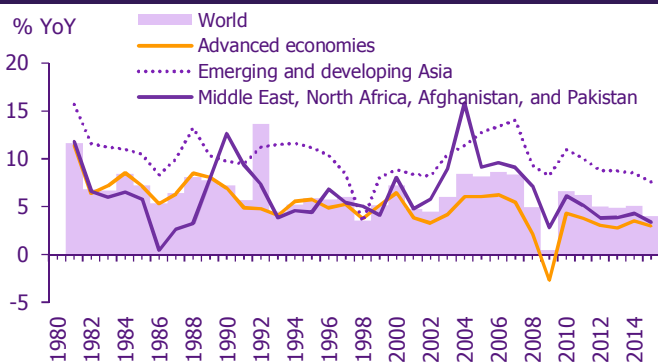


Source: Bloomberg, World Trade Organization (WTO), SCBS Investment Research

...ด้วยความเสี่ยงที่เพิ่มขึ้น
ในตลาดเกิดใหม่และประเทศ
ผู้ส่งออกน้ำมัน

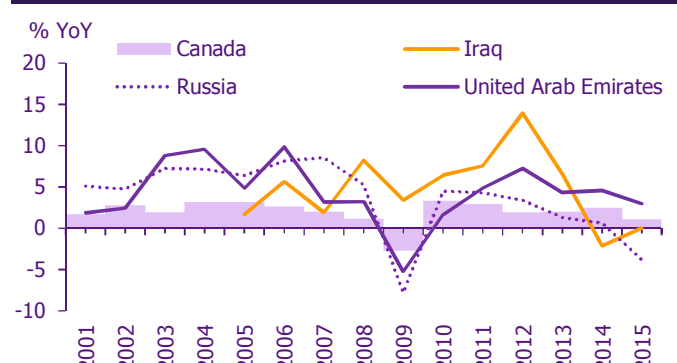
ระดับความเสี่ยงของประเทศต่างๆ ทั่วโลกค่อนข้างแตกต่างกันพอสมควร โดยเกิดจากความไม่สมดุลของเศรษฐกิจโลก ประเทศหลักๆ ที่พัฒนาแล้ว มีแนวโน้มสูงที่จะสามารถต้านทานความผันผวนทางการเงินทั่วโลกที่กำลังเกิดขึ้นอยู่ในปัจจุบันได้นานกว่าตลาดเกิดใหม่ (EM) รวมถึงประเทศผู้ส่งออกสินค้าโภคภัณฑ์ ทั้งนี้เป็นเพราะเงินทุนมีแนวโน้มที่จะไหลเข้าสู่ประเทศที่พัฒนาแล้ว (จากสินทรัพย์เสี่ยงไปยังสินทรัพย์ที่ปลอดภัยกว่า) ส่งผลทำให้ตลาดเกิดใหม่มีภาวะการเงินที่เปราะบางมากยิ่งขึ้น โดยเฉพาะประเทศที่มีสถานะภายนอก (ดุลบัญชีเดินสะพัดและทุนสำรองระหว่างประเทศ) อ่อนแอ, เสถียรภาพการคลังต่ำ, และ/หรือ ภาระหนี้สินสูงโดยใช้แหล่งเงินทุนจากต่างประเทศ ในขณะเดียวกัน ประเทศที่พึ่งพาการส่งออกสินค้าโภคภัณฑ์สูง ก็อยู่ในภาวะที่เปราะบางอย่างมากที่จะได้รับผลกระทบจากสถานการณ์ความตึงเครียดทางการเงินรอบปัจจุบันโดยมีสาเหตุมาจากราคาสินค้าโภคภัณฑ์ (โดยเฉพาะน้ำมันดิบ) ที่ร่วงลงแรง อย่างไรก็ตามในระยะยาวนั้นประเทศที่พัฒนาแล้วก็จะได้รับผลกระทบจากปัญหาทางเศรษฐกิจที่เกิดขึ้นในตลาดเกิดใหม่ผ่านหลายช่องทางด้วยกัน เช่น การชะลอตัวลงอย่างมากของการค้าระหว่างประเทศและการท่องเที่ยว การแข็งค่าอย่างรวดเร็วของค่าเงินประเทศที่พัฒนาแล้ว และแนวโน้มที่ตลาดหุ้นจะปรับตัวลงต่อ

Figure 2: อัตราการขยายตัวทางเศรษฐกิจในประเทศที่พัฒนาแล้วบางประเทศ



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

Figure 3: เศรษฐกิจของกลุ่มประเทศผู้ส่งออกน้ำมันชะลอตัวลงอย่างมาก



Source: CEIC, SCBS Investment Research

นโยบายเศรษฐกิจแบบ
ขับเคลื่อนร่วมกันคือวิธีที่
เหมือนจะเป็นทางออกที่ดี
...

...แต่อาจจะไม่เกิดขึ้น
จนกว่าจะมีสัญญาณการ
ถูกกดดันทางเศรษฐกิจ
เกิดขึ้น

ก่อนที่จะเราจะเจาะลึกลงไปในเรื่องละเอียดในส่วนถัดไป แนวทางถัดไปในการจัดทำนโยบายเศรษฐกิจทั่วโลกมีแนวโน้มที่จะมุ่งไปสู่การขับเคลื่อนร่วมกัน (collective action) โดยจะใช้ทั้งเครื่องมือทางการเงินและการคลัง ทั้งนี้เพราะไม่เพียงแต่นโยบายการเงินมาถูกนำมาใช้ในหลายๆ รูปแบบระยะหนึ่งแล้ว แต่นโยบายการเงินเริ่มที่จะส่งผลเชิงบวกต่อการขยายตัวทางเศรษฐกิจและเงินเฟ้อลดน้อยลงด้วย นอกจากนี้รัฐบาลหลายประเทศในยุโรป โซน สหราชอาณาจักร และประเทศเศรษฐกิจเกิดใหม่หลายประเทศ ก็อยู่ในสถานการณ์ที่สามารถการปรับมาใช้จ่ายทางการคลังเพิ่มมากขึ้นด้วย (เพื่อกระตุ้นอุปสงค์ในประเทศ) เรามองว่าการใช้นโยบายเศรษฐกิจแบบขับเคลื่อนร่วมกันโดยประเทศมหาอำนาจของโลกจะเป็นวิธีที่มีประสิทธิภาพอย่างมากในการทำให้ความไม่สมดุลของเศรษฐกิจและความแตกต่างทางนโยบายแฉลง แนวโน้มเช่นนี้จะส่งผลทำให้เกิดภาวะ “risk-on” (นักลงทุนหันไปลงทุนในสินทรัพย์เสี่ยง) ซึ่งจะช่วยสนับสนุนให้เงินทุนไหลกลับสู่ตลาดเกิดใหม่ได้ในระดับหนึ่ง

การนำเครื่องมือทางการเงินและการคลังมาใช้ร่วมกันมีเป้าหมายเพื่อสนับสนุนให้เศรษฐกิจโลกเติบโตอย่างยั่งยืนและอัตราเงินเฟ้ออยู่ในเกณฑ์ที่ดี แต่ในความเป็นจริง การนำนโยบายดังกล่าวมาใช้ร่วมกันนั้นไม่ได้จะเป็นสิ่งที่เกิดขึ้นได้ง่ายนัก ตัวอย่างที่เห็นได้ชัดเจนนั่นคือ การประชุม G20 ที่จัดขึ้นเมื่อไม่นานนี้ในเซี่ยงไฮ้ ซึ่งรัฐมนตรีว่าการกระทรวงการคลังและผู้ว่าการธนาคารกลางของกลุ่มประเทศ G20 มีความเห็นขัดแย้งกันหลายประการตั้งแต่ความจำเป็นในการกระตุ้นเศรษฐกิจโลกไปจนถึงอัตราดอกเบี้ยตลาด ซึ่งชี้ให้เห็นว่ากลุ่มประเทศ G20 ไม่น่าจะเห็นชอบมาตรการ “strong combined measures” ตามที่ IMF เสนอมาในอนาคตรอนใกล้นี้ ซึ่งความจริงแล้วเรื่องนี้เป็นสิ่งที่สามารถเข้าใจได้ เนื่องจากหน่วยงานกำกับดูแลด้านเศรษฐกิจไม่จำเป็นต้องการให้ตนมีภาระที่มีหนี้สินเพิ่มมากขึ้น ถ้ายังไม่มีสัญญาณถึงการถูกกดดันทางเศรษฐกิจเกิดขึ้นในเวลาเดียวกัน

Figure 4: ประมาณการ GDP โลก

	Year over Year						Q4 over Q4		
	Estimates		Projections		Difference from October 2015 WEO Projections 1/		Estimates		Projections
	2014	2015	2016	2017	2016	2017	2015	2016	2017
World Output 2/	3.4	3.1	3.4	3.6	-0.2	-0.2	3.0	3.4	3.6
Advanced Economies	1.8	1.9	2.1	2.1	-0.1	-0.1	1.8	2.2	2.0
United States	2.4	2.5	2.6	2.6	-0.2	-0.2	2.1	2.7	2.5
Euro Area	0.9	1.5	1.7	1.7	0.1	0.0	1.5	1.8	1.6
Germany	1.6	1.5	1.7	1.7	0.1	0.2	1.5	1.7	1.7
France	0.2	1.1	1.3	1.5	-0.2	-0.1	1.3	1.6	1.5
Italy	-0.4	0.8	1.3	1.2	0.0	0.0	1.3	1.3	1.1
Spain	1.4	3.2	2.7	2.3	0.2	0.1	3.4	2.3	2.3
Japan	0.0	0.6	1.0	0.3	0.0	-0.1	1.5	1.2	-0.3
United Kingdom	2.9	2.2	2.2	2.2	0.0	0.0	2.0	2.2	2.2
Canada	2.5	1.2	1.7	2.1	0.0	-0.3	0.6	2.0	2.2
Other Advanced Economies 3/	2.8	2.1	2.4	2.8	-0.3	-0.1	2.0	2.5	3.3
Emerging Market and Developing Economies 4/	4.6	4.0	4.3	4.7	-0.2	-0.2	4.0	4.5	4.9
Commonwealth of Independent States	1.0	-2.8	0.0	1.7	-0.5	-0.3	-3.3	0.1	1.6
Russia	0.6	-3.7	-1.0	1.0	-0.4	0.0	-4.1	0.2	1.4
Excluding Russia	1.9	-0.7	2.3	3.2	-0.5	-0.8	...	...	...
Emerging and Developing Asia	6.8	6.6	6.3	6.2	-0.1	-0.1	6.5	6.2	6.3
China	7.3	6.9	6.3	6.0	0.0	0.0	6.8	6.1	6.0
India 5/	7.3	7.3	7.5	7.5	0.0	0.0	7.3	7.5	7.6
ASEAN-5 6/	4.6	4.7	4.8	5.1	-0.1	-0.2	4.6	4.8	5.5
Emerging and Developing Europe	2.8	3.4	3.1	3.4	0.1	0.0	3.7	5.0	2.6
Latin America and the Caribbean	1.3	-0.3	-0.3	1.6	-1.1	-0.7	-1.5	0.3	2.0
Brazil	0.1	-3.8	-3.5	0.0	-2.5	-2.3	-5.6	-1.6	0.5
Mexico	2.3	2.5	2.6	2.9	-0.2	-0.2	2.5	2.7	3.0
Middle East, North Africa, Afghanistan, and Pakistan	2.8	2.5	3.6	3.6	-0.3	-0.5	...	...	...
Saudi Arabia	3.6	3.4	1.2	1.9	-1.0	-1.0	3.6	0.5	2.3
Sub-Saharan Africa	5.0	3.5	4.0	4.7	-0.3	-0.2	...	...	...
Nigeria	6.3	3.0	4.1	4.2	-0.2	-0.3	...	...	...
South Africa	1.5	1.3	0.7	1.8	-0.6	-0.3	0.4	0.9	2.4
Memorandum									
Low-Income Developing Countries	6.0	4.6	5.6	5.9	-0.2	-0.2	...	...	...
World Growth Based on Market Exchange Rates	2.7	2.5	2.7	3.0	-0.3	-0.2	2.3	2.8	3.0
World Trade Volume (goods and services)	3.4	2.6	3.4	4.1	-0.7	-0.5	...	...	...
Imports									
Advanced Economies	3.4	4	3.7	4.1	-0.5	-0.4	...	...	...
Emerging Market and Developing Economies	3.7	0.4	3.4	4.3	-1.0	-1.1	...	...	...
Commodity Prices (U.S. dollars)	-7.5	-47.1	-17.6	14.9	-15.2	4.8	-42.7	5.3	11.1
Oil 7/									
Nonfuel (average based on world commodity export weights)	-4.0	-17.4	-9.5	0.4	-4.4	0.1	-19.0	-2.2	0.3
Consumer Prices									
Advanced Economies	1.4	0.3	1.1	1.7	-0.1	0.0	0.4	1.3	1.9
Emerging Market and Developing Economies 4/	5.1	5.5	5.6	5.9	0.5	1.0	7.0	9.9	20.4
London Interbank Offered Rate (percent)									
On U.S. Dollar Deposits (six month)	0.3	0.5	1.2	2.2	0.0	0.0	...	...	...
On Euro Deposits (three month)	0.2	0.0	-0.3	-0.2	-0.3	-0.3	...	...	...
On Japanese Yen Deposits (six month)	0.2	0.1	0.1	0.1	0.0	-0.1	...	...	...

Source: International Monetary Fund

Note: Real effective exchange rates are assumed to remain constant at the levels prevailing during November 9–December 7, 2015. Economies are listed on the basis of economic size. The aggregated quarterly data are seasonally adjusted.

1/ Difference based on rounded figures for both the current and October 2015 WEO forecasts.

2/ Countries included in the calculation of quarterly estimates and projections account for approximately 90 percent of world GDP at purchasing power parities.

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

4/ Countries included in the calculation of quarterly estimates and projections account for approximately 80 percent of the GDP of emerging market and developing economies at purchasing power parities.

5/ 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.

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

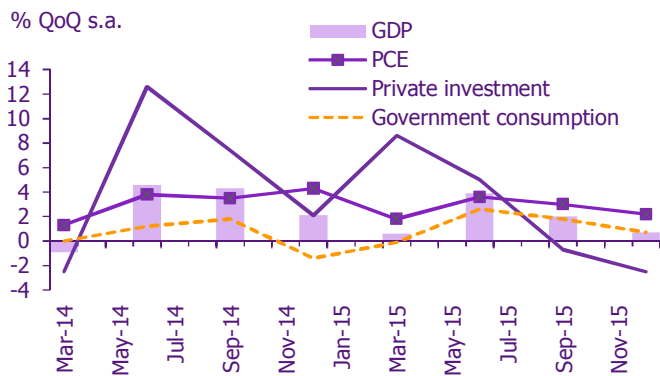
7/ Simple average of prices of U.K. Brent, Dubai Fateh, and West Texas Intermediate crude oil. The average price of oil in U.S. dollars a barrel was \$50.92 in 2015; the assumed price based on futures markets (as of December 10, 2015) is \$41.97 in 2016 and \$48.21 in 2017.

ยังคงแข็งแกร่งที่สุดใน
กลุ่ม..

สหรัฐฯ

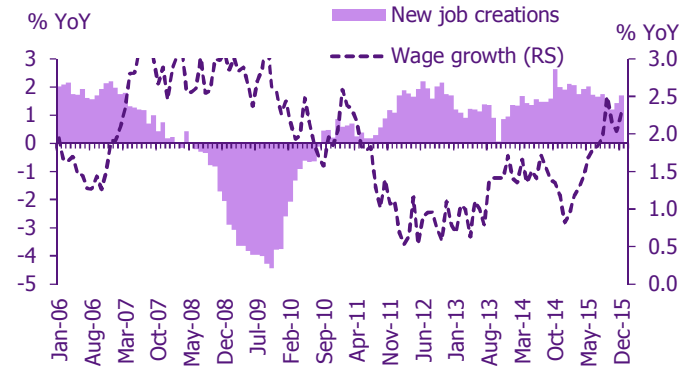
โมเมนตัมเศรษฐกิจของสหรัฐฯ ในปี 2558 แข็งแกร่งมากเพียงพอทำให้เฟดขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายในเดือน ธ.ค. โดยในช่วงนั้นคนส่วนใหญ่เชื่อว่าการขึ้นอัตราดอกเบี้ยเพียงเล็กน้อยของสหรัฐฯ น่าจะมีผลกระทบน้อยมาก ต่อเศรษฐกิจสหรัฐฯ และตลาดการเงินทั่วโลก ทั้งนี้ในตอนนั้นมีการคาดการณ์กันว่าตลาดจะปรับฐานระยะสั้น เนื่องจากคาดว่านักลงทุนจะปรับพอร์ตการลงทุน อย่างไรก็ตาม สถานการณ์ไม่ได้เป็นไปอย่างที่คิด เนื่องจากหุ้นทั่วโลก (World MSCI Index) ร่วงลงอย่างหนัก เพราะมีการโยกเงินลงทุนออกจากสินทรัพย์เสี่ยงมายังพันธบัตรสหรัฐฯ สถานการณ์ดังกล่าวจึงกระทบต่อการเติบโตทางเศรษฐกิจของสหรัฐฯ ในไตรมาส 4/58 เนื่องจากเศรษฐกิจสหรัฐฯ ขยายตัวเพียง 1% ในประมาณการครั้งที่ 2 ขณะที่ข้อมูลในช่วงต้นไตรมาส 4/58 บ่งชี้ว่าเศรษฐกิจสหรัฐฯ จะขยายตัวได้สูงถึง 3% ความผันผวนในตลาดการเงินที่เกิดขึ้นอยู่ในปัจจุบันมีมากจนทำให้ประธานเฟดผ่อนปรนท่าทีเกี่ยวกับแนวทางการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ย อย่างไรก็ตาม การตัดสินใจเชิงนโยบายของเฟดจะยังคงใช้ข้อมูลเศรษฐกิจประกอบการพิจารณา (data driven) ซึ่งเรามองว่าเป็นการตอบสนองที่เหมาะสมกับภาวะเศรษฐกิจและตลาดการเงินในปัจจุบัน

Figure 5: เศรษฐกิจสหรัฐฯ เติบโตในอัตราที่ชะลอตัวลงอย่างมากในไตรมาส 4/58...



Source: CEIC, SCBS Investment Research

Figure 6: ...แต่ตลาดแรงงานยังแข็งแกร่งมากเกินไปที่จะเปลี่ยนแปลง ทำให้การปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ย

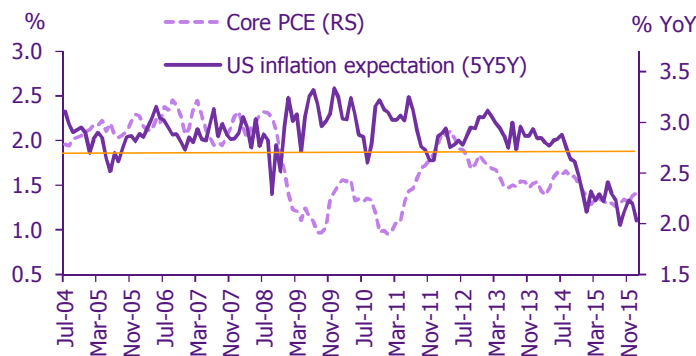


Source: CEIC, SCBS Investment Research

...แต่ทิศทางเงินเฟ้อนั้นยังคง
ไม่แน่นอนนัก...

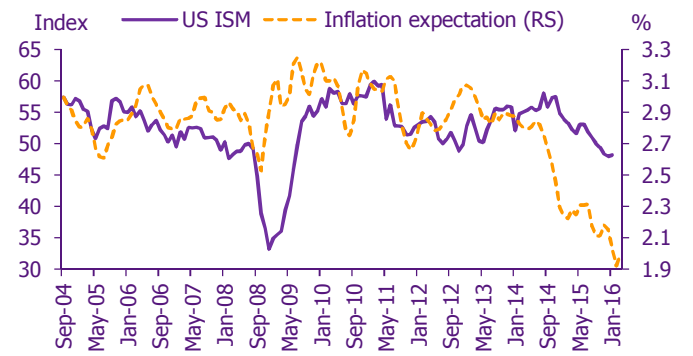
ในขณะที่ข้อมูลเกี่ยวกับตลาดแรงงานของสหรัฐฯ ยังคงแข็งแกร่ง แต่แนวโน้มของอัตราเงินเฟ้อ (1 ในเป้าหมาย 2 ประการของเฟด) ดูไม่สดใสนัก เนื่องจากการคาดการณ์อัตราเงินเฟ้อปรับลดลงอย่างต่อเนื่อง (Figure 7) โดยเฟดได้กล่าวไว้ในที่ประชุมหลายครั้งด้วยกันว่า อัตราเงินเฟ้อระดับต่ำมีสาเหตุมาจากปัจจัยชั่วคราว เช่น ราคาน้ำมันที่ลดลง และผลกระทบของปัจจัยดังกล่าวจะค่อยๆ หายไป อย่างไรก็ตาม เราเริ่มเห็นวัฏจักรธุรกิจที่ชะลอตัวลงเริ่มที่จะสร้างแรงกดดันขาลงเพิ่มเติมต่ออัตราเงินเฟ้อของสหรัฐฯ (Figure 8) นอกจากนี้การแข็งค่าของดอลลาร์สหรัฐฯ ก็เป็นตัวจุดประกายการเติบโตทางเศรษฐกิจและอัตราเงินเฟ้อด้วย สิ่งที่น่าสนใจ คือ มุมมองที่ประธานเฟดในแต่ละรัฐมีต่อแนวโน้มอัตราเงินเฟ้อดูเหมือนจะแตกต่างกัน โดยส่วนหนึ่งคาดว่าเงินเฟ้อจะเติบโตอย่างแข็งแกร่ง ในขณะที่ส่วนหนึ่งยังคงกังวลเกี่ยวกับความเสี่ยงขาลง

Figure 7: แนวโน้มเงินเฟ้อดูไม่ดีขึ้น...



Source: CEIC, SCBS Investment Research

Figure 8: ...และสาเหตุมีมากกว่าราคาน้ำมัน

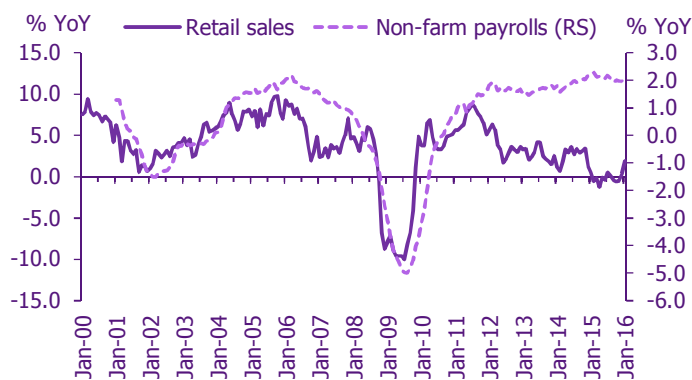


Source: CEIC, SCBS Investment Research

...หมายถึงปฏิกิริยา
ตอบสนองของเฟด
แนวโน้มจะเป็นไปแบบค่อย
เป็นค่อยไป...

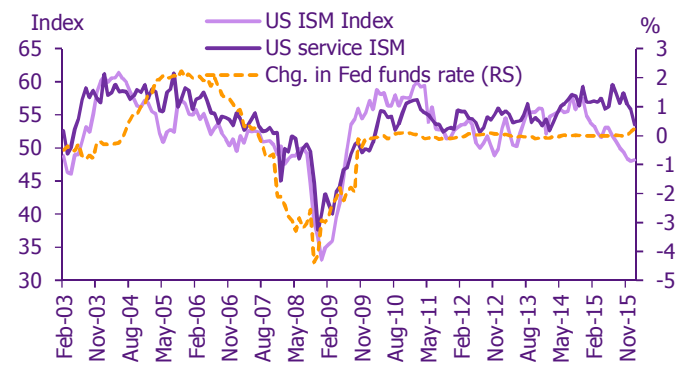
แม้ทำที่ของเฟดต่อแนวทางการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยผ่อนปรนลงในระยะหลังนี้ แต่ไม่ได้หมายความว่าเฟดจะยุติการขึ้นอัตราดอกเบี้ย เมื่อพิจารณาจากความผันผวนในตลาดการเงินในระดับสูงเป็นประวัติการณ์ เฟดจะต้องการมีความยืดหยุ่นและคล่องตัวในการดำเนินนโยบายเพื่อป้องกันผลกระทบที่อาจเกิดขึ้นตามมาต่อเศรษฐกิจ ซึ่งก็เป็นเหตุผลว่าทำไมเฟดจึงไม่ปฏิเสธการใช้เครื่องมือทางการเงินต่างๆ ไม่เว้นแม้แต่นโยบายอัตราดอกเบี้ยติดลบ โดยสรุปแล้วปฏิกิริยาตอบสนองของนโยบายของเฟดจะขึ้นอยู่กับข้อมูลทางการเงินและเศรษฐกิจในทุกๆ ด้านที่กำลังจะประกาศออกมา โดยข้อมูลที่น่าจับตา คือ ตัวเลขการจ้างงานนอกภาคเกษตร (non-farm payrolls), ดัชนีต้นทุนการจ้างงาน (employment cost index), และยอดขายปลีก (retail sales) สำหรับวัฏจักรธุรกิจ สิ่งสำคัญอย่างมากที่ต้องจับตาดู คือ ภาคบริการของสหรัฐฯ เนื่องจากภาคบริการเป็นส่วนสำคัญที่ช่วยสนับสนุนให้เศรษฐกิจสหรัฐฯ เติบโต ในขณะที่ข้อมูลภาคการผลิตชะลอตัวอย่างมาก (ถูกกดลงโดยการค้าระหว่างประเทศที่อ่อนแอและอุตสาหกรรมน้ำมันที่ตกต่ำ) เมื่อดูจาก Figure 10 สิ่งที่ต้องจับตาดู คือ ดัชนีภาคบริการจะถูกกดลงไปสู่ระดับเดียวกับดัชนีภาคการผลิต (ISM manufacturing) เมื่อใด นอกจากนี้สิ่งที่น่าสนใจอีกอย่างก็คือ การปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยของสหรัฐฯ เป็นการเคลื่อนไหวที่สวนทางกับวัฏจักรเศรษฐกิจที่ชะลอตัวลง เรามองว่าเป็นเรื่องที่ยากที่เฟดจะขึ้นอัตราดอกเบี้ย 4 ครั้งในปีนี้เมื่อพิจารณาจากภาวะเศรษฐกิจในปัจจุบัน

Figure 9: การเปลี่ยนแปลงในตัวเลขการจ้างงานนอกภาคเกษตรและยอดขายปลีก



Source: CEIC, SCBS Investment Research

Figure 10: ภาคบริการจะสามารถต้านทานภาคการผลิตที่ชะลอตัวลงได้นานแค่ไหน?

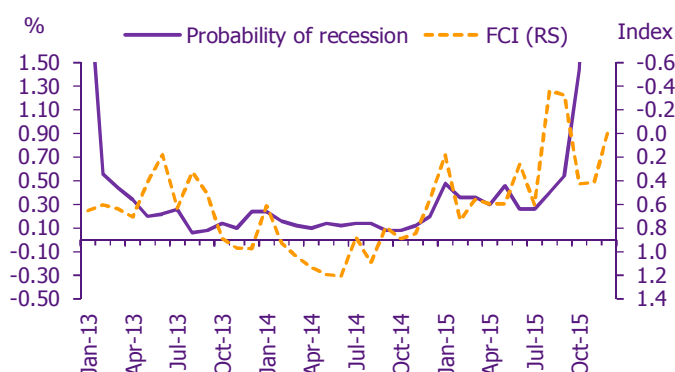


Source: CEIC, SCBS Investment Research

ความเสี่ยงที่จะเกิดภาวะ
เศรษฐกิจถดถอยมีมาก
ขึ้น แต่ยังไม่ใกล้เข้ามา...

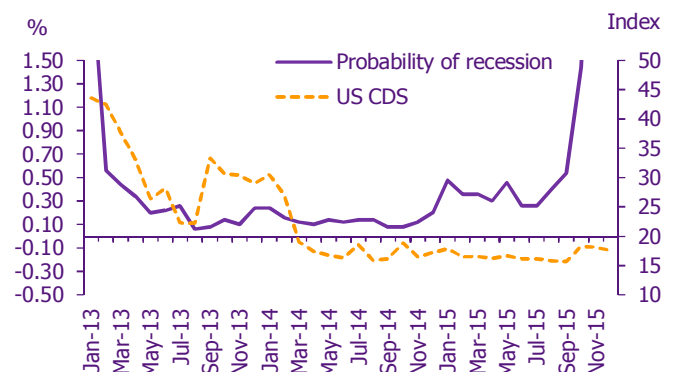
ประเด็นที่มีการพูดถึงกันอย่างแพร่หลายในหมู่นักลงทุนทั่วโลกในช่วงที่ผ่านมา คือ โอกาสสูงขึ้นที่เศรษฐกิจสหรัฐฯ จะกลับคืนสู่ภาวะถดถอย ในขณะที่มีความน่าจะเป็นสูงขึ้นที่จะเกิดเหตุการณ์ดังกล่าว แต่เราคิดว่าตลาดกังวลเกี่ยวกับเรื่องนี้มากเกินไป ประการแรก ความน่าจะเป็นที่จะเกิดภาวะเศรษฐกิจถดถอยตามที่คำนวณโดยธนาคารกลางสหรัฐฯประจำสาขาเมืองเซนต์หลุยส์ระบุว่ามีโอกาสเพียง 3.5% ที่เศรษฐกิจสหรัฐฯ จะเข้าสู่ภาวะถดถอย ทั้งนี้ภายหลังการตรวจสอบเพิ่มเติม เราพบว่าปัจจัยที่ส่งผลทำให้มีความเสี่ยงสูงขึ้นที่จะเกิดภาวะเศรษฐกิจถดถอย คือ สถานการณ์ความตึงเครียดในตลาดการเงินที่ปรับตัวสูงขึ้น (Figure 11) ซึ่งส่วนหนึ่งมีสาเหตุมาจากดอลลาร์สหรัฐฯ แข็งค่า ต้นทุนเงินทุนที่สูงขึ้น และความมั่งคั่งที่ลดลงจากการร่วงลงของตลาดหุ้นในทางกลับกัน ถ้าเราดูที่เครื่องมือวัดความเสี่ยงทางเศรษฐกิจที่มีความแม่นยำมากขึ้น จะเห็นได้ว่าตราสารอนุพันธ์ป้องกันความเสี่ยงจากการผิดนัดชำระหนี้ของลูกหนี้ หรือ credit default swap (CDS) อาจจะเป็นเครื่องมือวัดความเสี่ยงได้ดีกว่า Figure 12 แสดงให้เห็นว่าความกังวลเกี่ยวกับความเสี่ยงที่จะเกิดภาวะเศรษฐกิจถดถอยเป็นสิ่งที่ไม่น่าจะเกิดขึ้นในอนาคตอันใกล้

Figure 11: ความน่าจะเป็นที่จะเกิดภาวะเศรษฐกิจถดถอยสูงขึ้น แต่จากระดับที่ต่ำมาก



Source: Bloomberg, FRED economic data, SCBS Investment Research

Figure 12: Credit default swap สัญญาณเศรษฐกิจมีเสถียรภาพอย่างมาก

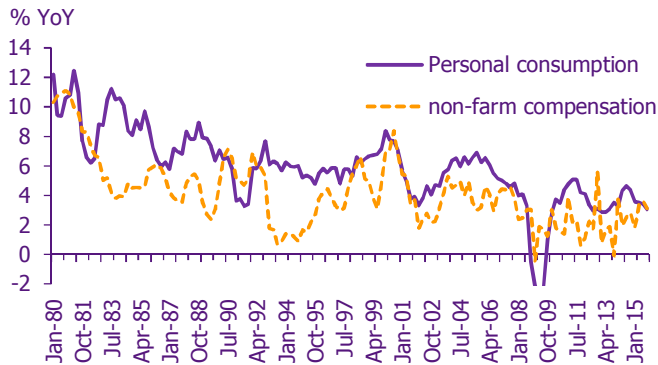


Source: Bloomberg, FRED economic data, SCBS Investment Research

...แต่ความแข็งแกร่งของ
อุปสงค์ในประเทศยังต่ำกว่า
ระดับที่ยั่งยืน...

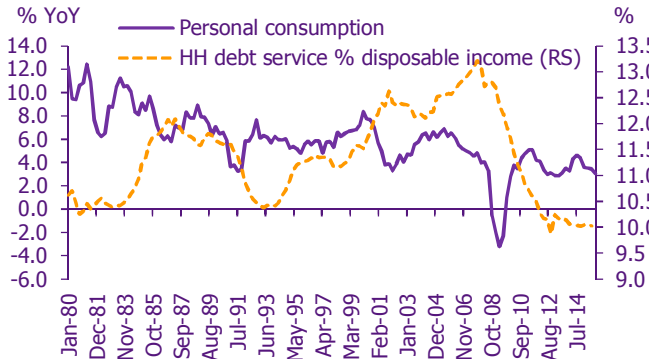
เมื่ออิงกับข้อมูลที่มีอยู่ เรามั่นใจว่าความเสี่ยงที่เศรษฐกิจสหรัฐ จะกลับคืนสู่ภาวะถดถอยยังอยู่อีกไกลมาก อย่างไรก็ตาม เศรษฐกิจสหรัฐ จำเป็นต้องมียอดการบริโภคทางด้านการบริโภคที่สามารถขับเคลื่อนให้เศรษฐกิจเติบโตอย่างยั่งยืน และเรายังมองไม่เห็นผู้ชนะที่ชัดเจนในด้านนี้ เรามองว่ารายจ่ายเพื่อการอุปโภคบริโภคของภาคเอกชน (personal consumption expenditure – PCE) เป็นปัจจัยที่มีความสำคัญมากที่สุดที่จะช่วยสนับสนุนให้เศรษฐกิจสหรัฐ เติบโต เนื่องจาก PCE คิดเป็นสัดส่วนมากกว่า 50% ของเศรษฐกิจ อย่างไรก็ตาม แนวโน้มการฟื้นตัวค่อนข้างน่าเป็นห่วง เนื่องจาก PCE เติบโตที่อัตรา 3% หลังจากเกิดวิกฤตทางการเงิน ซึ่งต่ำกว่าอัตราการขยายตัวของ PCE ที่ประมาณ 6% หลังเกิดภาวะเศรษฐกิจถดถอยตั้งแต่ปี ค.ศ. 1980 อย่างมาก สิ่งที่เราค้นพบ คือ การเติบโตต่ำกว่าศักยภาพ (sub-trend growth) ของ PCE มีสาเหตุมาจากการกู้ยืมเงินระดับต่ำของผู้บริโภคในสหรัฐ (วัดโดยเปอร์เซ็นต์ของหนี้ครัวเรือนต่อรายได้ที่ใช้จ่ายได้จริง)

Figure 13: อัตราเติบโตของการอุปโภคบริโภคภาคเอกชนเทียบกับค่าจ้าง



Source: CEIC, SCBS Investment Research

Figure 14: การอุปโภคบริโภคภาคเอกชนเทียบกับอัตราส่วนหนี้ครัวเรือนต่อรายได้ที่ใช้จ่ายได้จริง

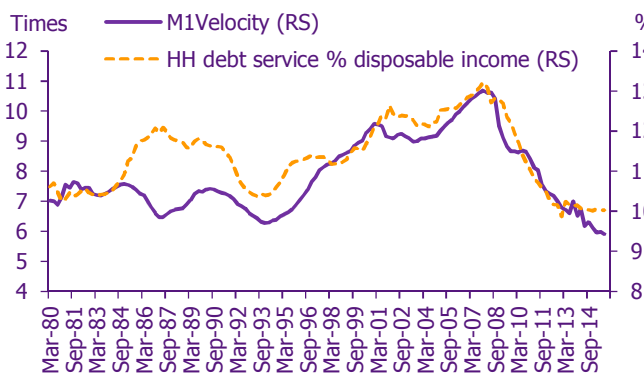


Source: CEIC, SCBS Investment Research

...ซึ่งพิสูจน์ให้เห็นแล้วว่า
เป็นอุปสรรคสำคัญที่
ขัดขวางไม่ให้กลไกทางการเงิน
ทำงานได้อย่างมีประสิทธิภาพ

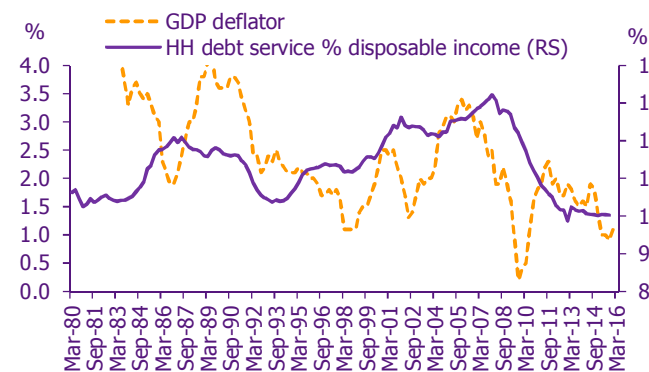
สิ่งที่เราได้จากการสังเกตการณ์เมื่อไม่นานนี้ (SCBS strategy: จีบตามนโยบายการเงิน) พบว่าหนี้ครัวเรือน (consumer leveraging) เป็นกลไกทางการเงินสำคัญ (วัดโดยอัตราการหมุนเวียนของปริมาณเงิน M1) ที่สำคัญมากกว่านั้น คือ การลดภาระหนี้ของผู้บริโภคเป็นปัจจัยสำคัญอย่างหนึ่งที่สร้างแรงกดดันขาลงต่ออัตราเงินเฟ้อ นอกเหนือจากการร่วงลงของราคาน้ำมันทั่วโลก ภายใต้สภาพแวดล้อมในปัจจุบันที่ผู้บริโภคดูเหมือนจะต้องการหลีกเลี่ยงความเสี่ยง เป็นเรื่องที่ยากที่จะจูงใจให้ประชาชนเพิ่มการกู้ยืมเงินเพิ่ม ซึ่งสะท้อนให้เห็นว่าในที่สุดแล้วสหรัฐ อาจจะต้องปรับใช้นโยบายการคลังเชิงรุกมากขึ้นเพื่อกระตุ้นให้อุปสงค์ในประเทศเติบโตอย่างยั่งยืน ซึ่งน่าจะช่วยสนับสนุนให้อัตราเงินเฟ้อเพิ่มขึ้นดังเห็นได้ใน Figure 17-18 ด้านล่าง

Figure 15: ภาระหนี้ภาคครัวเรือน และอัตราการหมุนเวียนของปริมาณเงิน M1



Source: CEIC, SCBS Investment Research

Figure 16: การกู้ยืมเพิ่มสามารถหนุนให้อัตราเงินเฟ้อขยายตัวเพิ่มขึ้น



Source: CEIC, SCBS Investment Research

Figure 17: นโยบายการคลัง และอัตราการหมุนเวียนของปริมาณเงิน

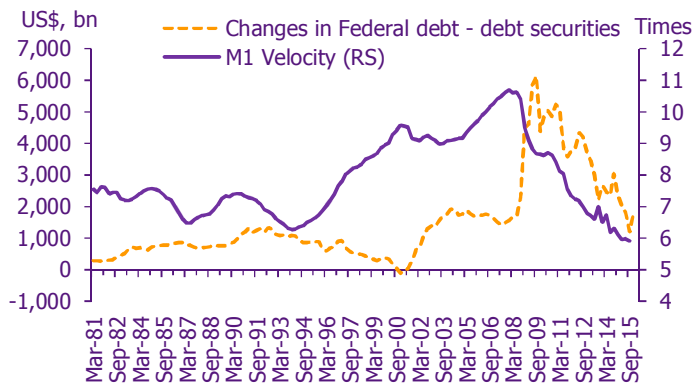
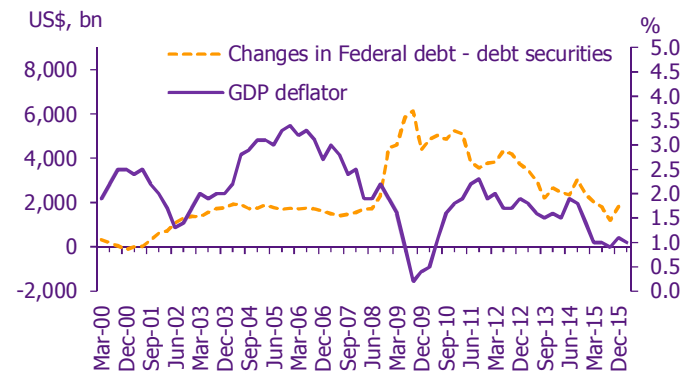


Figure 18: นโยบายการคลัง และเสถียรภาพด้านราคา

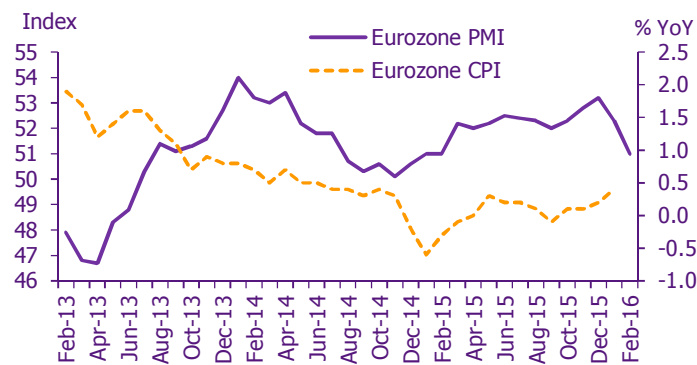


โมเมนตัมเติบโตชะลอตัวลง และแรงกดดันด้านเงินเฟ้อรุนแรงมากขึ้น...

ยูโรโซน

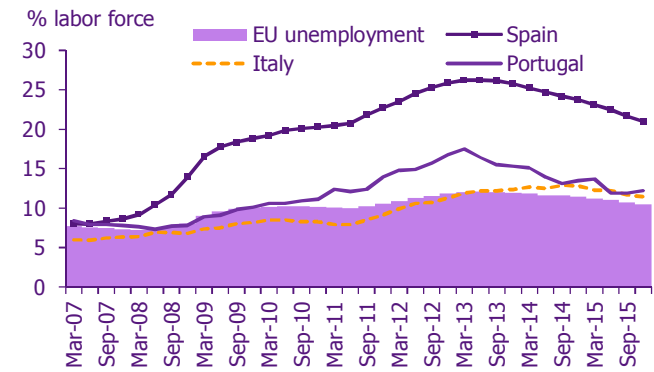
เศรษฐกิจยูโรโซนได้รับผลกระทบจากความผันผวนของตลาดทั่วโลกอย่างไม่สามารถหลีกเลี่ยงได้ ผลสำรวจผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อโดยมาร์กิตค่อนข้างน่าเป็นห่วง เนื่องจากกิจกรรมทางธุรกิจ (ดัชนีภาคการผลิตและดัชนีภาคบริการ) ปรับตัวลดลงสู่ระดับต่ำสุดในรอบ 13 เดือน ที่สำคัญกว่านั้น คือ ข้อมูลแสดงให้เห็นว่าแรงกดดันด้านเงินเฟ้อรุนแรงมากขึ้น เนื่องจากราคาเฉลี่ยของสินค้าและบริการที่คิดโดยบริษัทต่างๆ ปรับตัวลดลงในอัตราเร็วที่สุดในรอบ 1 ปี ในทางกลับกัน ตลาดแรงงานในยูโรโซนยังคงแสดงสัญญาณฟื้นตัวอย่างต่อเนื่อง เนื่องจากอัตราการว่างงานในประเทศสมาชิกยูโรโซนที่สำคัญๆ ปรับตัวลดลงอย่างต่อเนื่อง สำหรับอัตราการขยายตัวของ GDP การเติบโตทางเศรษฐกิจโดยรวมค่อนข้างทรงตัวนับถึงปัจจุบัน แต่ข้อมูลที่มีการประกาศออกมาบ่อยครั้งแสดงให้เห็นว่าโมเมนตัมการเติบโตในอนาคตชะลอตัวลง ทั้งนี้เมื่ออิงกับประมาณการล่าสุดของ OECD คาดว่าเศรษฐกิจยูโรโซนจะเติบโตในอัตราที่ชะลอตัวลงจาก 1.8% ในปีที่ผ่านมา สู่ 1.4% ในปี 2559 นอกจากนี้สิ่งที่น่าสนใจ (และค่อนข้างน่าเป็นห่วง) คือ ส่วนต่างระหว่างผลผลิตจริงกับการผลิตระดับศักยภาพ (output gap) อาจจะติดลบในช่วงสั้นๆ ในปี 2559

Figure 19: PMI ยูโรโซนมีแนวโน้มปรับตัวลดลง ในขณะที่อัตราเงินเฟ้อยังต่ำ



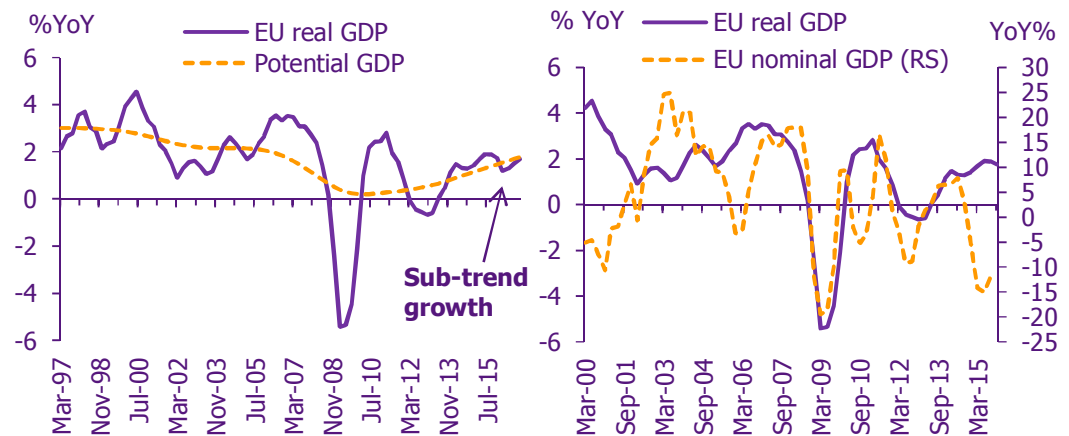
Source: CEIC, SCBS Investment Research

Figure 20: ตลาดแรงงานยังอยู่ในสภาวะที่ดี



Source: CEIC, SCBS Investment Research

Figure 21: แรงกดดันทางเศรษฐกิจอาจจะส่งผลทำให้เศรษฐกิจยูโรโซนกลับมาเติบโตต่ำกว่าศักยภาพ

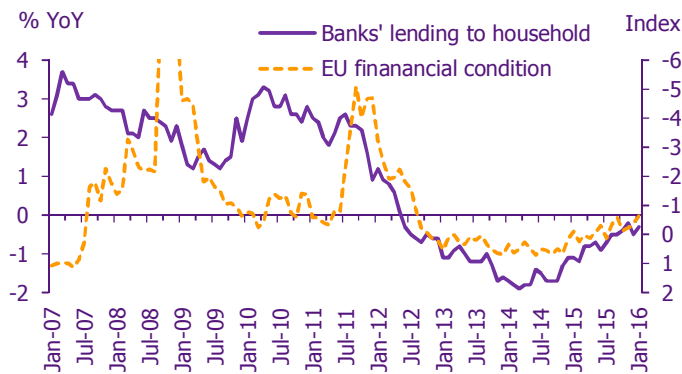


Source: CEIC, SCBS Investment Research

...แต่สภาพแวดล้อมทางการเงินโดยรวมยังคงผ่อนคลาย

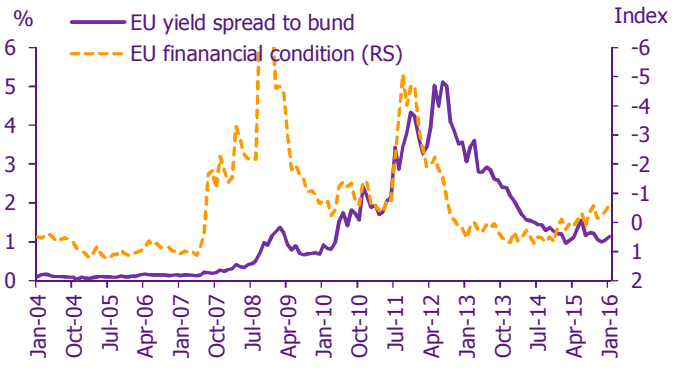
ในขณะที่แรงกดดันทางเศรษฐกิจมีโมเมนตัมเพิ่มมากขึ้น แต่สภาพแวดล้อมทางการเงินของยูโรโซนยังมีแนวโน้มที่ดี แม้ตลาดการเงินทั่วโลกยังคงผันผวนอย่างต่อเนื่อง แต่ดัชนีภาวะทางการเงินของ EU ปรับตัวเพิ่มขึ้นเล็กน้อยดังเห็นได้ใน Figure 22 ในขณะเดียวกัน ธนาคารพาณิชย์ดูเหมือนจะดำเนินงานได้อย่างมีประสิทธิภาพ เนื่องจากยอดปล่อยสินเชื่อให้กับภาคครัวเรือน (สินเชื่ออุปโภคบริโภค บัตรเครดิต และสินเชื่อรถยนต์) ยังคงมีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้น สำหรับผู้ที่มีความกังวลเกี่ยวกับความเสี่ยงภายในภูมิภาคสืบทอดมาจากภาวะเศรษฐกิจที่แตกต่างกันในกลุ่มประเทศสมาชิกยูโรโซน Figure 23 แสดงให้เห็นว่าความเสี่ยงดังกล่าวถูกควบคุมไว้เป็นอย่างดี เนื่องจากส่วนต่างระหว่างอัตราผลตอบแทนพันธบัตรของประเทศสมาชิกยูโรโซนกับอัตราผลตอบแทนพันธบัตรของเยอรมนียังอยู่ในระดับที่ค่อนข้างต่ำในเชิงเปรียบเทียบ

Figure 22: สภาพแวดล้อมทางการเงินยังคงมีแนวโน้มปรับตัวดีขึ้น



Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

Figure 23: ความเสี่ยงภายในภูมิภาคถูกควบคุมไว้เป็นอย่างดี เนื่องจากส่วนต่างผลตอบแทนพันธบัตรยังอยู่ในระดับต่ำ

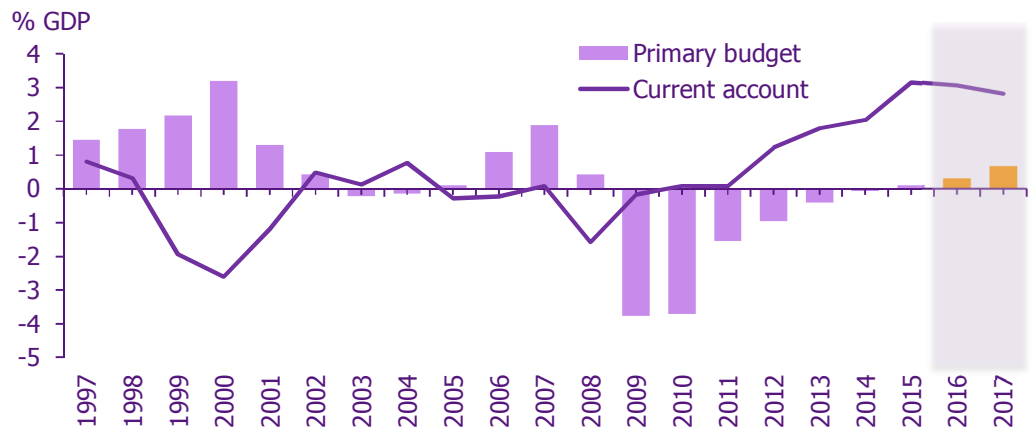


Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

...ด้วยเครื่องมือที่มากพอ
สนับสนุนเศรษฐกิจและ
ตลาดการเงิน

ปัจจัยบวกอีกอย่างหนึ่งที่มีแนวโน้มช่วยกระตุ้นเศรษฐกิจยูโรโซน คือ สภาพคล่องที่ยังไม่ได้ถูกใช้ไปจำนวนมาก ซึ่งเกิดจากเกินดุลบัญชีเดินสะพัดและฐานะการคลังของรัฐบาลที่มีปรับดีขึ้น (งบประมาณหลักเป็นบวก) ผู้จัดทำนโยบายทั่วโลกมีแนวโน้มที่จะเปลี่ยนมาใช้มาตรการด้านการคลังกระตุ้นเศรษฐกิจตามที่นักวิชาการ นักเศรษฐศาสตร์ และนักกลยุทธ์การลงทุนหลายๆ ราย รวมถึงเราเคยกล่าวไว้ เนื่องจากเราเคยพูดถึงหลายครั้งด้วยกันในอดีตที่ผ่านมาว่านโยบายการเงินไม่ได้ถูกออกแบบเพื่อผลักดันให้อุปสงค์เติบโต นโยบายการเงินแค่ช่วยสนับสนุนอุปสงค์ในการอุปโภคบริโภค เนื่องจากภาคเอกชนไม่ยอมนำสภาพคล่องส่วนเกินในระบบการเงินของยูโรโซนไปใช้ ดังนั้นรัฐบาลอาจจะต้องเป็นผู้ริเริ่มในด้านนี้ เราเชื่อว่าการลงทุนภาครัฐในโครงการที่ดีและได้รับการออกแบบมาอย่างดีจะสามารถดึงดูดและสร้างความมั่นใจให้ภาคเอกชนลงทุนเพิ่มขึ้น (crowding-in effect) แนวโน้มเช่นนี้น่าจะสนับสนุนให้การลงทุนภายในประเทศเติบโต

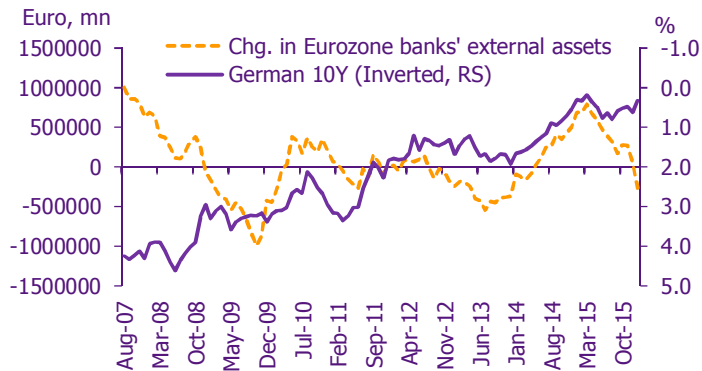
Figure 24: ยูโรโซนอยู่ในสถานะที่พร้อมสำหรับการใช้จ่ายภาครัฐรอบใหม่



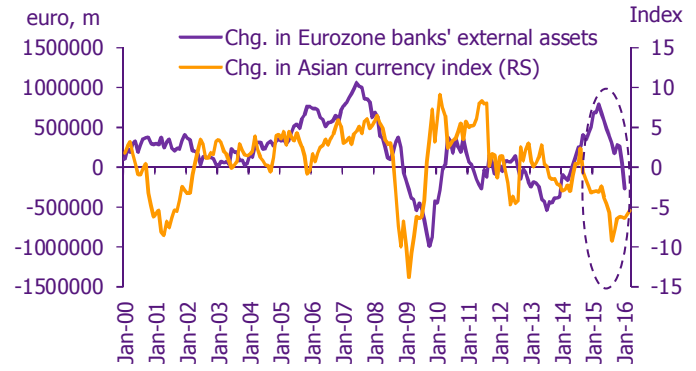
Source: CEIC, SCBS Investment Research

การใช้แรงผ่านนโยบาย
การเงินเป็นการชั่วคราว
สำหรับนโยบายการคลัง

ECB ออกมาตรการครั้งใหญ่ในการประชุมนโยบายครั้งล่าสุดในเดือน มี.ค. ECB ลดอัตราดอกเบี้ยเงินฝากที่ธนาคารพาณิชย์ฝากไว้กับ ECB ลงอีก 0.1% สู่ระดับ -0.4% นอกจากนี้ ECB ยังประกาศเพิ่มวงเงินในการซื้อพันธบัตรตามมาตรการผ่อนคลายเชิงปริมาณ (QE) สู่ระดับ 8 หมื่นล้านยูโร/เดือน จากเดิมที่ 6 หมื่นล้านยูโร/เดือน อีกทั้งยังปรับเพิ่มเพดานการซื้อพันธบัตรเป็น 50% จากเดิมที่ 33% นโยบายการเงินเชิงรุกมากขึ้นน่าจะสามารถกระตุ้นให้เกิดภาวะ “risk-on” (นักลงทุนหันไปลงทุนในสินทรัพย์เสี่ยง) ซึ่งจะช่วยกระตุ้นให้ราคาสินทรัพย์ปรับตัวขึ้นอีก ในด้านอัตราเงินเฟ้อ การคาดการณ์ว่าเงินยูโรจะอ่อนค่าลงจะสร้างแรงกดดันต่ออัตราเงินเฟ้อมากขึ้น โดยจะเห็นผลกระทบในระยะเวลาประมาณ 3-6 เดือนถัดมา เนื่องจากราคาน้ำมันไม่ร่วงลงแรงอีก ความพยายามของ ECB น่าจะทำให้ผู้จัดทำนโยบายของยูโรโซนมีเวลามากขึ้นในการวางแผนนโยบายการคลังที่เหมาะสม นัยยะสำหรับตลาดเอเชียและตลาดไทยนอกเหนือจาก sentiment อยู่ที่พฤติกรรมของธนาคารกลางยูโรโซน ด้วยสภาพคล่องส่วนเกินจำนวนมากและสถานะแทบไม่มีผลตอบแทนในยูโรโซน ธนาคารเหล่านั้นจะพยายามหาผลตอบแทนที่สูงขึ้นอย่างต่อเนื่อง และเราคิดว่าเอเชีย (และไทย) น่าจะสามารถดึงดูดเม็ดเงินใหม่เข้ามาได้บ้าง แต่เงินทุนจะไหลเข้ามาจำนวนมากก็ต่อเมื่อกำหนดเงินสกุลเอเชีย (ADXY) ปรับตัวเพิ่มขึ้น (Figure 25-26)

Figure 25: ธนาคารยุโรปน่าจะขายสินทรัพย์ออกมาเพื่อผลตอบแทนในประเทศลดลง

Source: CEIC, SCBS Investment Research

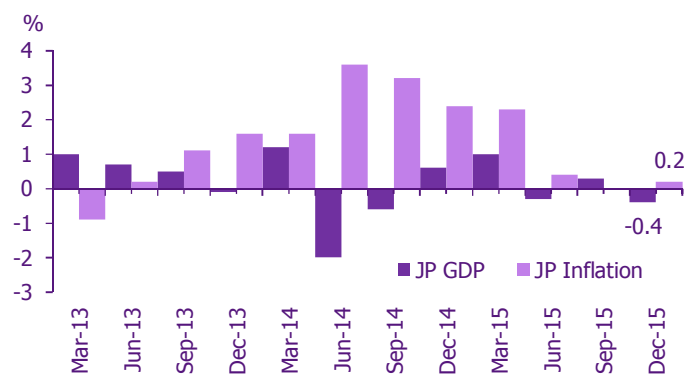
Figure 26: การแข็งค่าของสกุลเงินในภูมิภาคเป็นเครื่องชี้ว่าการเคลื่อนย้ายเงินทุนของยุโรปโซนได้เป็นอย่างดี

Source: CEIC, SCBS Investment Research

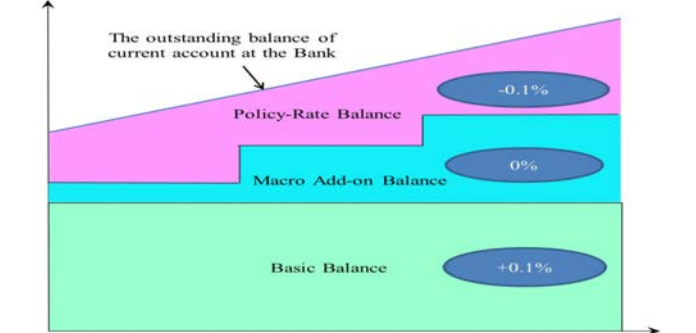
ญี่ปุ่น

บทนำ

นโยบายฐาน 3 ดอกของญี่ปุ่น (นโยบายการคลัง การผ่อนคลายนโยบายการเงิน และการปฏิรูปทางโครงสร้าง) ดูเหมือนจะคลายมนต์ขลังลง เนื่องจากเศรษฐกิจญี่ปุ่นอ่อนแอลง โดยอัตราเงินเฟ้อที่เกิดขึ้นจริงและที่คาดการณ์ปรับตัวลดลง สำหรับการเติบโตทางเศรษฐกิจ ญี่ปุ่นไม่สามารถหลีกเลี่ยงภาวะเศรษฐกิจหดตัวในไตรมาสสุดท้ายของปีที่ผ่านมาได้ เนื่องจากญี่ปุ่นรายงาน GDP ติดลบ 0.4% ทั้งนี้หากญี่ปุ่นยังรายงาน GDP หดตัวลง QoQ อีกครั้งในไตรมาสนี้ เศรษฐกิจญี่ปุ่นจะเข้าสู่ “ภาวะถดถอยทางเทคนิค” ธนาคารกลางญี่ปุ่น (BoJ) นำเอาอัตราดอกเบี้ยติดลบมาใช้กับสำรองส่วนเกินของธนาคารพาณิชย์ เพื่อกระตุ้นให้เกิดกิจกรรมทางเศรษฐกิจและป้องกันภาวะเงินฝืด แต่ผลที่ออกมาจนถึงปัจจุบันดูไม่น่าพอใจนัก เนื่องจากเงินเยนยังแข็งค่าอย่างต่อเนื่อง ส่งผลทำให้ตลาดหุ้นปรับตัวลดลงจนเข้าสู่ภาวะตลาดหมี (bear market) ในขณะที่เราก็คงว่ายังเร็วเกินไปที่จะตัดสินว่า BoJ ตัดสินใจผิดพลาด แต่นโยบายที่ไม่ประสบความสำเร็จน่าจะมีสาเหตุมาจากเหตุผลดังต่อไปนี้ ประการแรก ปริมาณเงินในบัญชีเงินฝากของ BoJ ที่จะได้รับผลกระทบจากอัตราดอกเบี้ยติดลบมีน้อยเกินไป โดยคิดเป็นสัดส่วนประมาณ 3.8% ของบัญชีเงินฝากทั้งหมด ประการที่สอง มาตรการ QQE ของ BoJ ไม่มีโมเมนตัมในการกระตุ้นให้แนวโน้มอัตราเงินเฟ้อปรับตัวเพิ่มขึ้น ในทางกลับกัน เรามองว่าการที่ BoJ นำอัตราดอกเบี้ยติดลบมาใช้กับสำรองส่วนเกินของธนาคารพาณิชย์อาจจะจะเป็นแค่จุดเริ่มต้นของการนำมามาตรการที่มีขนาดใหญ่มากขึ้นมาใช้

Figure 27: เศรษฐกิจญี่ปุ่นหดตัวลง เมื่ออัตราเงินเฟ้อลดลง

Source: CEIC, SCBS Investment Research

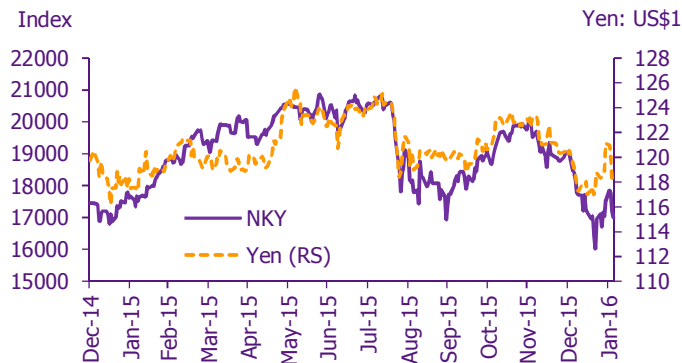
Figure 28: โครงสร้างบัญชีเงินฝากของ BoJ

Source: Bank of Japan (BoJ)

เงินเยนจำเป็นต้องอ่อนค่า เพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจ

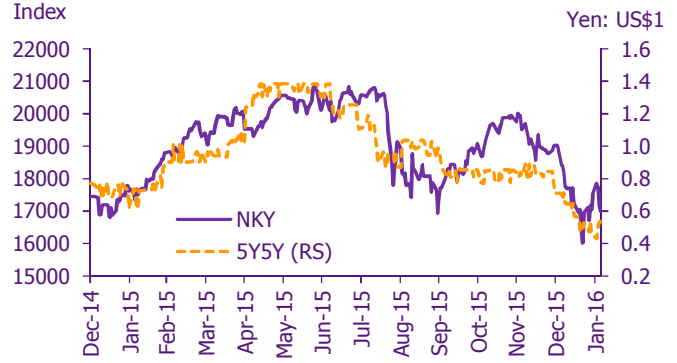
ในโลกอุดมคติ ค่าจ้างในประเทศญี่ปุ่นจะต้องเติบโตอย่างมากเพื่อสนับสนุนการใช้จ่ายในประเทศเติบโตอย่างต่อเนื่องรวมถึงสร้างเสถียรภาพทางราคา แต่เหตุการณ์ดังกล่าวไม่ได้เกิดขึ้นในตอนนี้ เนื่องจากค่าจ้างเติบโตในอัตราที่ต่ำกว่าระดับที่ต้องการเพื่อสนับสนุนให้การอุปโภคบริโภคเติบโตต่อเนื่องอย่างมาก ซึ่งเป็นเหตุผลว่าทำไม BoJ จึงเจองานหนัก โดยมีหน้าที่สำคัญในการดูแลให้เงินเยนอ่อนค่า นอกจากนี้เงินเยนยังมีความสัมพันธ์อย่างชัดเจนกับอัตราเงินเฟ้อ (และคาดการณ์อัตราเงินเฟ้อ) รวมถึงราคาหุ้นดังแสดงใน Figure 29-30 ด้วย (ดูการวิเคราะห์อย่างละเอียดเกี่ยวกับเรื่องนี้ในรายงาน SCBS Strategy: ธนาคารกลางญี่ปุ่นมีที่ใดอะไรซ่อนอยู่อีกหรือไม่? ฉบับวันที่ 29 ก.พ. 2559) ความยากลำบากอย่างหนึ่ง คือ มาตรการผ่อนคลายเชิงปริมาณในปัจจุบันดูเหมือนไม่ได้ส่งผลให้เงินเยนอ่อนค่าเหมือนกับที่ผ่านมา เนื่องจากการคาดการณ์อัตราเงินเฟ้อปรับลดลงอย่างต่อเนื่อง และเงินเยนแข็งค่าเมื่อเทียบกับดอลลาร์สหรัฐ

Figure 29: ค่าเงินเยนและตลาดหุ้นญี่ปุ่น



Source: CEIC, SCBS Investment Research

Figure 30: ค่าเงินเยนและคาดการณ์อัตราเงินเฟ้อ

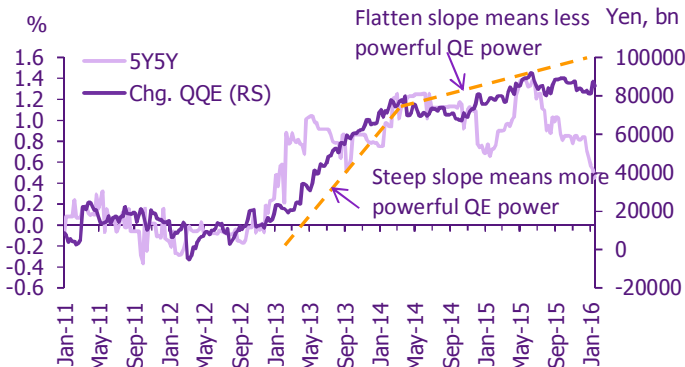


Source: CEIC, SCBS Investment Research

ตรวจสอบลักษณะความ เป็นจริงของการขยาย ขนาดงบดุลของ BoJ

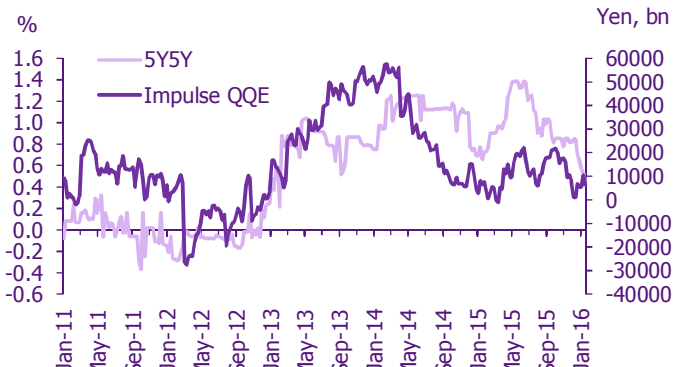
การตรวจสอบเพิ่มเติมทำให้เราพบว่าวิธีที่เหมาะสมที่สุดในการดำเนินการมาตรการซื้อสินทรัพย์ของญี่ปุ่น คือ การเข้าซื้อด้วยอัตราเร่งอย่างต่อเนื่อง ซึ่งสามารถพบได้ใน Figure 31 ที่คาดการณ์อัตราเงินเฟ้อมีการตอบสนองค่อนข้างสูงต่อการเข้าซื้อสินทรัพย์ในอัตราเร่งมากขึ้นของ BoJ (ความชันมากขึ้น) และที่เห็นได้อย่างชัดเจน คือ ผลกระทบต่ออัตราเงินเฟ้อที่คาดการณ์ปรับลดลงเมื่อความชันของ QQE เริ่มลดลง ทั้งนี้เพื่อให้เห็นภาพที่ชัดเจนมากขึ้น เราจึงคำนวณสิ่งที่เรียกว่า “QQE impulse” ซึ่งพัฒนาต่อเนื่องมาจาก QQE (Figure 32) QQE impulse เป็นวิธีวัดขนาดของมาตรการซื้อสินทรัพย์ได้อย่างมีประสิทธิภาพ การคาดการณ์อัตราเงินเฟ้อปรับลดลงมาพร้อมกับการชะลอมาตรการ QQE ตามคาด ทั้งหมดนี้กล่าวมานี้บ่งชี้ว่ามีโอกาสสูงที่ BoJ จะต้องเลือกใช้มาตรการที่มีขนาดใหญ่มากขึ้นในระยะเวลาอันใกล้ โดย BoJ อาจจะเพิ่มวงเงินซื้อสินทรัพย์สู่ 100-120 ล้านล้านเยนต่อไป

Figure 31: มาตรการ QQE ของญี่ปุ่น และคาดการณ์อัตราเงินเฟ้อ



Source: CEIC, SCBS Investment Research

Figure 32: Impulse QQE และคาดการณ์อัตราเงินเฟ้อ



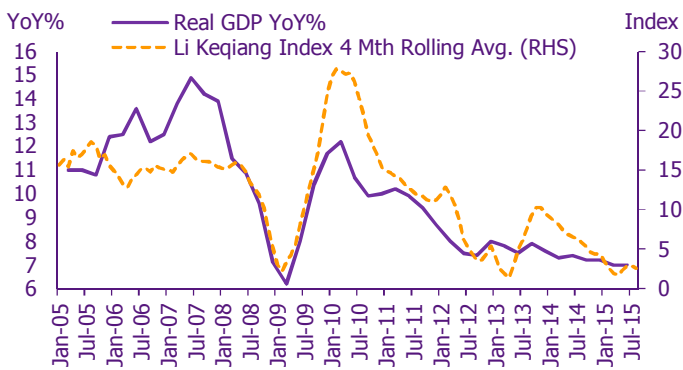
Source: CEIC, SCBS Investment Research

จีน

เศรษฐกิจจีนชะลอตัวลง
ค่อนข้างเร็ว...

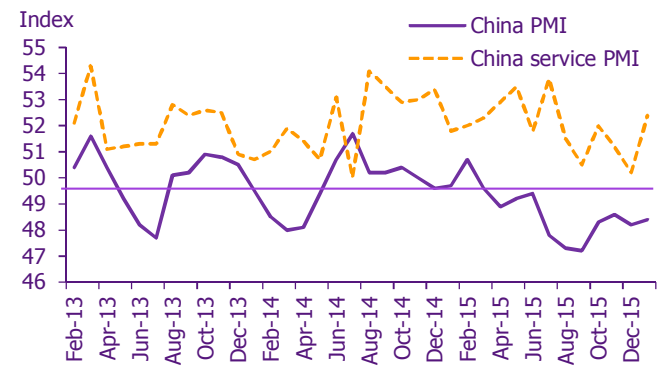
เศรษฐกิจจีนเผชิญแรงกดดันหลายอย่างด้วยมาตั้งแต่ต้นปี 2559 สำหรับการเติบโตทางเศรษฐกิจ อัตราการขยายตัวของ GDP ชะลอตัวลงสู่ 6.8% YoY ในไตรมาส 4/58 ซึ่งต่ำกว่าเป้าหมายอย่างเป็นทางการอยู่เล็กน้อย อย่างไรก็ตาม ข้อมูลที่มีการประกาศบ่อยครั้ง เช่น ดัชนีผลผลิตเบื้องต้น และดัชนี PMI ส่งสัญญาณว่าเศรษฐกิจชะลอตัวลงอีก ในด้านอุปทาน ภาคบริการดูเหมือนจะปรับตัวดีขึ้น เนื่องจากดัชนี PMI ภาคบริการปรับตัวเพิ่มขึ้นสู่ระดับที่สูงกว่า 50 ในขณะที่ภาคการผลิตหดตัวลงมาตั้งแต่ต้นปี 2558

Figure 33: เศรษฐกิจเติบโตในอัตราที่ชะลอตัวลงมาก



Source: CEIC, SCBS Investment Research

Figure 34: การเปลี่ยนแปลงทางโครงสร้างเกิดขึ้นต่อเนื่อง โดยเฉพาะภาคบริการที่แสดงสัญญาณปรับตัวดีขึ้น

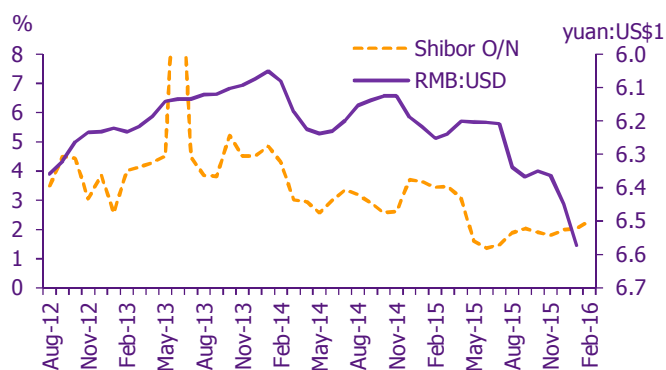


Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

...ด้วยความตึงเครียด
ทางการเงินในระดับที่
สูงขึ้น

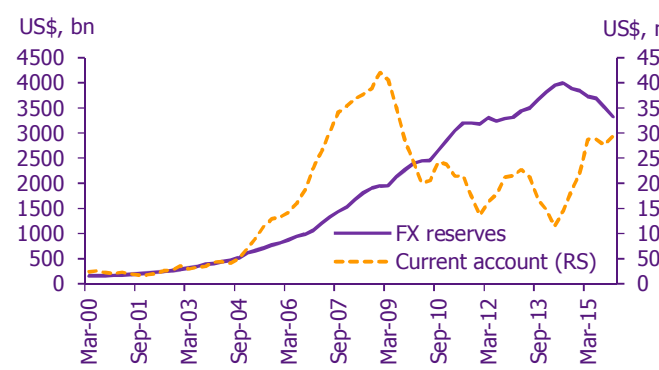
นอกเหนือจากภาวะเศรษฐกิจชะลอตัวแล้ว เศรษฐกิจจีนยังเผชิญกับความตึงเครียดทางการเงินในระดับที่สูงขึ้นด้วย ซึ่งเป็นสาเหตุทำให้เกิดความกังวลในหมู่นักลงทุนต่างชาติ อาการที่เห็นได้ชัดเจนของสถานการณ์ตึงเครียดทางการเงิน คือ เราพบว่าอัตราดอกเบี้ยระยะสั้น (Shibor O/N) ปรับขึ้นอย่างมากหลายครั้งด้วยกันตั้งแต่ต้นปี 2558 ในหลาย ๆ ครั้งด้วยกัน ธนาคารกลางจีน (PBoC) ต้องอัดฉีดสภาพคล่องเข้าสู่ระบบเพื่อคลายความตึงเครียดของนักลงทุนผ่านทางธุรกรรมการซื้อพันธบัตรโดยมีสัญญาขายคืน (reverse repo) ในขณะเดียวกัน การปรับตัวลดลงอย่างมากของทุนสำรองระหว่างประเทศ (ซึ่งมีสาเหตุมาจากการแทรกแซงอัตราแลกเปลี่ยน และการไหลออกของเงินทุน) ก็ถูกนักลงทุนบางส่วนมองว่าเป็นสัญญาณของความเปราะบางทางเศรษฐกิจ อย่างไรก็ตาม เราคิดว่าความกังวลอาจจะมีมากขึ้นไปอีกเล็กน้อย ทั้งนี้เพราะ (1) PBoC ไม่ได้แทรกแซงค่าเงินในเชิงรุกอย่างที่เคยทำในอดีตอีกต่อไป (2) การไหลออกของเงินทุนบางส่วนเป็นการชำระคืนหนี้ต่างประเทศ โดยเกิดจากการคาดการณ์ว่าเงินหยวนจะอ่อนค่าลงอย่างต่อเนื่อง และ (3) จีนยังมีดุลบัญชีเดินสะพัดที่แข็งแกร่ง

Figure 35: หลังเงินทุนระยะสั้นตึงตัวมากขึ้นในภาวะที่เงินหยวนอ่อนค่าลงอย่างรวดเร็ว



Source: CEIC, SCBS Investment Research

Figure 36: ทุนสำรองระหว่างประเทศลดลง แต่บัญชีเดินสะพัดส่งสัญญาณที่ดีขึ้น



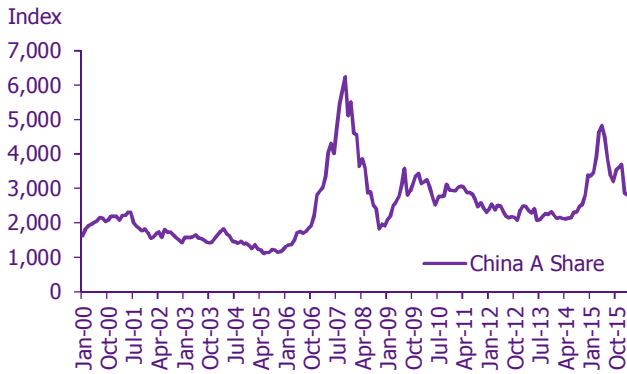
Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

สิ่งสำคัญ คือ คำมั่นต่อ
นโยบายเศรษฐกิจ

การชะลอตัวลงอย่างต่อเนื่องของเศรษฐกิจจีนในเกือบทุกด้านทำให้นักลงทุนเกิดความวิตกกังวลอย่างมาก โดยส่วนหนึ่งสะท้อนให้เห็นได้ในตลาดหุ้นจีนที่ปรับตัวลดลงมาตั้งแต่ต้นปี 2558 ณ จุดนี้ เราคิดว่าหน้าที่สำคัญตกอยู่ที่ผู้จัดทำนโยบายที่จะต้องสร้างเสถียรภาพทั้งสภาพแวดล้อมทางเศรษฐกิจและสภาพแวดล้อมตลาดการเงิน ซึ่งเป็นปัจจัยสำคัญที่จะเรียกความเชื่อมั่นของนักลงทุนกลับคืนมา และเราคิดว่าหน่วยงานที่ทำหน้าที่กำกับดูแลเศรษฐกิจจีนมุ่งมั่นที่จะทำหน้าที่ดังกล่าว เนื่องจาก PBoC ตัดสินใจลดอัตรา

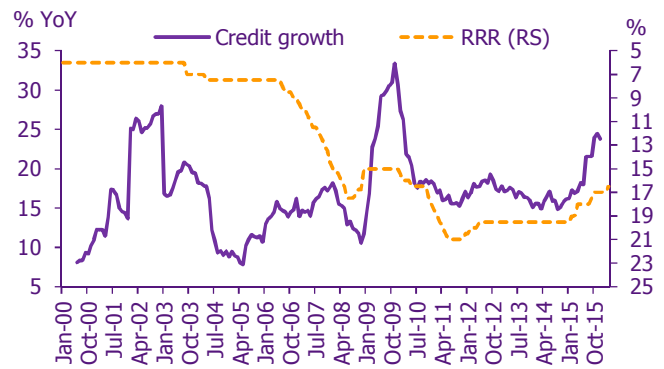
กันสำรองของธนาคารพาณิชย์ (RRR) ลงอีก 0.5% (สู่ 17%) ความพยายามครั้งนี้เกิดขึ้นหลังจาก PBoC ให้คำมั่นในงานประชุม G20 ว่าจีนยังมีโอกาสที่จะใช้มาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจเพิ่มเติมอีก นอกจากนี้แถลงการณ์ที่ประกาศออกมาอย่างเป็นทางการก็ระบุว่า “ปริมาณเงินและสินเชื่อเติบโตอย่างมีเสถียรภาพและเหมาะสม” ในตอนนี้มีแนวโน้มสูงมากที่ผู้จัดทำนโยบายต้องการที่จะใช้การขยายสินเชื่อเป็นปัจจัยสำคัญในการกระตุ้นให้เศรษฐกิจเติบโต ในขณะที่ความเสี่ยงของการขยายสินเชื่อเพิ่มขึ้น คือ หนี้เสีย แต่เราคิดว่าผู้จัดทำนโยบายจะดำเนินมาตรการนี้ในระยะกลางเพื่อกระตุ้นให้เศรษฐกิจเติบโต นอกจากนี้เราก็คิดว่าการดำเนินมาตรการจะทำได้ด้วยความระมัดระวัง Figure 39 แสดงให้เห็นว่าผู้จัดทำนโยบายจีนใช้ทั้งนโยบายการคลังและการเงินร่วมกันเพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจ

Figure 37: ตลาดหุ้นจีน



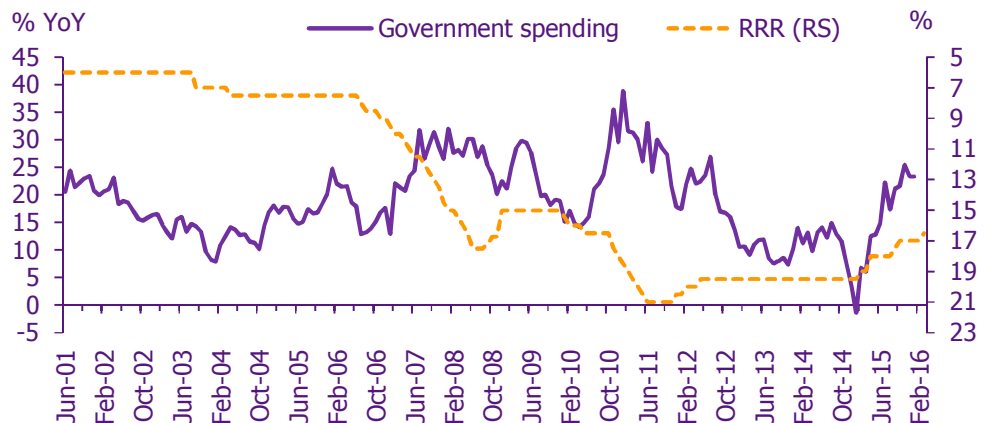
Source: CEIC, SCBS Investment Research

Figure 38: การปล่อยสินเชื่อจะช่วยสนับสนุนให้เศรษฐกิจเติบโต



Source: CEIC, SCBS Investment Research

Figure 39: นโยบายเศรษฐกิจของจีนในปัจจุบันมีทิศทางที่สอดคล้องกัน



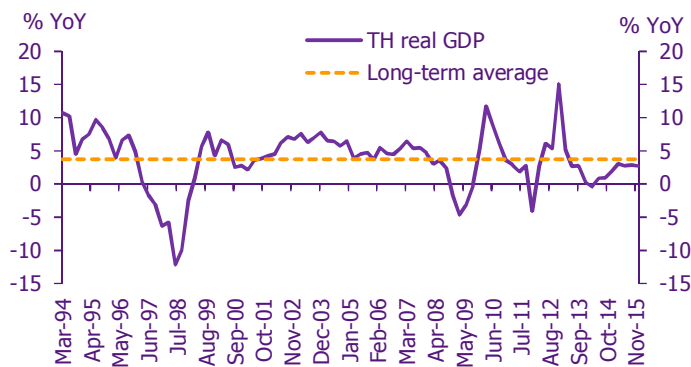
Source: CEIC, SCBS Investment Research

การส่งออกยังคงเป็น
ปัจจัยหลักที่อุดหนุน
เศรษฐกิจไทย...

เศรษฐกิจไทย

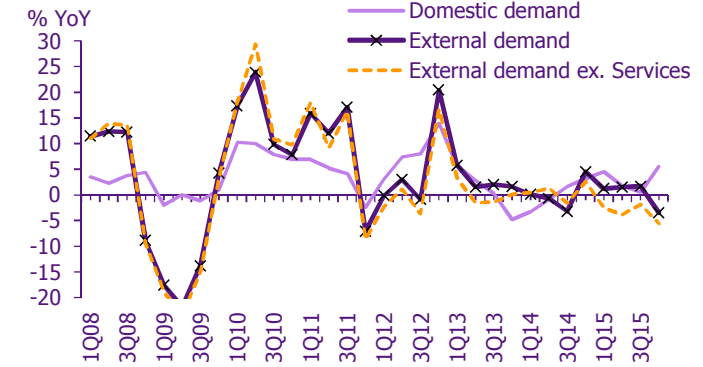
เศรษฐกิจไทยขยายตัว 2.8% YoY ในปี 2558 แม้เศรษฐกิจปี 2558 เติบโตสูงกว่าระดับ 0.8% ในปี 2557 อย่างมาก แต่ยังต่ำกว่าอัตราเติบโตเฉลี่ยในระยะยาว (Figure 40) ความจริงแล้วอุปสงค์ในประเทศ (C I และ G) ปรับตัวขึ้นได้ดีมากในไตรมาสสุดท้ายของปีที่ผ่านมา แต่ไม่เม่นเต็มโดยรวมถูกกดดันโดยการส่งออก แนวโน้มดังกล่าวเห็นได้ชัดเจนเมื่อเราตัดภาคบริการ (การท่องเที่ยว) ออกไปตามที่แสดงใน Figure 41 อย่างไรก็ตาม เศรษฐกิจเกือบทุกประเทศดูเหมือนกำลังประสบกับภาวะการส่งออกที่ชะลอตัวลงดังแสดงใน Figure 42 ซึ่งชี้ให้เห็นว่าการส่งออกทั่วโลกชะลอตัวลงอย่างต่อเนื่อง อย่างไรก็ตาม การส่งออกของไทยดูแข็งแกร่งมากกว่าการส่งออกของภูมิภาคเอเชีย สำหรับการคาดการณ์อัตราขยายตัวทางเศรษฐกิจ SCB Economic Intelligence Center (EIC) คาดการณ์ว่าเศรษฐกิจไทยจะเติบโตเพียง 2.5% YoY ในปีนี้ ซึ่งต่ำกว่าปี 2558 ปัจจัยสำคัญที่อุดหนุนเศรษฐกิจไทย คือ การคาดการณ์การส่งออก ซึ่งคาดว่าจะเติบโต 0% ในขณะที่การอุปโภคบริโภคภาคเอกชนน่าจะสามารถปรับตัวเพิ่มขึ้นปานกลางที่ระดับประมาณ 2% (ดู Figure 63 สำหรับประมาณการอย่างละเอียด)

Figure 40: GDP เติบโตต่ำกว่าค่าเฉลี่ยระยะยาว



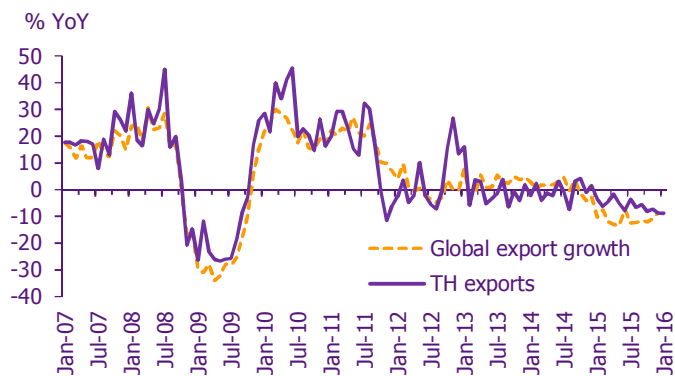
Source: CEIC, SCBS Investment Research

Figure 41: การบริโภคภายในประเทศฟื้นตัวต่อเนื่อง



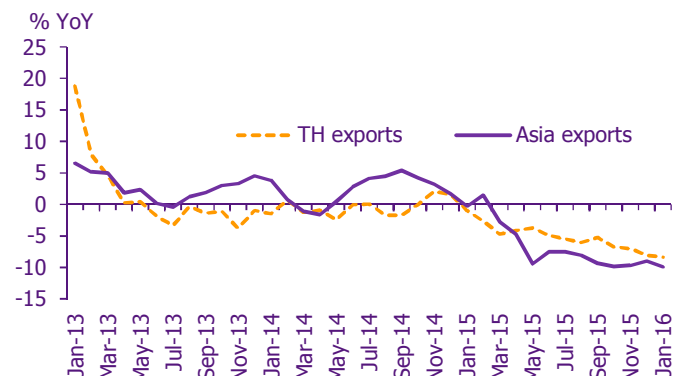
Source: CEIC, SCBS Investment Research

Figure 42: การส่งออกทั่วโลกชะลอตัวลงอย่างต่อเนื่อง ...



Source: World Trade Organization (WTO), SCBS Investment Research

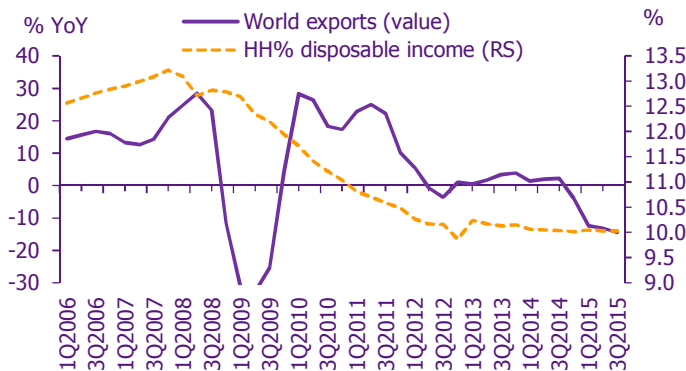
Figure 43: ...แต่การส่งออกของไทยดูเหมือนจะแข็งแกร่งกว่าประเทศอื่น ๆ ในเอเชียอยู่เล็กน้อย



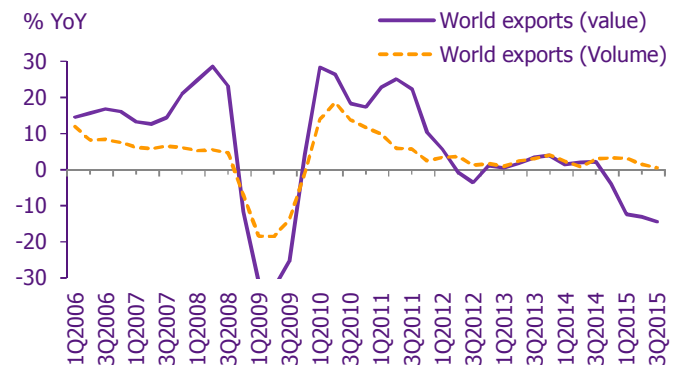
Source: WTO, SCBS Investment Research

...และไม่น่าจะฟื้นตัวใน
อนาคตอันใกล้นี้ เว้นแต่...

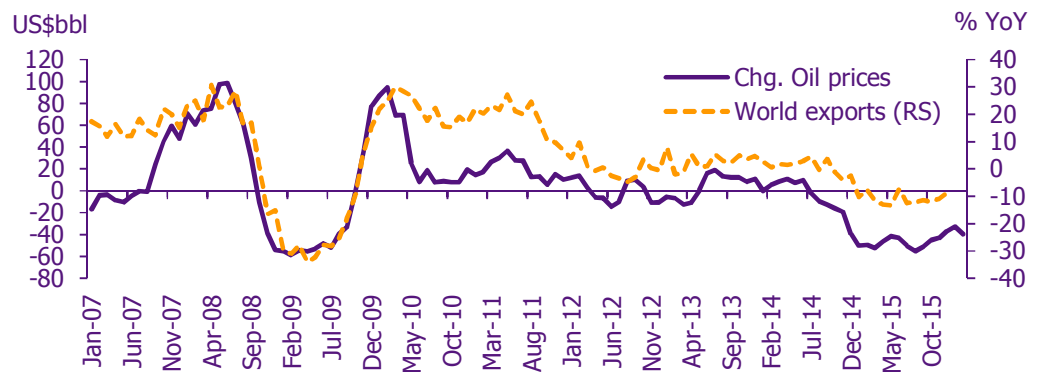
ภาคส่งออกมีน้ำหนักในเศรษฐกิจโดยรวมมากจนเศรษฐกิจโดยรวมไม่สามารถเติบโตกลับไปสู่ระดับศักยภาพได้ หากการส่งออกไม่ได้เติบโตในอัตราที่น่าพอใจ และเราไม่คิดว่ากิจกรรมการค้าทั่วโลกจะฟื้นตัวกลับคืนสู่แนวโน้มเติบโตอย่างแข็งแกร่งดังเช่นที่เคยเป็นในระยะเวลาอันใกล้นี้ ทั้งนี้เราเคยกล่าวไว้ในรายงานกลยุทธ์การลงทุนฉบับก่อนหน้านี้อย่างชัดเจนแล้วว่า การเติบโตของการค้าทั่วโลกถูกกดดันโดยปัจจัยหลัก 3 อย่าง คือ 1) การลดภาระหนี้ของผู้บริโภคสหรัฐฯ 2) การออมมากเกินไปในยุโรปโซน และ 3) อุปสงค์การนำเข้าระดับต่ำจากจีน และปัจจัย 3 อย่างนี้ยังไม่มีเปลี่ยนแปลงอย่างมีนัยสำคัญ ณ เวลาที่เรากำลังจัดทำรายงานฉบับนี้ ทั้งนี้ข้อมูลใน Figure 45 แสดงให้เห็นว่าการส่งออกในแง่ปริมาณมีแนวโน้มที่ดีกว่ามูลค่าการส่งออกอย่างมาก และปัจจัยสำคัญที่จะทำให้ราคาส่งออกปรับตัวดีขึ้น คือ การมีเสถียรภาพของราคาน้ำมันในตลาดโลก

Figure 44: การลดภาระหนี้ของผู้บริโภคสหรัฐฯ ส่งผลกระทบต่อการส่งออกทั่วโลก

Source: WTO, CEIC, SCBS Investment Research

Figure 45: ราคาส่งออกลดลงรุนแรงมากขึ้น

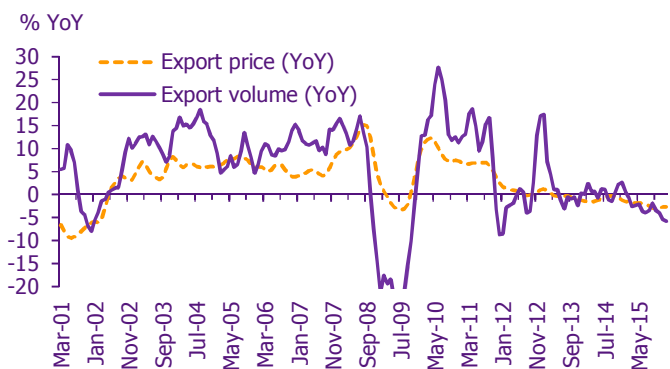
Source: WTO, SCBS Investment Research

Figure 46: ราคาน้ำมันดิบที่ลดลงเป็นสาเหตุส่วนหนึ่งที่ทำให้การส่งออกหดตัว

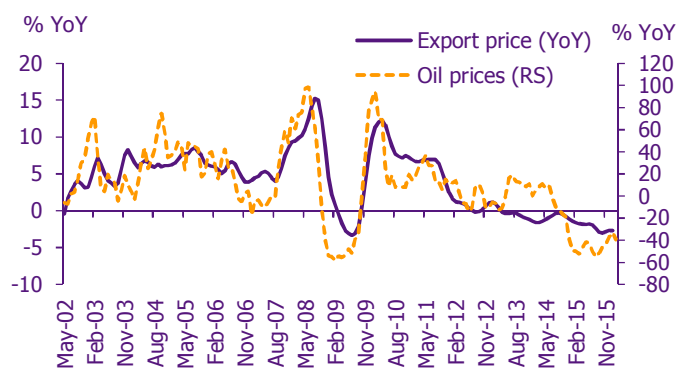
Source: CEIC, SCBS Investment Research

ราคาน้ำมันที่แข็งแกร่งมากขึ้นจะช่วยสนับสนุนให้รายได้เกษตรกรเติบโต

การส่งออกไทยที่ปรับตัวลดลงมีสาเหตุมาจากราคาและคุณภาพที่ลดลงดังแสดงใน Figure 47 ในขณะที่ปริมาณส่งออกที่ลดลงสามารถอธิบายได้ผ่านทางอุปสงค์ทั่วโลกที่ชะลอตัวลง แต่ราคาส่งออกที่ลดลงดูเหมือนจะเกิดขึ้นพร้อมกับราคาน้ำมันดิบในตลาดโลกที่ปรับตัวลดลง (Figure 48) ซึ่งชี้ให้เห็นว่าราคาน้ำมันดิบในตลาดโลกที่มีเสถียรภาพจะช่วยสนับสนุนให้ราคาส่งออกของไทยปรับตัวดีขึ้นได้ในอนาคต นอกจากนี้แล้วราคาสินค้าโภคภัณฑ์โดยรวมก็จะได้รับประโยชน์จากราคาน้ำมันที่แข็งแกร่งมากขึ้นด้วย และผลกระทบด้านบวกโดยตรงจะเกิดขึ้นกับรายได้เกษตรกรของไทยที่มีแนวโน้มปรับตัวลดลงในช่วง 2-3 ปีที่ผ่านมา อย่างไรก็ตาม ปัจจัยด้านราคาน้ำมันเป็นปัจจัยที่ไม่สามารถควบคุมหรือคาดการณ์ได้ด้วยความแม่นยำมากนัก ดังนั้นเราจึงยังไม่ควรคาดหวังมากเกินไปเกี่ยวกับประเด็นนี้

Figure 47: ราคาส่งออกและปริมาณส่งออกหดตัวลง

Source: CEIC, SCBS Investment Research

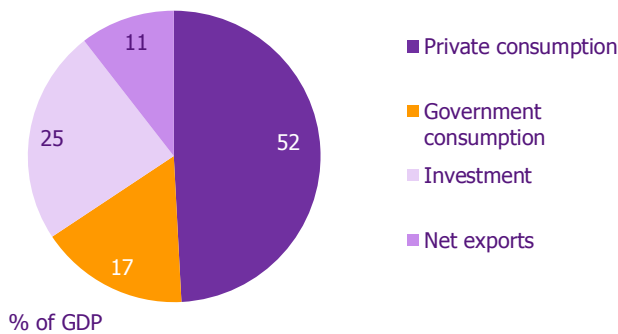
Figure 48: ราคาน้ำมันดิบที่มีเสถียรภาพมากขึ้นจะช่วยสนับสนุนให้ราคาส่งออกปรับตัวดีขึ้น

Source: CEIC, SCBS Investment Research

อุปสงค์ในประเทศยังคงเป็นปัจจัยสำคัญ...

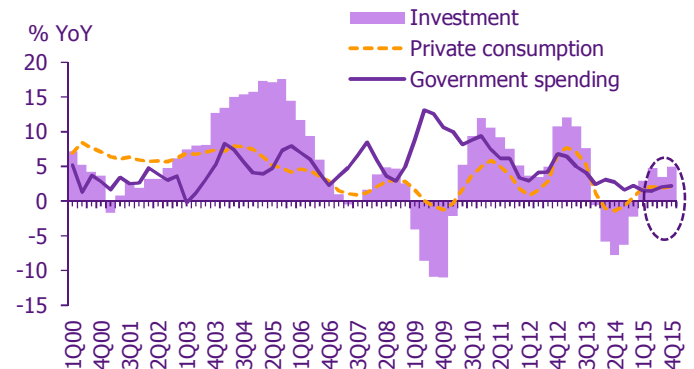
เรายังคงมองว่าปัจจัยที่น่าเชื่อถือมากที่สุดที่จะช่วยกระตุ้นโมเมนตัมทางเศรษฐกิจ คือ อุปสงค์ในประเทศ เนื่องจากอุปสงค์ในประเทศคิดเป็นสัดส่วนมากกว่า 90% ของ GDP ทั้งนี้การอุปโภคบริโภคภาคเอกชนเพียงอย่างเดียวคิดเป็นสัดส่วนประมาณ 52% ของ GDP ซึ่งหมายความว่านโยบายภายในประเทศที่มีการบริหารจัดการเป็นอย่างดีเป็นปัจจัยสำคัญที่จะช่วยให้ประเทศไทยสามารถต้านทานความผันผวนในตลาดโลกที่ทวีความรุนแรงมากขึ้นอย่างต่อเนื่องได้ การใช้จ่ายอุปโภคบริโภคดูเหมือนจะแสดงสัญญาณมีเสถียรภาพในช่วงปลายปี 2558 หลังจากชะลอตัวลงมาหลายช่วงด้วยกัน โมเมนตัมที่เราพบช่วงสิ้นปีที่ผ่านมามีสาเหตุส่วนหนึ่งมาจากนโยบายภาษีของรัฐบาลซึ่งเป็นเหตุการณ์ที่เกิดขึ้นครั้งเดียว ในขณะที่ยังมีความเป็นไปได้ที่จะเห็นการใช้จ่ายกลับคืนสู่ภาวะชะลอตัวลงอีกครั้งในไตรมาส 1/59 ขณะเดียวกันการใช้จ่ายของรัฐบาลในช่วงปลายปีที่ผ่านมา มีการปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างมาก (41.4% YoY) เป็นเหตุผลสำคัญที่ทำให้การลงทุนโดยรวมเติบโตในไตรมาสสุดท้ายของปีก่อน (Figure 50)

Figure 49: องค์ประกอบของ GDP ไทย (ปี 2558)



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

Figure 50: โมเมนตัมอุปสงค์ในประเทศ

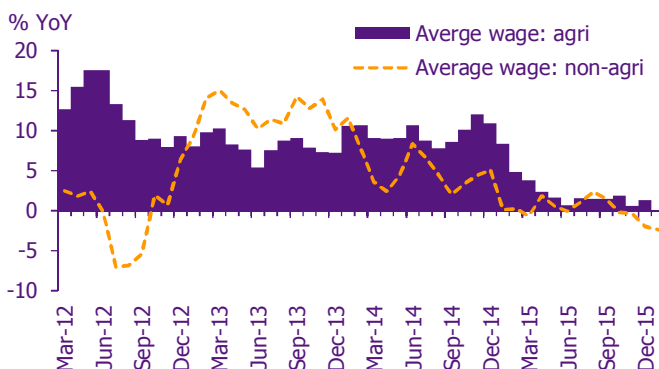


Source: NESDB, SCBS Investment Research

เช็กสถานะผู้บริโภค...

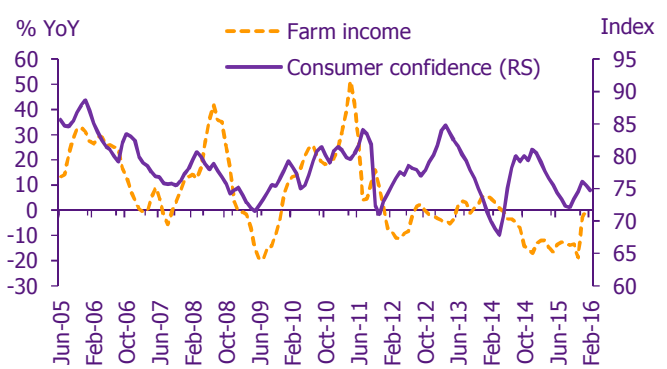
เพื่อให้เห็นภาพการใช้จ่ายอุปโภคบริโภคระยะเวลาย้อนไกลนี้ เราจำเป็นต้องสำรวจปัจจัยสำคัญ 3 อย่าง คือ 1) รายได้ของผู้บริโภค 2) ความสามารถในการเข้าถึงสินเชื่อ และ 3) ความเชื่อมั่นโดยรวม สำหรับความสามารถในการใช้จ่าย Figure 51 แสดงให้เห็นว่าค่าจ้างเฉลี่ยทั้งภาคการเกษตรและนอกภาคการเกษตรปรับตัวลดลง และยังไม่สัญญาณปรับตัวขึ้นอย่างแท้จริงในตอนนี้ ในขณะเดียวกัน รายได้เกษตรกรยังคงเติบโตค่อนข้างต่ำ ทั้งๆ ที่ปรับตัวขึ้นในระยะหลังนี้โดยมีสาเหตุมาจากเหตุการณ์พิเศษ (ผลผลิตข้าวสูงมากเป็นพิเศษในเดือน ธ.ค. 2558) ในด้านการปล่อยสินเชื่ออุปโภคบริโภค ข้อมูลล่าสุดจากธนาคารแห่งประเทศไทย (ผลการสำรวจภาวะและแนวโน้มสินเชื่อ) แสดงให้เห็นว่าความต้องการสินเชื่อใหม่ของผู้บริโภคปรับตัวเพิ่มขึ้นในสินเชื่อทุกประเภท (Figure 53) ในขณะที่ความเต็มใจที่จะปล่อยสินเชื่อของสถาบันการเงินปรับตัวขึ้นเพียงเล็กน้อย ยกเว้นสินเชื่อที่อยู่อาศัยซึ่งมาตรฐานการปล่อยสินเชื่อมีความเข้มงวดมากขึ้น

Figure 51: ค่าจ้างมีแนวโน้มลดลงอย่างต่อเนื่อง...



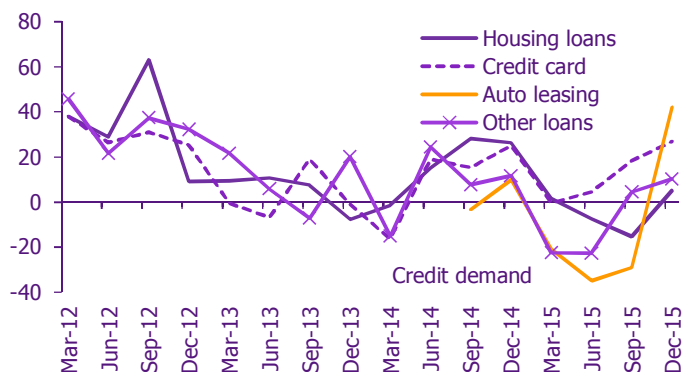
Source: National Economic and Social Development Board (NESDB), SCBS Investment Research

Figure 52: ...และรายได้เกษตรกรปรับตัวลงต่ำ



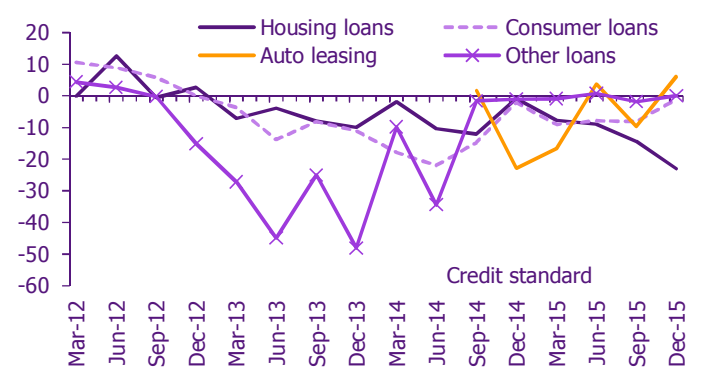
Source: CEIC, SCBS Investment Research

Figure 53: ความต้องการสินเชื่อปรับตัวเพิ่มขึ้น...



Source: CEIC, SCBS Investment Research

Figure 54: แต่มาตรฐานการปล่อยสินเชื่อยังคงค่อนข้างเข้มงวด

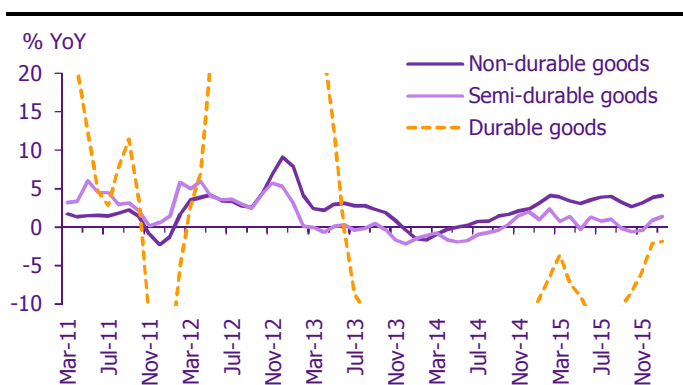


Source: CEIC, SCBS Investment Research

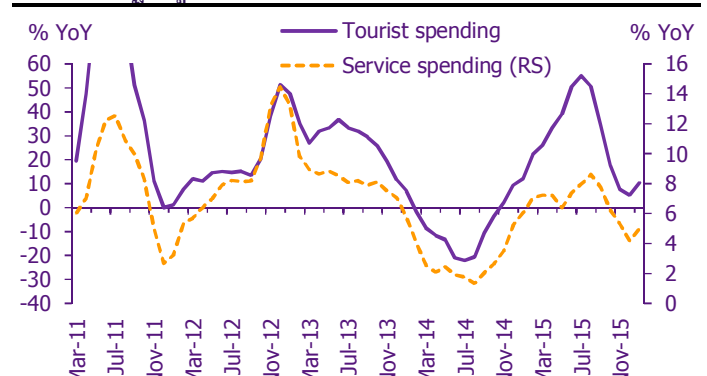
...การฟื้นตัวดูเหมือนจะ
เกิดขึ้นต่อเนื่อง แต่อาจจะ
ต้องใช้เวลาการกระตุ้น
ออกมาบ้าง

แม้มีข้อจำกัดด้านรายได้ แต่การใช้จ่ายอุปโภคบริโภคก็มีพัฒนาการเชิงบวกให้เห็นอยู่บ้างในช่วง 3 เดือนที่ผ่านมา อย่างไรก็ตาม การฟื้นตัวยังไม่เกิดขึ้นในวงกว้าง เนื่องจากการใช้จ่ายเพื่อซื้อสินค้าคงทนระดับต่ำยังคงเป็นตัวจุดรั้งการเติบโตของการอุปโภคบริโภคโดยรวม (Figure 55) ในขณะที่การใช้จ่ายเพื่อซื้อสินค้าไม่คงทนและสินค้ากึ่งคงทนมีแนวโน้มปรับตัวดีขึ้นต่อเนื่อง ปัจจัยบวกอีกอย่างหนึ่งเกี่ยวกับการอุปโภคบริโภคในประเทศไทยอยู่ที่การใช้จ่ายของนักท่องเที่ยวและการใช้จ่ายภาคบริการ ซึ่งยังอยู่ในระดับแข็งแกร่งทั้งสองรายการ ทั้งๆ ที่ได้รับผลกระทบจากฐานที่สูงขึ้น (Figure 56) สิ่งสำคัญที่ควรทราบ คือ ฤดูแล้งกำลังใกล้เข้ามา ซึ่งอาจจะส่งผลกระทบต่อทำให้โมเมนตัมการฟื้นตัวชะลอตัวลงได้ เมื่อไม่นานนี้รัฐบาลออกมาประกาศว่าจะออกมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจอีกรอบหนึ่ง (มาตรการจูงใจทางภาษี) ในช่วงเทศกาลสงกรานต์ โดยรายงานข่าวระบุว่า รัฐบาลเตรียมออกมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจวงเงิน ~1.3 แสนล้านบาท

Figure 55: การใช้จ่ายเพื่อซื้อสินค้าไม่คงทนและการฟื้นตัว...



Source: CEIC, SCBS Investment Research

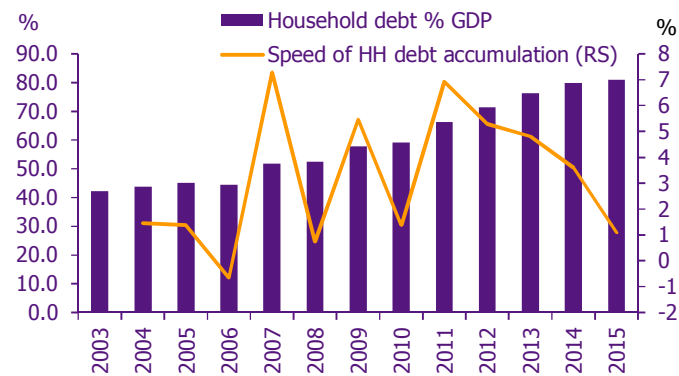
Figure 56: การใช้จ่ายของนักท่องเที่ยวและการใช้จ่ายภาคบริการ
แข็งแกร่งแม้ฐานสูง

Source: CEIC, SCBS Investment Research

สถานการณ์การหนี้สิน
ภาคครัวเรือน?

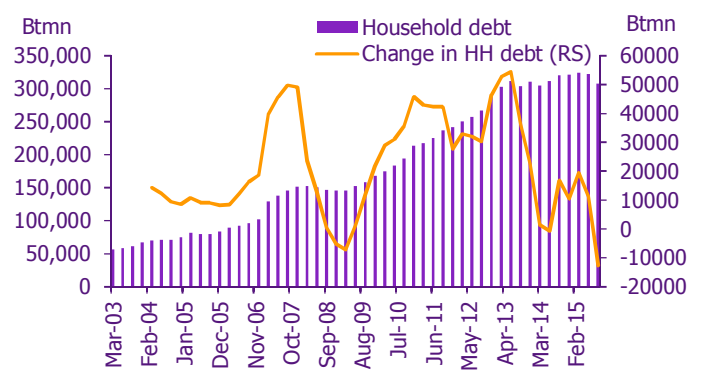
หนี้ครัวเรือนระดับสูงและเพิ่มขึ้นเป็นแรงกดดันทางเศรษฐกิจที่สำคัญอย่างหนึ่งสำหรับประเทศไทยในช่วง 2-3 ปีที่ผ่านมา ในขณะที่ยอดหนี้ครัวเรือนยังคงค้างอยู่ในระดับสูงมากที่ประมาณ 83% ของ GDP ณ สิ้นปี 2558 แต่เราคิดว่าพลวัตของหนี้สินสัญญาณบวกมากขึ้นเล็กน้อย ทั้งนี้เป็นเพราะหนี้ใหม่เติบโตในอัตราที่ชะลอตัวลงมากทั้งในแง่ยอดหนี้และเปอร์เซ็นต์ของ GDP เรามองว่าหนี้ครัวเรือนน่าจะปรับตัวลงถึงจุดต่ำสุดแล้วและมีแนวโน้มที่จะอยู่ในระดับทรงตัว ณ จุดนี้ สิ่งที่ต้องทำ คือ การเพิ่ม GDP ในรูปตัวเงิน (nominal GDP) ให้ขยายตัวมากที่สุดเท่าที่ทำได้ ซึ่งจะกดดันให้หนี้ต่อ GDP ลดลงในอัตราที่เร็วขึ้นอย่างมาก สิ่งที่น่าสนใจ คือ อัตราเงินเฟ้อที่เติบโตสูงขึ้นจะกลายเป็นเครื่องมือสำคัญในการควบคุมภาวะหนี้ครัวเรือนในอนาคต

Figure 57: ยอดหนี้ครัวเรือนยังอยู่ในระดับสูง...



Source: CEIC, SCBS Investment Research

Figure 58: ...แต่เพิ่มขึ้นในอัตราที่ชะลอตัวลงมาก

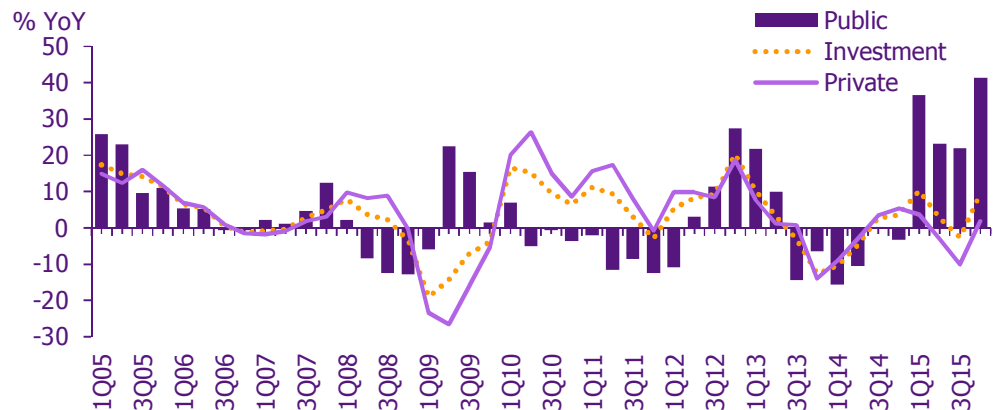


Source: CEIC, SCBS Investment Research

การลงทุนภาครัฐเป็นปัจจัยสำคัญ...

แม้ประเทศไทยพยายามดิ้นรนให้หลุดพ้นจากภาวะเศรษฐกิจชะลอตัวโดยใช้ทั้งนโยบายการเงินและนโยบายการคลัง แต่ดูเหมือนว่าขีดความสามารถในการดำเนินนโยบายการเงินเพิ่มเติมจะมีค่อนข้างจำกัด ส่วนหนึ่งเป็นเพราะอัตราดอกเบี้ยนโยบายอยู่ในระดับใกล้เคียงกับจุดต่ำสุดเป็นประวัติการณ์ที่ 1.5% ในขณะที่ผลต่องิจกรรมทางเศรษฐกิจที่แท้จริงน่าจะมีค่อนข้างจำกัด ซึ่งหมายความว่าหนทางที่ทำได้เพียงอย่างเดียวจะอยู่ที่นโยบายการคลัง และหลังจากใช้ความพยายามมาระยะหนึ่ง รัฐบาลก็สามารถทำให้การลงทุนภาครัฐกลับมาเติบโตสูงถึง 41.4% YoY ในไตรมาส 4/58 (ไตรมาส 1 ของปีงบประมาณ 2559) และเพื่อให้สามารถมองเห็นภาพที่ชัดเจนมากขึ้น จะพบว่าการลงทุนภาครัฐอยู่ที่ 6.8 หมื่นล้านบาทในไตรมาส 4/58 เทียบกับเพียง 4.12 หมื่นล้านบาทในปีก่อนหน้า ในแง่ของการเบิกจ่ายงบประมาณ รัฐบาลเหมือนจะเร่งเดินหน้าเบิกจ่ายงบประมาณลงทุนเพิ่มมากขึ้นสู่ระดับ 12.5% เทียบกับระดับเพียง 9.1% ก่อนหน้านั้น แนวโน้มเช่นนี้เป็นสัญญาณที่ดีเนื่องจากแสดงให้เห็นว่ารัฐบาลมีประสิทธิภาพมากขึ้นในการเบิกจ่ายงบประมาณภาครัฐ

Figure 59: การลงทุนของประเทศไทย

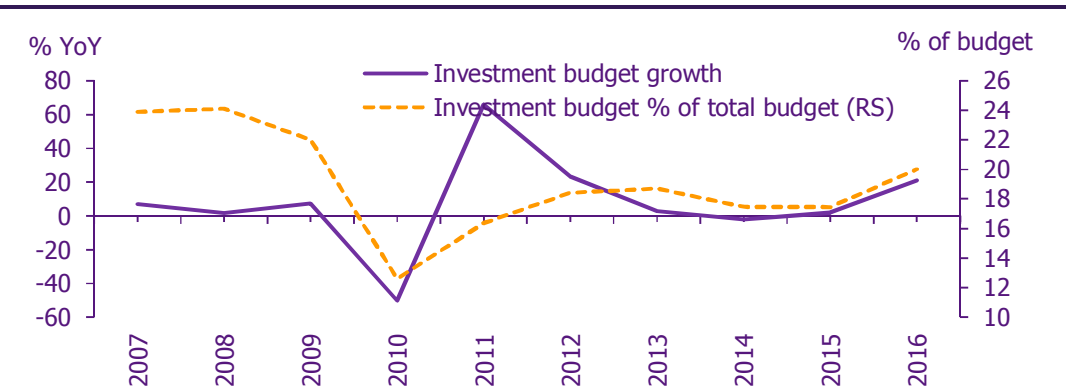


Source: NESDB, SCBS Investment Research

...และน่าจะต้องได้มากขึ้นในครั้งนี้...

เมื่ออิงกับงบประมาณรัฐบาลปี 2559 การลงทุนภาครัฐจะปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างมาก โดยจะเติบโต 21.1% จากปีก่อน นอกจากนี้การลงทุนภาครัฐก็มีสัดส่วนสูงขึ้นเมื่อเทียบกับงบประมาณทั้งหมดของรัฐบาล (20% จาก 17.5%) แนวโน้มเช่นนี้สะท้อนให้เห็นถึงเจตนารมณ์ของรัฐบาลที่จะใช้การลงทุนเป็นกลไกสำคัญในการกระตุ้นให้เศรษฐกิจขยายตัว สำหรับภาระงบประมาณ เสถียรภาพทางการคลังโดยรวมน่าจะยังอยู่ในเกณฑ์ที่ดี เนื่องจากคาดว่าขาดดุลงบประมาณจะเพิ่มขึ้นสู่ระดับเพียงประมาณ 2.9% ของ GDP ซึ่งอยู่ภายในกรอบความยั่งยืนทางการคลัง

Figure 60: การลงทุนของประเทศไทย

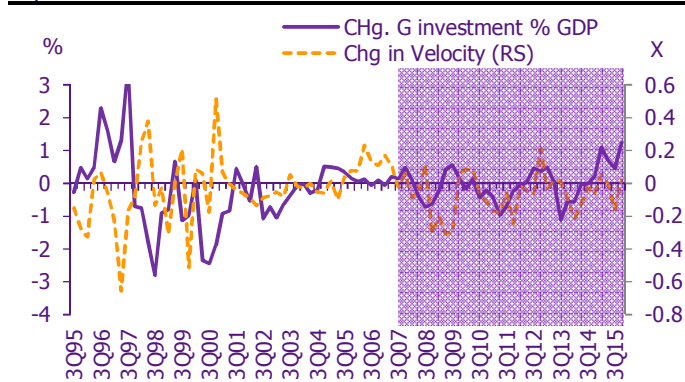


Source: Fiscal Policy Office (FPO), SCBS Investment Research

...สิ่งสำคัญที่สุด คือ เรา
คิดว่าการใช้จ่ายภาครัฐจะ
เป็นปัจจัยสำคัญอย่างมาก
ที่จะช่วยกระตุ้นการเติบโต
ของเศรษฐกิจรอบนี้

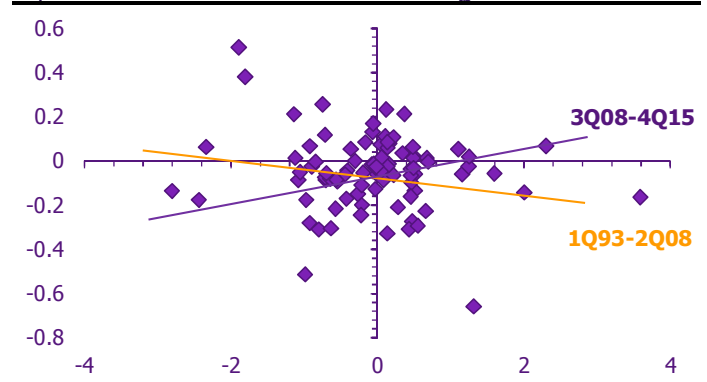
ย้อนกลับไปในรายงานกลยุทธ์การลงทุนในเดือน ก.พ. ซึ่งกล่าวไว้ว่าโดยปกติแล้วนโยบายการเงินมักจะมีประสิทธิภาพน้อยกว่านโยบายการคลังในการกระตุ้นให้เศรษฐกิจขยายตัวและเพิ่มอัตราเงินเฟ้อ และผู้จัดทำนโยบายจะต้องนำเอานโยบายการคลังเชิงรุกมากขึ้นมาใช้เพื่อให้หลุดพ้นจากภาวะเศรษฐกิจชะลอตัว หลังจากนั้นไม่นานนักทั้ง IMF และ OECD ก็ออกมาพูดในทำนองเดียวกันเกี่ยวกับความจำเป็นที่จะต้องใช้นโยบายการคลังเชิงรุกมากขึ้นเพื่อสนับสนุนนโยบายการเงินที่ดำเนินอยู่ในปัจจุบัน สำหรับเศรษฐกิจไทย เราคาดว่าจะมีการใช้นโยบายการคลัง (โดยเฉพาะการลงทุนภาครัฐ) ผ่านทางผลกระทบของความเร็วในการหมุนเวียนเงิน (MV=PQ) เราเรียนรู้ว่าหลังจากเกิดวิกฤตการเงินในสหรัฐฯ ในปี 2551 การลงทุนภาครัฐของประเทศไทยก็กลายเป็นปัจจัยสำคัญที่ช่วยกระตุ้นความเร็วในการหมุนเวียนของเงิน (Figure 61) ความสัมพันธ์ระหว่างการลงทุนภาครัฐกับความเร็วในการหมุนเวียนของเงินเปลี่ยนจากติดลบมาเป็นบวกนับตั้งแต่นั้นเป็นต้นมา ซึ่งช่วยสนับสนุนมุมมองของเราที่ว่าโดยปกติแล้วนโยบายการคลังจะมีประสิทธิภาพในการกระตุ้นให้อุปสงค์ในประเทศปรับตัวสูงขึ้นมากกว่านโยบายการเงิน

Figure 61: การใช้จ่ายภาครัฐมีพลังในการกระตุ้นให้ความเร็วในการหมุนเวียนเงินปรับตัวเพิ่มขึ้น



Source: CEIC, SCBS Investment Research

Figure 62: การใช้จ่ายภาครัฐกลายเป็นเครื่องมือกระตุ้นความเร็วในการหมุนเวียนเงินหลังจากเกิดวิกฤตการเงินในสหรัฐฯ



Source: CEIC, SCBS Investment Research

Figure 63: ประมาณการตัวเลขเศรษฐกิจที่สำคัญโดย EIC

Key Indicators	2014	Unit	Actual		EIC forecast							Consensus	BOT
	Share (%)		2014	15Q3	15Q4	2015	16Q1	16Q2	16Q3	16Q4	2016	2016	2016
Real GDP growth		% YOY	0.9%	2.9%	1.5%	2.5%	2.0%	2.4%	2.6%	2.8%	2.5%	3.1%	3.5%
Demand-side													
Private consumption	52%	% YOY	0.6%	1.7%	3.1%	2.2%	2.5%	2.0%	1.7%	1.8%	2.0%	2.5%	2.8%
Public consumption	17%	% YOY	1.7%	1.0%	2.8%	2.7%	3.2%	2.2%	4.0%	2.5%	3.0%		3.4%
Private investment	19%	% YOY	-2.0%	-6.6%	-3.9%	-2.7%	-3.5%	0.4%	3.5%	5.3%	1.4%		3.9%
Public investment	5%	% YOY	-4.9%	15.9%	5.7%	20.8%	-10.2%	3.4%	17.6%	28.6%	9.0%		8.8%
Supply-side													
Agriculture	10%	% YOY	0.7%	-5.7%	-5.6%	-5.5%	-4.2%	-2.4%	0.4%	1.0%	-1.2%		
Manufacturing and services	90%	% YOY	1.0%	3.4%	2.5%	3.4%	2.7%	2.9%	2.8%	3.1%	2.9%		
Of which manufacturing		% YOY	-0.4%			0.6%					1.1%		
Of which Services		% YOY	1.6%			4.5%					3.6%		
External sector													
Export of Goods (USD)		% YOY	-0.4%	-5.3%	-7.5%	-5.6%	-1.8%	-1.8%	1.0%	2.5%	0.0%	1.5%	0.0%
Import of Goods (USD)		% YOY	-9.0%	-15.3%	-10.3%	-10.4%	-4.0%	-1.7%	4.6%	9.1%	1.9%	4.1%	0.9%
Current account		USD bn	13.1	6.7	10.2	29.4	10.3	5.4	4.7	8.8	29.1	18.3	15.1
Key rates													
Headline inflation		% YOY	1.9%	-1.1%	-0.9%	-0.9%	-0.1%	0.5%	1.0%	1.8%	0.8%	1.4%	0.8
Core inflation		% YOY	1.6%	0.9%	0.8%	1.1%	0.6%	0.7%	0.9%	1.1%	0.8%		0.9
Policy rate (RP-1D) (end period)		% p.a.	2.0%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%		
THB/USD (end period)		THB/USD	33.0	36.4	36.1	36.1	36.3	36.5	36.8	37.0	37.0		
Oil prices -- Brent (period avg.)		USD/bbl	99.0	50.0	43.3	52.4	36.0	46.0	52.0	54.0	47.0	As of Dec-15	As of Dec-16

Source: Economic Intelligence Center (EIC)

สรุปผลประกอบการไตรมาส 4/58

กำไรสุทธิไตรมาส 4/58 โดยรวมของบริษัทจดทะเบียนใน SET อยู่ที่ 1.7 แสนล้านบาท +157.8% YoY, +420.3% QoQ กลุ่มที่รายงานผลประกอบการฟื้นตัวดีขึ้น YoY ในไตรมาส 4/58 คือ พลังงาน (ไตรมาส 4/58: กำไร 7.17 หมื่นล้านบาท), ปิโตรเคมี (ไตรมาส 4/58: กำไร 6.4 พันล้านบาท) ในขณะที่ผลประกอบการของกลุ่มสื่อพลีสต์แดนลบ (ไตรมาส 4/58: ขาดทุน 587 ล้านบาท) กลุ่มหลักๆ ที่รายงานกำไรเติบโตสูง คือ อิเลคทรอนิกส์ (+139.4%), วัสดุก่อสร้าง (+38.7%), การแพทย์ (+15.4%), และพาณิชย์ (+14.0%) ในขณะที่กลุ่มขนส่ง (-90.5%), ท่องเที่ยว (-28.6%), บริการรับเหมาก่อสร้าง (-55.5%), และธนาคาร (-11.5%) รายงานกำไรหดตัวลงอย่างมาก YoY

ในระดับหมวดธุรกิจ ผลประกอบการของกลุ่มพลังงานปรับตัวดีขึ้นมาก YoY และ QoQ โดยเกิดจากการบันทึกรายการพิเศษ คือ ขาดทุนจากการด้อยค่าของสินทรัพย์ ในไตรมาส 4/57 และไตรมาส 3/58 ผลประกอบการที่กลับคืนสู่ภาวะปกติ (ฟื้นตัว) ช่วยสนับสนุนให้กำไรโดยรวมของบริษัทจดทะเบียนใน SET เติบโตเพิ่มขึ้นอย่างมาก นอกจากนี้กลุ่มปิโตรเคมีก็มีบทบาทสำคัญในการช่วยกระตุ้นให้กำไรรายไตรมาสฟื้นตัว YoY ขาดทุนจากสินค้าคงคลังเป็นสาเหตุหลักที่ทำให้กำไรติดลบในไตรมาส 4/57

เริ่มเห็นสัญญาณที่ดี แม้บริษัทส่วนใหญ่รายงานผลประกอบการแยกว่าคาด แต่กำไรโดยรวมของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหุ้นไทยสูงกว่ากำไรโดยรวมที่นักวิเคราะห์ในตลาดคาดการณ์ไว้อยู่ 9% ซึ่งสวนทางกับอัตราส่วนของบริษัทที่รายงานผลประกอบการดีกว่าคาด/แยกว่าคาดที่เรากล่าวไว้ข้างต้น โดยในจำนวนบริษัททั้งหมดที่รายงานผลประกอบการแยกว่าคาด กำไรทั้งหมดรวมกันดีกว่ากำไรทั้งหมดรวมกันที่ตลาดคาด

Figure 64: กำไรสุทธิไตรมาส 4/58 และปี 2558 ของบริษัทจดทะเบียนใน SET

Sector	No. of company	Net Profit (Bt mn)						
		4Q15	4Q14	% YoY	%QoQ	2015	2014	% YoY
AGRO & FOOD INDUSTRY	50	8,516	8,203	3.81	-22.86	41,448	41,463	-0.03
Agribusiness	12	77	388	-80.05	-89.68	2,609	3,742	-30.27
Food & Beverage	38	8,438	7,815	7.98	-17.99	38,839	37,721	2.96
CONSUMER PRODUCTS	40	2,768	1,232	124.68	53.67	6,845	4,018	70.35
Fashion	23	1,785	448	298.03	64.11	4,361	1,257	247.04
Home & Office Products	11	753	604	24.61	48.08	1,775	1,764	0.65
Personal Products & Pharmaceuticals	6	230	179	28.41	12.22	709	998	-28.96
FINANCIALS	58	51,059	56,933	-10.32	1.79	221,423	229,714	-3.61
Banking	11	43,700	49,388	-11.52	-3.39	193,006	207,014	-6.77
Finance & Securities	31	3,561	3,904	-8.78	5.16	13,736	12,881	6.64
Insurance	16	3,798	3,642	4.29	146.89	14,681	9,819	49.51
INDUSTRIALS	82	5,035	-7,542	n.m.	n.m.	-4,932	22,881	n.m.
Automotive	17	1,357	1,286	5.57	-7.61	5,353	4,919	8.83
Industrial Materials & Machinery	9	161	298	-45.95	-9.92	931	1,288	-27.73
Paper & Printing Materials	1	41	39	4.70	1.16	164	221	-25.68
Petrochemicals & Chemicals	14	6,350	-6,316	n.m.	78.07	32,789	20,502	59.93
Packaging	16	406	-31	n.m.	32.97	2,025	1,774	14.12
Steel	25	-3,280	-2,817	-16.43	90.56	-46,194	-5,823	-693.24
PROPERTY & CONSTRUCTION	141	42,398	39,025	8.64	36.42	152,321	135,690	12.26
Construction Materials	19	15,130	10,909	38.69	22.13	60,807	45,776	32.84
Property Development	54	22,378	22,604	-1.00	87.59	61,743	60,351	2.31
Property Fund & REITs	49	4,026	3,570	12.77	-13.30	22,197	19,850	11.82
Construction Services	19	864	1,941	-55.49	-59.21	7,574	9,713	-22.02
RESOURCES	38	17,145	-71,720	n.m.	n.m.	53,649	94,437	-43.19
Energy & Utilities	37	17,307	-71,700	n.m.	n.m.	53,498	93,976	-43.07
Mining	1	-162	-20	-712.57	-116.84	151	461	-67.31
SERVICES	99	17,434	18,159	-3.99	22.39	74,701	67,383	10.86
Commerce	21	12,328	10,818	13.95	30.18	41,802	35,701	17.09
Health Care Services	16	4,390	3,804	15.41	-1.26	16,944	15,296	10.78
Media & Publishing	29	-587	873	n.m.	n.m.	3,924	5,370	-26.93
Professional Services	2	86	75	15.83	-11.96	309	203	52.37
Tourism & Leisure	12	1,120	1,568	-28.60	200.01	3,338	2,753	21.25
Transportation & Logistics	19	97	1,021	-90.47	n.m.	8,384	8,060	4.02
TECHNOLOGY	40	25,059	21,188	18.27	11.13	111,797	103,291	8.24
Electronic Components	11	3,964	1,656	139.37	17.06	14,714	12,400	18.67
Information & Communication Technology	29	21,095	19,532	8.00	10.08	97,082	90,891	6.81
Companies Under Rehabilitation	12	403	22	1712.43	36.18	3,099	891	247.92
Medium Sized Enterprise (mai)	117	-82	341	n.m.	n.m.	3,929	4,886	-19.58
TOTAL	677	169,736	65,842	157.79	420.33	664,280	704,653	-5.73
(excluding Energy & Utility)		152,429	137,542	10.82	48.75	610,781	610,677	0.02
(excluding Energy & Utility and SSI)		153,885	139,094	10.63	13.49	651,622	615,580	5.85

Source: SET, SCBS Investment Research

ปี 2558 เป็นปีที่แย่ ปี 2558 เป็นปีที่แย่สำหรับผลประกอบการของภาคธุรกิจ กำไรของบริษัทจดทะเบียนใน SET index หดตัวลง 6.7% กลุ่มที่รายงานกำไรหดตัวลงมากที่สุด คือ พลังงาน (-6.1%) และเหล็ก (-6.1%) ในขณะที่กลุ่มวัสดุก่อสร้าง (+2.3%) และปิโตรเคมี (+1.9%) รายงานกำไรเพิ่มขึ้น สาเหตุหลักที่ทำให้กำไรหดตัวลง คือ การบันทึกค่าใช้จ่ายจากการด้อยค่าของสินทรัพย์ในกลุ่มพลังงานและเหล็ก

ถ้าเรตัดกลุ่มพลังงานออกไปจากการคำนวณ กำไรปี 2558 จะอยู่ในระดับทรงตัว นอกจากนี้ถ้าเรตัด SSI ออกจากการคำนวณพร้อมกับกลุ่มพลังงาน กำไรจะเติบโต 5.6% กลุ่มพลังงานและ SSI จุดให้กำไรปี 2558 ของบริษัทจดทะเบียนหดตัวลงอย่างมาก

คาดการณ์สู่สภาวะปกติในปี 2559 ด้วยฐานระดับต่ำ ทำให้นักวิเคราะห์ในตลาดคาดว่ากำไรโดยรวมของบริษัทจดทะเบียนใน SET จะเติบโต 27.1% สู่ 7.92 แสนล้านบาทในปี 2559 และเติบโต 12.4% สู่ 8.89 แสนล้านบาทในปี 2560 กลุ่มหลักๆ ที่กำไรมีแนวโน้มเติบโตสูง คือ พลังงาน (+27.1.7%), ปิโตรเคมี (+24.5%), และท่องเที่ยว (+22.2%) ในขณะที่กลุ่มไอซีที (-26.6%) เป็นเพียงกลุ่มเดียวที่กำไรมีแนวโน้มหดตัวลง ด้วยกำไรที่ต่ำผิดปกติในปี 2558 ทำให้นักวิเคราะห์ในตลาดคาดว่ากำไรของกลุ่มพลังงาน และปิโตรเคมีจะกลับคืนสู่ระดับปกติ (ไม่มีการบันทึกขาดทุนจากการด้อยค่าและขาดทุนจากสต็อกน้ำมัน)

สำหรับปี 2560 กลุ่มหลักๆ ที่กำไรมีแนวโน้มเติบโตสูง คือ สื่อ (+26.4%), พาณิชยกรรม (+18.6%), การแพทย์ (+17.8%), และท่องเที่ยว (+15.3%) ในขณะที่คาดว่าจะไม่มีกลุ่มใดที่รายงานกำไรหดตัวลงในปี 2560 โดยกลุ่มที่คาดว่าจะกำไรหดตัวลงในปี 2559 กำไรจะค่อยๆ ฟื้นตัวในปี 2560

Figure 65: ประมาณการอัตราเติบโตของกำไรแยกตามกลุ่มอุตสาหกรรมโดยนักวิเคราะห์ในตลาด

Stock	Net profit (Btmn)			% Growth	
	2015	2016F	2017F	2016F	2017F
Agribusiness	1,276	1,894	2,138	48.45	12.92
Food and Beverage	33,345	36,809	41,467	10.39	12.65
Home & Office Products	662	392	422	(40.83)	7.53
Professional Services	309	368	571	19.21	55.16
Banking	191,953	207,799	232,905	8.26	12.08
Finance and Securities	9,632	11,488	14,024	19.28	22.07
Insurance	7,152	4,454	6,192	(37.72)	39.01
Automotive	2,654	2,914	3,176	9.79	9.01
Industrial Materials & Machinery	207	231	265	11.73	14.72
Petrochemicals & Chemicals	27,217	35,244	37,608	29.49	6.71
Packaging	892	957	1,020	7.23	6.62
Construction Materials	59,180	62,328	66,906	5.32	7.35
Property Development	52,886	59,000	66,915	11.56	13.41
Construction Services	10,178	10,965	11,768	7.74	7.32
Property Fund & REITs	9,916	11,548	12,299	16.46	6.51
Energy & Utilities	41,292	153,499	174,965	271.74	13.98
Commerce	38,529	43,905	52,056	13.95	18.57
Health Care Services	12,519	14,379	16,940	14.86	17.81
Media & Publishing	4,388	6,573	8,306	49.80	26.37
Tourism & Leisure	1,874	2,289	2,639	22.19	15.27
Transportation & Logistics	7,054	34,743	39,166	392.52	12.73
Electronic Components	13,049	14,565	14,930	11.62	2.51
ICT	92,158	67,662	73,862	(26.58)	9.16
Medium-Sized Enterprise	4,415	7,544	8,826	70.84	17.00
Sum	622,738	791,551	889,366	27.11	12.36

Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

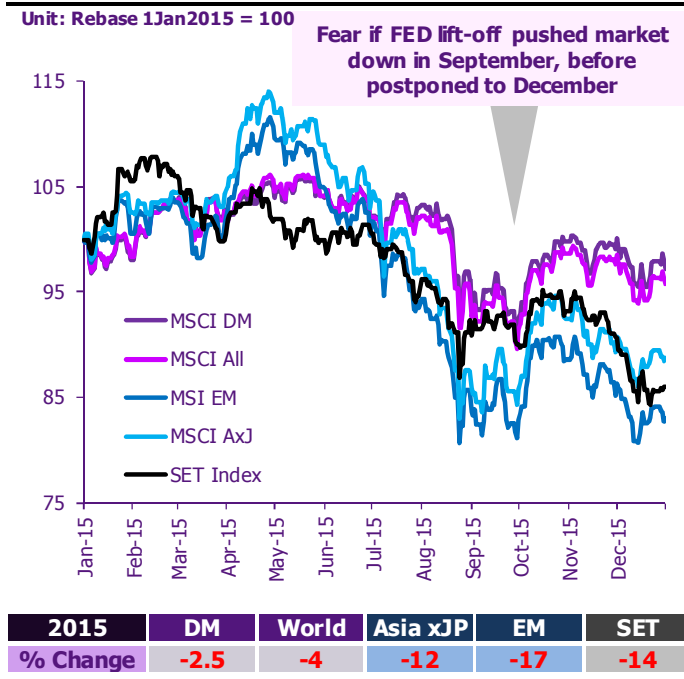
การอุปโภคบริโภคอาจจะมีความสำคัญมากกว่าที่คิด

สภาพคล่องจำนวนมากทั่วโลกมีแนวโน้มที่จะทำให้ risk-free-rate (ผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาล) ทรงตัวอยู่ในระดับที่ค่อนข้างต่ำเมื่อเทียบกับค่าเฉลี่ยในอดีต อย่างไรก็ตาม เพื่อให้ตลาดปรับตัวขึ้นได้ต่อ จำเป็นต้องมีมาตรการกระตุ้นออกมาเพิ่มเติม โดยเฉพาะมาตรการด้านการคลังเพื่อกระตุ้นให้เศรษฐกิจเติบโตอย่างแท้จริง เราเชื่อว่ารัฐบาลไทยจะออกมาตราการกระตุ้นทางการคลังเพิ่ม โดยเฉพาะมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจระดับรากหญ้า

การศึกษาของเราพบว่าการอุปโภคบริโภคภาคเอกชนในรูปตัวเงินซึ่งเป็นองค์ประกอบของ GDP และการเคลื่อนไหวของ SET index เริ่มที่จะมี correlation สูง หลังวิกฤตการเงิน เราเชื่อว่าการอุปโภคบริโภคภาคเอกชนยังมีโอกาสที่จะเติบโตได้อีก โดยได้รับการสนับสนุนจากการเพิ่มทุนกองทุนหมู่บ้านและมาตรการกระตุ้นด้านการคลังอื่น ๆ (จะดำเนินการผ่านทางธนาคารของรัฐ)

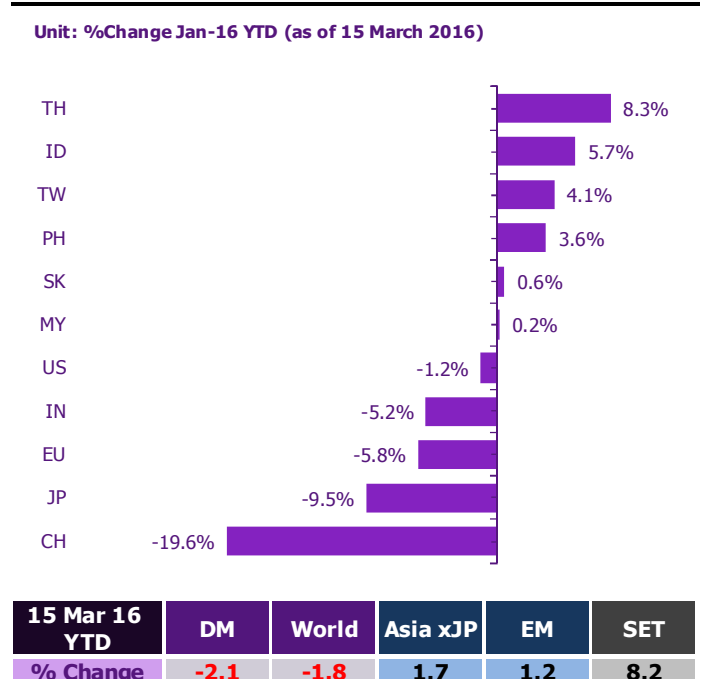
หุ้น top picks ประจำไตรมาส 2/59 ของเราเน้นไปที่หุ้นที่จะได้รับประโยชน์จากการเติบโตของอุปสงค์ในประเทศซึ่งจะได้รับปัจจัยหนุนจากมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจระดับรากหญ้าเพิ่มเติม การอุปโภคบริโภคภาคเอกชนที่ปรับตัวดีขึ้นจะส่งผลดีต่อกลุ่มพาณิชย์ รวมไปถึงกลุ่มสื่อ ซึ่งปัจจุบันเป็นกลุ่มที่ราคาหุ้นยังปรับตัวขึ้นช้า (laggard) กลุ่มอาหารจะได้ประโยชน์จากราคาผลิตภัณฑ์ที่ปรับเพิ่มขึ้น อีกทั้งไม่ค่อยได้รับผลกระทบจากความผันผวนของเศรษฐกิจด้วย

Figure 66: การเทขายสินทรัพย์เสี่ยงเกิดจากความกังวลว่าเฟดจะขึ้นดอกเบี้ย



Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

Figure 67: บรรยายภาพ risk-off ปรับตัวดีขึ้นในไตรมาส 1/59

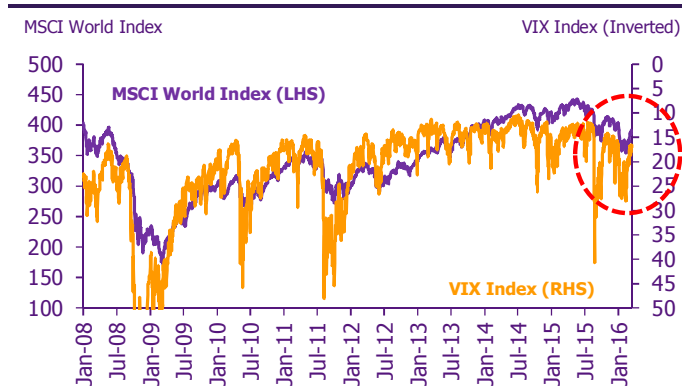


Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

แรงเทขายหุ้นในตลาดเกิดใหม่ในปี 2558 เกิดจากบรรยากาศ risk-off (ความต้องการสินทรัพย์เสี่ยงลดลง) ซึ่งมีสาเหตุหลักมาจากการขึ้นอัตราดอกเบี้ยของเฟด ตลาดหุ้นไทยถูกต่างชาติเทขายและประสบกับสภาวะเงินทุนไหลออกจำนวนมากตลอดทั้งปี โดยเฉพาะในไตรมาส 4/58 ซึ่งเป็นไตรมาสที่กลุ่มอุตสาหกรรมหลักๆ ทุกกลุ่มได้รับผลกระทบอย่างหนักจากกระแสข่าวด้านลบที่ประกอบด้วยราคาประมูลใบอนุญาต 4G ที่แพงมาก การด้อยค่าของสินค้าคงคลังที่เกี่ยวข้องกับน้ำมัน และความกังวลเกี่ยวกับ NPL ที่เพิ่มขึ้นในกลุ่มธนาคาร SET index ปรับตัวลดลง 14% ในปี 2558 สอดคล้องกับดัชนี MSCI Emerging Index (-17%) และดัชนี MSCI Asia ex-Japan (-12%)

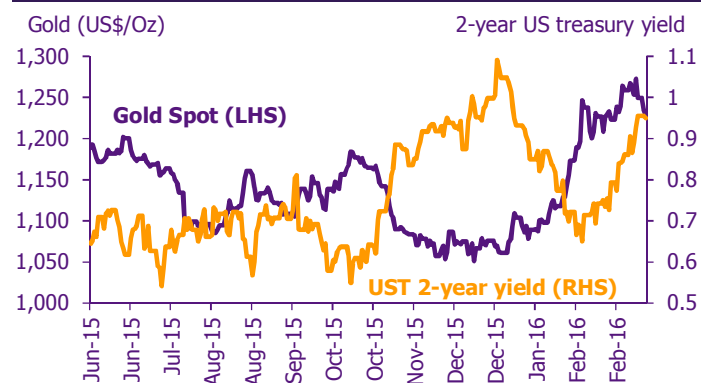
อย่างไรก็ดี การยอมรับความเสี่ยงได้มากขึ้น (risk appetite) ช่วยหนุนให้เงินทุนจำนวนมากไหลเข้าตลาดภูมิภาค โดยเฉพาะประเทศไทยที่ valuation ซึ่งกลายเป็นตลาดที่ outperform อย่างชัดเจนในไตรมาส 1/59 ปัจจัยที่อยู่เบื้องหลังการปรับตัว outperform ของตลาดหุ้นไทยในไตรมาส 1/59 คือ: 1) เคลื่อนย้ายเงินทุนเพื่อให้เกิดผลตอบแทนที่ดีขึ้น อันเป็นผลมาจากสภาพคล่องที่ล้นระบบและการยอมรับความเสี่ยงได้มากขึ้น; 2) กองทุนต่างชาติลงทุนในหุ้นไทยต่ำกว่าเกณฑ์อย่างมาก; และ 3) ประเทศไทยมีเสถียรภาพภายนอกที่แข็งแกร่ง ทำให้ความเสี่ยงด้านอัตราแลกเปลี่ยนลดลงเมื่อเทียบกับประเทศอื่นๆ ในตลาดภูมิภาค

Figure 68: ดัชนี VIX index ที่ลดลงส่งสัญญาณที่ดีต่อตลาดหุ้นทั่วโลก



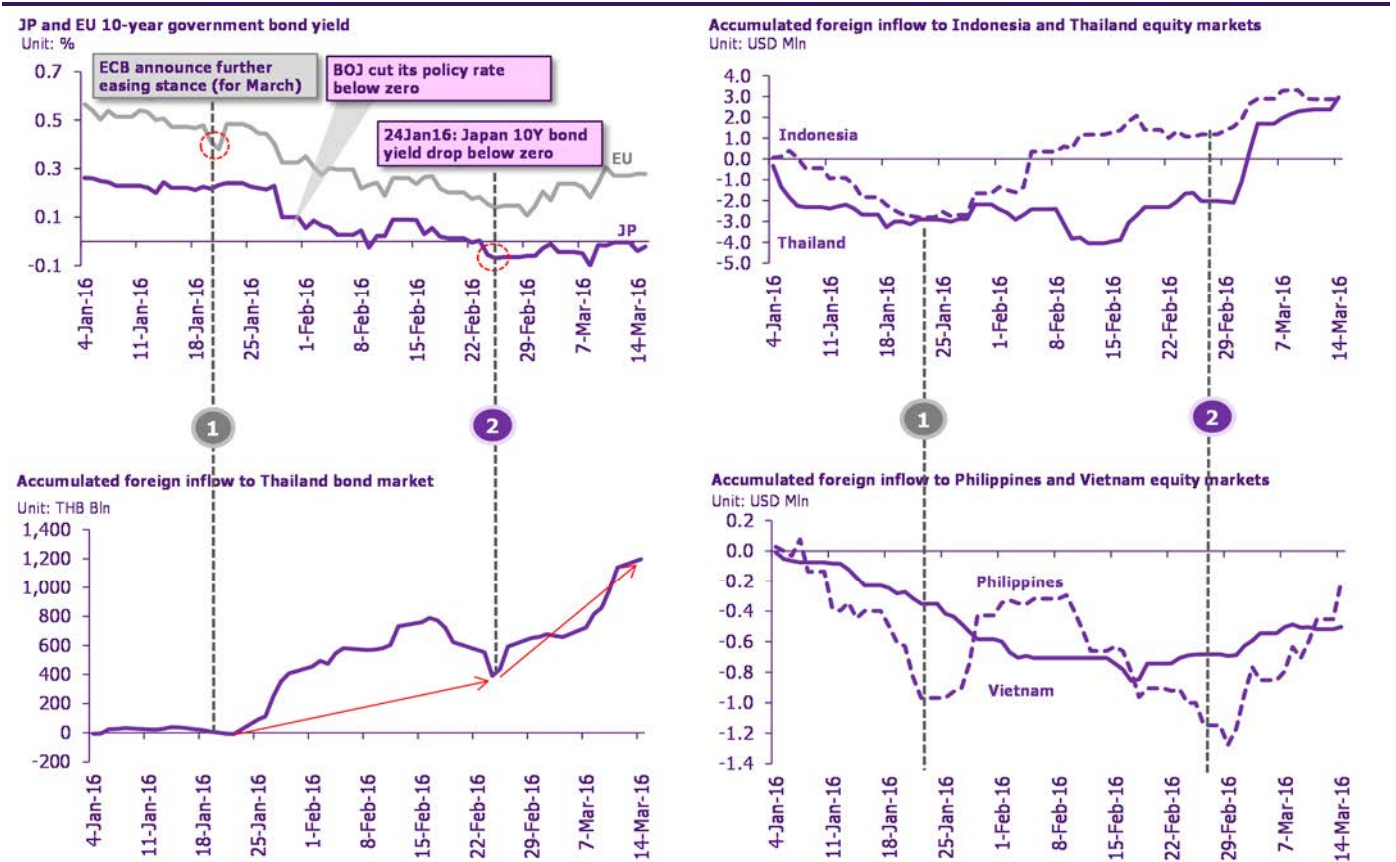
Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

Figure 69: ราคาทองที่ลดลงและผลตอบแทนพันธบัตรที่สูงขึ้น บ่งบอกว่าตลาดมีความมั่นใจมากขึ้น รับความเสี่ยงได้มากขึ้น (risk appetite)



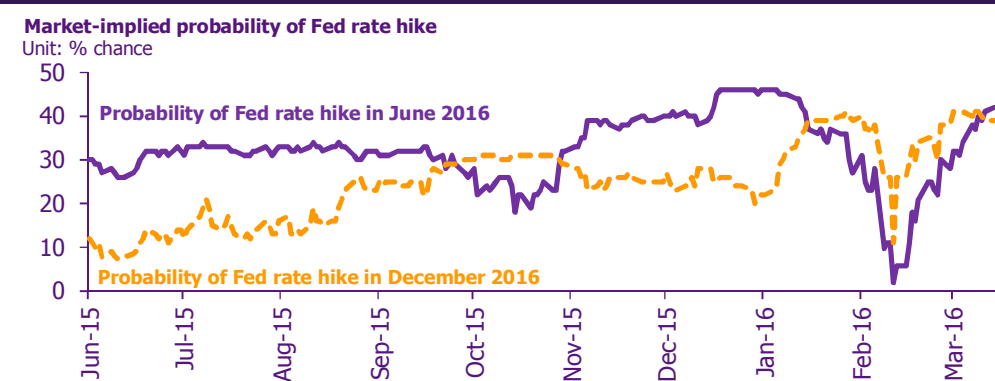
Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

Figure 70: การผ่อนคลายนโยบายการเงินเทียบกับเงินทุนไหลเข้าตลาดตราสารหนี้ไทยรวมถึงตลาดหุ้นประเทศเศรษฐกิจเกิดใหม่



Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

Figure 71: ตลาดกลับมาคาดการณ์เหมือนเมื่อปลายปีที่แล้ว ว่ามีโอกาสสูงขึ้นที่เฟดจะขึ้นดอกเบี้ย

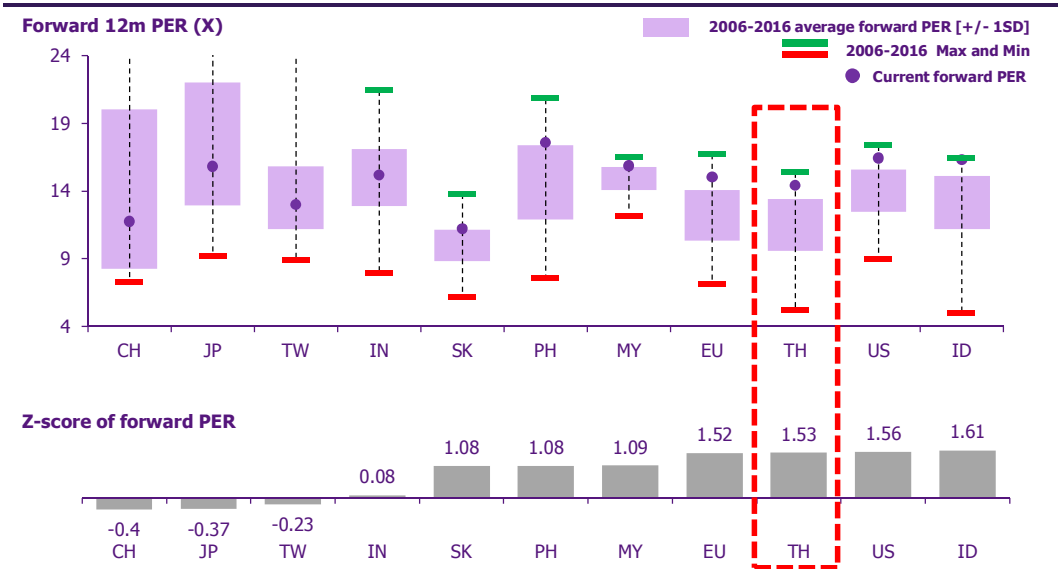


Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

นักลงทุนกังวลกับการขึ้นดอกเบี้ยของเฟดมากเกินไปหรือเปล่า ความน่าจะเป็นที่เฟดจะขึ้นอัตราดอกเบี้ยล่าสุดปรับตัวกลับขึ้นมาอยู่ในระดับเดียวกับเมื่อราวสิ้นปีแล้ว แต่ความนี้ เงินทุนที่ไหลเข้าตลาดเกิดใหม่แค่ชะลอตัวลง ไม่ได้หนีกลับออกจากภูมิภาคไปแต่อย่างใด แนวโน้มเช่นนี้ชี้ให้เห็นว่าตลาดดูเหมือนจะรับรู้ถึงโอกาสปานกลางที่จะมีการขึ้นอัตราดอกเบี้ยในสหรัฐฯ ไปเรียบร้อยแล้ว ดังนั้นเราเชื่อว่าสถานการณ์ที่เงินทุนจะไหลออกอย่างรุนแรงจากการขึ้นดอกเบี้ยของเฟดได้ผ่านพ้นไปแล้ว

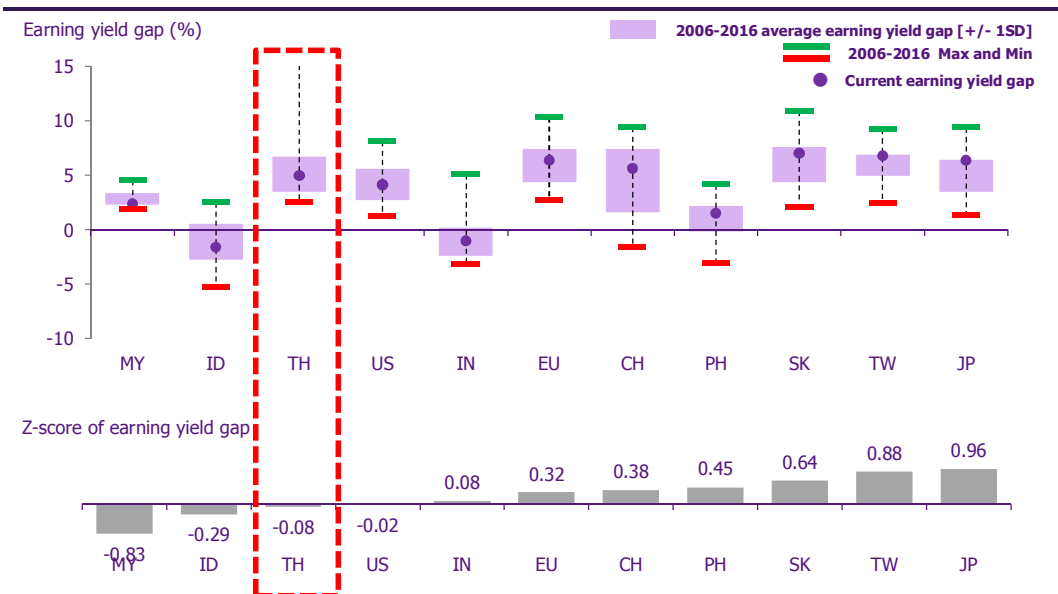
Valuation ของ SET index ยังไม่ได้เข้าสู่เขตที่สูงเกินไป ในขณะที่ตลาดหุ้นไทยอาจจะไม่ได้ถูกในแง่ของ PER แต่ก็ไม่ได้ถือว่าสูงเกินไปเมื่อดูในแง่ของ earnings yield gap (เพราะ risk free rate ลดลง) อัตราส่วน Forward PER ของตลาดหุ้นไทยอยู่ที่ระดับ ~14.4 เท่า (หรือสูงกว่าค่าเฉลี่ยถึงราว 1.5 เท่าของ SD) เกือบเท่ากับระดับสูงที่สุดในรอบ 10 ปี (15.4 เท่า) อย่างไรก็ตาม เงินทุนต่างชาติที่ไหลเข้าตลาดตราสารหนี้ไทยได้กดดันให้ผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปี (risk free rate) ปรับตัวลงสู่ระดับต่ำกว่า 1.9% ซึ่งทำให้แม้ว่า PER ของ SET จะปรับเพิ่มขึ้น แต่ earnings yield gap ยังคงอยู่ใกล้กับค่าเฉลี่ยในอดีต ซึ่งชี้ให้เห็นว่า SET index ยังไม่ได้อยู่ในเขตที่สูงเกินไปเมื่อพิจารณาเทียบกับอัตราผลตอบแทนพันธบัตร

Figure 72: 12-month forward PER



Source: SCBS analysis based on data from Bloomberg (14 March 2016)
Note: US = S&P500, Japan = NKY225, EU = STOXX600, CN = SHCOMP

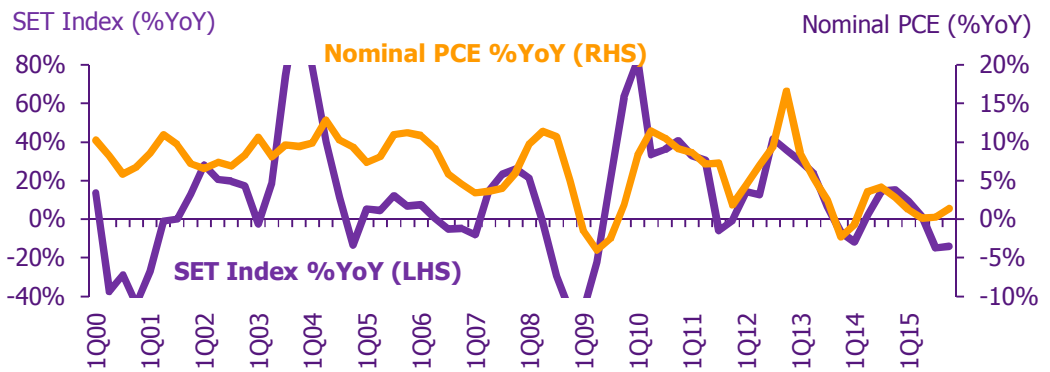
Figure 73: Earnings yield gap



Source: SCBS analysis based on data from Bloomberg (14 March 2016)
Note: US = S&P500, Japan = NKY225, EU = STOXX600, CN = SHCOMP

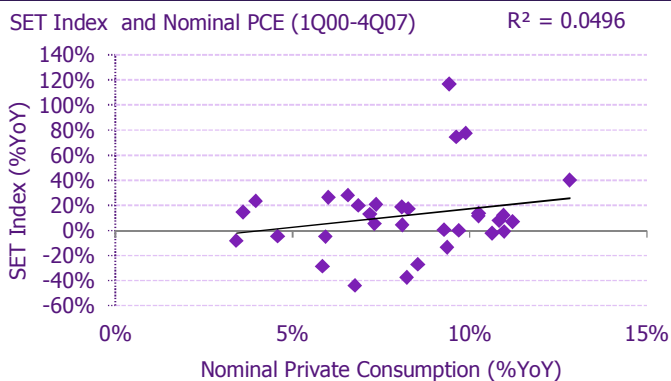
ในขณะที่อัตราการขยายตัวของ GDP กับ SET index มีความสัมพันธ์กันน้อยมากในช่วง 16 ปีที่ผ่านมา เราสังเกตเห็นแนวโน้มความสัมพันธ์ที่สูงขึ้นระหว่างการอุปโภคบริโภคภาคเอกชนกับการเคลื่อนไหวของตลาด โดยเฉพาะอย่างยิ่งตั้งแต่ปี 2553 (หลังวิกฤต) ซึ่งน่าจะมีสาเหตุมาจากการเปลี่ยนแปลงในองค์ประกอบตลาดหุ้นไทยและการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างเศรษฐกิจจากเดิมที่เน้นการส่งออกที่มีโครงสร้างที่สมดุลมากขึ้น (หรือได้รับปัจจัยกระตุ้นจากอุปสงค์ในประเทศ) สัดส่วนของ market cap ของกลุ่มอุตสาหกรรมที่เกี่ยวข้องกับพลังงานปรับตัวลดลงจากระดับเกือบ 30% สู่ระดับต่ำกว่า 20% แล้ว ในขณะที่อัตราการขยายตัวของ GDP ไทยพึ่งพาการส่งออกน้อยลง สะท้อนถึงบทบาทที่สำคัญมากขึ้นของการอุปโภคบริโภคในประเทศต่ออัตราการขยายตัวทางเศรษฐกิจและตลาดหุ้น

Figure 74: ความสัมพันธ์ของ SET index กับ nominal PCE growth (%YoY) ปรับตัวดีขึ้นหลังวิกฤตปี 2552



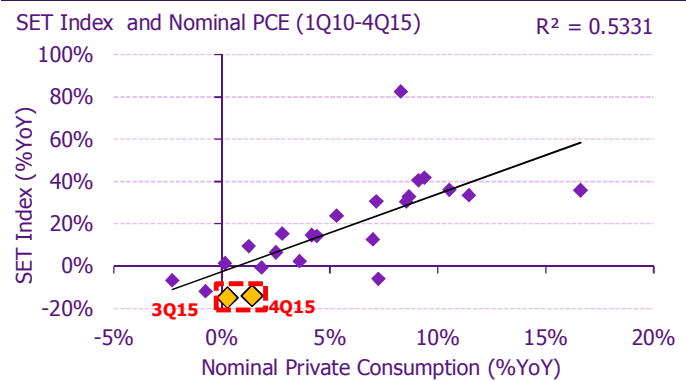
Source: NESDB, Bloomberg, SCBS Investment Research

Figure 75: มีความสัมพันธ์ไม่มากนักในปี 2543-2550



Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

Figure 76: มีความสัมพันธ์มากขึ้นในปี 2553-ปัจจุบัน

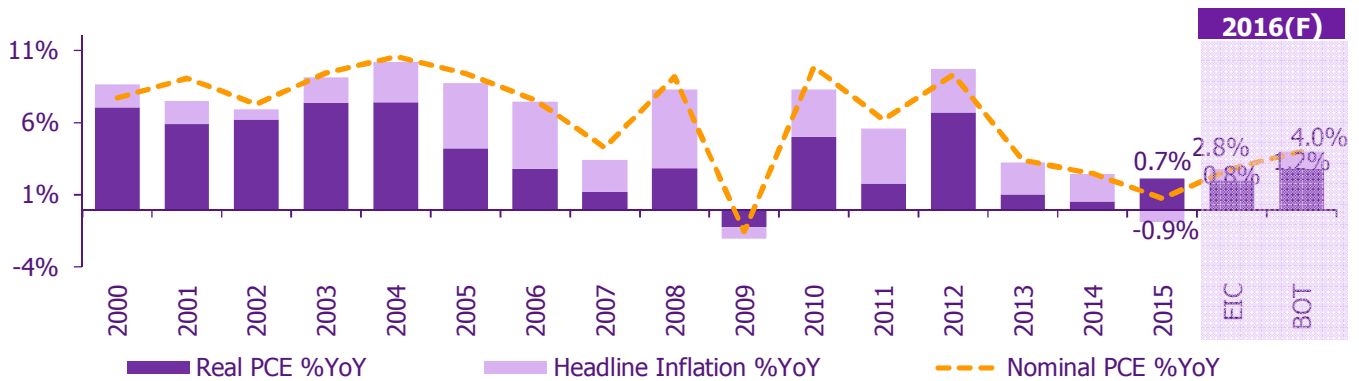


Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

สำนักวิจัยหลักๆ คาดว่าจะเห็นการอุปโภคบริโภคภาคเอกชนในรูปตัวเงินเพิ่มขึ้นในปี 2559 ทั้ง SCB Economic Intelligence Center และธนาคารแห่งประเทศไทยคาดว่าจะการอุปโภคบริโภคภาคเอกชนในปี 2559 จะเติบโตเท่ากันหรือดีกว่าปี 2558 ในรูปของค่าที่แท้จริง (real term) ซึ่งเมื่อรวมกับมุมมองด้านเงินเฟ้อของทั้ง EIC และ ธปท. จึงพออนุมานได้ว่าเมื่อคิดเป็นมูลค่าปัจจุบัน (nominal term) อัตราการเติบโตของมูลค่าการบริโภคภาคเอกชนในประเทศของปี 2559 จะเร่งตัวขึ้นจากปี 2558 พอสมควร

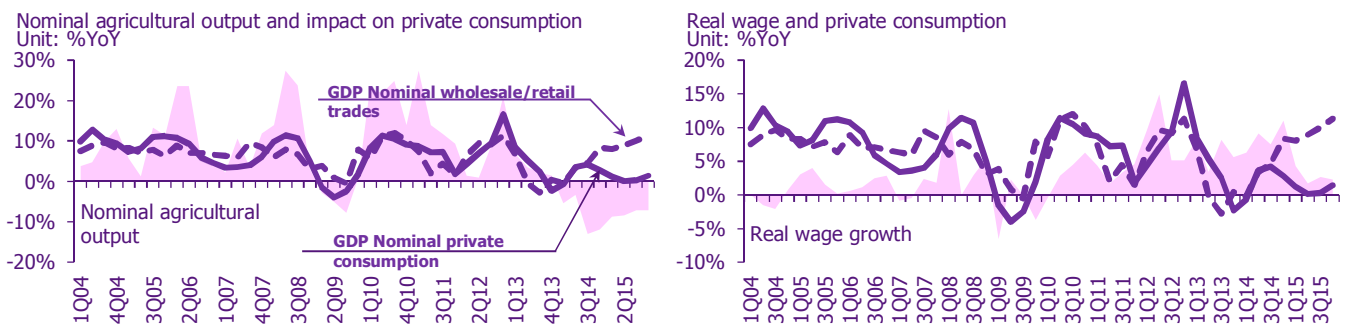
เราคาดว่าจะการอุปโภคบริโภคภาคเอกชนจะเติบโตเพิ่มขึ้นในปี 2559 (โดยเฉพาะอย่างยิ่งจากองค์ประกอบการค้าส่งและค้าปลีกใน GDP) Chart ด้านล่างแสดงให้เห็นว่าการอุปโภคบริโภคภาคเอกชนไม่ค่อยได้รับผลกระทบจากมูลค่าผลผลิตการเกษตรที่ปรับตัวลดลงและอัตราการเติบโตของค่าจ้างที่ชะลอตัวลง โดยได้รับปัจจัยหนุนจากการขยายตัวของสินเชื่อในกลุ่มธนาคาร โดยเฉพาะอย่างยิ่งจากสถาบันการเงินเฉพาะกิจของรัฐที่มีการอัดฉีดเงินเข้าสู่ระบบในช่วงที่ผ่านมา

Figure 77: Real PCE, nominal PCE, และอัตราเงินเฟ้อ



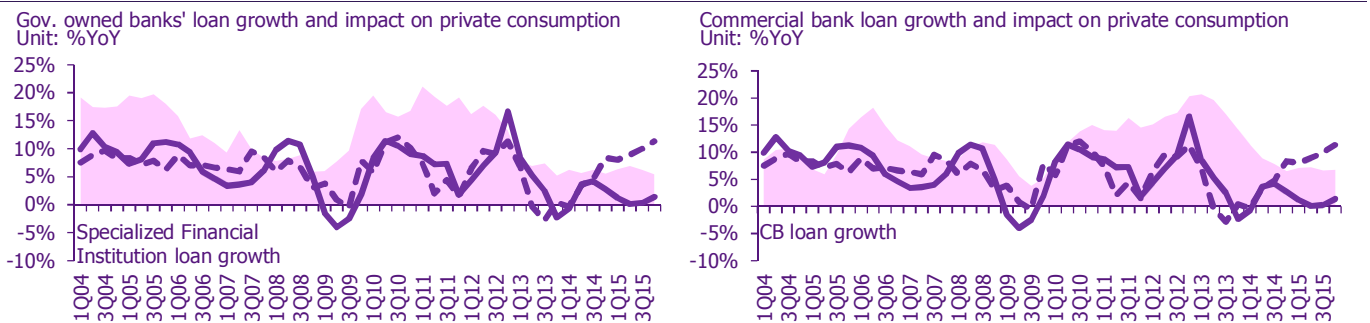
Source: SCB EIC, The Bank of Thailand (MPR Dec-2015)

Figure 78: การอุปโภคบริโภคภาคเอกชนไม่ค่อยได้รับผลกระทบจากรายได้ที่เติบโตต่ำ (รายได้เกษตรกรและค่าจ้าง)



Source: NESDB, Bank of Thailand, SCBS Investment Research

Figure 79: การปล่อยสินเชื่อให้กับภาคครัวเรือนจากสถาบันการเงินเฉพาะกิจและธนาคารพาณิชย์ช่วยกระตุ้นการอุปโภคบริโภคภาคเอกชน

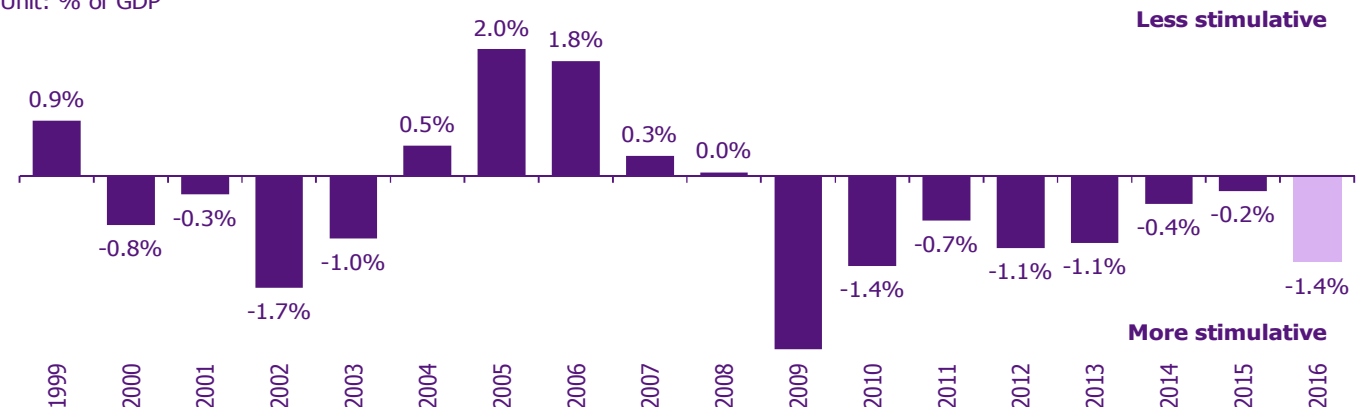


Source: NESDB, Bank of Thailand, SCBS Investment Research

Figure 80: มาตรการกระตุ้นเพิ่มเติมจากขาดดุลงบประมาณการคลังในปีงบประมาณ 2559

Primary fiscal budget balance

Unit: % of GDP



Source: Bureau of the Budget

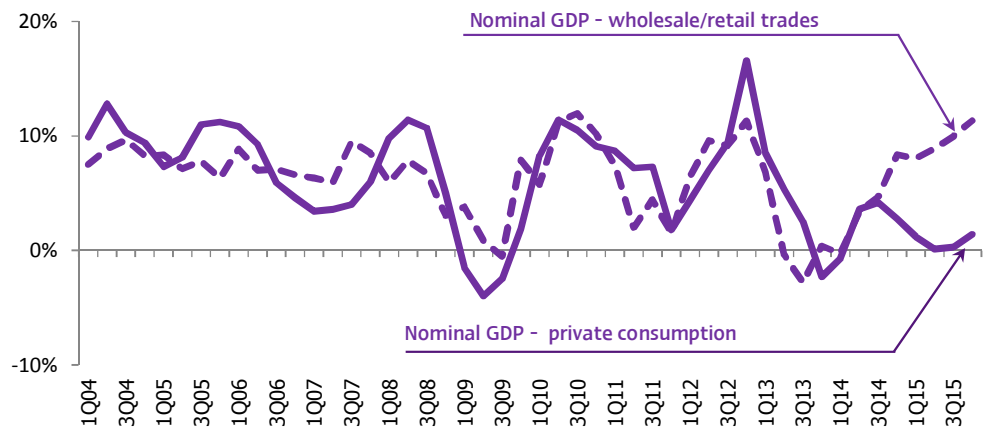
มีสัญญาณบางอย่างที่บ่งชี้ว่ารัฐบาลจะพยายามกระตุ้นการใช้จ่ายอุปโภคบริโภคระดับรากหญ้า ขาดดุลงบประมาณเบื้องต้น (ไม่รวมงบประมาณที่ใช้ในรายการที่ไม่ได้กระตุ้นเศรษฐกิจ เช่น การชำระคืนหนี้และดอกเบี้ย และการชำระคืนให้กับบัญชีการคลัง) ปรับตัวเพิ่มขึ้นจากขาดดุล -0.2% ของ GDP ในปีงบประมาณ 2558 สู่ -1.4% ของ GDP ในปีงบประมาณ 2559 (ยิ่งขาดดุลมาก ก็ยิ่งกระตุ้นเศรษฐกิจมาก เพราะเก็บภาษีน้อยกว่าใช้จ่ายออกมา) มาตรการนอกงบประมาณและมาตรการกระตุ้นทางการคลังอื่นๆ ได้มีการจัดเตรียมไว้แล้ว ยกตัวอย่างเช่น กรม.เห็นชอบให้เพิ่มทุนแก่กองทุนหมู่บ้านจำนวน 3.5 หมื่นล้านบาท (0.25% ของ GDP) หรือคิดเป็นเงินเพิ่มทุน 400,000-500,000 บาท/หมู่บ้าน โดยส่วนใหญ่จะใช้แหล่งเงินทุนจากรายได้พิเศษจากการประมูลใบอนุญาต 4G (ได้รับอนุมัติเป็นส่วนหนึ่งของงบประมาณเพิ่มเติมกลางปีแล้ว) นอกจากนี้รายงานข่าวในประเทศก็ระบุว่า กรม.อนุมัติแผนปล่อยสินเชื่ออัตราดอกเบี้ยต่ำวงเงิน 7.2 หมื่นล้านบาทสำหรับโครงการ 1 ตำบล 1 SME (ซึ่งมีเป้าหมายเพื่อเพิ่มมูลค่าให้กับผลิตภัณฑ์การเกษตร) ในเดือน เม.ย. 2559 ผ่านธนาคารเพื่อการเกษตรและสหกรณ์การเกษตร (ธ.ก.ส.) และสินเชื่ออัตราดอกเบี้ยต่ำวงเงิน 1.5 หมื่นล้านบาทให้กับเกษตรกรในจังหวัดที่ประสบภัยแล้ง 26 จังหวัดซึ่งวางแผนเปลี่ยนมาปลูกพืชใช้น้ำน้อยลง

หุ้น top picks ประจำไตรมาส 2/59 เห็นหุ้นที่จะได้รับประโยชน์จากการเติบโตของอุปสงค์ในประเทศ การอุปโภคบริโภคภาคเอกชนที่ปรับตัวดีขึ้นจะส่งผลดีโดยตรงต่อกลุ่มพาณิชย์ หุ้น top pick ของเราในกลุ่มนี้ คือ ROBINS นอกจากนี้การใช้จ่ายอุปโภคบริโภคภาคเอกชนก็มีความสัมพันธ์ค่อนข้างสูงกับค่าใช้จ่ายโฆษณา (Figure 82) ด้วย เราเชื่อว่าตลาดกังวลเกี่ยวกับการใช้จ่ายเม็ดเงินโฆษณาจะลดตัวมากเกินไป ดัชนีกลุ่มสื่อและสิ่งพิมพ์ปรับตัว underperform SET index อยู่ 12% ในช่วง 1 ปีที่ผ่านมา และ 6% YTD สัญญาณการฟื้นตัวของการอุปโภคบริโภคน่าจะหนุนให้ดัชนีกลุ่มสื่อและสิ่งพิมพ์ปรับตัวกลับขึ้นมา หุ้น top picks ของเราในกลุ่มนี้คือ PLANB RS และ WORK นอกจากนี้เราก็กเลือกกลุ่มอาหารเพราะไม่ค่อยได้รับผลกระทบจากความผันผวนของเศรษฐกิจ ในขณะที่จะได้รับประโยชน์จากราคาผลผลิตเกษตรที่ปรับเพิ่มขึ้น กลุ่มอาหารยังเป็นกลุ่มที่น่าสนใจในระยะยาวด้วย เนื่องจากปริมาณการบริโภคโปรตีนต่อหัวประชากรมีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้นตามรายได้ที่สูงขึ้น หุ้น top picks ของเราในกลุ่มนี้ คือ CPF และ GFPT (Figure 83)

Figure 81: การเติบโตของการอุปโภคบริโภคภาคเอกชนมีความสัมพันธ์ค่อนข้างสูงกับการค้าส่งและค้าปลีก

Nominal GDP components (realted to consumption)

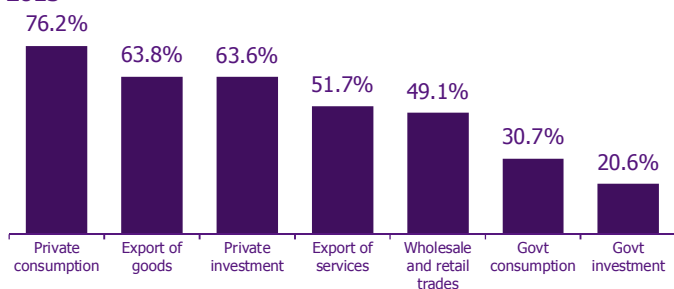
Unit: %YoY



Source: NESDB, Bloomberg, SCBS Investment Research

Figure 82: องค์ประกอบที่เกี่ยวข้องกับการอุปโภคบริโภคของ GDP มีความสัมพันธ์ค่อนข้างสูงกับการใช้จ่ายโฆษณา

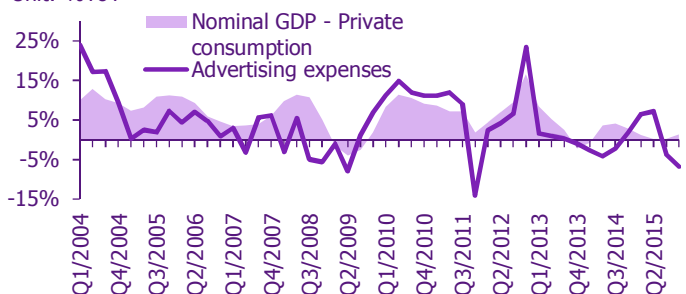
Correlation between the growth of advertising expenses (YoY) and nominal GDP components (YoY) between 2009-2015



Source: Nielsen, NESDB, SCBS Investment Research

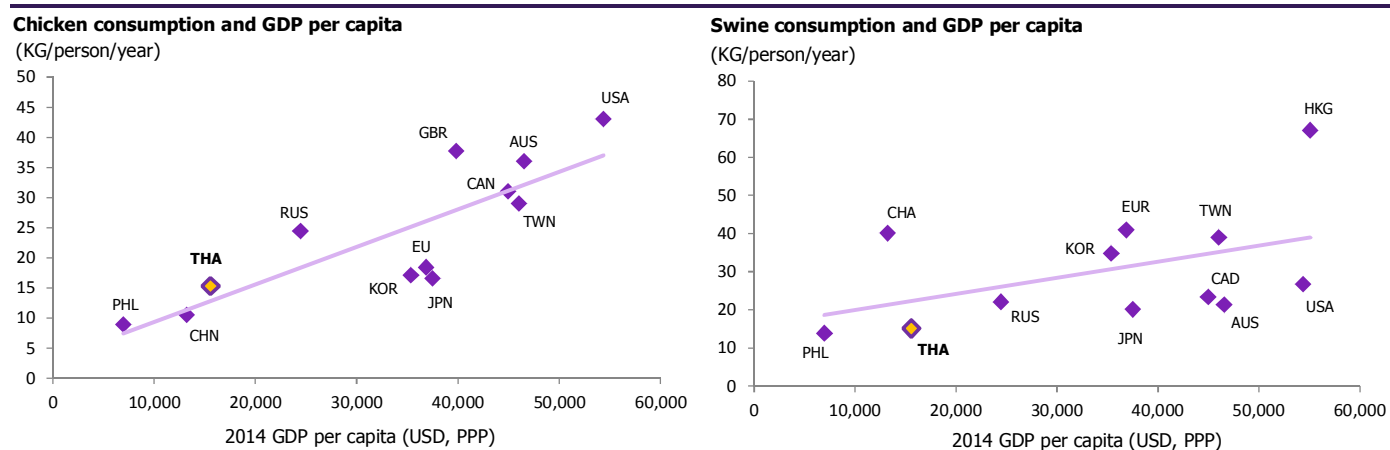
Advertising expense growth; Nominal GDP - Private consumption growth

Unit: %YoY



Source: Nielsen, NESDB, SCBS Investment Research

Figure 83: การบริโภคไก่และสุกรต่อหัวประชากรปรับตัวเพิ่มขึ้นตามรายได้



Source: IMF WEO, TFG, SCBS Investment Research

Top picks

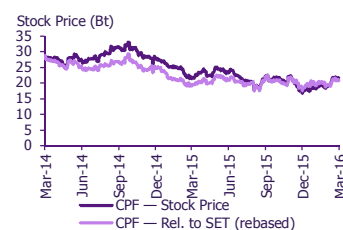


ข้อ

Stock data

Last close (Mar 25) (Bt)	23.40
12-m target price (Bt)	30.00
Upside (Downside) to TP (%)	28.21
Mkt cap (Btbn)	181.18
Mkt cap (US\$mn)	5,136
Bloomberg code	CPF TB
Reuters code	CPF.BK
Risk rating	M
Mkt cap (%) SET	1.36
Sector % SET	0.43
Shares issued (mn)	7,743
Par value (Bt)	1.00
12-m high / low (Bt)	25.5 / 16.4
Avg. daily 6m (US\$mn)	14.25
Foreign limit / actual (%)	40 / 23
Free float (%)	53.3
Dividend policy (%)	~ 50

Price Performance



Source: SET, SCBS Investment Research

Share performance

	1M	3M	12M
Absolute	21.2	33.7	9.3
Relative to SET	16.7	23.0	17.3

Source: SET, SCBS Investment Research

ศิริมา ดิสรสา, CFA

นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1004

sirima.dissara@scb.co.th

กำไรจะกลับมาเติบโตอย่างแข็งแกร่งในปี

ราคาหุ้น CPF ปรับตัว underperform SET อยู่ 23% ในปี 2558 สะท้อนถึงกำไรปกติปี 2558 ระดับต่ำ (-63% YoY) ส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์สัตว์ปีกกับต้นทุนอาหารสัตว์ที่กว้างขึ้นในระยะหลังนี้ และปริมาณไก่ที่มีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้น ช่วยหนุนให้ราคาหุ้น CPF กลับมาปรับตัว outperform SET อยู่ 16% YTD เรามองว่าราคาหุ้น CPF ยังไม่ได้สะท้อนกำไรที่คาดว่าจะฟื้นตัวเพิ่มขึ้นขึ้นสู่ 7.4 พันล้านบาท (+192% YoY) ในปี 2559 โดยได้รับปัจจัยหนุนจากธุรกิจสัตว์ปีกและธุรกิจสัตว์น้ำในประเทศไทยที่ปรับตัวดีขึ้น, ส่วนแบ่งกำไรจากธุรกิจใหม่ในรัสเซีย, และส่วนแบ่งกำไรจาก CPALL ที่ปรับตัวเพิ่มขึ้น และนำ "ข้อ" และราคาเป้าหมายที่คำนวณได้จากวิธี SOTP ที่ 30 บาท

พัฒนาการเชิงบวกจะช่วยสนับสนุนกำไรไตรมาส 1/59 ในช่วง 2 เดือนแรกปี 59 ส่วนต่างราคาไก่เนื้อและสุกรกับต้นทุนอาหารสัตว์ปรับตัวเพิ่มขึ้น 8% และ 9% จากปี 2558 และเพิ่มขึ้น 13% และ 28% จากฐานต่ำในไตรมาส 1/58 โดยได้รับปัจจัยหนุนจากราคาผลิตภัณฑ์ที่ปรับตัวดีขึ้นหลังจากปรับอุปทานและต้นทุนอาหารสัตว์ปรับตัวลดลง ปริมาณขายไก่ในประเทศปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง โดยได้รับปัจจัยหนุนจากการทำฟาร์มไก่ที่ประสบความสำเร็จมากขึ้นหลังจากเกิดวิกฤตโรค EMS เมื่อรวมกับราคาไก่ที่สูงขึ้นในช่วง 2 เดือนแรกปี 59 (+19% จากปี 2558 และ +8% จากไตรมาส 1/58) หลังจากเกิดโรคระบาดในไก่ในอินเดียและเวียดนาม จะกระตุ้นให้ผู้เลี้ยงไก่เพิ่มปริมาณผลผลิต เราคาดว่า CPF จะรายงานกำไรไตรมาส 1/59 เพิ่มขึ้น YoY หลักๆ เกิดจากธุรกิจสัตว์ปีกและธุรกิจสัตว์น้ำในประเทศไทยที่ปรับตัวดีขึ้น และส่วนแบ่งกำไรจากธุรกิจสัตว์ปีกในรัสเซียที่เข้าซื้อเมื่อปลายปี 2558 และเพิ่มขึ้น QoQ จากปัจจัยฤดูกาล

กำไรจะปรับตัวดีขึ้นมากในปี 2559 กำไรปกติของ CPF มีแนวโน้มกลับมาเติบโต 192% YoY สู่ 7.4 พันล้านบาทในปี 2559 โดยได้รับปัจจัยหนุนจาก 1) ธุรกิจสัตว์ที่ปรับตัวดีขึ้นจากการปรับอุปทานภายในประเทศ และปริมาณขายในประเทศกับปริมาณส่งออกที่สูงขึ้น 2) ธุรกิจไก่ที่มีแนวโน้มดีขึ้น เพราะปริมาณไก่ในประเทศปรับตัวเพิ่มขึ้นสู่ระดับสูงสุดนับตั้งแต่ได้รับผลกระทบจากโรค EMS ในปี 2555; 3) ส่วนแบ่งกำไรที่เพิ่มขึ้นจากกิจการต่างประเทศหลังจากบริษัทเข้าซื้อธุรกิจสัตว์ปีกในรัสเซียตอนปลายปี 2558 และ 4) ส่วนแบ่งกำไรจาก CPALL ที่เพิ่มขึ้น ทั้งนี้กำไรปกติที่เติบโต 192% นั้น 40% จะเกิดจากธุรกิจใหม่ในรัสเซีย, 45% จะเกิดจากส่วนแบ่งกำไรจาก CPALL ที่เพิ่มขึ้น, และที่เหลือจะเกิดจากผลการดำเนินงานของธุรกิจหลักที่ปรับตัวดีขึ้น

เป้าหมายระยะยาว CPF ตั้งเป้าหมายยอดขายเติบโต 10% ในระยะ 5 ปีข้างหน้า โดยจะมุ่งเน้นใช้ความเชี่ยวชาญของบริษัทในการกระจายรายได้และลงทุนในต่างประเทศ โดยเฉพาะในประเทศที่ปริมาณการบริโภคเนื้อสัตว์เติบโตสูง นอกจากนี้บริษัทก็วางแผนลงทุนเพิ่มในธุรกิจที่สร้างมูลค่าเพิ่มผ่านทางการขยายผลิตภัณฑ์อาหารพร้อมรับประทานและอาหารแปรรูป CPF ตั้งเป้าสัดส่วนยอดขายจากธุรกิจอาหารสัตว์, ธุรกิจการเลี้ยงสัตว์, และธุรกิจอาหารที่ 52%, 33%, 15% ในปี 2563 (เทียบกับ 52%, 36%, 12% ในปี 2558) โดยหลักๆ จะเร่งเพิ่มสัดส่วนยอดขายอาหารในประเทศไทย การมีสัดส่วนยอดขายจากธุรกิจการเลี้ยงสัตว์น้อยลง น่าจะทำให้อัตรากำไรของ CPF มีความผันผวนน้อยลงในระยะยาว

แนะนำ "ข้อ" และราคาเป้าหมายปลายปี 2559 ที่คำนวณได้จากวิธี SOTP ที่ 30 บาท เราชอบ CPF เพราะกำไรไม่เด้งเป็นบวกตั้งแต่ไตรมาส 1/59 และกำไรจะกลับมาเติบโตสูงสุดที่ (+192% YoY) ในกลุ่มอาหาร ซึ่งเราเชื่อว่ายังไม่ได้สะท้อนในราคาหุ้น เราคำนวณราคาเป้าหมายปลายปี 2559 ด้วยวิธี SOTP ได้ที่ 30 บาท/หุ้น ซึ่งประกอบด้วย 1) มูลค่าเงินลงทุนใน CPALL ที่ 25 บาท/หุ้น (ถือหุ้น 35% ใน CPALL โดยใช้มูลค่าเหมาะสมของ CPALL ที่ 58 บาท); 2) มูลค่าธุรกิจหลักที่ 5 บาท/หุ้น (ใช้ PE 18 เท่าสำหรับธุรกิจอาหารสัตว์, PE 16 เท่าสำหรับธุรกิจการเลี้ยงสัตว์, และ PE 20 เท่าสำหรับธุรกิจอาหาร)

Forecasts and valuation

Year to 31 Dec	Unit	2014	2015	2016F	2017F	2018F
Revenue	(Btmn)	426,039	421,355	451,573	466,047	487,339
EBITDA	(Btmn)	24,433	22,686	27,207	27,988	29,488
Core profit	(Btmn)	6,850	2,548	7,440	8,936	10,731
Reported profit	(Btmn)	10,562	11,059	7,440	8,936	10,731
Core EPS	(Bt)	0.93	0.34	1.01	1.21	1.45
DPS	(Bt)	0.75	0.75	0.50	0.60	0.73
P/E, core	(x)	25.24	67.84	23.24	19.35	16.11
EPS growth, core	(%)	3,594.01	-62.80	191.98	20.10	20.09
P/BV, core	(x)	1.47	1.49	1.44	1.38	1.31
ROE	(%)	6.03	2.18	6.29	7.27	8.34
Dividend yield	(%)	3.21	3.21	2.15	2.58	3.10
EV/EBITDA	(x)	13.49	17.05	14.73	14.48	13.86

Source: SCBS Investment Research

Financial statement

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	2014	2015	2016F	2017F	2018F
Total revenue	426,039	421,355	451,573	466,047	487,339
Cost of goods sold	-368,760	-363,287	-385,761	-396,151	-412,490
Gross profit	57,280	58,068	65,812	69,897	74,850
SG&A	-42,812	-46,889	-51,254	-55,343	-59,455
Other income	2,800	2,725	3,003	3,099	3,241
Interest expense	-8,903	-9,614	-9,789	-10,038	-10,128
Pre-tax profit	8,366	4,290	7,772	7,615	8,507
Corporate tax	-2,717	-1,964	-1,632	-1,599	-1,786
Equity a/c profits	4,869	5,221	6,306	7,583	8,906
Minority interests	-3,668	-4,998	-5,006	-4,663	-4,896
Core profit	6,850	2,548	7,440	8,936	10,731
Extra-ordinary items	3,712	8,510	0	0	0
Net Profit	10,562	11,059	7,440	8,936	10,731
EBITDA	24,433	22,686	27,207	27,988	29,488
Core EPS (Bt)	0.93	0.34	1.01	1.21	1.45
Net EPS (Bt)	1.43	1.50	1.01	1.21	1.45
DPS (Bt)	0.75	0.75	0.50	0.60	0.73

Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	2014	2015	2016F	2017F	2018F
Total current assets	146,253	159,993	147,034	148,381	155,068
Total fixed assets	270,510	334,269	352,560	361,410	369,983
Total assets	416,764	494,263	499,594	509,791	525,051
Total loans	195,928	258,151	255,341	258,341	264,341
Total current liabilities	123,285	186,291	168,637	182,140	209,726
Total long-term liabilities	129,513	134,247	153,289	144,768	126,179
Total liabilities	252,798	320,538	321,926	326,908	335,905
Paid-up capital	7,743	7,743	7,743	7,743	7,743
Total equity	117,532	116,365	120,307	125,523	131,786
BVPS (Bt)	15.91	15.75	16.28	16.99	17.84

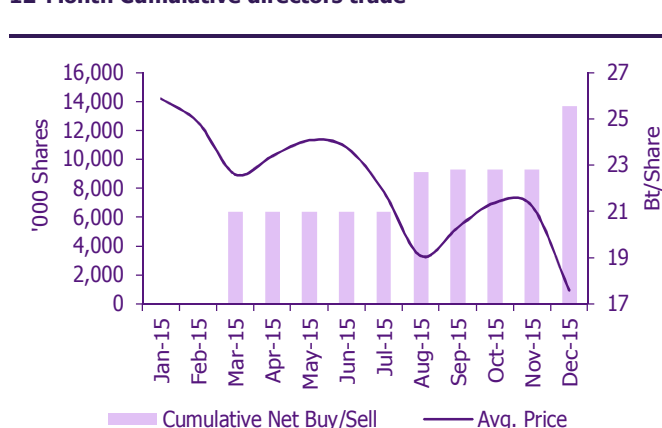
Cash Flow Statement (Btmn)

FY December 31	2014	2015	2016F	2017F	2018F
Core Profit	6,850	2,548	7,440	8,936	10,731
Depreciation and amortization	8,963	10,031	11,172	11,958	12,618
Operating cash flow	24,971	36,074	-10,350	21,679	23,743
Investing cash flow	-42,293	-76,796	-23,165	-22,285	-22,666
Financing cash flow	25,419	43,631	24,416	-720	1,532
Net cash flow	8,097	2,909	-9,100	-1,326	2,609

Key Financial Ratios

	2014	2015	2016F	2017F	2018F
Gross margin(%)	13.4	13.8	14.6	15.0	15.4
Operating margin(%)	3.4	2.7	3.2	3.1	3.2
EBITDA margin(%)	5.7	5.4	6.0	6.0	6.1
EBIT margin(%)	4.1	3.3	3.9	3.8	3.8
Net profit margin(%)	2.5	2.6	1.6	1.9	2.2
ROE (%)	9.0	9.5	6.2	7.1	8.1
ROA (%)	2.5	2.2	1.5	1.8	2.0
Net D/E (x)	1.0	1.2	1.3	1.3	1.2
Interest coverage (x)	2.7	2.4	2.8	2.8	2.9
Payout Ratio (%)	52.5	50.1	50.0	50.0	50.0

12-Month Cumulative directors trade



Source: SEC

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15
Total revenue	109,694	96,224	103,677	111,877	109,576
Cost of goods sold	-96,365	-84,068	-89,696	-95,050	-94,473
Gross profit	13,328	12,156	13,981	16,828	15,103
SG&A	-11,563	-10,194	-11,797	-11,949	-12,949
Other income	747	648	798	578	702
Interest expense	-2,422	-2,174	-2,364	-2,837	-2,238
Pre-tax profit	91	435	618	2,619	617
Corporate tax	-129	30	-260	-967	-768
Equity a/c profits	1,025	1,267	1,230	1,238	1,486
Minority interests	-1,116	-1,019	-1,144	-1,367	-1,468
Core profit	-129	714	444	1,524	-133
Extra-ordinary items	937	2,243	2,538	2,048	1,681
Net Profit	808	2,956	2,983	3,571	1,548
EBITDA	4,305	4,539	4,940	7,829	5,378
Core EPS (Bt)	(0.02)	0.10	0.06	0.21	(0.02)
Net EPS (Bt)	0.11	0.40	0.40	0.48	0.21

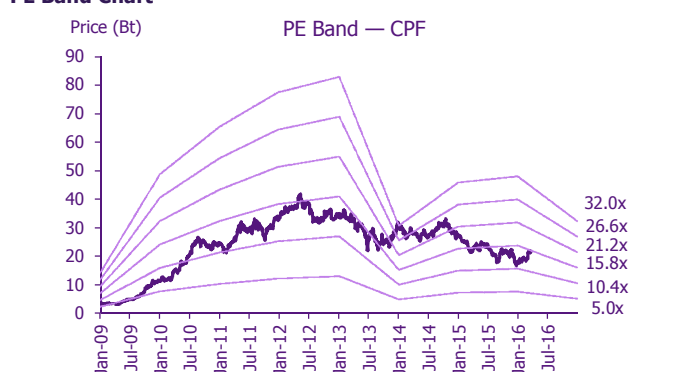
Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15
Total current assets	146,253	142,213	147,389	146,857	159,993
Total fixed assets	270,510	276,331	285,193	301,413	334,269
Total assets	416,764	418,544	432,582	448,270	494,263
Total loans	195,533	197,294	207,266	215,691	257,773
Total current liabilities	123,285	133,049	130,384	134,093	186,291
Total long-term liabilities	129,513	120,539	134,871	141,013	134,247
Total liabilities	252,798	253,588	265,254	275,105	320,538
Paid-up capital	60,951	64,227	63,900	65,255	66,740
Total equity	163,966	164,956	117,668	119,968	116,365
BVPS (Bt)	22.19	22.33	15.93	16.24	15.75

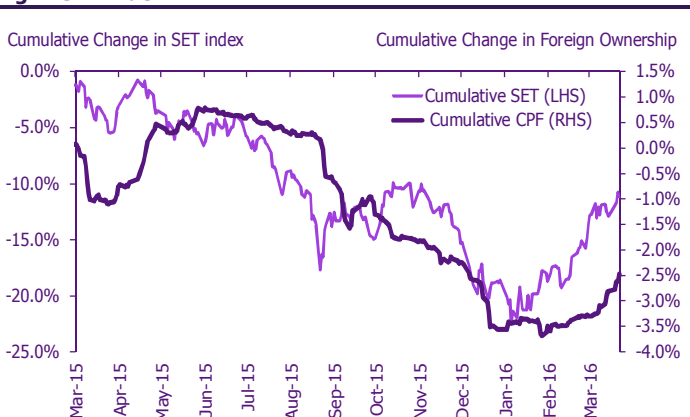
Main Assumptions

	2014	2015	2016F	2017F	2018F
Sales from Thailand (Bt mn)	175,274	167,047	176,471	184,334	193,518
Sales from overseas (Bt mn)	250,765	254,308	275,102	281,713	293,822
GPM from Thailand (%)	12.7%	11.6%	13.7%	14.5%	15.2%
GPM from overseas (%)	13.9%	15.2%	15.2%	15.4%	15.5%
FX (Bt/US\$)	32.5	34.2	36.0	35.0	35.0

PE Band Chart

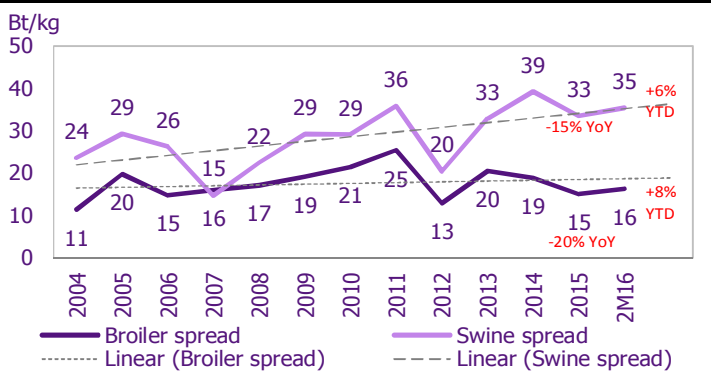


12 Month cumulative chg in foreign ownership versus cumulative chg in SET index



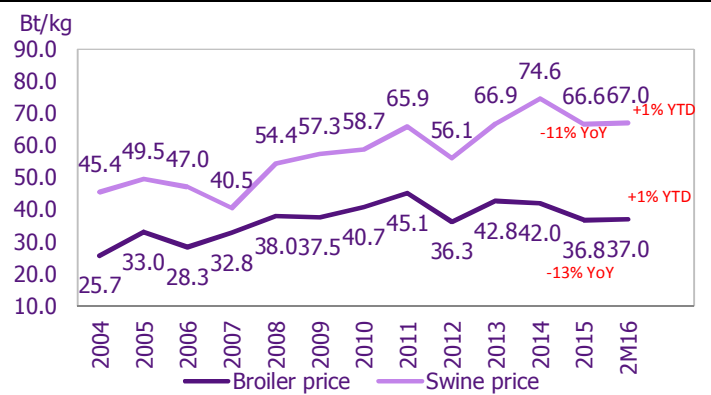
Source: SET, SCBS Investment Research

Figure 1: Broiler and swine spreads declined in 2015, but turned to widen by 8% YTD and 6% YTD in 2M16



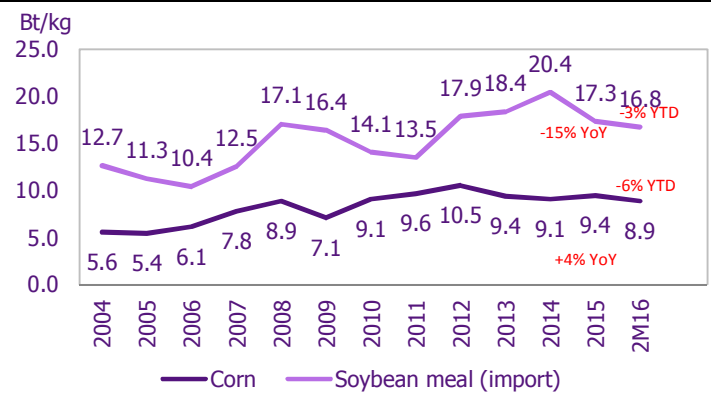
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 3: In 2015, broiler and swine prices dropped from oversupply, but +1% YTD in 2M16



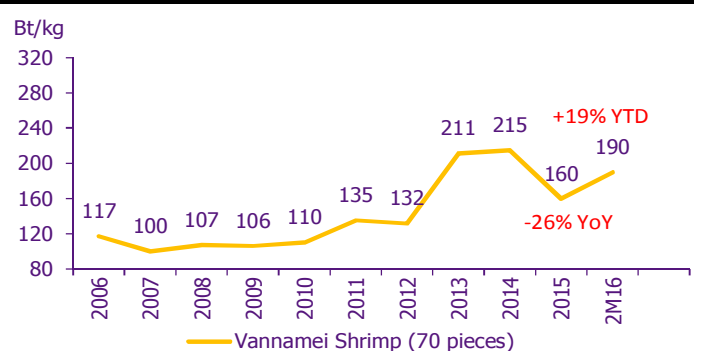
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 5: Raw material prices (corn and soybean meal) declined by 6% YTD and 3% YTD in 2M16



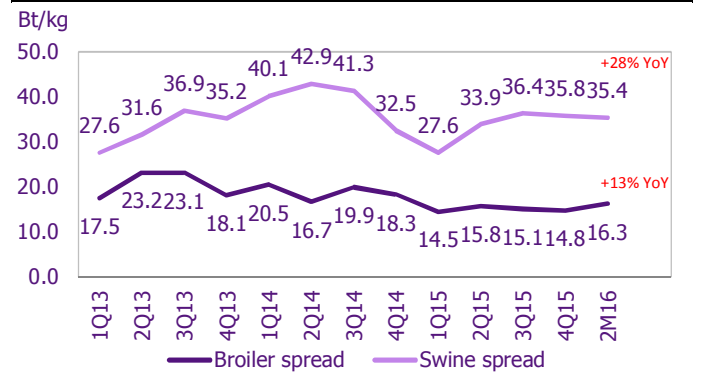
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 7: Shrimp price bounced back in 2M16



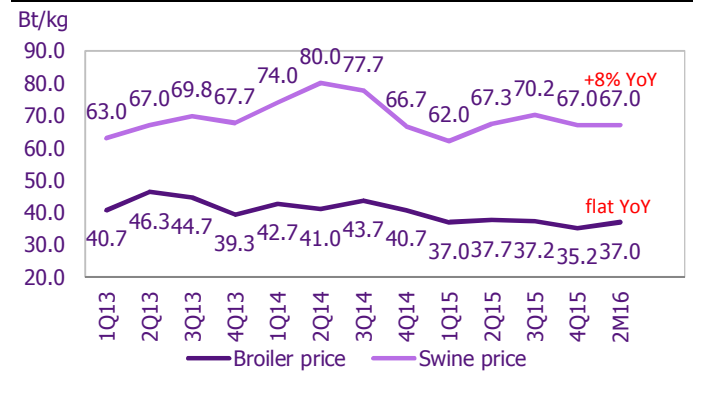
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 2: In 2M16, broiler and swine spreads widened off 1Q15's low base



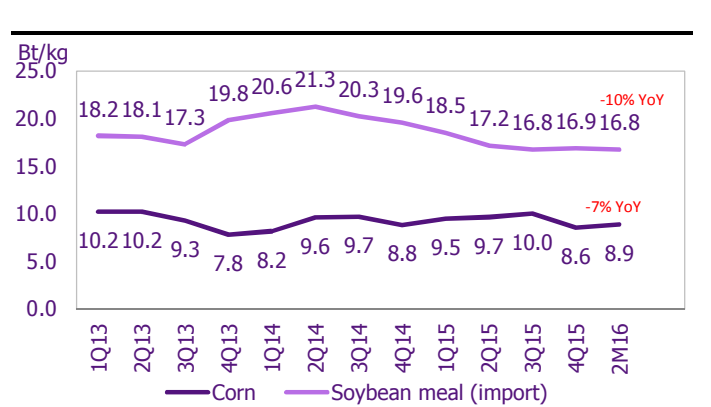
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 4: In 2M16, broiler stabilized YoY and swine price picked up YoY



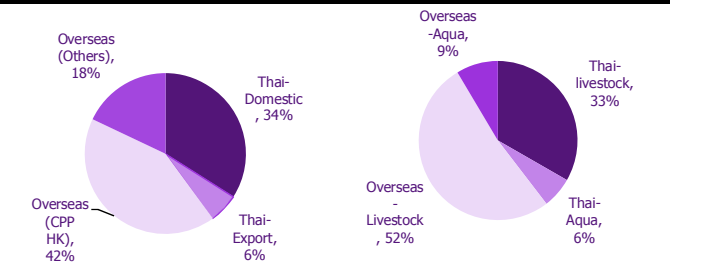
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 6: Corn/soybean meal prices dropped in 2M16



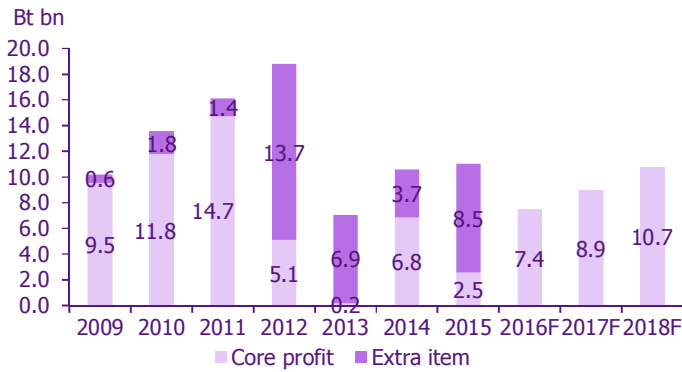
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 8: CPF's sales breakdown



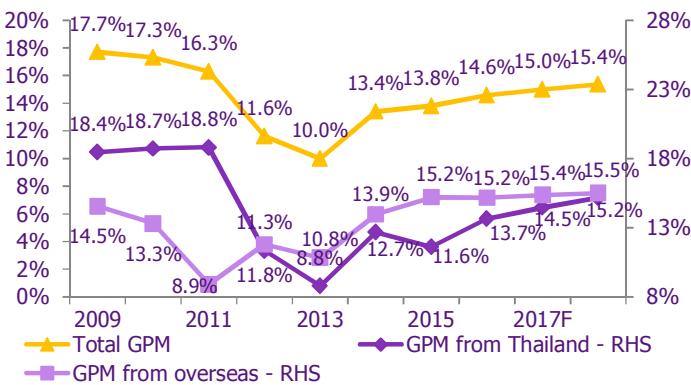
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 9: CPF's earnings outlook



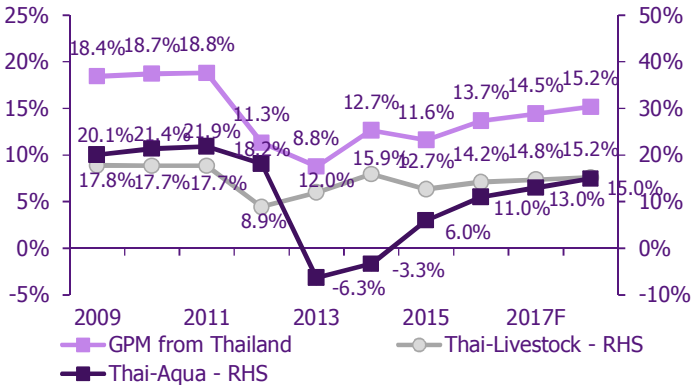
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 11: CPF's gross profit margin



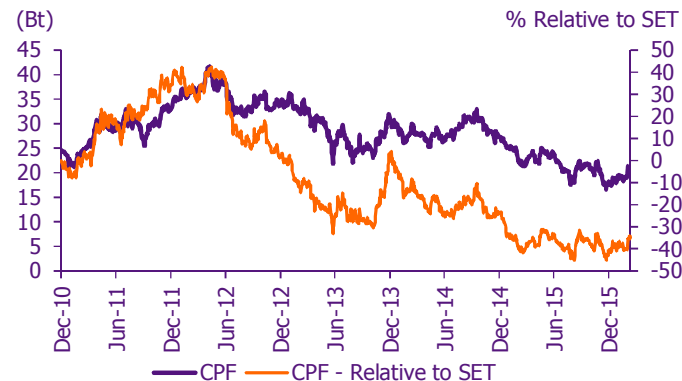
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 13: CPF's gross profit margin from Thailand



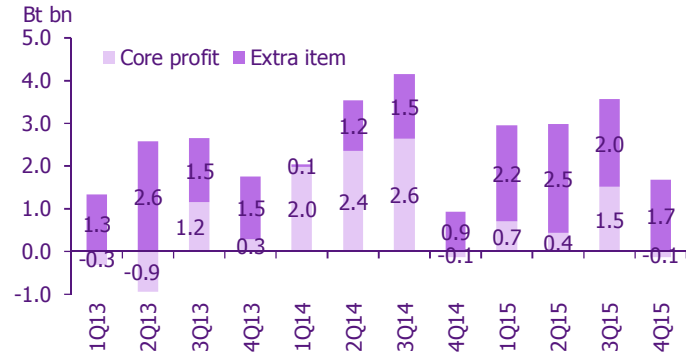
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 15: CPF share price and performance vs. SET



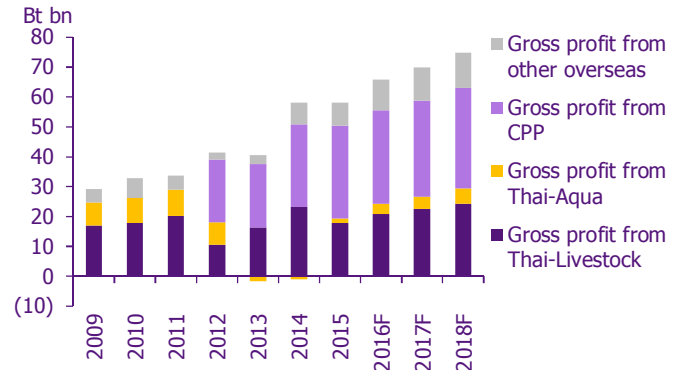
Source: SCBS Investment Research

Figure 10: CPF's quarterly earnings recap



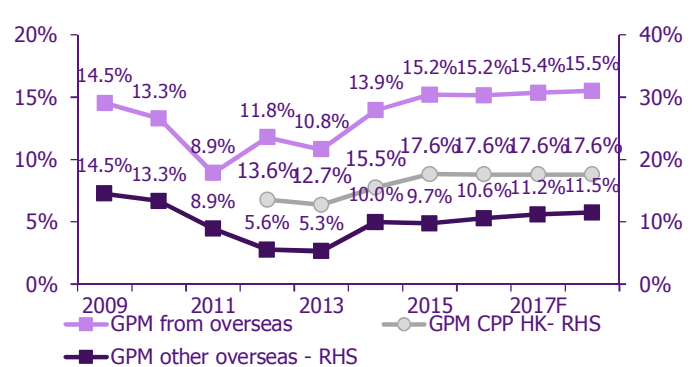
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 12: CPF's gross profit contribution



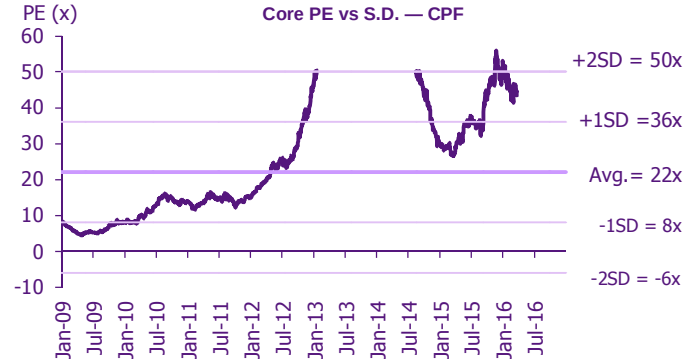
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 14: CPF's gross profit margin from overseas



Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 16: CPF's 7-year core PE band



Source: SCBS Investment Research

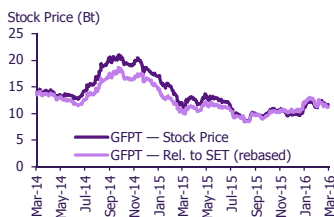
ข้อ

Stock Data

Last close (Mar 25) (Bt)	12.30
12-m target price (Bt)	16.00
Upside (Downside) to TP (%)	30.08
Mkt cap (Btbn)	15.42
Mkt cap (US\$mn)	437

Bloomberg code	GFPT TB
Reuters code	GFPT.BK
Risk rating	M
Mkt cap (%) SET	0.12
Sector % SET	0.43
Shares issued (mn)	1,254
Par value (Bt)	1.00
12-m high / low (Bt)	13.8 / 8.2
Avg. daily 6m (US\$mn)	0.42
Foreign limit / actual (%)	49 / 16
Free float (%)	39.4
Dividend policy (%)	≤ 50

Price performance



Source: SET, SCBS Investment Research

Share performance

	1M	3M	12M
Absolute	(0.8)	25.5	10.8
Relative to SET	(4.5)	15.4	18.9

Source: SET, SCBS Investment Research

ศิริมา ดิสรสา, CFA

นักวิเคราะห์การลงทุนวิจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1004

sirima.dissara@scb.co.th

ตัวแทนหุ้นที่ได้ประโยชน์จากการฟื้นตัวของอุตสาหกรรมไก่เนื้อ

ราคาหุ้น GFPT ปรับตัว underperform SET มากถึง 35% ในปี 2558 สะท้อนถึงกำไรปกติปี 2558 ที่ลดลง 32% YoY เพราะได้รับผลกระทบจากสถานการณ์อุปทานไก่เนื้อล้นตลาด ส่วนต่างราคาไก่เนื้อกับต้นทุนอาหารสัตว์ที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นในปัจจุบันช่วยหนุนให้ราคาหุ้น GFPT พลิกกลับมาปรับตัว outperform SET อยู่ 15% YTD ราคาหุ้น GFPT ยังไม่ได้สะท้อนผลการดำเนินงานปี 2559 ที่คาดว่าจะปรับตัวดีขึ้น (+16% YoY) โดยได้รับปัจจัยหนุนจากการปรับอุปทานไก่เนื้อ และส่วนแบ่งกำไรที่สูงขึ้น (จากฐานต่ำและการขยายกำลังการผลิต) การแพร่ระบาดเป็นเวลานานของโรคไข้หวัดนกในสหรัฐฯ (ส่งผลทำให้เกิดการสั่งห้ามนำเข้าพันธุ์ไก่จากสหรัฐฯ และเกิดสถานการณ์ขาดแคลนอุปทานไก่เนื้อในประเทศไทย) จะเป็นปัจจัยกระตุ้นให้ราคาหุ้นปรับตัวขึ้นตั้งแต่ช่วงครึ่งหลังปี 59 แนะนำ "ซื้อ" ด้วยราคาเป้าหมายที่คำนวณได้จากวิธี SOTP ที่ 16 บาท

คาดการณ์ไตรมาส 1/59: เพิ่มขึ้น YoY แต่ลดลง QoQ ในช่วง 2 เดือนแรกปี 59 ส่วนต่างราคาไก่เนื้อกับต้นทุนอาหารสัตว์ปรับตัวเพิ่มขึ้น 8% YoY จากปี 2558 และ 13% จากฐานต่ำในไตรมาส 1/58 โดยได้รับปัจจัยหนุนจากราคาผลิตภัณฑ์ที่ปรับตัวขึ้นเนื่องจากอุปทานส่วนเกินถูกดูดซับหมดไปและต้นทุนอาหารสัตว์ปรับตัวลดลง เราคาดว่ากำไรไตรมาส 1/59 ของ GFPT จะเติบโต YoY จาก 1) ส่วนต่างราคาไก่เนื้อกับต้นทุนอาหารสัตว์ที่กว้างขึ้นหลังจากอุปทานกลับคืนสู่ระดับปกติ; 2) ส่วนแบ่งกำไรที่เพิ่มขึ้น เพราะ GFN จะกลับมาทำกำไรหลังจากขาดทุนในปีที่ผ่านมา (อุปทานไก่เนื้อล้นตลาด) รวมถึงการขยายกำลังการผลิตในช่วงครึ่งหลังปี 58 ในขณะที่เราคาดว่ากำไรจะลดลง QoQ จากผลกระทบฤดูกาล

กำไรปี 2559 จะกลับมาเติบโต กำไรของ GFPT จะกลับมาเติบโต 16% สู่ 1.4 พันล้านบาทในปี 2559 โดยจะได้รับปัจจัยหนุนจากยอดขายที่เพิ่มขึ้นและอัตรากำไรขั้นต้นที่กว้างขึ้นจากสถานการณ์อุปทานไก่เนื้อที่กลับคืนสู่ภาวะปกติ, ประโยชน์จากเงินบาทอ่อนค่าเมื่อเทียบกับดอลลาร์สหรัฐที่ทยอยขยายส่งออก, รวมถึงส่วนแบ่งกำไรจาก GFN ที่สูงขึ้นจากฐานต่ำของปีก่อนในช่วงครึ่งแรกปี 58 และการขยายกำลังการผลิตผลิตภัณฑ์ให้อัตรากำไรสูงตอนกลางปี 2558 การแพร่ระบาดของไข้หวัดนกในสหรัฐฯ ยังเกิดขึ้นต่อเนื่อง และประเทศไทยสั่งห้ามนำเข้าปุ๋ยและพ่อแม่พันธุ์ไก่จากสหรัฐฯ (คิดเป็นสัดส่วนมากกว่า 50% ของปริมาณนำเข้าปุ๋ยและพ่อแม่พันธุ์ไก่ในไทย) ตั้งแต่ต้นปี 2558 ส่งผลทำให้ปริมาณนำเข้าปุ๋ยและพ่อแม่พันธุ์ไก่ปรับตัวลดลง 30% YoY ในปี 2558 ถ้าสถานการณ์เช่นนี้ยังเกิดขึ้นยืดเยื้อ ก็ส่งผลทำให้อุปทานไก่เนื้อปรับตัวลดลง ซึ่งจะช่วยสนับสนุนให้ราคาไก่เนื้อและส่วนต่างราคาไก่เนื้อกับต้นทุนวัตถุดิบปรับตัวเพิ่มขึ้นตั้งแต่ช่วงครึ่งหลังปี 59 เป็นต้นไป

วางแผนเพิ่มระดับการควบคุมกลุ่มในระยะยาว GFPT วางแผนเพิ่มระดับควบคุมการผลิตของกลุ่มบริษัท ซึ่งจะส่งผลทำให้สัดส่วนยอดขายภายนอกแบบไม่ควบคุมปรับลดลงจาก 30% ในปี 2558 (ยอดขายจากธุรกิจอาหารสัตว์และฟาร์มเลี้ยงสัตว์) สู่ 15% ในปี 2563 (เฉพาะยอดขายจากธุรกิจอาหารสัตว์) แนวโน้มเช่นนี้จะช่วยทำให้ปริมาณขายมีความแน่นอน เพิ่มการประหยัดจากขนาด และเพิ่มอัตรากำไรในระยะยาว เพื่อสนับสนุนแผนดังกล่าว บริษัทร่วมของ GFPT จึงขยายกำลังการผลิตผลิตภัณฑ์ให้อัตรากำไรสูงอย่างต่อเนื่อง ซึ่งจะส่งผลทำให้ส่วนแบ่งกำไรปรับตัวเพิ่มขึ้นในอนาคต McKey เพิ่งประกาศขยายกำลังการผลิต (+30%) ไก่แปรรูปซึ่งให้อัตรากำไรสูง ซึ่งจะแล้วเสร็จในไตรมาส 4/60 ในขณะที่หลังจากประสบความสำเร็จในการขยายกำลังการผลิต (+30%) ของผลิตภัณฑ์ให้อัตรากำไรสูงตอนกลางปี 2558 GFN ก็กำลังพิจารณาขยายกำลังการผลิตของสายการผลิตอีกสายหนึ่ง (+20%) ในปี 2559-60

แนะนำ "ซื้อ" และราคาเป้าหมายปลายปี 2559 ที่คำนวณได้จากวิธี SOTP ที่ 16 บาท เราชอบ GFPT เพราะกำไรมีแนวโน้มฟื้นตัวขึ้นในปี 2559 โดยได้รับปัจจัยหนุนจากสถานการณ์อุปทานไก่เนื้อที่กลับคืนสู่ภาวะปกติ ในฐานะบริษัทที่ประกอบธุรกิจไก่เนื้อเพียงอย่างเดียว GFPT จึงมีแนวโน้มที่จะได้ประโยชน์มากที่สุดจากการแพร่ระบาดของโรคไข้หวัดนกในสหรัฐฯ ยังคงเกิดขึ้นต่อไป และส่งผลให้เกิดสถานการณ์ขาดแคลนไก่เนื้อในประเทศไทยตั้งแต่ช่วงครึ่งหลังปี 59 เราคำนวณราคาเป้าหมายปลายปี 2559 จากวิธี SOTP ได้ที่ 16 บาท/หุ้น โดยใช้ PE 14 เท่าสำหรับธุรกิจอาหารสัตว์, PE 12 เท่าสำหรับธุรกิจฟาร์มเลี้ยงสัตว์, และ PE 16 เท่าสำหรับธุรกิจอาหาร

Forecasts and valuation

Year to 31 Dec	Unit	2014	2015	2016F	2017F	2018F
Revenue	(Btmn)	17,829	16,467	17,254	17,852	18,617
EBITDA	(Btmn)	2,558	2,132	2,387	2,576	2,775
Core profit	(Btmn)	1,756	1,189	1,379	1,580	1,808
Reported profit	(Btmn)	1,780	1,195	1,379	1,580	1,808
Core EPS	(Bt)	1.40	0.95	1.10	1.26	1.44
DPS	(Bt)	0.40	0.25	0.31	0.35	0.40
P/E, core	(x)	8.78	12.97	11.18	9.76	8.53
EPS growth, core	(%)	23.30	-32.33	16.02	14.59	14.40
P/BV, core	(x)	1.77	1.63	1.47	1.32	1.18
ROE	(%)	21.81	13.08	13.82	14.23	14.60
Dividend yield	(%)	3.25	2.03	2.50	2.87	3.28
EV/EBITDA	(x)	7.32	8.90	7.77	6.96	6.18

Source: SCBS Investment Research

Financial statement

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	2014	2015	2016F	2017F	2018F
Total revenue	17,829	16,467	17,254	17,852	18,617
Cost of goods sold	-15,334	-14,463	-15,011	-15,460	-16,067
Gross profit	2,495	2,003	2,243	2,392	2,551
SG&A	-1,165	-1,170	-1,199	-1,214	-1,229
Other income	224	229	240	248	259
Interest expense	-145	-123	-109	-91	-71
Pre-tax profit	1,407	938	1,175	1,335	1,510
Corporate tax	42	20	-59	-67	-75
Equity a/c profits	326	249	282	332	394
Minority interests	-19	-18	-19	-20	-21
Core profit	1,756	1,189	1,379	1,580	1,808
Extra-ordinary items	23	6	0	0	0
Net Profit	1,780	1,195	1,379	1,580	1,808
EBITDA	2,558	2,132	2,387	2,576	2,775
Core EPS (Bt)	1.40	0.95	1.10	1.26	1.44
Net EPS (Bt)	1.42	0.95	1.10	1.26	1.44
DPS (Bt)	0.40	0.25	0.31	0.35	0.40

Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	2014	2015	2016F	2017F	2018F
Total current assets	4,469	4,809	4,885	5,025	5,253
Total fixed assets	9,269	10,167	10,698	11,168	11,636
Total assets	13,737	14,976	15,583	16,193	16,890
Total loans	3,574	4,145	3,628	2,998	2,268
Total current liabilities	2,339	2,953	2,246	1,674	1,011
Total long-term liabilities	2,665	2,581	2,828	2,816	2,810
Total liabilities	5,004	5,533	5,074	4,490	3,821
Paid-up capital	1,254	1,254	1,254	1,254	1,254
Total equity	8,733	9,443	10,509	11,703	13,068
BVPS (Bt)	6.97	7.53	8.38	9.33	10.42

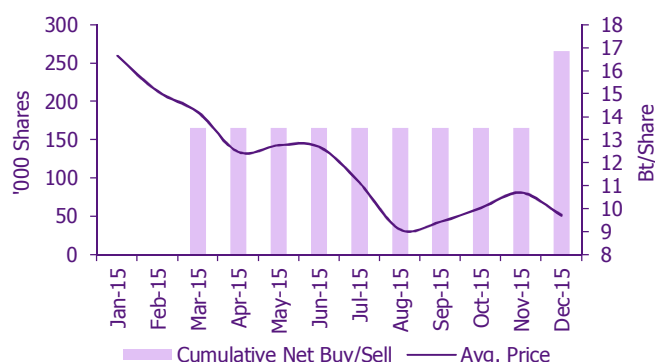
Cash Flow Statement (Btmn)

FY December 31	2014	2015	2016F	2017F	2018F
Core Profit	1,756	1,189	1,379	1,580	1,808
Depreciation and amortization	1,005	1,070	1,103	1,150	1,194
Operating cash flow	2,913	2,205	2,371	2,640	2,881
Investing cash flow	(1,898)	(1,969)	(1,634)	(1,620)	(1,662)
Financing cash flow	(1,055)	79	(831)	(1,016)	(1,172)
Net cash flow	(41)	315	(94)	4	47

Key Financial Ratios

	2014	2015	2016F	2017F	2018F
Gross margin(%)	14.0	12.2	13.0	13.4	13.7
Operating margin(%)	7.5	5.1	6.1	6.6	7.1
EBITDA margin(%)	14.3	12.9	13.8	14.4	14.9
EBIT margin(%)	8.7	6.4	7.4	8.0	8.5
Net profit margin(%)	10.0	7.3	8.0	8.9	9.7
ROE (%)	20.4	12.7	13.1	13.5	13.8
ROA (%)	13.0	8.0	8.8	9.8	10.7
Net D/E (x)	0.4	0.4	0.3	0.2	0.1
Interest coverage (x)	17.6	17.3	21.9	28.2	39.2
Payout Ratio (%)	28.2	26.2	28.0	28.0	28.0

12-Month Cumulative directors trade



Source: SEC

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15
Total revenue	4,499	3,856	4,033	4,238	4,340
Cost of goods sold	-3,886	-3,393	-3,608	-3,741	-3,721
Gross profit	613	463	425	496	619
SG&A	-337	-283	-280	-288	-319
Other income	47	55	72	62	40
Interest expense	-33	-30	-33	-31	-30
Pre-tax profit	290	204	185	240	310
Corporate tax	8	6	10	-3	6
Equity a/c profits	53	12	9	94	134
Minority interests	-6	-4	-4	-4	-6
Core profit	345	218	200	326	444
Extra-ordinary items	23	0	0	0	6
Net Profit	369	218	200	326	451
EBITDA	582	497	484	542	609
Core EPS (Bt)	0.28	0.17	0.16	0.26	0.35
Net EPS (Bt)	0.29	0.17	0.16	0.26	0.36

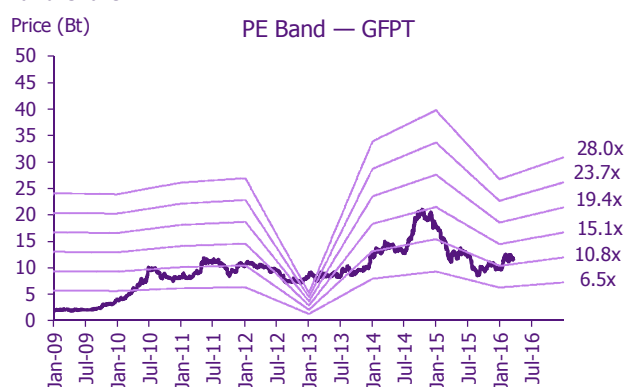
Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15
Total current assets	4,469	4,887	4,822	4,682	4,809
Total fixed assets	9,269	9,444	9,566	9,848	10,167
Total assets	13,737	14,331	14,388	14,531	14,976
Total loans	3,574	3,845	4,195	4,091	4,145
Total current liabilities	2,339	2,891	3,012	2,894	2,953
Total long-term liabilities	2,665	2,485	2,719	2,649	2,581
Total liabilities	5,004	5,376	5,730	5,543	5,533
Paid-up capital	1,254	1,254	1,254	1,254	1,254
Total equity	8,733	8,955	8,658	8,988	9,443
BVPS (Bt)	6.97	7.14	6.90	7.17	7.53

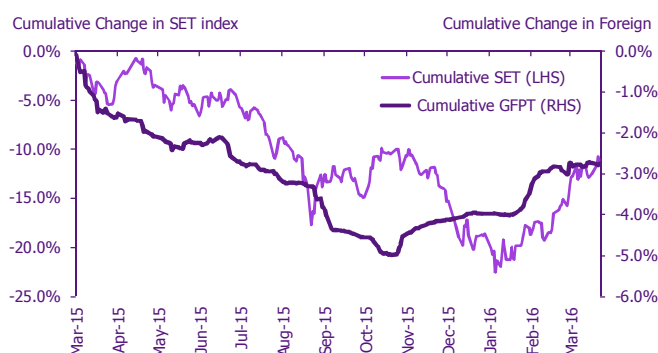
Main Assumptions

	2014	2015	2016F	2017F	2018F
Feed sales volume (K tons)	634	587	594	600	607
Chicken meat volume (K tons)	102.8	103.2	105.3	107.8	110.8
- Export volume	26.2	22.1	22.5	23.0	23.5
- Indirect export volume	13.5	15.7	16.0	16.8	18.0
- Domestic volume	63.1	65.4	66.7	68.0	69.4
FX (Bt/US\$)	32.5	34.2	36.0	35.0	35.0

PE Band Chart

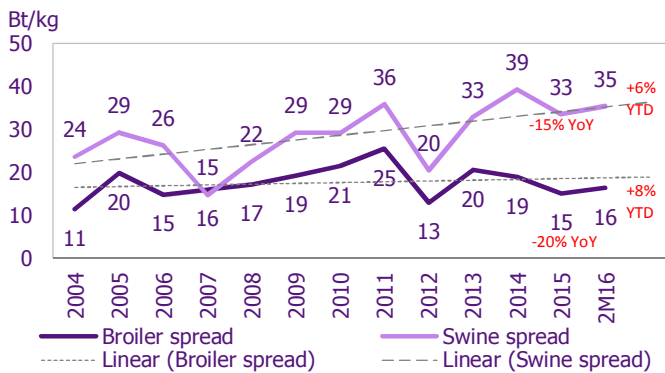


12 Month cumulative chg in foreign ownership versus cumulative chg in SET index



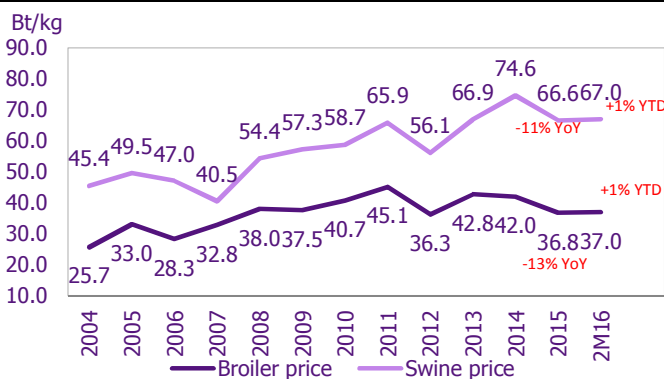
Source: SET, SCBS Investment Research

Figure 1: Broiler and swine spreads declined in 2015, but turned to widen by 8% YTD and 6% YTD in 2M16



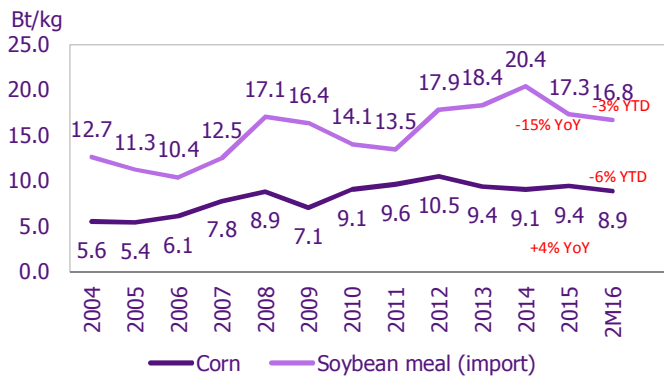
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 3: In 2015, broiler and swine prices dropped from oversupply, but +1% YTD in 2M16



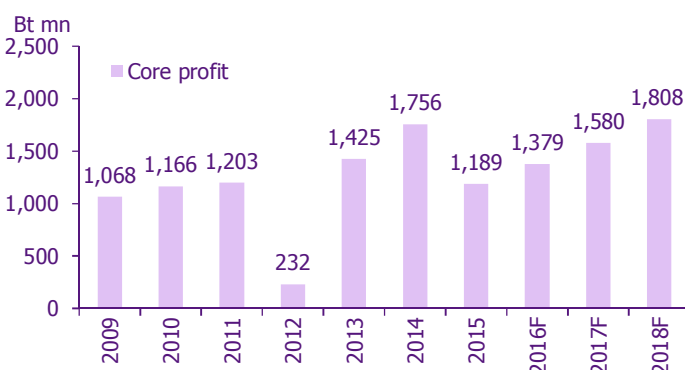
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 5: Raw material prices (corn and soybean meal) declined by 6% YTD and 3% YTD in 2M16



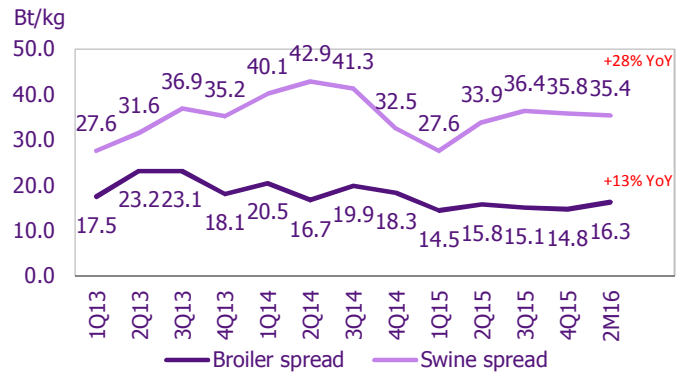
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 7: GFPT's earnings outlook



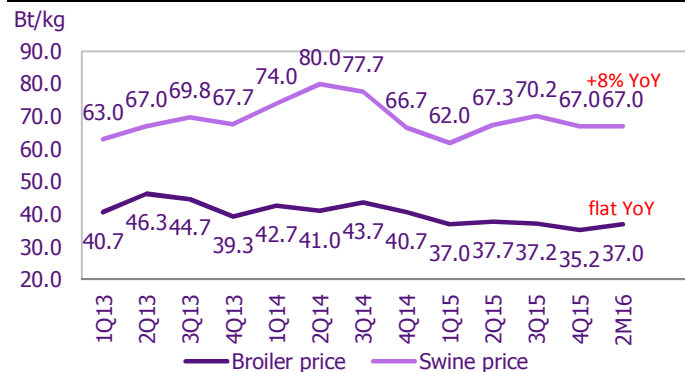
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 2: In 2M16, broiler and swine spreads widened off 1Q15's low base



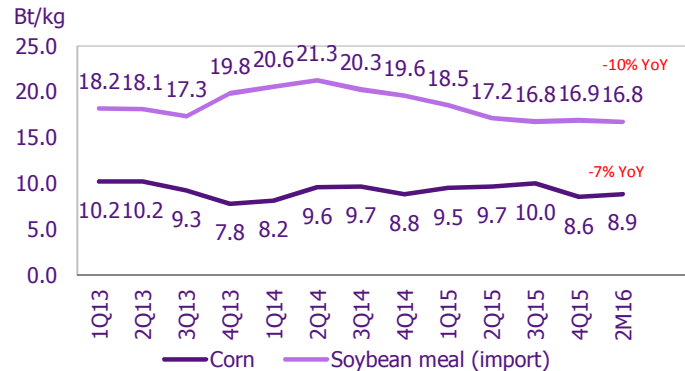
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 4: In 2M16, broiler stabilized YoY and swine price picked up YoY



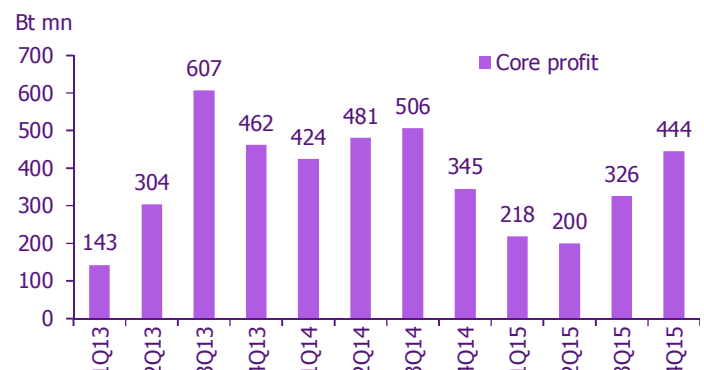
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 6: Corn/soybean meal prices dropped in 2M16



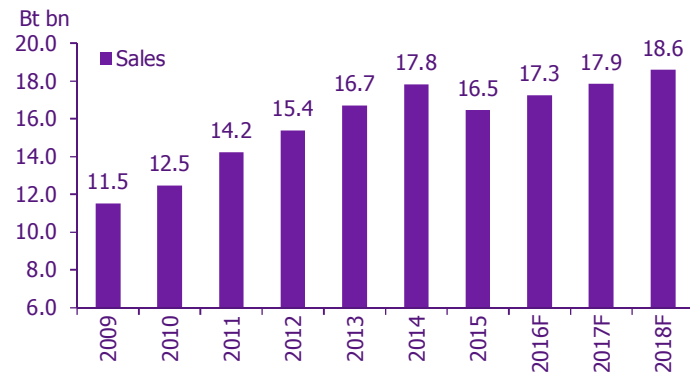
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 8: GFPT's quarterly earnings recap



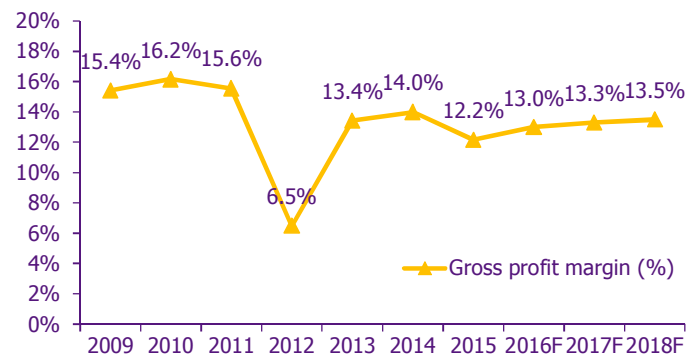
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 9: GFPT's sales outlook



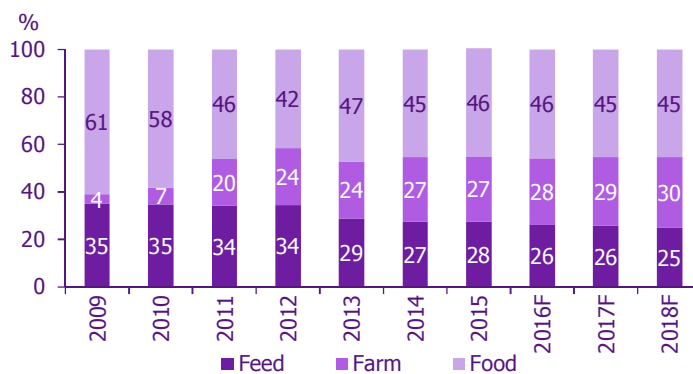
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 10: GFPT's gross margin outlook



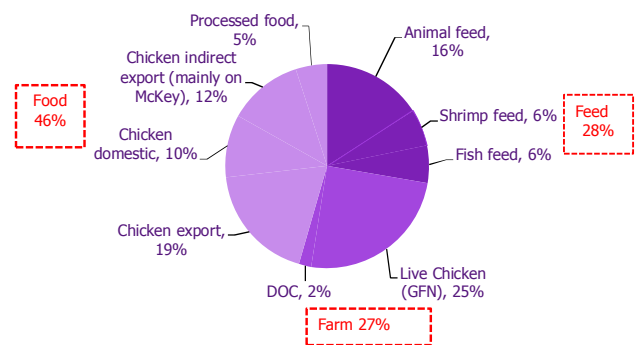
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 11: GFPT's sales breakdown by feed, farm, food



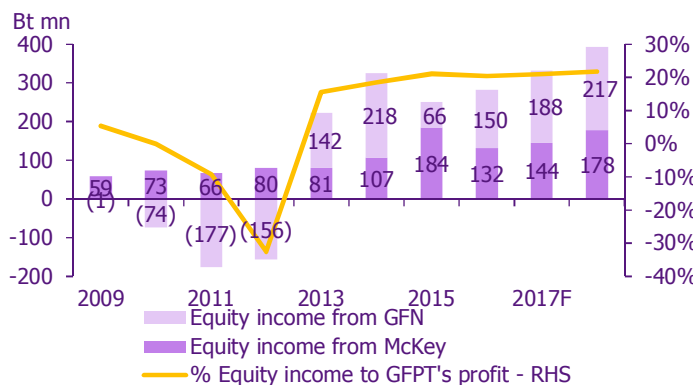
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 12: Sales breakdown in 2016F



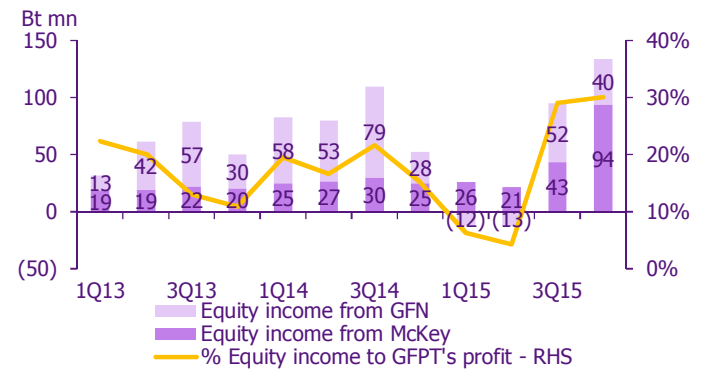
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 13: GFPT's equity income outlook



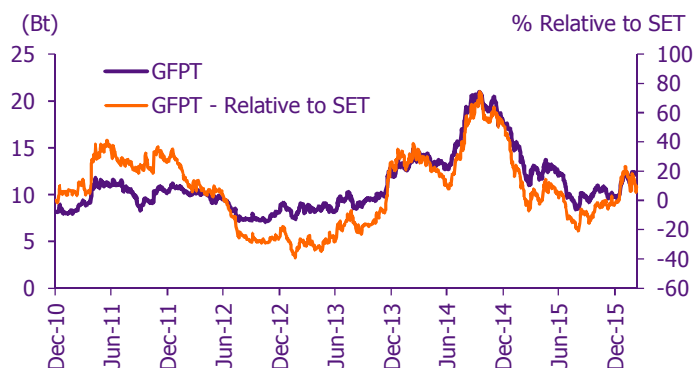
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 14: GFPT's quarterly equity income breakdown



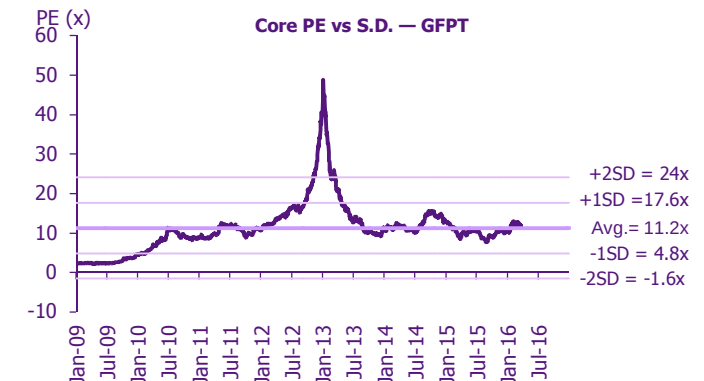
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 15: GFPT's share price and performance vs. SET



Source: SCBS Investment Research

Figure 16: GFPT's 7-year PE band



Source: SCBS Investment Research

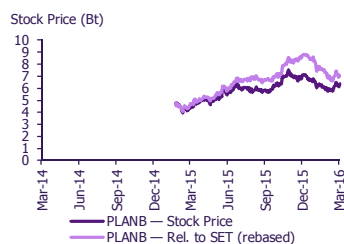
ชื่อ

Stock Data

Last close (Mar 25) (Bt)	6.35
12-m target price (Bt)	8.50
Upside (Downside) to TP (%)	33.86
Mkt cap (Btbn)	22.27
Mkt cap (US\$mn)	631

Bloomberg code	PLANB TB
Reuters code	PLANB.BK
Risk rating	M
Mkt cap (%) SET	0.17
Sector % SET	1.71
Shares issued (mn)	3,507
Par value (Bt)	0.10
12-m high / low (Bt)	7.6 / 4.1
Avg. daily 6m (US\$mn)	1.64
Foreign limit / actual (%)	49 / 37
Free float (%)	25.1
Dividend policy (%)	≥ 50

Price Performance



Source: SET, SCBS Investment Research

Share performance

	1M	3M	12M
Absolute	6.7	(9.9)	45.6
Relative to SET	2.8	(17.2)	56.3

Source: SET, SCBS Investment Research

ปฏิภาณ นาววัฒน

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

ผู้ให้บริการสื่อโฆษณาแบบครบวงจร

PLANB เป็นบริษัทพลอดหนึ่งที่มีอัตรากำไรสูงซึ่งกำไรเติบโตอย่างรวดเร็วผ่านทาง การเข้าซื้อกิจการเชิงรุกด้วยเงินสด เราคาดว่ากำไรจะเติบโตเฉลี่ย 35% ต่อปีในปี 2559-61 โดยได้รับปัจจัยกระตุ้นจากการเติบโตของธุรกิจหลักและการเข้าซื้อกิจการ ROE อยู่ในระดับสูงที่ ~25% และผลตอบแทนจากเงินปันผลสามารถเติบโตได้อย่างรวดเร็วถ้าบริษัทตัดสินใจใช้แหล่งเงินทุนจากการกู้ยืม หุ้น PLANB ซื้อขายที่ PE ปี 2559 ระดับ 38 เท่า ซึ่งไม่ถูกนัก แต่กำไรที่มีแนวโน้มเติบโตสูงจะทำให้ PE ปรับตัวลดลงสู่ 22 เท่าในปี 2561 เราเริ่มต้นการวิเคราะห์หุ้น PLANB ด้วยคำแนะนำ “ซื้อ” และราคาเป้าหมาย 8.5 บาท

ความหลากหลายของสื่อโฆษณาและการรวมตัวเป็นปัจจัยสำคัญ PLANB ให้บริการสื่อโฆษณา 5 กลุ่ม คือ สื่อโฆษณาระบบขนส่งมวลชน, สื่อโฆษณาทางแจ้งติดจอ, สื่อโฆษณาทางแจ้งภาพนิ่ง, สื่อโฆษณาทางในห้างสรรพสินค้า, และสื่อโฆษณาทางในสนามบิน จุดแข็งของบริษัท คือ ความสามารถในการจัดหาที่ดิน/พื้นที่ในทำเลที่ดี และได้สัมปทานจากหน่วยงานเช่น รฟม. และ ขสมก. ซึ่งช่วยให้บริษัทมีสินทรัพย์เพิ่มและเติบโตอย่างแข็งแกร่งในช่วง 6 ปีที่ผ่านมา PLANB ให้บริการสื่อโฆษณากับลูกค้าแบบครบวงจร ซึ่งเป็นปัจจัยสำคัญที่ช่วยให้บริษัทประสบความสำเร็จ ดังเห็นได้จากการที่บริษัทสามารถรักษาอัตราการใช้พื้นที่สื่อโฆษณาทุกประเภทเอาไว้ได้ที่ระดับเฉลี่ย 73-76% ในช่วง 5 ปีที่ผ่านมาทั้งๆ ที่พื้นที่สื่อโฆษณาเพิ่มขึ้นเท่าตัว รายได้ในปี 2553-58 เติบโตเฉลี่ย 41% ต่อปี สูงกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่มสื่ออย่างมาก เราคาดว่ารายได้จะเติบโตอย่างแข็งแกร่งที่ระดับ 23% อย่างต่อเนื่องในระยะ 2 ปีข้างหน้า ปัจจัยสำคัญที่จะช่วยสนับสนุนผลการดำเนินงานปี 2559 คือ “Hello Bangkok” ซึ่งบริษัทเพิ่งจับมือเป็นพันธมิตรทางธุรกิจในปีที่ผ่านมา

การมีสัดส่วนต้นทุนคงที่ที่สูงจะช่วยสนับสนุนให้อัตรากำไรเพิ่มขึ้น PLANB เป็นบริษัทที่มีต้นทุนการดำเนินงานส่วนใหญ่เป็นต้นทุนคงที่ โดยค่าเสื่อมราคาและค่าเช่าคิดเป็นสัดส่วน 60% ของต้นทุนบริการ แม้มีสินทรัพย์ใหม่เข้ามาเพิ่มในช่วง 2-3 ปีที่ผ่านมา และเศรษฐกิจชะลอตัวลง แต่บริษัทยังสามารถคงอัตราการใช้พื้นที่สื่อโฆษณาเอาไว้ได้ที่ 70% ซึ่งเราเชื่อว่าเป็นจุดต่ำสุดของวัฏจักรรอบนี้แล้ว ณ อัตราการใช้พื้นที่สื่อโฆษณาระดับนี้ อัตรากำไรขั้นต้นอยู่ที่ 38% ซึ่งเราเชื่อว่าเป็นจุดต่ำสุดด้วยเช่นกัน อัตราการใช้พื้นที่สื่อโฆษณาน่าจะปรับตัวเพิ่มขึ้นสู่ 78% ในปี 2560 และ 80% ในปี 2561 (ระดับที่เคยเห็นในปี 2556) โดยได้รับปัจจัยกระตุ้นจากสื่อโฆษณาระบบขนส่งมวลชน (โดยเฉพาะรถประจำทาง) ที่ปัจจุบันมีอัตราการใช้พื้นที่สื่อโฆษณาในระดับต่ำ~65% เพราะได้รับผลกระทบจากภาวะเศรษฐกิจชะลอตัว ด้วยอัตราการใช้พื้นที่สื่อโฆษณาที่เพิ่มขึ้น เราจึงคาดว่าอัตรากำไรขั้นต้นจะเพิ่มขึ้นจาก 38% ในปี 2558 สู่ 40% ในปี 2561 (ยังต่ำกว่า 43% ในปี 2556) การวิเคราะห์ความอ่อนไหวพบว่าอัตราการใช้พื้นที่สื่อโฆษณาที่เพิ่มขึ้น 1% จะช่วยหนุนให้กำไรของ PLANB ปรับเพิ่มขึ้น 2%

อยู่ในวัฏจักรที่กำไรจะเติบโตเป็นเวลาหลายปี แม้กำไรเติบโตสูงมากในช่วง 4 ปีที่ผ่านมา แต่เรายังคงคาดว่ากำไรของ PLANB จะเติบโตสูงต่อไปอีก เราคาดการณ์กำไรปี 2561 ที่ 1 พันล้านบาท เพิ่มขึ้นกว่าเท่าตัวจาก 405 ล้านบาทในปี 2558 ปัจจัยที่จะช่วยสนับสนุนให้กำไรปี 2559 เติบโต คือ การเพิ่มพื้นที่สื่อโฆษณาจากการมีสินทรัพย์เข้ามาเพิ่มโดยเฉพาะอย่างยิ่งจาก Hello Bangkok ในขณะที่ปัจจัยที่จะช่วยสนับสนุนให้กำไรปี 2560-61 เติบโตจะมาจากการเติบโตของธุรกิจหลัก เพราะอัตราการใช้พื้นที่โฆษณาจะสูงขึ้น โดยเฉพาะอัตราการใช้พื้นที่โฆษณารถประจำทาง และอัตรากำไรขั้นต้นที่เพิ่มขึ้น

แนะนำ “ซื้อ” ด้วยราคาเป้าหมาย 8.5 บาท เราเริ่มต้นการวิเคราะห์หุ้น PLANB ด้วยคำแนะนำ “ซื้อ” และราคาเป้าหมายที่คำนวณได้จากวิธี DCF ที่ 8.5 บาท (cost of equity 9.6% และ WACC 9.4%) แม้ราคาหุ้นปรับตัวลดลงมาจากความกังวลว่าเศรษฐกิจชะลอตัวจะส่งผลทำให้กำไรลดลง แต่เราเชื่อว่าความสามารถในการขายที่ดีเยี่ยมและผลกระทบตลอดทั้งปีของพื้นที่สื่อโฆษณาที่เพิ่มขึ้นจากการเพิ่มผลิตภัณฑ์จำนวนมากในปีที่ผ่านมาจะช่วยสนับสนุนให้กำไรเติบโตในปีนี้ PLANB ไม่ใช้หนี้ที่ถุก โดยซื้อขายที่ PE ปี 2559 ระดับ 38 เท่า แต่เราเชื่อว่าราคาหุ้นยังมีโอกาสที่ปรับตัวขึ้นต่อไปได้อีก เนื่องจากคาดว่ากำไรจะเติบโตสูงในระยะ 3 ปีข้างหน้า

Forecasts and valuation

Year to 31 Dec	Unit	2014	2015	2016F	2017F	2018F
Revenue	(Btmn)	1,465	2,154	2,900	3,480	4,002
EBITDA	(Btmn)	614	871	1,108	1,404	1,693
Core profit	(Btmn)	207	405	582	794	1,000
Reported profit	(Btmn)	207	405	582	794	1,000
Core EPS	(Bt)	0.08	0.12	0.17	0.22	0.28
DPS	(Bt)	0.00	0.06	0.08	0.11	0.14
P/E, core	(x)	79.8	55.0	38.4	28.3	22.4
EPS growth, core	(%)	24.0	96.2	43.7	36.4	25.9
P/BV, core	(x)	21.8	7.6	7.2	6.3	5.6
ROE	(%)	25.7	22.1	23.2	24.4	25.4
Dividend yield	(%)	0.0	0.9	1.3	1.8	2.2
EV/EBITDA	(x)	28.8	24.4	18.8	14.5	11.6

Source: SCBS Investment Research

Financial statement

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	2014	2015	2016F	2017F	2018F
Total revenue	1,465	2,154	2,900	3,480	4,002
Cost of goods sold	(942)	(1,348)	(1,885)	(2,192)	(2,441)
Gross profit	523	806	1,015	1,288	1,561
SG&A	(302)	(280)	(286)	(300)	(361)
Other income	4	16	8	9	11
Interest expense	55	13	6	6	6
Pre-tax profit	270	507	737	1,006	1,266
Corporate tax	(64)	(101)	(155)	(211)	(266)
Equity a/c profits	0	(0)	0	0	0
Minority interests	0	0	0	0	0
Core profit	207	405	582	794	1,000
Extra-ordinary items	0	0	0	1	2
Net Profit	207	405	582	794	1,000
EBITDA	614	871	1,108	1,404	1,693
Core EPS (Bt)	0.06	0.11	0.16	0.22	0.28
Net EPS (Bt)	0.06	0.11	0.16	0.22	0.28
DPS (Bt)	0.00	0.06	0.08	0.11	0.14

Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	2014	2015	2016F	2017F	2018F
Total current assets	605	1,667	2,631	3,427	4,287
Total fixed assets	1,163	1,242	763	556	327
Total assets	2,365	3,393	4,048	4,655	5,305
Total loans	534	2	41	42	42
Total current liabilities	875	408	71	73	74
Total long-term liabilities	5	6	3	4	5
Total liabilities	1,609	413	939	1,111	1,261
Paid-up capital	260	351	352	353	353
Total equity	756	2,980	3,109	3,544	4,044
BVPS (Bt)	0.29	0.85	0.88	1.00	1.14

Cash Flow Statement (Btmn)

FY December 31	2014	2015	2016F	2017F	2018F
Core Profit	207	405	582	794	1,000
Depreciation and amortization	292	367	373	402	432
Operating cash flow	344	795	914	1,124	1,358
Investing cash flow	(375)	(206)	(168)	(176)	(184)
Financing cash flow	344	464	(252)	(358)	(498)
Net cash flow	314	1,053	494	591	675

Key Financial Ratios

	2014	2015	2016F	2017F	2018F
Gross margin(%)	35.7	37.4	35.0	37.0	39.0
Operating margin(%)	22.0	23.4	25.3	28.8	31.5
EBITDA margin(%)	41.9	40.4	38.2	40.3	42.3
EBIT margin(%)	22.0	23.4	25.3	28.8	31.5
Net profit margin(%)	14.1	18.8	20.1	22.8	25.0
ROE (%)	10.9	16.2	18.8	23.2	25.8
ROA (%)	8.9	13.9	15.5	18.3	20.1
Net D/E (x)	1.7	0.0	0.0	0.0	0.0
Interest coverage (x)	6	40	130	173	214
Debt service coverage (x)					
Payout Ratio (%)	0.0	50.0	50.0	50.0	50.0

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15
Total revenue	466	414	560	571	608
Cost of goods sold	(272)	(280)	(317)	(365)	(386)
Gross profit	194	134	243	206	222
SG&A	(73)	(50)	(82)	(71)	(99)
Other income	1	2	6	4	5
Interest expense	(15)	(8)	(1)	(1)	24
Pre-tax profit	107	78	165	137	127
Corporate tax	(26)	(12)	(34)	(27)	(28)
Equity a/c profits	0	0	0	0	0
Minority interests	0	0	0	0	0
Core profit	81	65	131	110	110
Extra-ordinary items	0	0	0	1	2
Net Profit	81	65	131	110	110
EBITDA	206	169	254	229	229
Core EPS (Bt)	0.03	0.03	0.05	0.04	0.03
Net EPS (Bt)	0.03	0.02	0.05	0.04	0.03

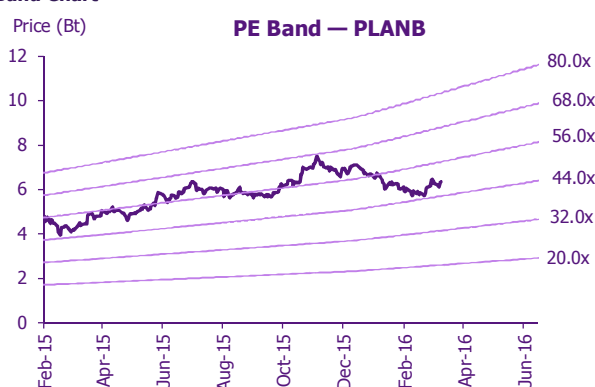
Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15
Total current assets	534	1,175	1,393	1,458	1,667
Total fixed assets	1,163	1,122	1,067	1,026	1,242
Total assets	2,365	2,835	3,052	3,132	3,393
Total loans	534	0	0	0	2
Total current liabilities	809	239	291	268	408
Total long-term liabilities	734	5	5	5	6
Total liabilities	1,609	308	394	365	413
Paid-up capital	260	351	352	353	351
Total equity	756	2,526	2,658	2,768	2,980
BVPS (Bt)	0.29	0.72	0.75	0.78	0.85

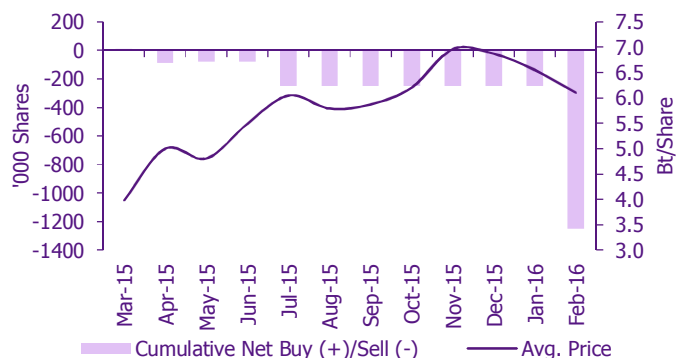
Main Assumptions

	2014	2015F	2016F	2017F	2018F
Revenue breakdown (%)					
Television	95.3	90.7	90.8	88.2	87.1
Organizing concerts and shows	2.5	4.2	3.6	4.9	5.4
Others	2.2	5.1	5.7	6.9	7.5

PE Band Chart

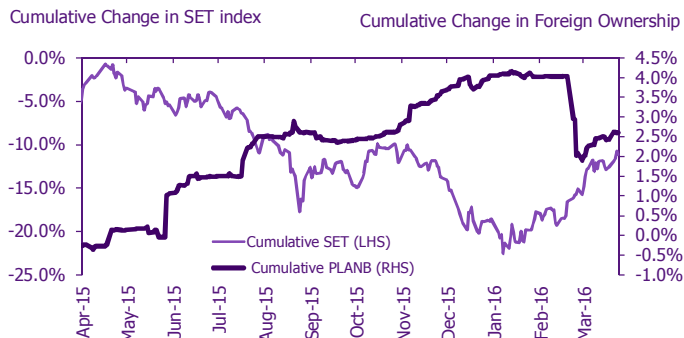


12-Month Cumulative directors trade



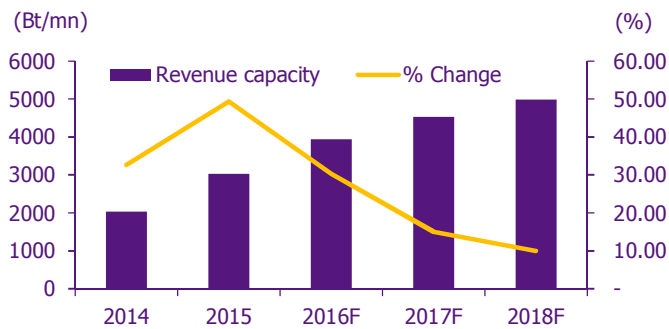
Source: SEC

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



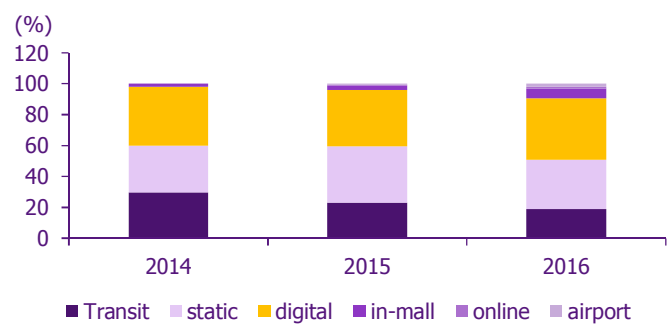
Source: SET, SCBS Investment Research

Figure 1: Expected to capacity increase further in 2017-18



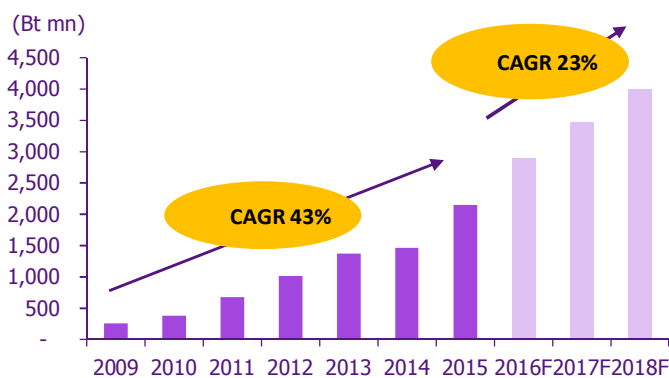
Source: Company and SCBS Investment Research

Figure 2: Pursuing not only growing strategy but more diversification in all OOH media



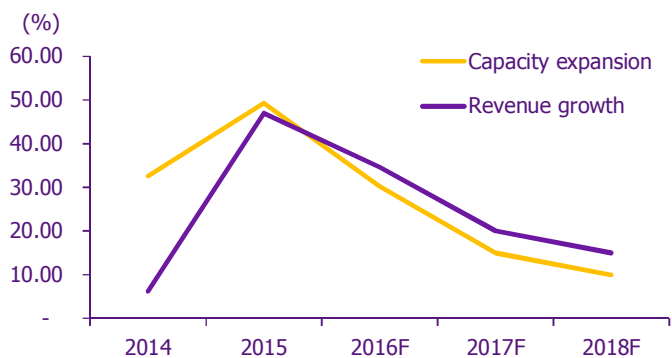
Source: Company and SCBS Investment Research

Figure 3: Expected to deliver robust revenue growth



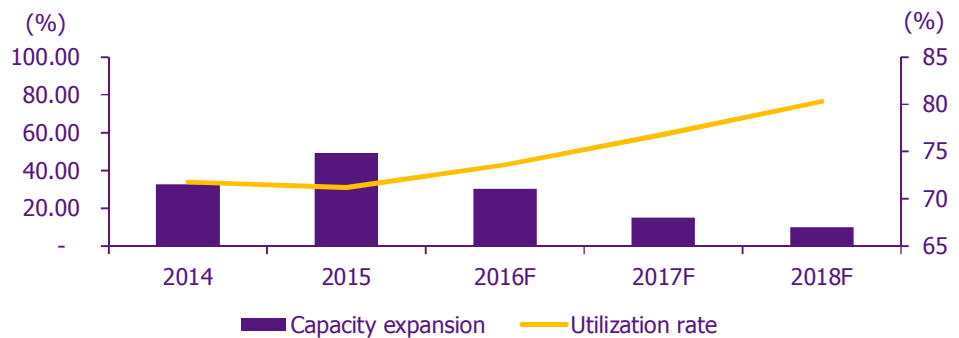
Source: Company and SCBS Investment Research

Figure 4: Revenue can grow along with rising capacity implying ability to sell products



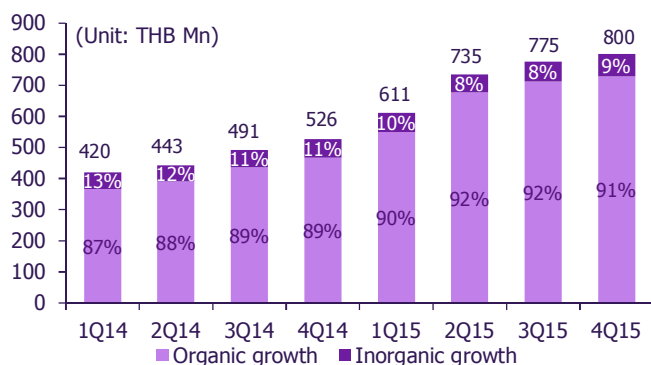
Source: Company and SCBS Investment Research

Figure 5: Lower expansion means more focus on the selling in 2017-18F



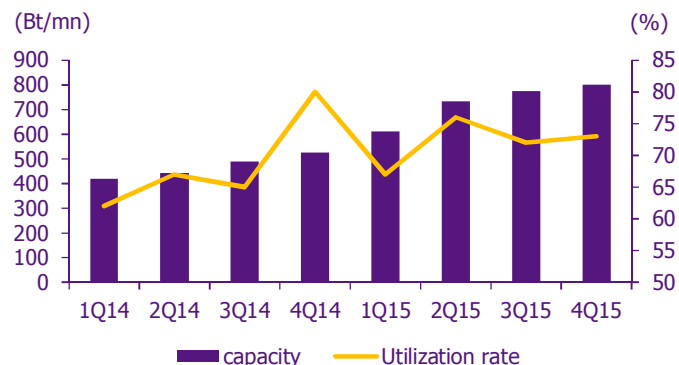
Source: Company and SCBS Investment Research

Figure 6: Keep on expansion...



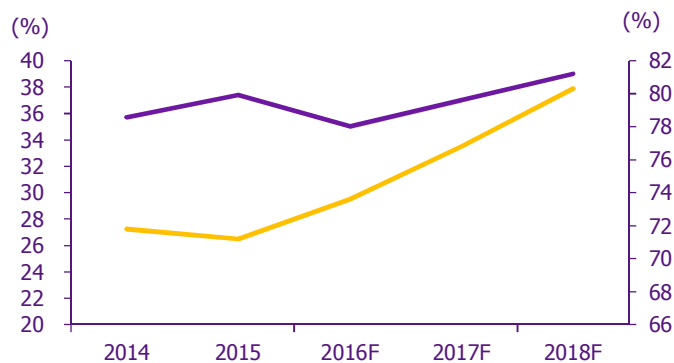
Source: Company and SCBS Investment Research

Figure 7: ...but can keep higher utilization rate



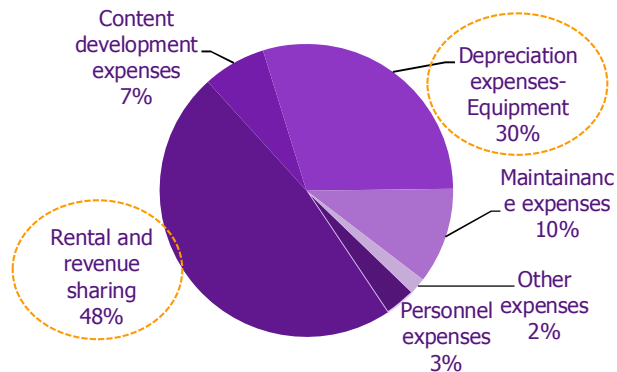
Source: Company and SCBS Investment Research

Figure 8: Rising utilization means fattening GM



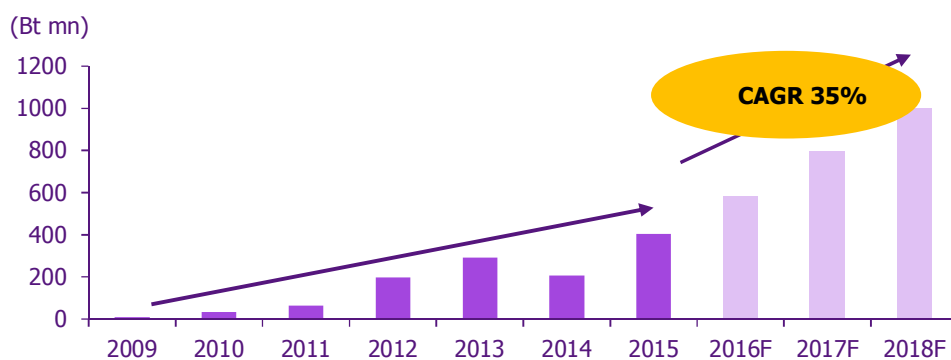
Source: Company and SCBS Investment Research

Figure 9: Cost structure



Source: Company and SCBS Investment Research

Figure 10: Earnings still in an up-cycle



Source: Company and SCBS Investment Research

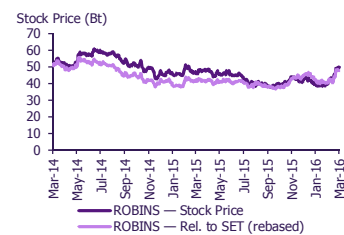
ข้อ

Stock data

Last close (Mar 25) (Bt)	49.75
12-m target price (Bt)	57.00
Upside (Downside) to TP (%)	14.57
Mkt cap (Btbn)	55.26
Mkt cap (US\$mn)	1,566

Bloomberg code	ROBINS TB
Reuters code	ROBINS.BK
Risk rating	L
Mkt cap (%) SET	0.42
Sector % SET	8.54
Shares issued (mn)	1,111
Par value (Bt)	3.55
12-m high / low (Bt)	51.5 / 36.8
Avg. daily 6m (US\$mn)	2.16
Foreign limit / actual (%)	49 / 20
Free float (%)	39.5
Dividend policy (%)	40

Price Performance



Source: SET, SCBS Investment Research

Share performance

	1M	3M	12M
Absolute	22.1	16.4	8.7
Relative to SET	17.6	7.0	16.7

Source: SET, SCBS Investment Research

ศิริมา ดิสรสา, CFA

นักวิเคราะห์การลงทุนวิจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1004

sirima.dissara@scb.co.th

ผู้ได้รับประโยชน์รายใหญ่จากมาตรการกระตุ้นการใช้จ่าย

ROBINS เป็นบริษัทที่ได้รับประโยชน์จากมาตรการกระตุ้นการใช้จ่ายปลายปีที่ผ่านมามากที่สุดในกลุ่มพาณิชย์ และมีแนวโน้มที่จะได้รับประโยชน์มากที่สุดจากมาตรการที่จะออกมาใหม่ในเดือน เม.ย. ที่ตั้งเป้ากระตุ้นการใช้จ่ายของผู้มีรายได้เฉลี่ยปานกลาง เนื่องจากยอดขายสาขาเดิมฟื้นตัวกลับมาเมื่อไตรมาส 4 เป็นบวกหลังจากหดตัวลง 2 ปี ประกอบกับการบริหารสินค้า private brand ที่ให้อัตรากำไรสูงได้ดีขึ้น ทำให้เราคาดการณ์ถึงแนวโน้มที่ดีขึ้นในไตรมาส หุน ROBINS ชื่อขายที่ PE ปี 2559 ระดับ 22 เท่า (ถูกที่สุดในกลุ่มพาณิชย์) และ PEG ปี 2559 ระดับ 1.3 เท่า (ต่ำกว่า PEG เฉลี่ยของกลุ่มพาณิชย์ที่ 1.4 เท่า) แนะนำ "ซื้อ" ด้วยราคาเป้าหมายปลายปี 2559 ที่คำนวณได้จากวิธี DCF ที่ 57 บาท

ยอดขายสาขาเดิมพลิกกลับมาเป็นบวกตั้งแต่ไตรมาส 4/58 ROBINS เป็นบริษัทที่ได้รับประโยชน์จากมาตรการกระตุ้นการใช้จ่ายปลายปีที่ผ่านมาที่สุดในกลุ่มพาณิชย์ (ผู้เสียภาษีสามารถนำเงินที่ใช้ซื้อสินค้าและบริการระหว่างวันที่ 25-31 ธ.ค. มาลดหย่อนภาษีได้ไม่เกิน 15,000 บาท) มาตรการนี้ช่วยกระตุ้นให้ยอดขายสาขาเดิมของ ROBINS เติบโต +3% YoY ในไตรมาส 4/58 หลังจากหดตัวลงติดต่อกันนาน 8 ไตรมาส ในช่วง 2 เดือนแรกปี 59 ยอดขายสาขาเดิมของ ROBINS เติบโต 2-3% YoY โดยได้รับปัจจัยหนุนจากความเชื่อมั่นที่ดีขึ้นและการดำเนินงานที่ดีขึ้น เราคาดว่า ROBINS จะได้รับประโยชน์เพิ่มเติมจากมาตรการใหม่ที่รัฐบาลสัญญาว่าจะประกาศใช้ในเดือน เม.ย. เพื่อกระตุ้นการใช้จ่าย: 1) แจกเงินช่วยค่าครองชีพ 1,000 บาทให้กับข้าราชการ (วงเงินรวม 1.5 หมื่นล้านบาท); 2) ผู้เสียภาษีสามารถนำค่าอาหาร และค่าเดินทางท่องเที่ยวที่มีใบกำกับภาษี มาลดหย่อนภาษีได้ไม่เกิน 15,000 บาท

ตั้งเป้ายอดขายสาขาเดิมปรับตัวดีขึ้นในปี 2559 ROBINS ตั้งเป้ายอดขายสาขาเดิมโต 4% ในปี 2559 โดยได้รับปัจจัยหนุนจากฐานต่ำ (-6% ในปี 2557 เพราะได้รับผลกระทบจากการแย่งชิงยอดขายระหว่างสาขาในบริเวณใกล้เคียงกัน และ -2% ในปี 2558 เพราะนักท่องเที่ยวชาวรัสเซียปรับตัวลดลง) และการปรับปรุงพื้นที่สาขาเสร็จ การปรับปรุงจะเกิดขึ้นต่อเนื่องผ่านทาง: 1) การวางจำหน่ายสินค้าที่มีแนวโน้มทำยอดขายได้สูงเพิ่มมากขึ้น เช่น สินค้ากลุ่มสุขภาพและความงาม กระเป๋าเดินทาง ยีนส์ ชุดชั้นใน สินค้าเด็ก และอุปกรณ์เครื่องใช้ภายในบ้าน; 2) เพิ่มสัดส่วนยอดขายสินค้า private brand ต่างประเทศสู่ 3% ของยอดขายในปี 2559 จาก 1% ในปี 2558 ซึ่งจะส่งผลทำให้สัดส่วนยอดขายสินค้า private brand ทั้งหมดเพิ่มขึ้นเป็น 13% ของยอดขายในปี 2559 จาก 10% ในปี 2558 สำหรับปี 2559 ROBINS จะขยายสินค้า private brand ต่างประเทศที่มีอยู่ในปัจจุบัน (เปิดตัวตอนกลางปี 2558) คือ Claire's, Babysshop, Payless, และ Yves Rocher ไปยังสาขาต่างๆ เพิ่มมากขึ้น และจะเพิ่มแบรนด์ใหม่คือ Just Buy (ร้าน 60 บาท) และ Aeropostale ทั้งนี้ภายในปี 2563 ROBINS วางแผนเพิ่มสัดส่วนยอดขายสินค้า private brand ต่างประเทศต่อยอดขายสู่ 10% ซึ่งจะทำให้สัดส่วนยอดขายสินค้า private brand ต่อยอดขายเพิ่มขึ้นสู่ 20%

ตั้งเป้าขยายสาขาและปรับปรุงสาขาปานกลางในปี 2559 ROBINS ยังคงเป้าเปิดสาขาใหม่ 2 สาขา ในปี 2559 และเปิดสาขาใหม่ปีละ 3 สาขาในปี 2560-63 โดยในปี 2559 บริษัทจะเปิดห้างสรรพสินค้าใหม่ในนครศรีธรรมราชในเดือน ก.ค. และเปิดสาขาใหม่แบบ lifestyle center ในลพบุรีในเดือน ธ.ค. ROBINS วางแผนปรับปรุงสาขาเพิ่มอีก 4 สาขาในปี 2559 คือ พระราม 9 (ไตรมาส 2-4/59), เชียงใหม่ (ไตรมาส 3/59-ไตรมาส 1/60), ราชบุรี (ไตรมาส 2-4/59), และจันทบุรี (ไตรมาส 2-4/59) การปรับปรุงสาขามีเป้าหมายเพื่อลดพื้นที่สูญเสียเปล่า เพิ่มพื้นที่ให้เช่าต่อสาขาอีก 8% และเพิ่มยอดขายต่อสาขามากกว่า 10%

อัตรากำไรขั้นต้นจะเพิ่มขึ้น ROBINS คาดว่าอัตรากำไรขั้นต้นจะเพิ่มขึ้นอีก 50% YoY สู่ 25% ในปี 2559 หลักๆ เกิดจากสัดส่วนยอดขายสินค้า private brand ที่ให้อัตรากำไรสูงต่อยอดขายที่คาดว่าจะเพิ่มขึ้นสู่ 13% ในปี 2559 จาก 10% ในปี 2558 อัตรากำไรขั้นต้นของสินค้า private brand ต่างประเทศอยู่ที่ 41-42% เทียบกับอัตรากำไรขั้นต้นของสินค้า private brand อื่นๆ ที่ 30-35% และอัตรากำไรขั้นต้นของสินค้าทั่วไปที่ 24% สัดส่วนยอดขายสินค้า private brand ต่างประเทศ และสินค้า private brand อื่นๆ ต่อยอดขายที่เพิ่มขึ้นทุกๆ 1% จะช่วยหนุนให้อัตรากำไรขั้นต้นของ ROBINS ปรับเพิ่มขึ้นได้อีก 0.17% และ 0.04% ตามลำดับ

Forecasts and valuation

Year to 31 Dec	Unit	2014	2015	2016F	2017F	2018F
Revenue	(Btmn)	23,896	25,185	26,667	28,355	30,370
EBITDA	(Btmn)	3,939	4,499	4,928	5,263	5,751
Core profit	(Btmn)	1,927	2,153	2,524	2,931	3,397
Reported profit	(Btmn)	1,927	2,153	2,524	2,931	3,397
Core EPS	(Bt)	1.74	1.94	2.27	2.64	3.06
DPS	(Bt)	0.90	1.00	1.14	1.32	1.53
P/E, core	(x)	28.67	25.66	21.90	18.85	16.27
EPS growth, core	(%)	-1.19	11.70	17.21	16.15	15.89
P/BV, core	(x)	4.24	3.82	3.49	3.15	2.84
ROE	(%)	15.39	15.66	16.66	17.57	18.38
Dividend yield	(%)	1.81	2.01	2.28	2.65	3.07
EV/EBITDA	(x)	14.21	12.61	11.37	10.53	9.49

Source: SCBS Investment Research

Financial statement

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	2014	2015	2016F	2017F	2018F
Total revenue	23,896	25,185	26,667	28,355	30,370
Cost of goods sold	-18,053	-19,022	-20,087	-21,303	-22,756
Gross profit	5,843	6,163	6,579	7,053	7,614
SG&A	-6,328	-7,231	-7,705	-8,092	-8,597
Other income	2,718	3,577	4,059	4,426	4,905
Interest expense	-40	-79	-85	-59	-43
Pre-tax profit	2,193	2,431	2,848	3,327	3,879
Corporate tax	-448	-534	-578	-675	-787
Equity a/c profits	404	451	460	499	541
Minority interests	-222	-195	-206	-220	-235
Core profit	1,927	2,153	2,524	2,931	3,397
Extra-ordinary items	0	0	0	0	0
Net Profit	1,927	2,153	2,524	2,931	3,397
EBITDA	3,939	4,499	4,928	5,263	5,751
Core EPS (Bt)	1.74	1.94	2.27	2.64	3.06
Net EPS (Bt)	1.74	1.94	2.27	2.64	3.06
DPS (Bt)	0.90	1.00	1.14	1.32	1.53

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15
Total revenue	6,680	6,036	5,860	6,031	7,258
Cost of goods sold	-5,031	-4,545	-4,420	-4,588	-5,469
Gross profit	1,649	1,491	1,440	1,443	1,789
SG&A	-1,805	-1,629	-1,720	-1,844	-2,037
Other income	872	849	842	860	1,026
Interest expense	-16	-18	-19	-20	-22
Pre-tax profit	699	693	542	439	756
Corporate tax	-140	-143	-150	-90	-151
Equity a/c profits	96	118	93	90	151
Minority interests	-60	-54	-45	-42	-54
Core profit	595	614	440	397	701
Extra-ordinary items	0	0	0	0	0
Net Profit	595	614	440	397	701
EBITDA	1,135	1,104	975	908	1,264
Core EPS (Bt)	0.54	0.55	0.40	0.36	0.63
Net EPS (Bt)	0.54	0.55	0.40	0.36	0.63

Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	2014	2015	2016F	2017F	2018F
Total current assets	4,620	5,317	5,420	5,692	6,090
Total fixed assets	18,482	20,743	21,738	23,098	24,547
Total assets	23,102	26,059	27,158	28,791	30,637
Total loans	2,654	3,582	2,832	2,282	1,582
Total current liabilities	9,757	9,864	9,555	9,508	9,710
Total long-term liabilities	306	1,744	1,754	1,765	1,478
Total liabilities	10,062	11,608	11,309	11,273	11,187
Paid-up capital	3,943	3,943	3,943	3,943	3,943
Total equity	13,040	14,451	15,849	17,518	19,450
BVPS (Bt)	11.74	13.01	14.27	15.77	17.51

Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15
Total current assets	4,620	3,832	3,518	3,732	5,317
Total fixed assets	18,482	18,949	19,466	20,316	20,743
Total assets	23,102	22,780	22,984	24,048	26,059
Total loans	2,654	2,649	3,534	4,035	3,582
Total current liabilities	9,757	8,775	8,613	8,741	9,864
Total long-term liabilities	306	297	1,303	1,802	1,744
Total liabilities	10,062	9,073	9,916	10,543	11,608
Paid-up capital	3,943	3,943	3,943	3,943	3,943
Total equity	13,040	13,708	13,067	13,505	14,451
BVPS (Bt)	11.74	12.34	11.77	12.16	13.01

Cash Flow Statement (Btmn)

FY December 31	2014	2015	2016F	2017F	2018F
Core Profit	1,927	2,153	2,524	2,931	3,397
Depreciation and amortization	1,705	1,989	1,995	1,876	1,829
Operating cash flow	4,199	4,289	4,786	5,113	5,591
Investing cash flow	-6,001	-4,226	-2,955	-3,237	-3,277
Financing cash flow	1,753	140	-1,876	-1,812	-2,166
Net cash flow	-49	202	-45	64	148

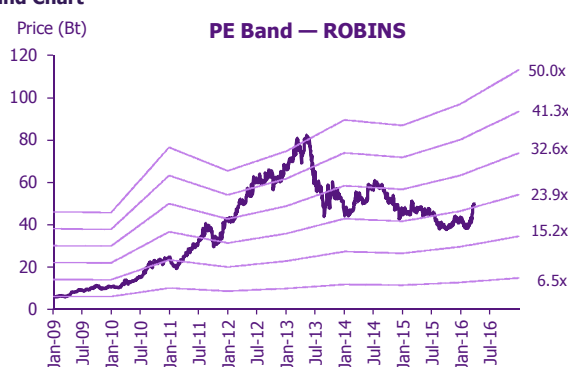
Main Assumptions

	2014	2015	2016F	2017F	2018F
SSS growth (%)	-5.8%	-2.1%	2.5%	3.0%	3.0%
No. of new stores (Stores)	7	3	2	3	3
No. of ending stores (Stores)	41	44	46	49	52
- Thailand	39	42	44	47	50
- Vietnam	2	2	2	2	2

Key Financial Ratios

	2014	2015	2016F	2017F	2018F
Gross margin(%)	24.5	24.5	24.7	24.9	25.1
Operating margin(%)	-2.0	-4.2	-4.2	-3.7	-3.2
EBITDA margin(%)	16.5	17.9	18.5	18.6	18.9
EBIT margin(%)	9.3	10.0	11.0	11.9	12.9
Net profit margin(%)	8.1	8.5	9.5	10.3	11.2
ROE (%)	14.8	14.9	15.9	16.7	17.5
ROA (%)	8.3	8.3	9.3	10.2	11.1
Net D/E (x)	0.1	0.1	0.1	0.0	(0.0)
Debt service coverage (x)	97.8	1.7	2.4	4.0	7.7
Payout Ratio (%)	51.9	51.6	50.0	50.0	50.0

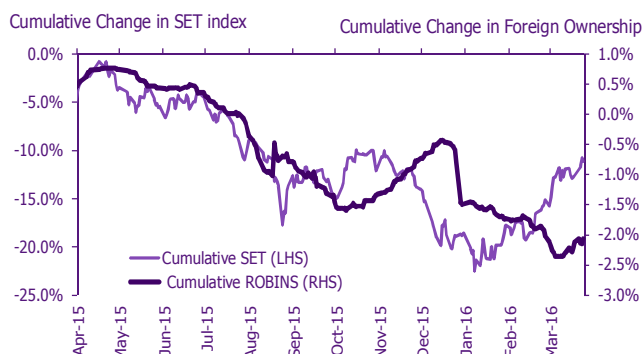
PE Band Chart



12-Month Cumulative directors trade

NA

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



Source: SET, SCBS Investment Research

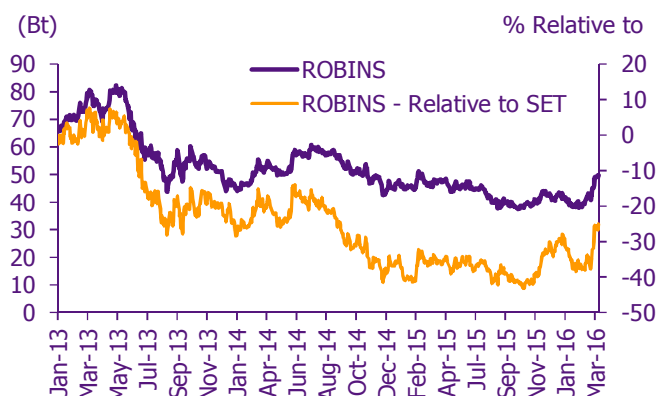
Figure 1: The series of government stimulus package to boost domestic consumption

Stimulus package	Size (Bt bn)	Disbursement (Bt bn)			Disbursement (%)
		Sep-Dec 15	Jan-Feb 16	Total	
Stimulus package of Bt136bn since Sep 2015					
1) Soft loan via the village fund program	60.0	41.6	6.1	47.7	80%
2) Quick-spending budget for local government (Bt5mn per sub-district)	36.0	0.8	6.1	6.9	19%
3) Local government mini investment projects (Bt1mn per project)	40.0	6.9	22.5	29.4	73%
Total	136.0	49.3	34.7	84.0	62%
Stimulus package in Dec 2015					
1) tax deduction up to Bt15,000 for purchases made from Dec 25-31					
Potential new stimulus package in Apr 2016					
1) tax deduction up to Bt15,000 for dining and travel expenses					
2) Bt1,000 cash handout to low-and middle-ranking state officials	15.0				

Source: SCBS Investment Research

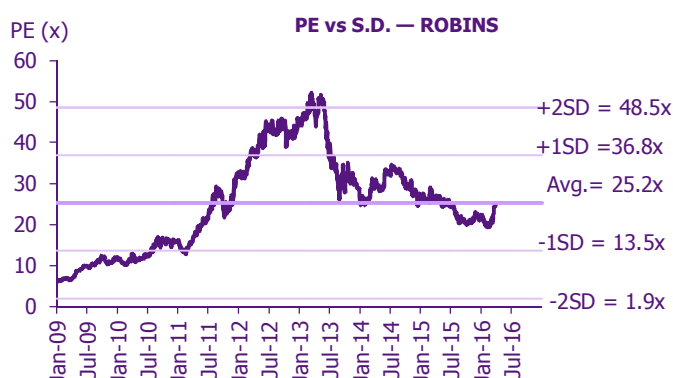
Source: SCBS Investment Research

Figure 2: ROBINS's share price relative to SET



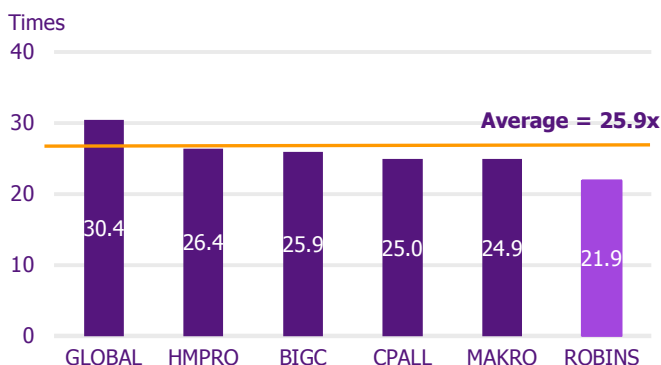
Source: SCBS Investment Research

Figure 3: ROBINS's historical PE band



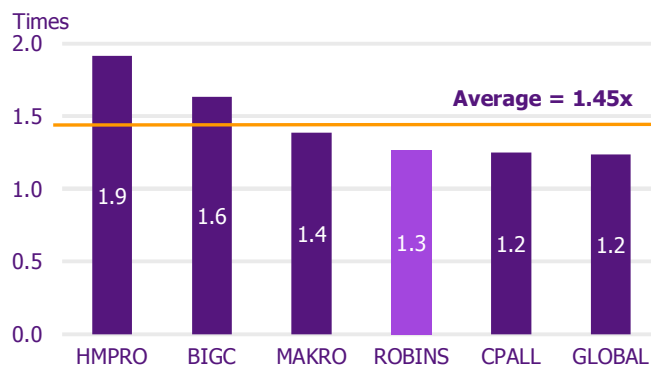
Source: SCBS Investment Research

Figure 4: ROBINS trading at sector's lowest 16PE



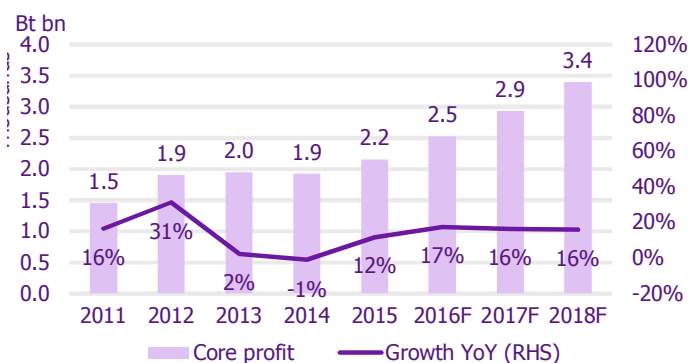
Source: SCBS Investment Research

Figure 5: ROBINS trading at below average 16PEG



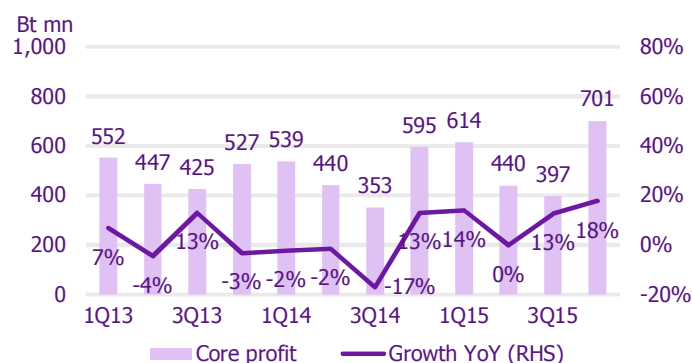
Source: SCBS Investment Research

Figure 6: ROBINS's earnings in 2016-18F



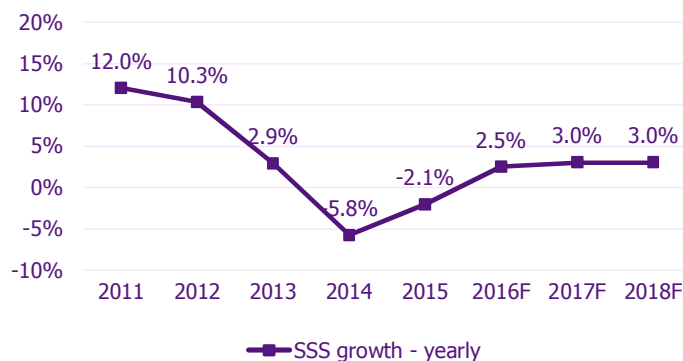
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 7: ROBINS's quarterly earnings recap



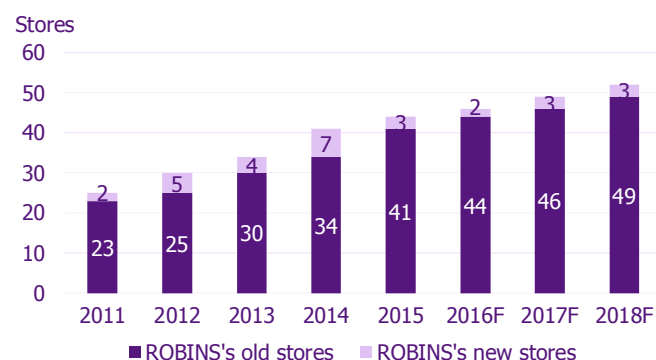
Source: SCBS Investment Research

Figure 8: ROBINS's SSS to revive in 2016-18F



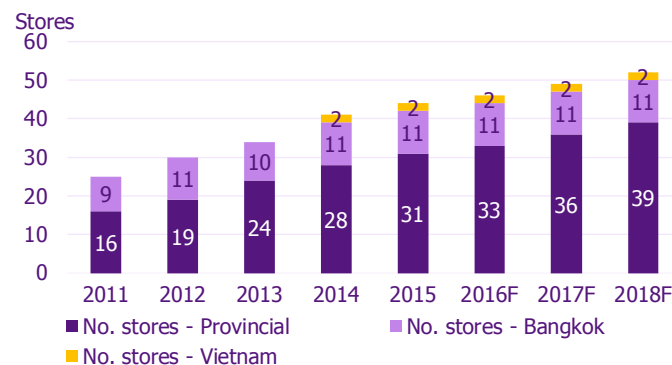
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 10: ROBINS to show moderate store expansion in 2016-18F



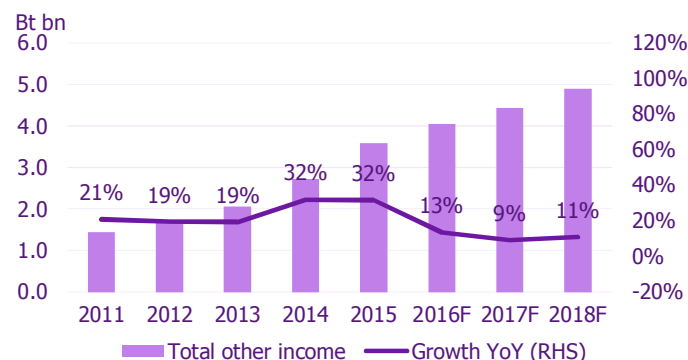
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 12: ROBINS's store breakdown by location



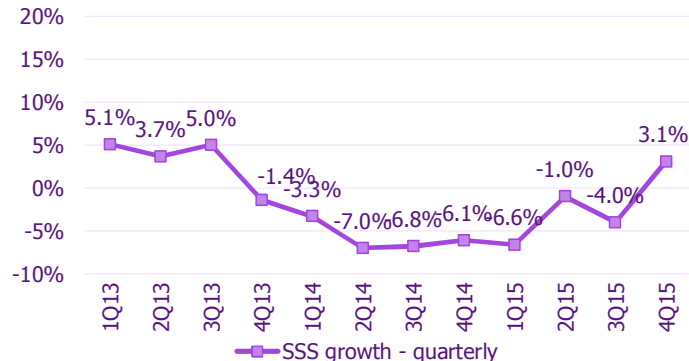
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 14: ROBINS's other and rental income



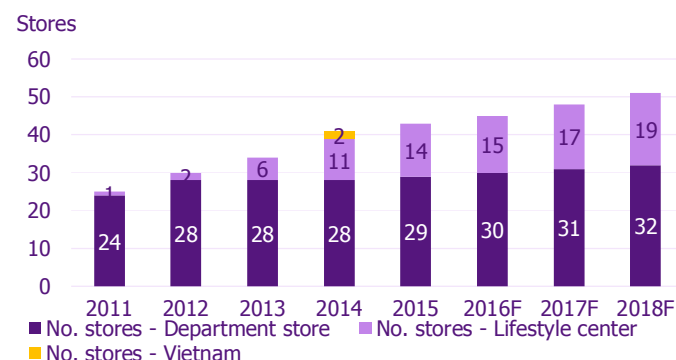
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 9: ROBINS's quarterly SSS recap



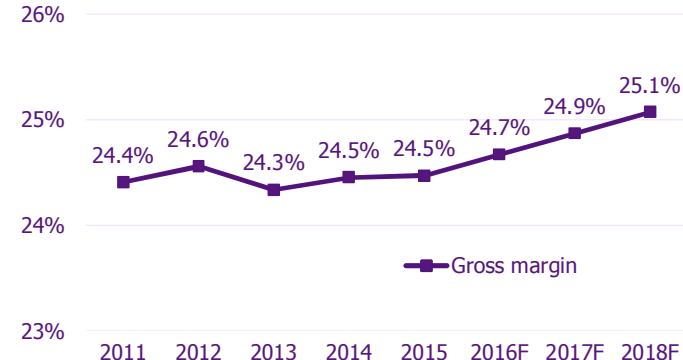
Source: SCBS Investment Research

Figure 11: ROBINS store breakdown by store type



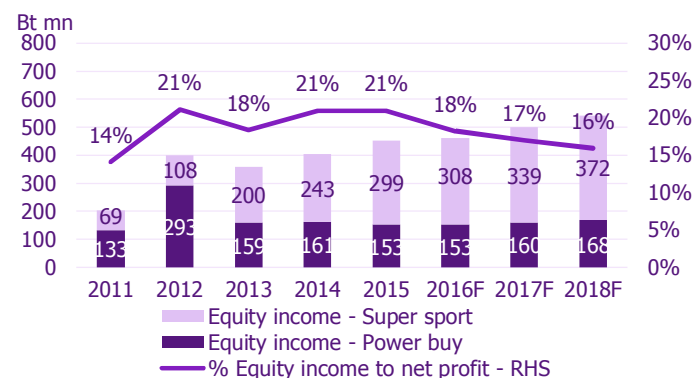
Source: SCBS Investment Research

Figure 13: ROBINS's gross margin



Source: SCBS Investment Research

Figure 15: ROBINS's equity income outlook



Source: SCBS Investment Research

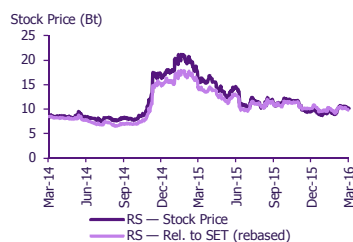
ชื่อ

Stock Data

Last close (Mar 25) (Bt)	10.10
12-m target price (Bt)	14.00
Upside (Downside) to TP (%)	38.61
Mkt cap (Btbn)	10.20
Mkt cap (US\$mn)	289

Bloomberg code	RS TB
Reuters code	RS.BK
Risk rating	M
Mkt cap (%) SET	0.08
Sector % SET	1.71
Shares issued (mn)	1,010
Par value (Bt)	1.00
12-m high / low (Bt)	17.1 / 8.6
Avg. daily 6m (US\$mn)	1.56
Foreign limit / actual (%)	49 / 4
Free float (%)	47.2
Dividend policy (%)	≥ 50

Price Performance



Source: SET, SCBS Investment Research

Share performance

	1M	3M	12M
Absolute	3.6	5.8	(34.4)
Relative to SET	(0.3)	(2.7)	(29.6)

Source: SET, SCBS Investment Research

ปฏิภาณ นาววัฒน

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

ผู้กำกับที่มีแววรุ่ง

การซื้อหุ้น RS ตอนนี้ก็เหมือนกับการซื้อบริษัทที่แทบไม่มีหนี้ซึ่งถ้าไรท์ลงจะเข้าสู่วัฏจักรการเติบโตรอบใหม่ RS กำลังพิจารณาทยอยขึ้นอัตราค่าโฆษณา เพราะเรตติ้งของบริษัทสูงขึ้นสวนทางกับอัตราค่าโฆษณาต่อเรตติ้ง (CPRP) ระดับต่ำในเชิงเปรียบเทียบ เราคาดว่ากำไรของ RS จะเพิ่มขึ้นแบบก้าวกระโดดจาก 122 ล้านบาทในปี 2558 สู่ 536 ล้านบาทในปี 2561 โดยได้รับปัจจัยหนุนจากธุรกิจเดิม ขณะที่ธุรกิจสุขภาพและความงาม (H&B) จะช่วยหนุนให้กำไรปรับเพิ่มขึ้นได้อีกประมาณ 100 ล้านบาท/ปี เราเริ่มต้นการวิเคราะห์หุ้น RS ด้วยคำแนะนำ “ซื้อ” และราคาเป้าหมาย 14 บาท ซึ่งคำนวณได้จากวิธี SOTP ที่ประกอบด้วยมูลค่าธุรกิจเดิมที่ 12 บาท และมูลค่าธุรกิจ H&B ที่ 2 บาท ณ ราคาหุ้นปัจจุบัน นักลงทุนมีแนวโน้มที่จะได้รับ upside 20% จากธุรกิจหลัก และได้ธุรกิจ H&B มาแบบฟรี ๆ

ก้าวขึ้นสู่อันดับที่ 4 ในธุรกิจ DTTV RS ไม่ใช่ผู้ประกอบการรายใหม่ในธุรกิจโทรทัศน์ บริษัทประสบความสำเร็จในการทำช่องทีวีดาวเทียมก่อนที่จะทีวีดิจิทัล (DTTV) จะเกิดด้วยการครองตำแหน่งช่องทีวีดาวเทียมอันดับ 1 การขยายธุรกิจสู่ DTTV ซึ่งบริษัทมีช่อง SD (standard definition) อยู่ 1 ช่อง ไม่ได้ทำให้จุดแข็งด้านรายการของบริษัทปรับลดลง และปัจจุบันบริษัทก็ก้าวขึ้นสู่อันดับที่ 4 ในธุรกิจ DTTV ด้วยส่วนแบ่งผู้ชม 6.4% และ TVR (เรตติ้งโทรทัศน์) 0.5 ตามหลังผู้ประกอบการรายใหญ่อีก 3 ช่อง 7 BEC และ WORK รายการที่หลากหลายโดยเน้นไปที่ประเด็นร้อนและละครชื่อดังเป็นจุดแข็งของ RS และทำให้บริษัทสามารถเข้าไปเจาะตลาดเฉพาะกลุ่มได้ บริษัทคาดว่าจะทำรายการใหม่เพิ่มอย่างต่อเนื่องเพื่อเพิ่ม TVR เป็น 0.6 ในปี 2559 และก้าวขึ้นสู่อันดับ 1 ในอีก 3-4 ปีข้างหน้า

กระจายธุรกิจ ภายในกลางปี RS จะเปิดตัวธุรกิจใหม่ คือ ธุรกิจสุขภาพและความงาม (H&B) อย่างเป็นทางการ ธุรกิจ H&B ในประเทศไทยมีมูลค่ากว่า 1.2 แสนล้านบาท/ปี และกำลังเติบโต โดยบริษัทจดทะเบียนอย่าง BEAUTY รายงานรายได้ถึงปีละ 2 พันล้านบาท ความจริงแล้ว RS เข้ามาทำธุรกิจนี้ในปีที่ผ่านมา และบันทึกรายได้ ~200 ล้านบาท บริษัทคาดว่าจะรายได้จะเพิ่มขึ้นเป็น 600 ล้านบาทในปี 2559 เราเห็นว่ารายได้ดังกล่าวเข้ามาไว้ในประมาณการของเรา เนื่องจากเรามองว่า RS น่าจะทำรายได้ตามที่ตั้งเป้าไว้สำเร็จ ปัจจัยสำคัญอย่างหนึ่งที่จะช่วยให้บริษัทประสบความสำเร็จในการทำธุรกิจนี้ คือ การทำการตลาด การมีช่องทีวีของตนเองทำให้ RS อยู่ในสถานะที่มีความได้เปรียบในการโปรโมทสินค้า ปัจจัยสำคัญอีกอย่างหนึ่ง คือ ช่องทางการจัดจำหน่าย ทีมขายจากธุรกิจเพลงของ RS ทำหน้าที่เป็นทีมขายที่แข็งแกร่งของธุรกิจนี้ เราใช้สมมติฐานตามหลักความระมัดระวังว่าอัตราค่าโรสอยู่ที่ 15% (เทียบกับของ BEAUTY ที่ 22%) เนื่องจากธุรกิจนี้ไม่มีส่วนเกี่ยวข้องกับธุรกิจหลักของ RS ดังนั้นวัฏจักรธุรกิจที่แตกต่างกันจะช่วยสนับสนุนให้กำไรเติบโตอย่างรวดเร็ว

กำไรจะกลับมาเติบโต เราคาดว่ากำไรของ RS จะกลับมาเติบโตอีกครั้งในปี 2559 ที่ 183% โดยได้รับปัจจัยกระตุ้นจากธุรกิจทีวีและธุรกิจสุขภาพและความงาม การเติบโตของธุรกิจทีวีจะได้รับปัจจัยหนุนจากรายได้ที่เพิ่มขึ้นมาจากช่อง DTTV และไม่มีรายการฟุตบอลสเปนที่สร้างผลขาดทุน เราคาดว่ากำไรจะเติบโตอีก 25% YoY ในปี 2560-61 โดยได้รับการสนับสนุนจากการทยอยขึ้นอัตราค่าโฆษณาอย่างต่อเนื่อง

แนะนำ “ซื้อ” ด้วยราคาเป้าหมาย 14 บาท เราเริ่มต้นการวิเคราะห์หุ้น RS ด้วยคำแนะนำ “ซื้อ” และราคาเป้าหมายที่คำนวณได้จากวิธี SOTP ที่ 14 บาท (มูลค่าธุรกิจหลักที่ 12 บาท และมูลค่าธุรกิจใหม่อย่าง H&B ที่ 2 บาท) ราคาหุ้น RS ปรับตัวกลับขึ้นมาแล้วในช่วง 1 เดือนที่ผ่านมาหลังจาก RS ประกาศซื้อหุ้นคืน ซึ่งชี้ให้เห็นว่าบริษัทมองว่าราคาหุ้นต่ำเกินไป เรามองว่ามีโอกาสที่ราคาหุ้นจะปรับตัวขึ้นได้อีก เนื่องจากกำไรจะเติบโตเพิ่มมากขึ้น ด้วยกำไรที่มีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้น ทำให้เรามองว่า PE ปี 2559 ที่ 30 เท่าไม่แพงจนเกินไป กำไรที่มีแนวโน้มเติบโตอย่างต่อเนื่องจะเป็นปัจจัยกระตุ้นให้ราคาหุ้นปรับตัวเพิ่มขึ้น

Forecasts and valuation

Year to 31 Dec	Unit	2014	2015	2016F	2017F	2018F
Revenue	(Btmn)	4,306	3,729	4,124	4,959	5,853
EBITDA	(Btmn)	1,405	1,106	1,460	1,650	1,491
Core profit	(Btmn)	371	122	344	432	536
Reported profit	(Btmn)	371	122	344	432	536
Core EPS	(Bt)	0.36	0.12	0.34	0.43	0.53
DPS	(Bt)	0.30	0.07	0.20	0.26	0.32
P/E, core	(x)	27.0	82.3	29.1	23.2	18.7
EPS growth, core	(%)	(99.9)	(66.8)	182.8	25.5	24.2
P/BV, core	(x)	5.9	5.6	5.2	4.7	4.3
ROE	(%)	22.5	6.9	18.6	21.6	26.7
Dividend yield	(%)	3.0	0.7	2.1	2.6	3.2
EV/EBITDA	(x)	7.1	9.3	7.1	6.0	12.5

Source: SCBS Investment Research

Financial statement

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	2014	2015	2016F	2017F	2018F
Total revenue	4,306	3,729	4,124	4,959	5,853
Cost of goods sold	(2,925)	(2,707)	(2,754)	(3,216)	(3,756)
Gross profit	1,382	1,022	1,370	1,743	2,097
SG&A	(857)	(872)	(944)	(1,204)	(1,405)
Other income	27	51	53	69	62
Interest expense	(27)	(81)	(36)	(50)	(65)
Pre-tax profit	516	120	444	557	689
Corporate tax	(118)	12	(89)	(112)	(138)
Equity a/c profits					
Minority interests	(27)	(10)	(12)	(14)	(16)
Core profit	371	122	344	432	536
Extra-ordinary items	0	0	0	1	2
Net Profit	371	122	344	432	536
EBITDA	1,405	1,106	1,460	1,650	1,491
Core EPS (Bt)	0.36	0.12	0.34	0.43	0.53
Net EPS (Bt)	0.36	0.12	0.34	0.43	0.53
DPS (Bt)	0.30	0.07	0.20	0.26	0.32

Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	2014	2015	2016F	2017F	2018F
Total current assets	1,726	2,003	2,369	2,871	3,006
Total fixed assets	313	800	1,392	2,210	3,051
Total assets	4,814	5,904	6,215	6,939	7,616
Total loans	5	800	1,300	1,300	1,300
Total current liabilities	1,389	1,170	953	1,083	1,288
Total long-term liabilities	1,666	2,916	3,295	3,702	3,941
Total liabilities	3,055	4,086	4,248	4,785	5,229
Paid-up capital	1,022	948	948	948	948
Total equity	1,728	1,777	1,915	2,154	2,387
BVPS (Bt)	1.69	1.88	2.02	2.27	2.52

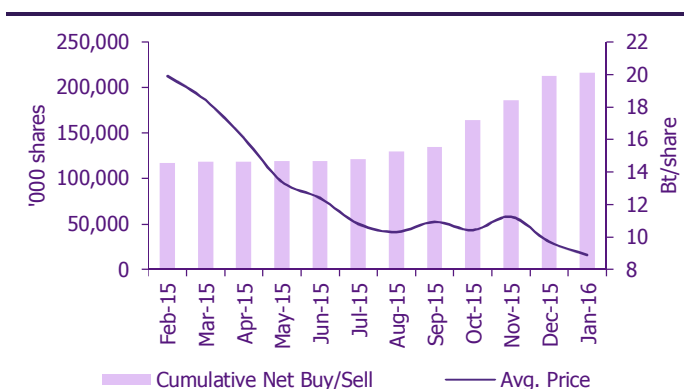
Cash Flow Statement (Btmn)

FY December 31	2014	2015	2016F	2017F	2018F
Core Profit	371	122	344	432	536
Depreciation and amortization	880	956	1,034	1,111	798
Operating cash flow	1,112	1,155	1,231	1,584	1,360
Investing cash flow	(438)	(1,393)	(1,100)	(1,426)	(1,101)
Financing cash flow	(865)	587	294	241	(321)
Net cash flow	(191)	349	424	398	(62)

Key Financial Ratios

	2014	2015	2016F	2017F	2018F
Gross margin(%)	39.1	36.7	31.1	27.7	24.5
Operating margin(%)	12.2	23.2	16.0	12.0	9.8
EBITDA margin(%)	32.6	37.5	32.9	29.7	28.3
EBIT margin(%)	12.2	25.3	19.3	14.1	12.1
Net profit margin(%)	8.6	19.1	14.4	10.1	8.4
ROE (%)	20.3	37.6	28.9	21.1	17.6
ROA (%)	9.5	18.6	13.4	10.0	8.8
Net D/E (x)	0.0	0.8	1.1	1.3	1.3
Interest coverage (x)	20	314	2,312	1,998	1,832
Debt service coverage (x)					
Payout Ratio (%)	79.6	60.0	60.0	60.0	60.0

12-Month Cumulative directors trade



Source: SEC

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15
Total revenue	990	805	833	850	1,240
Cost of goods sold	(695)	(649)	(616)	(609)	(832)
Gross profit	295	156	217	241	408
SG&A	(239)	(203)	(201)	(203)	(265)
Other income	6	2	4	3	41
Interest expense	(4)	(4)	(4)	(4)	(69)
Pre-tax profit	58	(49)	15	37	115
Corporate tax	(16)	7	(5)	(9)	(5)
Equity a/c profits	0	0	0	0	0
Minority interests					
Core profit	42	(42)	0	27	14
Extra-ordinary items	0	0	0	1	2
Net Profit	42	(42)	42	27	94
EBITDA	217	110	143	105	115
Core EPS (Bt)	0.04	(0.04)	0.04	0.03	0.10
Net EPS (Bt)	0.04	(0.04)	0.04	0.03	0.10

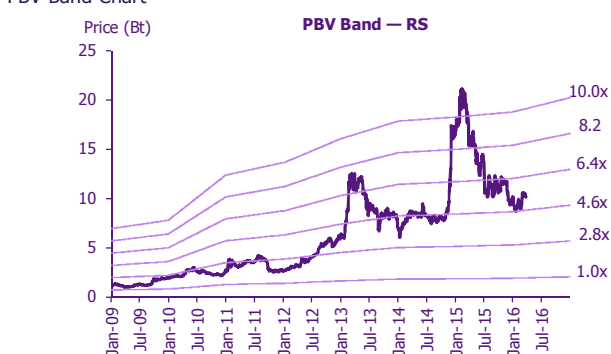
Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15
Total current assets	1,658	1,606	1,333	1,820	2,003
Total fixed assets	1,009	954	937	881	800
Total assets	4,794	4,661	4,408	4,915	5,904
Total loans	8	7	730	154	800
Total current liabilities	838	783	710	1,278	1,170
Total long-term liabilities	2,172	2,156	1,381	1,814	2,916
Total liabilities	3,018	2,946	2,821	3,246	4,086
Paid-up capital	1,022	1,022	1,022	1,022	948
Total equity	1,746	1,696	1,577	1,658	1,777
BVPS (Bt)	1.71	1.66	1.54	1.62	1.88

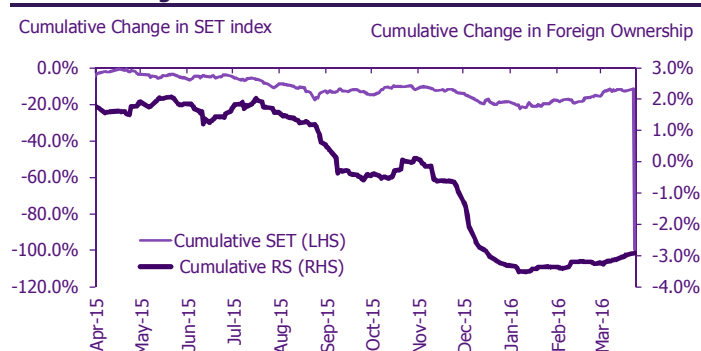
Main Assumptions

	2014	2015	2016F	2017F	2018F
Revenue breakdown (%)					
Television	95.3	90.7	90.8	88.2	87.1
Organizing concerts and shows	2.5	4.2	3.6	4.9	5.4
Others	2.2	5.1	5.7	6.9	7.5

PBV Band Chart

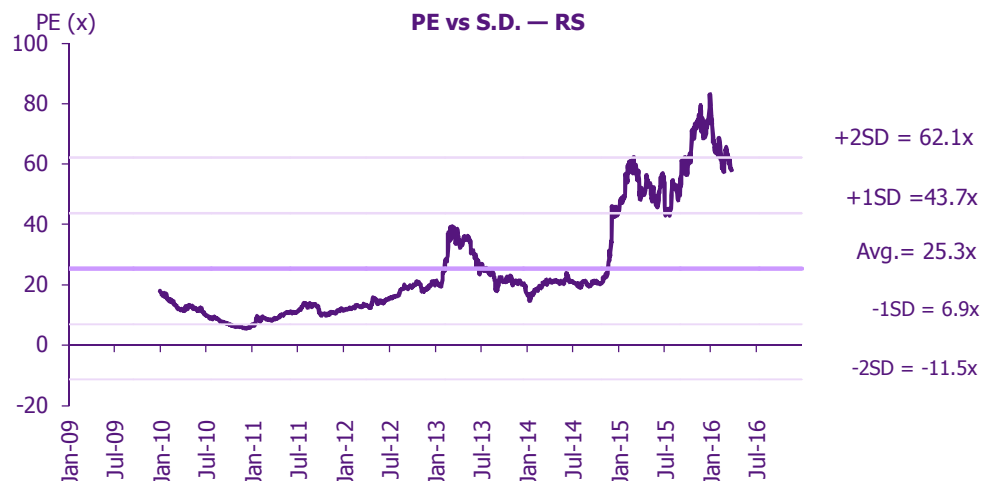


12 Month cumulative chg in foreign ownership versus cumulative chg in SET index



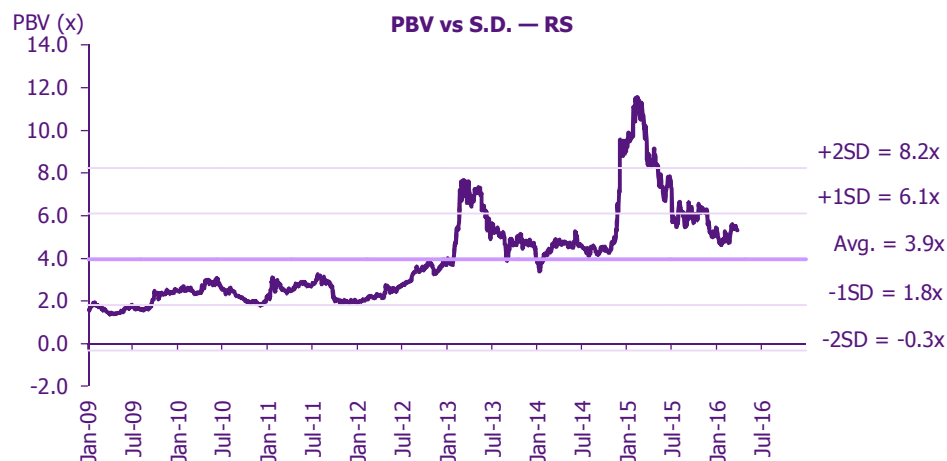
Source: SET, SCBS Investment Research

Figure 1: RS's historical PE band



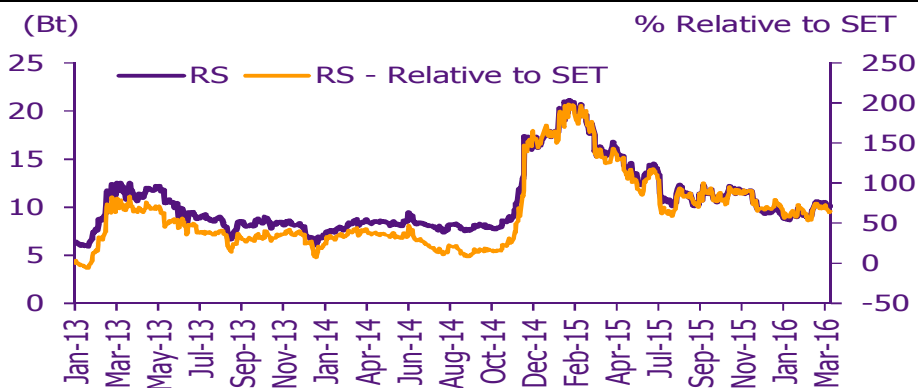
Source: SCBS Investment Research

Figure 2: RS's historical PBV band



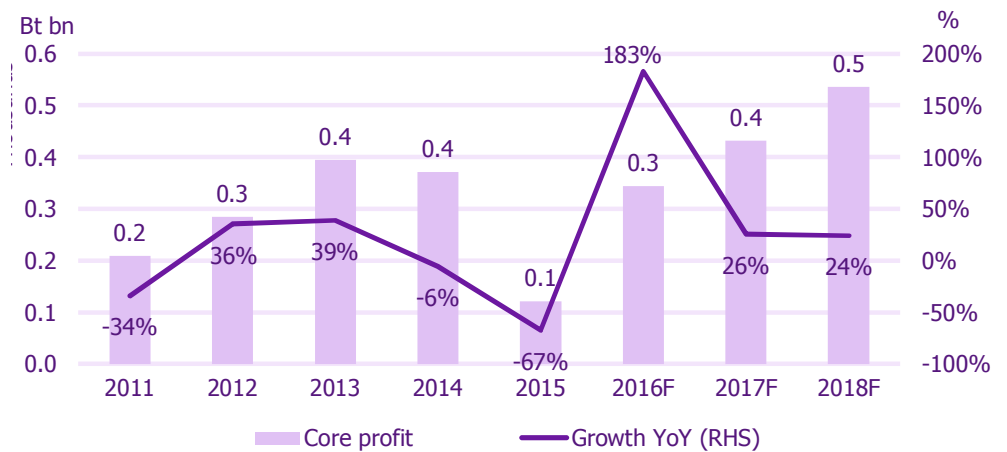
Source: SCBS Investment Research

Figure 3: RS's share price relative to SET



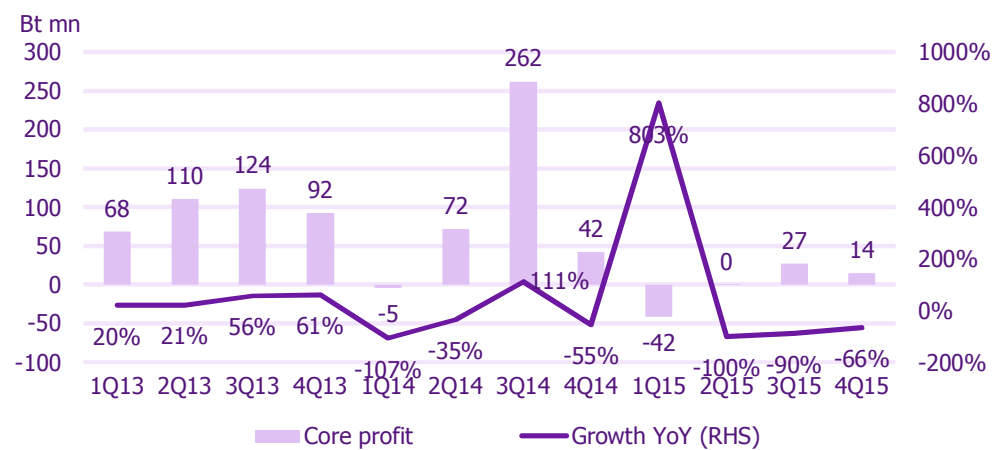
Source: SCBS Investment Research

Figure 4: RS's earnings in 2011-18F



Source: SCBS Investment Research

Figure 5: RS's quarterly earnings recap



Source: SCBS Investment Research

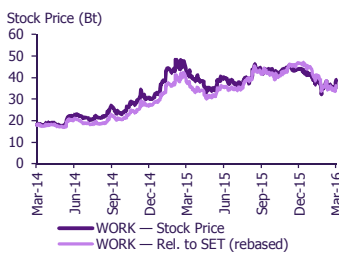
ชื่อ

Stock Data

Last close (Mar 25) (Bt)	38.75
12-m target price (Bt)	55.00
Upside (Downside) to TP (%)	41.94
Mkt cap (Btbn)	16.17
Mkt cap (US\$m)	458

Bloomberg code	WORK TB
Reuters code	WORK.BK
Risk rating	M
Mkt cap (%) SET	0.12
Sector % SET	1.71
Shares issued (mn)	417
Par value (Bt)	1.00
12-m high / low (Bt)	47.3 / 30.5
Avg. daily 6m (US\$m)	0.00
Foreign limit / actual (%)	49 / 14
Free float (%)	27.1
Dividend policy (%)	≥ 70

Price Performance



Source: SET, SCBS Investment Research

Share performance

	1M	3M	12M
Absolute	9.2	(11.9)	(7.2)
Relative to SET	5.1	(19.0)	(0.4)

Source: SET, SCBS Investment Research

ปฏิภาณ นาวาวัฒน์

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

ซูเปอร์สตาร์

WORK เป็นสถานีโทรทัศน์ดาวรุ่งที่เรตติ้ง (TVR) เพิ่มขึ้นจาก 0.25 สู่ 1.19 รั้งอันดับ 3 ตามหลังช่อง 7 และ BEC การเป็นผู้ผลิตรายการคุณภาพสูงและมีเอกลักษณ์โดดเด่นทำให้ TVR ของ WORK มีโอกาสที่จะปรับเพิ่มขึ้นได้อีก อัตราโฆษณาต่อเรตติ้ง (CPRP) ของ WORK อยู่ในระดับต่ำมากโดยมี discount 50% จากผู้ประกอบการสถานีโทรทัศน์ชั้นนำ ซึ่งเรามองว่าไม่สมเหตุสมผลเมื่อเทียบกับ TVR ที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง เราคาดว่า EPS จะเติบโตเฉลี่ย 73% ต่อปีในปี 2558-61 และ ROE จะเพิ่มขึ้นกว่าเท่าตัวจาก 7% ในปี 2558 สู่ 17% ในปี 2561 WORK เป็นหุ้นกลุ่มสื่อที่มีราคาถูกที่สุดเมื่อมองในแง่ของ PEG WORK เป็นหุ้นเติบโต แนะนำ “ซื้อ” ด้วยราคาเป้าหมาย 55 บาท

อันดับ 3 ที่ได้มาจากการทำงานหนัก ไม่ใช่เพราะโชคช่วย หลังจากเปิดตัวทีวีดิจิตอล (DTTV) ในเดือน เม.ย. 2557 หรือผ่านไปแค่ 2 ปี WORK ก็ก้าวขึ้นมาอยู่ในตำแหน่งอันดับ 3 ตามหลังช่อง 7 และ BEC ในแง่ของส่วนแบ่งผู้ชมและเรตติ้งทีวี โดยในเดือน มี.ค. ส่วนแบ่งผู้ชมของ WORK อยู่ที่ 8% (เพิ่มขึ้นจาก 2.8% ในเดือน เม.ย. 2557) และเรตติ้งทีวีของบริษัทอยู่ที่ 1.19 (เพิ่มขึ้นจาก 0.25 ในเดือน เม.ย. 2557) WORK เป็นผู้ผลิตรายการรายใหญ่ให้กับช่องฟรีทีวีหลักๆ มาเป็นเวลานาน และรายการดังเดิมของบริษัท (เน้นไปที่รายการวาไรตี้และเกมโชว์ต่างจากช่องทีวีอื่นๆ ที่รายการที่ได้รับความนิยมส่วนใหญ่เป็นละคร) ก็ดีพอที่จะแย่งส่วนแบ่งผู้ชมและ TVR มาจากช่องทีวีใหญ่ รายการของบริษัทเป็นที่รู้จักกันอย่างดีโดยได้รับรางวัลหลายรางวัลทั้งจากองค์กรในประเทศและองค์กรต่างประเทศ เรามองว่าสถานะที่โดดเด่นของ WORK น่าจะสนับสนุนให้บริษัทมี TVR อย่างน้อยครึ่งหนึ่งของช่องทีวีชั้นนำ หรือประมาณ 1.5 (1.19 ในเดือน มี.ค. 2559)

อัตราค่าโฆษณาจะปรับขึ้น ความแตกต่างที่ไม่สมเหตุสมผลระหว่าง CPRP ของ WORK กับ CPRP ของช่องทีวีชั้นนำ และ TVR ที่เพิ่มขึ้นของบริษัท จะเปิดโอกาสให้ WORK ขึ้นอัตราค่าโฆษณา นอกจากนี้เรายังคาดว่า WORK จะได้ประโยชน์จากการขึ้นอัตราค่าโฆษณามากกว่าช่องทีวีรายเล็กอื่นๆ ประการแรก รายได้ 85% ของ WORK มาจากธุรกิจโทรทัศน์ ในขณะที่ธุรกิจโทรทัศน์สร้างรายได้ให้กับ RS เพียง 57% และ GRAMMY เพียง 50% ประการที่สอง เรตติ้งทีวีของบริษัทสูงกว่าเรตติ้งทีวีของอีก 2 ช่องข้างต้นอย่างมาก (RS 0.6 และ GRAMMY 0.2) และรายการของบริษัทก็โดดเด่นมากกว่า แนวโน้มเช่นนี้บ่งชี้ว่า WORK จะสามารถเพิ่ม TVR ซึ่งจะช่วยสนับสนุนให้อัตราค่าโฆษณาของบริษัทดีกว่า RS และ GRAMMY ประการสุดท้าย แม้ TVR ของ WORK สูงกว่าช่องทีวีเล็กๆ รายอื่น แต่ CPRP ของ WORK ต่ำที่สุด ดังนั้นบริษัทจึงมีโอกาสดังนั้นบริษัทจะมีอัตราค่าโฆษณาได้มากกว่าช่องทีวีอื่นๆ เราคาดว่าอัตราค่าโฆษณาของ WORK จะเพิ่มขึ้นเท่าตัวจากอัตราเฉลี่ย 35,000 บาท/นาทีก่อนปี 2558 สู่ 72,000 บาท/นาทีก่อนปี 2561

กำไรจะพุ่งขึ้นแรงใน 3 ปี กำไรของ WORK มีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้น เราคาดว่า EPS จะเติบโตเฉลี่ย 73% ต่อปีในระยะ 3 ปีข้างหน้า (ปี 2559-2561) โดยกำไรจะพุ่งขึ้นแรงจาก 163 ล้านบาทในปี 2558 สู่ 842 ล้านบาทในปี 2561 ปัจจัยสำคัญที่จะช่วยสนับสนุนให้กำไรเพิ่มขึ้น คือ 1) การขึ้นอัตราค่าโฆษณาหลายครั้งด้วยกัน เพื่อลดช่องว่างระหว่างอัตราค่าโฆษณาของบริษัทกับช่องทีวีชั้นนำ และ 2) ประโยชน์จากการมีส่วนสนับสนุนที่สูง เนื่องจากต้นทุนส่วนใหญ่ โดยเฉพาะต้นทุนรายการ เป็นต้นทุนคงที่ กำไรที่เพิ่มขึ้นจะช่วยหนุนให้ ROE ปรับตัวเพิ่มขึ้นจาก 7% ในปี 2558 สู่ 17% ในปี 2559

แนะนำ “ซื้อ” ด้วยราคาเป้าหมาย 55 บาท เราเริ่มต้นการวิเคราะห์หุ้น WORK ด้วยคำแนะนำ “ซื้อ” และราคาเป้าหมายที่คำนวณได้จากวิธี DCF ที่ 55 บาท (cost of equity 16% และ WACC 9%) ราคาหุ้นที่ปรับตัวลดลงมากในช่วง 3 เดือนที่ผ่านมาเปิดโอกาสให้ซื้อ ตลาดกังวลเกี่ยวกับการใช้จ่ายโฆษณาชะลอตัว และเหตุการณ์นี้อาจจะส่งผลทำให้ WORK ไม่สามารถขึ้นอัตราค่าโฆษณาได้ในตอนนี้ แต่เนื่องจาก CPRP ของบริษัทอยู่ในระดับต่ำเมื่อเทียบกับช่องทีวีชั้นนำ เราจึงยืนยันมุมมองของเราที่ว่า WORK จะขึ้นอัตราค่าโฆษณาได้อย่างต่อเนื่องในอนาคต หุ้น WORK ซื้อขายที่ PE ระดับสูง 39 เท่า อิงกับ EPS ปี 2559 แต่ดูถูกถ้าเราดูที่แนวโน้มการเติบโตของกำไรที่ 73% หรือคิดเป็น PEG ได้ที่ 0.5 เท่า

Forecasts and valuation

Year to 31 Dec	Unit	2014	2015	2016F	2017F	2018F
Revenue	(Btmn)	2,053	2,388	3,770	4,517	5,233
EBITDA	(Btmn)	362	768	1,044	1,265	1,520
Core profit	(Btmn)	(16)	163	445	581	842
Reported profit	(Btmn)	(16)	163	445	581	842
Core EPS	(Bt)	(0.06)	0.42	1.01	1.32	1.91
DPS	(Bt)	0.04	0.22	0.49	0.65	0.96
P/E, core	(x)	(638.3)	92.6	38.3	29.4	20.3
EPS growth, core	(%)	n.m.	n.m.	141.6	30.5	44.9
P/BV, core	(x)	4.7	5.1	4.3	3.7	3.2
ROE	(%)	(1.0)	6.8	12.8	13.9	17.0
Dividend yield	(%)	0.1	0.6	1.3	1.7	2.5
EV/EBITDA	(x)	23.2	21.0	16.6	14.4	11.6

Source: SCBS Investment Research

Financial statement

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	2014	2015	2016F	2017F	2018F
Total revenue	2,053	2,388	3,770	4,517	5,233
Cost of goods sold	(1,434)	(1,372)	(2,033)	(2,351)	(2,608)
Gross profit	619	1,015	1,737	2,167	2,624
SG&A	(661)	(754)	(1,225)	(1,460)	(1,630)
Other income	57	66	76	82	13
Interest expense	(101)	(132)	(76)	(124)	0
Pre-tax profit	(86)	195	512	664	1,008
Corporate tax	19	(45)	(115)	(152)	(176)
Equity a/c profits	52	14	50	70	71
Minority interests	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
Core profit	(16)	163	445	581	842
Extra-ordinary items	0	0	0	0	0
Net Profit	(16)	163	445	581	842
EBITDA	362	768	1,044	1,265	1,581
Core EPS (Bt)	(0.06)	0.42	1.01	1.32	1.91
Net EPS (Bt)	(0.06)	0.42	1.01	1.32	1.91
DPS (Bt)	0.04	0.22	0.49	0.65	0.96

Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	2014	2015	2016F	2017F	2018F
Total current assets	1,329	1,572	2,258	3,137	4,724
Total fixed assets	3,931	4,042	8,615	10,490	11,317
Total assets	5,260	5,614	10,873	13,628	16,041
Total loans	982	109	1,888	3,088	4,289
Total current liabilities	714	542	757	844	916
Total long-term liabilities	1	0	3	4	5
Total liabilities	3,510	2,786	6,996	9,059	10,587
Paid-up capital	266	417	427	436	445
Total equity	1,694	2,808	3,818	4,509	5,392
BVPS (Bt)	6.37	6.32	8.94	10.34	12.13

Cash Flow Statement (Btmn)

FY December 31	2014	2015	2016F	2017F	2018F
Core Profit	(16)	163	445	581	842
Depreciation and amortization	404	506	532	558	586
Operating cash flow	859	337	884	918	1,315
Investing cash flow	(917)	(1,280)	(2,007)	(1,571)	(1,180)
Financing cash flow	627	1,319	968	1,309	1,244
Net cash flow	568	376	(155)	656	1,379

Key Financial Ratios

	2014	2015F	2016F	2017F	2018F
Gross margin(%)	30.2	42.5	46.1	48.0	50.2
Operating margin(%)	(2.1)	11.0	13.6	15.6	19.0
EBITDA margin(%)	17.6	32.2	27.7	28.0	30.2
EBIT margin(%)	(2.1)	11.0	13.6	15.6	19.0
Net profit margin(%)	(0.8)	6.8	11.8	12.9	16.1
ROE (%)	(0.7)	4.6	8.8	8.7	9.7
ROA (%)	(0.4)	2.5	4.8	4.7	5.7
Net D/E (x)	0.6	0.4	0.5	0.7	0.8
Interest coverage (x)	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
Debt service coverage (x)	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
Payout Ratio (%)	n.m.	53.7	48.5	49.5	50.5

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15
Total revenue	702	427	679	640	641
Cost of goods sold	(477)	(282)	(386)	(366)	(338)
Gross profit	225	146	293	274	303
SG&A	(191)	(154)	(160)	(187)	(253)
Other income	9	16	10	(4)	44
Interest expense	(10)	(11)	(13)	(14)	(94)
Pre-tax profit	32	(3)	129	68	1
Corporate tax	(5)	2	(27)	(14)	(6)
Equity a/c profits	0	(10)	9	5	11
Minority interests	6	(1)	2	(1)	(1)
Core profit	33	(11)	113	59	(161)
Extra-ordinary items	0	0	0	0	0
Net Profit	33	(11)	113	59	5
EBITDA	153	113	264	220	170
Core EPS (Bt)	0.13	(0.04)	0.27	0.14	(0.37)
Net EPS (Bt)	0.13	(0.04)	0.27	0.14	(0.37)

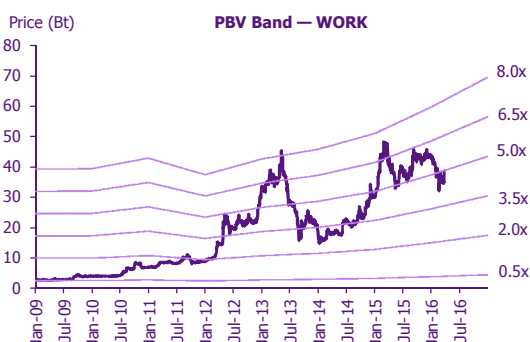
Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15
Total current assets	1,329	1,611	2,073	1,832	1,572
Total fixed assets	3,931	4,297	4,042	4,054	4,042
Total assets	5,260	5,909	6,115	5,886	5,614
Total loans	288	229	250	201	109
Total current liabilities	714	573	753	674	542
Total long-term liabilities	5	9	9	0	0
Total liabilities	3,510	3,098	3,213	3,034	2,786
Paid-up capital	266	298	417	417	417
Total equity	1,694	2,755	2,856	2,830	2,808
BVPS (Bt)	6.37	6.58	6.68	6.49	6.32

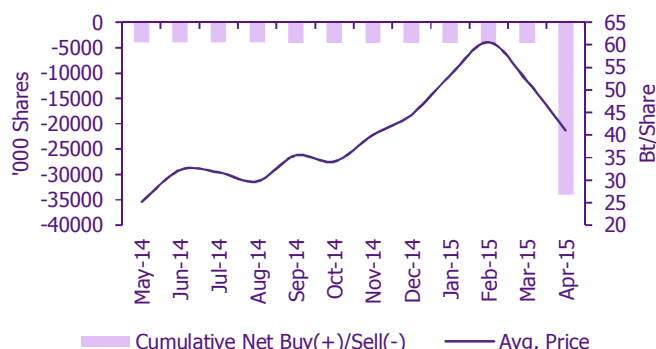
Main Assumptions

	2014	2015	2016F	2017F	2018F
Revenue breakdown (%)					
Television	95.3	89.9	90.6	91.5	91.9
Organizing concerts and shows	2.5	3.2	2.9	3.6	3.4
Others	2.2	6.9	6.5	4.9	4.7

PE Band Chart

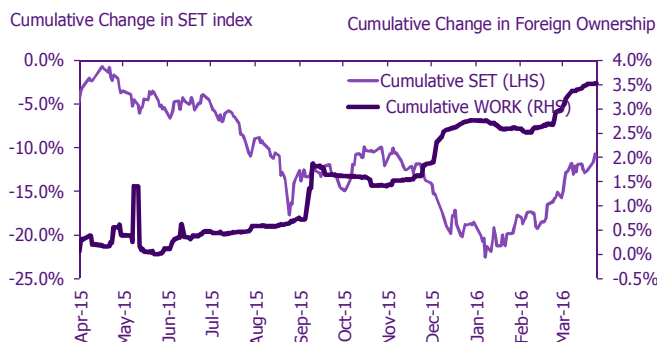


12-Month Cumulative directors trade



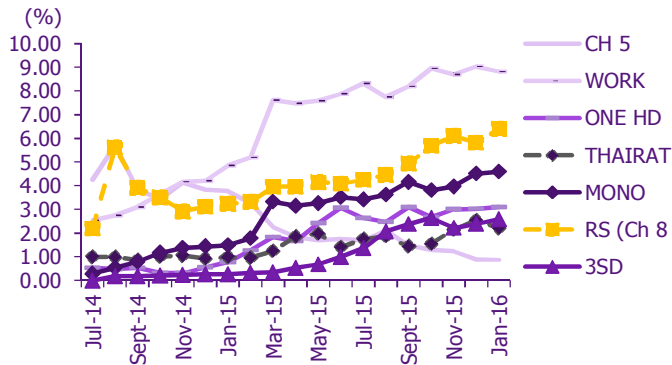
Source: SEC

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



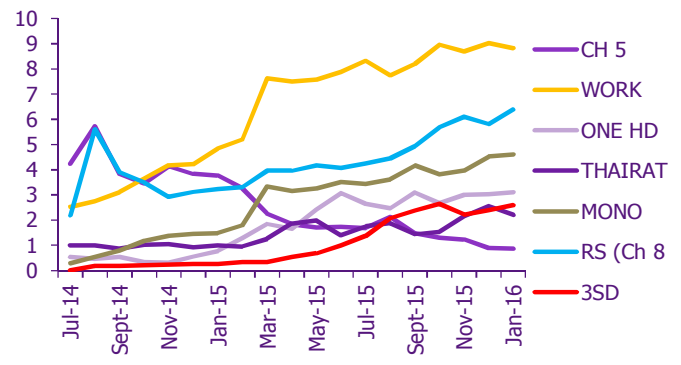
Source: SET, SCBS Investment Research

Figure 1: WORK is now ranked third in audience term



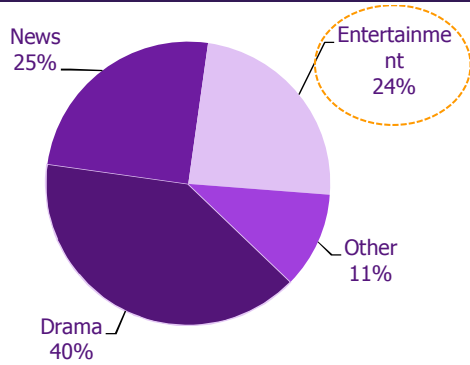
Source: Nielsen and SCBS Investment Research

Figure 2: WORK is now ranked third in TVR terms



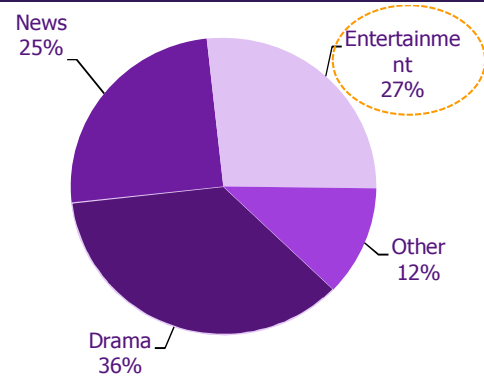
Source: Nielsen and SCBS Investment Research

Figure 3: Ad spending on entertainment content accounted for 24% in 2012



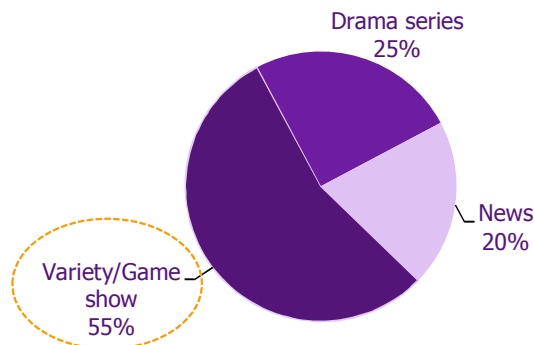
Source: Company and SCBS Investment Research

Figure 4: But this portion increased to 27% in 2015 as more and more people were lured away from drama



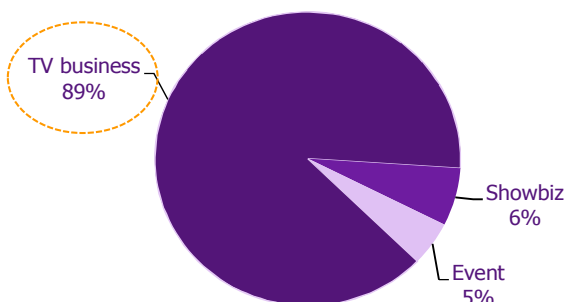
Source: Company and SCBS Investment Research

Figure 5: WORK's strength is variety and game shows, and it allocates most of its airtime to these



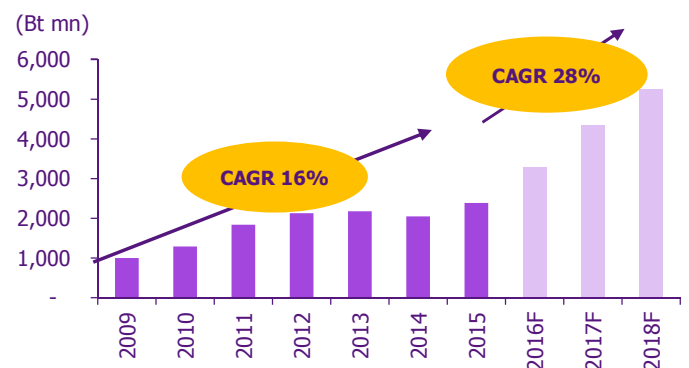
Source: Company and SCBS Investment Research

Figure 6: Most of revenue from TV business



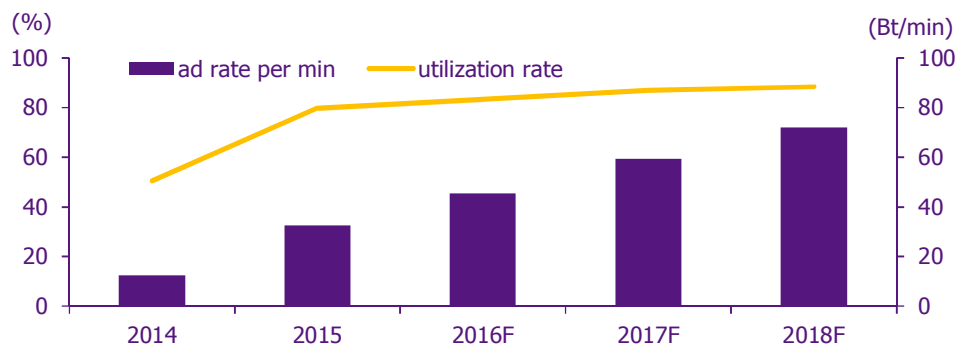
Source: Company and SCBS Investment Research

Figure 7: Ad rate hike drives stunning growth



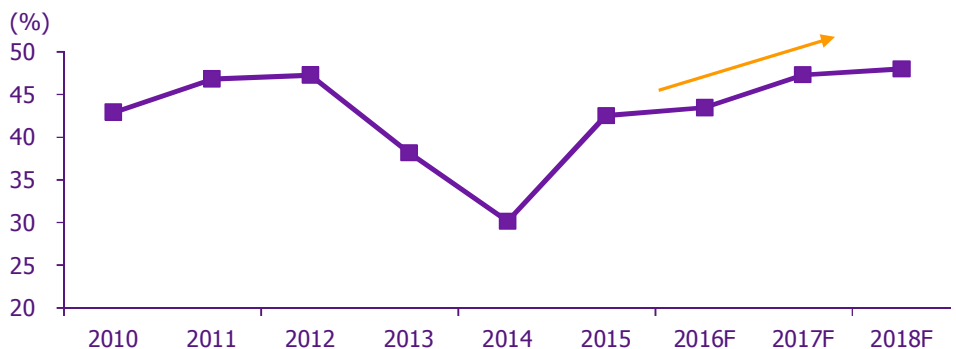
Source: Company and SCBS Investment Research

Figure 8: Ad rate and utilization will drive revenue in TV business



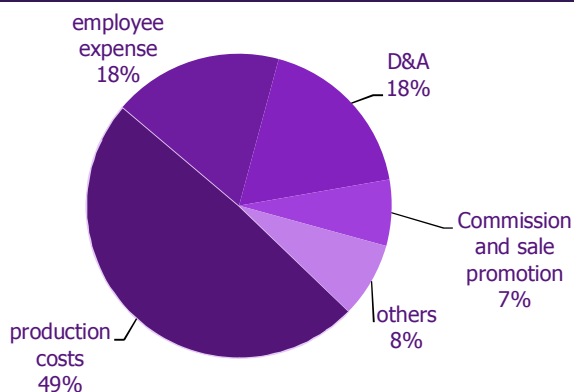
Source: Company and SCBS Investment Research

Figure 9: Fattening gross margin due to operating leverage



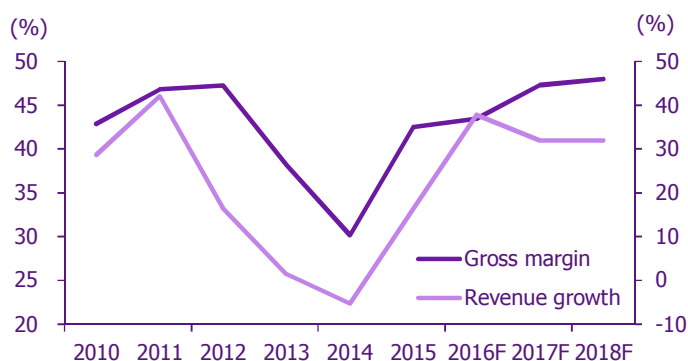
Source: Company and SCBS Investment Research

Figure 10: Most costs are fixed ...



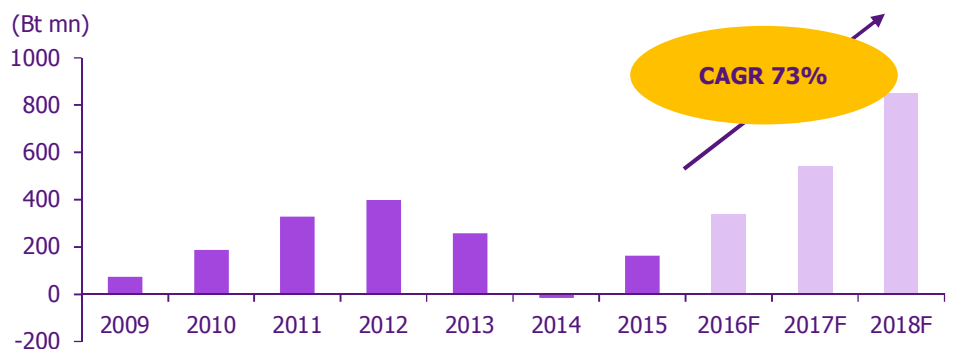
Source: Company and SCBS Investment Research

Figure 11: ...implying rising revenue translates into fatter margin



Source: Company and SCBS Investment Research

Figure 12: Earnings are on the stellar growth



Source: Company and SCBS Investment Research

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

เลือกซื้อหุ้นที่ดูน่าสนใจที่สุด: AAV

- เราเล็งเห็นปัจจัยบวก 2 อย่างสำหรับอุตสาหกรรมสายการบิน: จำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติที่เดินทางเข้ามาในประเทศไทยสูงสุดเป็นประวัติการณ์ และราคาน้ำมันเครื่องบินที่ลดลง
- AAV เป็นหุ้นที่ดูน่าสนใจมากที่สุดในประเด็นนี้ เราคาดว่าไตรมาส 1/59 จะเป็นไตรมาสที่ดีที่สุดของ AAV โดยกำไรปกติจะอยู่ที่ 550-600 ล้านบาท และปี 2559 จะเป็นปีที่ดีอีกปีหนึ่ง โดยกำไรปกติจะทำสถิติสูงสุดที่ 1.5 พันล้านบาท เพิ่มขึ้น 27% YoY

ปัจจัยบวก #1: นักท่องเที่ยวต่างชาติจะเดินทางเข้ามาในประเทศไทยสูงสุดเป็นประวัติการณ์ที่ 33 ล้านคนในปี 2559 ปี 2559 จะเป็นปีที่ดีอีกปีหนึ่งสำหรับอุตสาหกรรมท่องเที่ยวไทย โดยเราคาดว่านักท่องเที่ยวต่างชาติจะเดินทางเข้ามาในประเทศไทยสูงสุดเป็นประวัติการณ์อีกครั้งที่ 33 ล้านคน (+10% YoY) โดยมีประเทศจีนเป็นตลาดสำคัญ เราคาดว่าจะมีนักท่องเที่ยวจากจีนเดินทางเข้ามาในประเทศไทยจำนวน 9.5 ล้านคนในปี 2559 (+19% YoY) จาก 8.0 ล้านคนในปี 2558 การเปิดประชาคมเศรษฐกิจอาเซียน (AEC) ในเดือน ธ.ค. 2558 จะเป็นอีกปัจจัยช่วยสนับสนุนให้อุตสาหกรรมท่องเที่ยวไทยมีแนวโน้มเติบโตเพิ่มขึ้น เนื่องจากประชากรในกลุ่มประเทศ AEC มีจำนวนมากกว่า 600 ล้านคน และเศรษฐกิจที่กำลังเติบโตจะช่วยกระตุ้นให้มีการเดินทางภายในภูมิภาคเพิ่มมากขึ้น ทั้งนี้จำนวนหุ้นภายใต้การวิเคราะห์ของเรา เรามองว่า AAV อยู่ในตำแหน่งดีที่สุดที่จะได้ประโยชน์จาก AEC โดย AAV เริ่มให้บริการเที่ยวบินแรกสู่ลาว (กรุงเทพฯ-หลวงพระบาง) เมื่อวันที่ 24 มี.ค. และเส้นทางบินนี้จะทำให้ AAV มีเครือข่ายเส้นทางบินครอบคลุมกลุ่มประเทศ CLMV อย่างสมบูรณ์ ปัจจุบันตลาด AEC คิดเป็นสัดส่วน 15-20% ของรายได้ของ AAV (โดยกลุ่มประเทศ CLMV คิดเป็นสัดส่วน ~8%) และบริษัทตั้งใจเพิ่มสัดส่วนรายได้จากตลาด AEC สู่ 27% เพื่อให้สมดุลกับตลาดจีนที่คิดเป็นสัดส่วน ~20-25% ของรายได้ทั้งหมด AAV มีสัดส่วนรายได้จากตลาด AEC สูงกว่า THAI ที่ ~10% และ NOK ที่ ~5%

ปัจจัยบวก #2: ต้นทุนน้ำมันเครื่องบินลดลง แม้ราคาน้ำมันจะมีการปรับขึ้นมาบ้างแล้ว แต่ราคาน้ำมันเครื่องบินเฉลี่ย YTD (41 ดอลลาร์สหรัฐ/บาร์เรล) ยังคงลดลง 40% YoY และ 25% QoQ และต่ำกว่าสมมติฐานปี 2559 ของเราที่ 57 ดอลลาร์สหรัฐ/บาร์เรล ผู้ประกอบการสายการบินทำสัญญาซื้อน้ำมันเครื่องบินล่วงหน้าในระดับ 30-50% ของปริมาณน้ำมันเครื่องบินที่ใช้ในปีนี้ ที่ราคา 60-70 ดอลลาร์สหรัฐ/บาร์เรล (ต่ำกว่าราคาที่ทำสัญญาซื้อน้ำมันเครื่องบินล่วงหน้าเฉลี่ยในปี 2558) ดังนั้นเราคาดว่าต้นทุนน้ำมันเครื่องบินโดยเฉลี่ยของผู้ประกอบการสายการบินจะลดลงทั้ง YoY และ QoQ และประโยชน์จากราคาน้ำมันเครื่องบินที่ลดลงจะเริ่มสะท้อนให้เห็นในผลการดำเนินงานไตรมาส 1/59

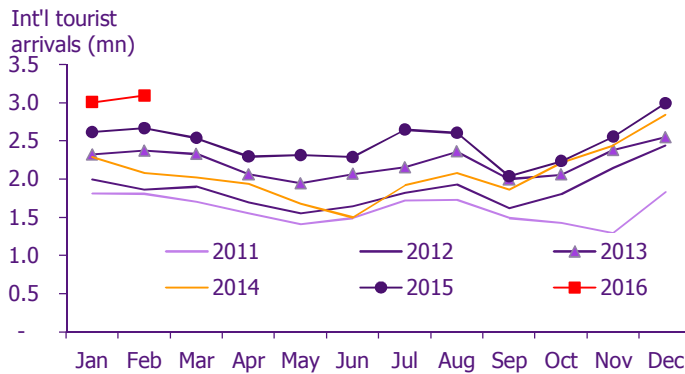
AAV คือตัวเลือกที่ดีที่สุดในสถานการณ์เช่นนี้ ในกลุ่มสายการบิน เรามองว่า AAV เป็นหุ้นที่น่าจะได้ประโยชน์มากที่สุดจากการรวมอุตสาหกรรมที่เป็นบวก เราคาดว่าไตรมาส 1/59 จะเป็นไตรมาสที่ดีที่สุดในปีของ AAV โดยกำไรปกติจะอยู่ที่ 550-600 ล้านบาท และปี 2559 จะเป็นปีที่ดีอีกปีหนึ่ง โดยกำไรปกติจะทำสถิติสูงสุดที่ 1.5 พันล้านบาท เพิ่มขึ้น 27% YoY ขณะที่ปัจจุบัน NOK อยู่ในสถานการณ์ที่ยากลำบาก เพราะได้รับผลกระทบจากการประท้วงของนักบิน, การขาดแคลนนักบิน, และการยกเลิกเที่ยวบิน โดยบริษัทกำลังดำเนินการแก้ไขปัญหาเหล่านี้ แต่ไม่สามารถระบุเวลาที่ชัดเจนได้ว่าสถานการณ์จะกลับคืนสู่ภาวะปกติเมื่อใด ดังนั้นเราจึงมองว่าประเด็นนี้จะเป็นปัจจัยที่คอยกดดันราคาหุ้น NOK ต่อไป ราคาหุ้น THAI ที่ปรับตัวขึ้นแรงถึง 13% ในเดือนที่ผ่านมา สะท้อนการคาดการณ์ค่อนข้างสูงของตลาดว่าผลการดำเนินงานจะฟื้นตัวดีขึ้น เรายังคงมุมมองความระมัดระวังและเชื่อว่าการปรับปรุงการดำเนินงานและฟื้นฟูผลประกอบการผ่านทางแผนปฏิรูปของ THAI จะต้องใช้เวลา โดยเฉพาะอย่างยิ่งท่ามกลางสภาพแวดล้อมที่ท้าทายจากการแข่งขันที่รุนแรงของสายการบินต้นทุนต่ำ

การแก้ไขประเด็น ICAO: จะเริ่มออกใบรับรองผู้ดำเนินการเดินอากาศใหม่ในเดือน มิ.ย. สำนักงานการบินพลเรือนแห่งประเทศไทย (กพท.) วางแผนออกใบรับรองผู้ดำเนินการเดินอากาศใหม่ในเดือน มิ.ย. โดยจะเริ่มต้นด้วยผู้ประกอบการสายการบิน 28 สายการบินที่ทำการบินระหว่างประเทศก่อน กพท. คาดว่าการออกใบรับรองผู้ดำเนินการเดินอากาศใหม่จะแล้วเสร็จในปี 2560 และหวังว่าหลักฐานที่ช่วยยืนยันถึงมาตรฐานความปลอดภัยที่ดีขึ้นจะสนับสนุนให้องค์การการบินพลเรือนระหว่างประเทศ (ICAO) ปลดล็อกธงแดงประเทศไทย

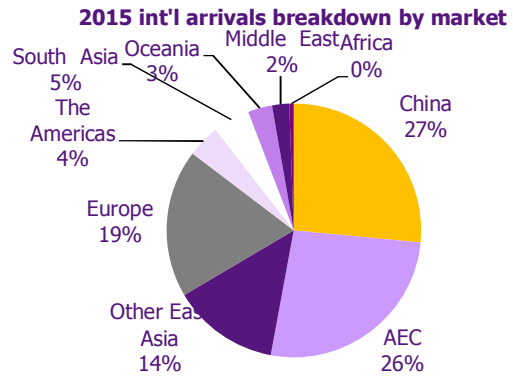
Valuation summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F
AAV	Buy	5.30	6.5	24.1	21.6	17.0	13.8	n.m.	27	23	1.3	1.2	1.1	6	7	9	1.9	1.5	1.8	8.3	6.9	5.7
NOK	Buy	7.00	9.5	35.7	n.m.	n.m.	17.0	(120)	79	n.m.	1.4	1.6	1.4	(30)	(7)	9	0.0	0.0	2.9	(0.6)	23.8	6.1
THAI	Neutral	13.60	11.0	(19.1)	n.m.	n.m.	13.9	77	95	n.m.	1.1	1.1	1.0	(14)	(1)	7	0.0	0.0	1.8	10.1	7.6	6.9
Average					21.6	17.0	14.9	(22)	67	23	1.3	1.3	1.2	(13)	(0)	8	0.6	0.5	2.2	5.9	12.7	6.2

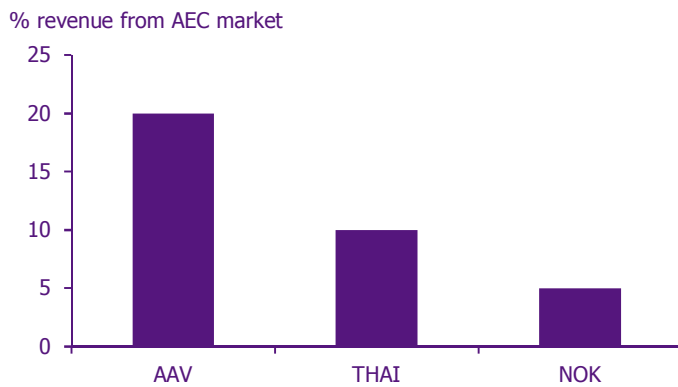
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: Robust Thai tourism

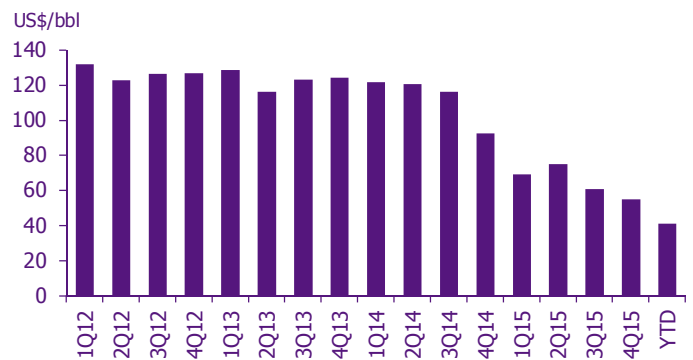
Source: Department of Tourism, Thailand and SCBS Investment Research

Figure 2: Thai tourism breakdown

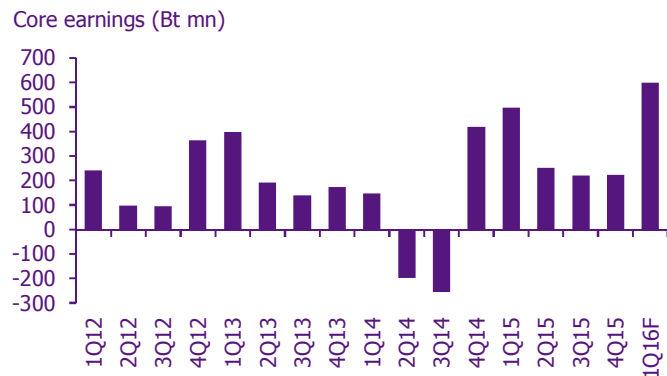
Source: Department of Tourism, Thailand and SCBS Investment Research

Figure 3: AAV has the highest exposure in AEC

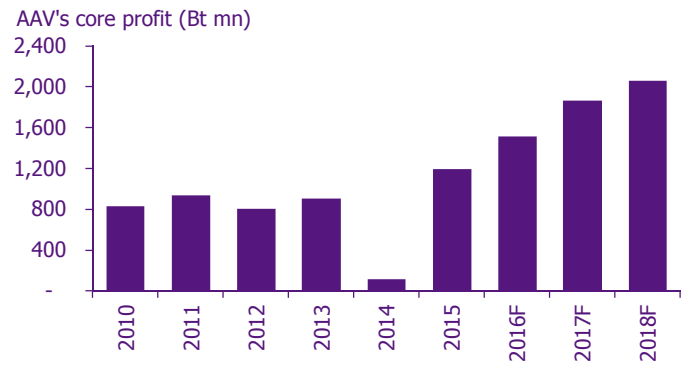
Source: Company data, SCBS Investment Research

Figure 4: Low jet fuel price

Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

Figure 5: 1Q16 to be the strongest quarter for AAV

Source: Company data, SCBS Investment Research

Figure 6: AAV's earnings on the way up

Source: Company data, SCBS Investment Research

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

ปรับตัวเล็กน้อย ด้วย valuation ที่น่าสนใจ

- ผลการดำเนินงานของกลุ่มธนาคารมีแนวโน้มอ่อนแอต่อเฟื่องในปี 2559 โดยเกิดจากการตั้งสำรองตามหลักความระมัดระวังเพื่อรองรับ NPL ที่เพิ่มขึ้น สินเชื่อฟื้นตัวดีขึ้นเล็กน้อย NIM ทรงตัว และรายได้ที่มีใช้ดอกเบี้ยเติบโตน้อยลง
- Valuation น่าสนใจน้อยลงหลังจากราคาหุ้นปรับตัวในระลอกนี้ เรายังคงเลือก KBANK เป็น top pick

ผลประกอบการไตรมาส 4/58: มีเซอร์ไพรส์เชิงบวกเล็กน้อยเกี่ยวกับ NIM และคุณภาพสินทรัพย์ปรับตัวดีขึ้น กำไรสุทธิไตรมาส 4/58 ของกลุ่มธนาคารลดลง 12% YoY และ 3% QoQ เป็นไปตามที่ SCBS คาด แต่สูงกว่าตลาดคาดอยู่ 9% ผลประกอบการไตรมาส 4/58 โดยรวมสะท้อนถึง 1) คุณภาพสินทรัพย์ที่ปรับตัวดีขึ้น QoQ โดย NPL ลดลง (-6% QoQ หลักๆ เกิดจากการตัดจำหน่ายหนี้สูญ), อัตราส่วนค่าเผื่อหนี้สงสัยจะสูญต่อสินเชื่อรวมปรับตัวลดลง (-0.56% หลักๆ เป็นเพราะไม่มีการตั้งสำรองพิเศษสำหรับสินเชื่อ SSI เกิดขึ้นอีก), และ LLR coverage เพิ่มขึ้น (130% เทียบกับ 122% ณ ไตรมาส 3/58); 2) สินเชื่อที่ขยายตัวเพิ่มขึ้น (+2.4% QoQ) หลักๆ เกิดจากโครงการปล่อยสินเชื่อดอกเบี้ยต่ำให้แก่ธุรกิจ SME และสินเชื่อรายย่อย; 3) รายได้ที่มีใช้ดอกเบี้ยที่ลดลง QoQ (-14% QoQ) หลักๆ เกิดจากรายได้สุทธิจากธุรกิจประกันภัย; และ 4) อัตราส่วนต้นทุนต่อรายได้ที่เพิ่มขึ้น QoQ จากปัจจัยฤดูกาล และค่าใช้จ่ายพิเศษจากการด้อยค่าระบบไอทีของ KBANK

ตั้งสำรองจำนวนมากอย่างต่อเนื่อง เราคาดว่าในปี 2559 อัตราส่วนค่าเผื่อหนี้สงสัยจะสูญต่อสินเชื่อรวมของกลุ่มธนาคารจะยังอยู่ในระดับสูงที่ 1.24% แม้ต่ำกว่าระดับ 1.38% ในปี 2558 (สูงที่สุดนับตั้งแต่ปี 2551) เนื่องจากเราคาดว่า NPL จะเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง โดยส่วนใหญ่จะเกิดจากสินเชื่อ SME แต่จะเพิ่มขึ้นในอัตราที่ชะลอตัวลงจากปี 2558

สินเชื่อจะฟื้นตัวเล็กน้อย เราคาดว่าอัตราการขยายตัวของสินเชื่อจะค่อยๆ ฟื้นตัวเพิ่มขึ้นสู่ 5% ในปี 2559 เทียบกับ 4% ในปี 2558 สอดคล้องกับการคาดการณ์ที่ว่าอัตราการขยายตัวของ GDP ของประเทศไทยจะฟื้นตัวดีขึ้นสู่ระดับ 3.0-3.5% ในปี 2559 จากฐานต่ำที่ 2.8% ในปี 2558 หลักๆ จะได้รับปัจจัยกระตุ้นจากการลงทุนภาครัฐ เนื่องจากการส่งออกยังไม่มีแนวโน้มที่จะฟื้นตัวมากนัก

NIM จะอยู่ในระดับทรงตัว เราคาดว่า NIM จะอยู่ในระดับทรงตัวในปี 2559 เราคาดว่าต้นทุนเงินทุนจะลดลงอีกไม่มากนัก เนื่องจากแคมเปญเงินฝากส่วนใหญ่มีการปรับอัตราดอกเบี้ยลดลงหรือสิ้นสุดลง เราเชื่อว่า NIM ของธนาคารส่วนใหญ่ทำจุดสูงสุดไปแล้วในไตรมาส 4/58

รายได้ที่มีใช้ดอกเบี้ยจะเติบโตในอัตราชะลอตัว โดยมีสาเหตุหลักมาจากฐานที่ใหญ่ขึ้น และรายได้ค่าธรรมเนียมเกี่ยวกับสินเชื่อและรายได้จากธุรกิจประกันที่เติบโตในอัตราชะลอตัวลงอย่างต่อเนื่อง เราคาดว่ารายได้ค่าธรรมเนียมจากธุรกิจ bancassurance จะเติบโตน้อยลงในปีนี้ เนื่องจากการยากที่จะออกผลิตภัณฑ์ออมทรัพย์ที่น่าสนใจในภาวะที่ผลตอบแทนพันธบัตรปรับตัวลดลง

Valuation ไม่น่าสนใจอีกต่อไปหลังจากราคาหุ้นปรับตัวในระลอกนี้ การปรับตัวเพิ่มขึ้น 20% ของ SETBANK จากระดับต่ำสุดในรอบ 3 ปีในเดือน ม.ค. ทำให้ valuation ของกลุ่มธนาคารดูน่าสนใจน้อยลงที่ PER 10 เท่า เทียบกับอัตราเติบโตของ EPS ที่ 8% และ PBV 1.1 เท่า เทียบกับ ROE 12% ในภาวะเศรษฐกิจชะลอตัว แม้ราคาหุ้นยังต่ำกว่ามูลค่าอยู่เล็กน้อย

ยังคงเลือก KBANK เป็น top pick ของกลุ่มธนาคาร เรายังคงเลือก KBANK เป็น top pick ของกลุ่มธนาคาร โดยได้รับปัจจัยหนุนจากสินเชื่อและรายได้ที่มีใช้ดอกเบี้ยที่มีแนวโน้มเติบโตสูงกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่มธนาคาร ประกอบกับค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานจะเติบโตน้อยลงหลังจากทำโครงการ K-transformation เสร็จในปีที่ผ่านมา เราเชื่อว่า valuation ปัจจุบันที่ระดับ -2SD ของค่าเฉลี่ยในอดีต สะท้อน NPL ที่มีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้น โดยเฉพาะ NPL จากสินเชื่อ SME ไปค่อนข้างมากแล้ว

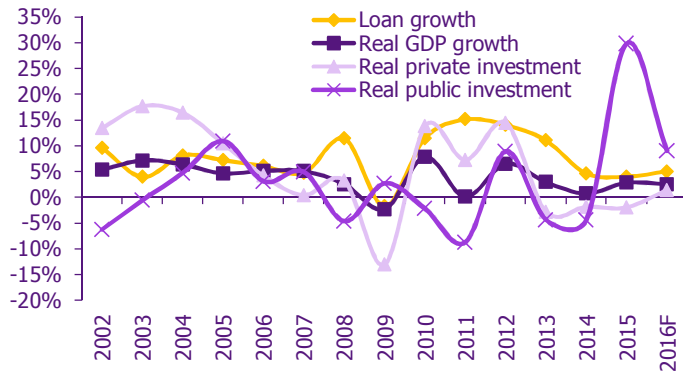
Valuation Summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)		
					15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F
BAY	Sell	33.75	30.0	(8.5)	13.3	11.7	10.2	9	14	14	1.3	1.2	1.1	12	11	11	2.3	2.6	2.9
BBL	Buy	177.00	190.0	11.1	9.9	9.5	8.9	(6)	4	7	0.9	0.9	0.8	10	10	10	3.7	3.8	4.0
KBANK	Buy	173.50	200.0	18.2	10.5	9.9	8.9	(14)	7	11	1.5	1.3	1.2	15	14	14	2.6	2.9	3.3
KKP	Neutral	45.50	42.0	(1.8)	11.6	10.1	9.0	25	15	12	1.0	1.0	0.9	9	10	11	6.6	5.9	6.7
KTB	Buy	18.50	20.0	12.6	9.1	8.3	7.3	(14)	9	13	1.1	1.0	0.9	12	12	13	4.1	4.5	5.0
LHBANK	Sell	1.90	1.4	(24.2)	15.7	14.1	13.4	33	11	5	1.4	1.3	1.3	10	10	10	1.9	2.1	2.2
TCAP	Buy	37.50	42.0	16.3	8.8	7.7	7.1	6	15	9	0.9	0.8	0.8	10	11	11	4.3	4.3	4.3
TISCO	Neutral	47.75	48.0	5.5	9.0	7.9	7.6	0	13	5	1.4	1.2	1.1	16	16	15	5.0	5.0	5.2
TMB	Neutral	2.48	2.6	7.8	11.6	10.2	8.7	(2)	14	18	1.4	1.3	1.2	13	13	14	2.6	2.9	3.5
Average					11.0	9.9	9.0	(9)	8	10	1.2	1.1	1.1	12	12	12	3.7	3.8	4.2

Source: SCBS Investment Research

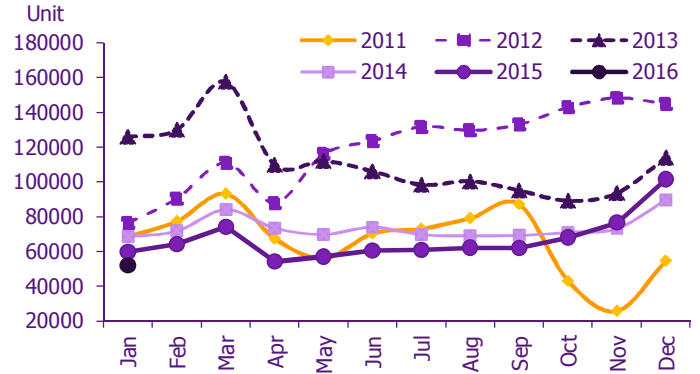
หมายเหตุสำคัญ: บริษัทหลักทรัพย์ ไทยพาณิชย์ จำกัด (SCBS) เป็นบริษัทย่อยที่ธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) (SCB) ถือหุ้นทั้งหมด ข้อมูลใด ๆ ที่เกี่ยวข้องกับ SCB มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ในการเปรียบเทียบเท่านั้น

Figure 1: Loans vs. GDP & investment growth



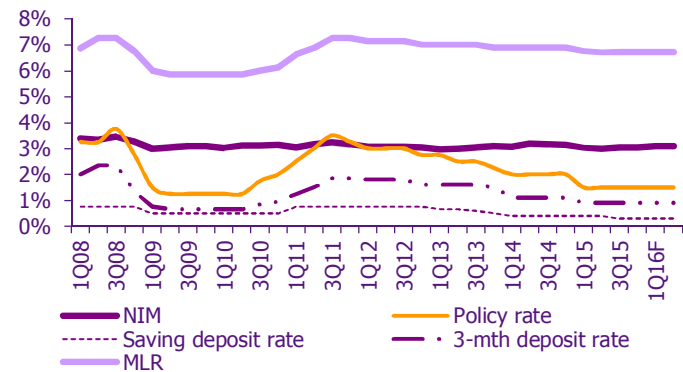
Source: NESDB, SCB EIC and SCBS Investment Research

Figure 2: Domestic car sales



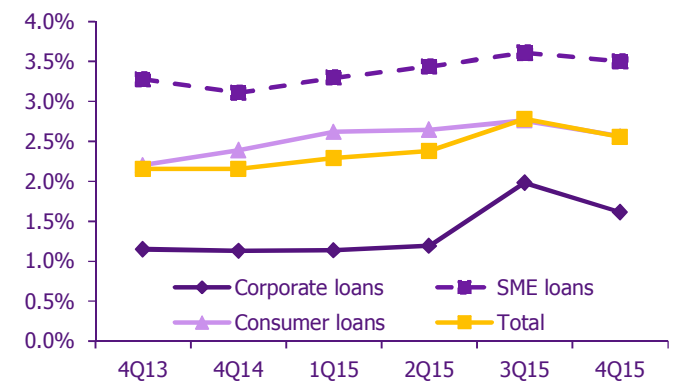
Source: Toyota (Thailand) and SCBS Investment Research

Figure 3: NIM and interest rates



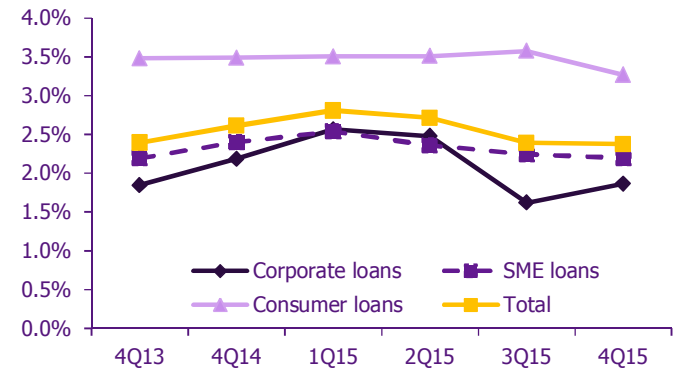
Source: SCBS Investment Research

Figure 4: NPL ratio by segment



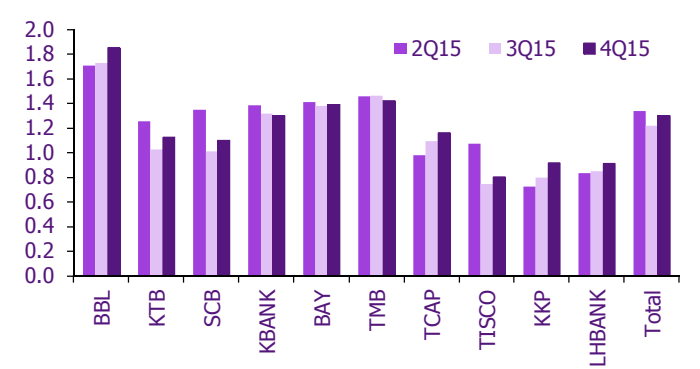
Source: NESDB and SCBS Investment Research

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

ได้รับปัจจัยหนุนจากมาตรการของรัฐบาล

- ความเชื่อมั่นผู้บริโภคอาจจะได้รับปัจจัยหนุนจากมาตรการกระตุ้นที่รัฐบาลจะออกมาเพิ่มเติมใน เดือน เม.ย.
- ยอดขายสาขาเดิมของกลุ่มพาณิชย์พลิกกลับเป็นบวกในช่วง 2 เดือนแรกปี 59 และจะปรับตัวดีขึ้นอย่างต่อเนื่องตลอดปี โดยเกิดจากฐานต่ำและความพยายามของรัฐบาลในการกระตุ้นการอุปโภคบริโภค
- Top picks: ROBINS (ได้ประโยชน์จากมาตรการกระตุ้นและ PE ต่ำ) และ GLOBAL (กำไรแข็งแกร่ง)

สรุปผลประกอบการไตรมาส 4/58 กำไรปกติของกลุ่มพาณิชย์เติบโต 12% YoY เนื่องจากการขยายสาขาช่วยชดเชยยอดขายสาขาเดิมที่หดตัวลง ในขณะที่ EBIT margin ที่อยู่ในระดับทรงตัว ยอดขายสาขาเดิมหดตัวลง -0.8% ในไตรมาส 4/58 (เทียบกับ -0.5% ในไตรมาส 4/57 และ -2.6% ในไตรมาส 3/58) ดีขึ้น QoQ จากความเชื่อมั่นที่ปรับตัวดีขึ้น และมาตรการกระตุ้นการใช้จ่าย 7 วันในเดือน ธ.ค.ของรัฐบาล EBIT margin ของกลุ่มพาณิชย์อยู่ที่ 8.2% ทรงตัว YoY

ความเชื่อมั่นผู้บริโภค ดัชนีความเชื่อมั่นผู้บริโภคเพิ่มขึ้นในเดือน ต.ค.-ธ.ค. 2558 โดยได้รับปัจจัยหนุนจากมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจชุดใหม่ของรัฐบาล คือ มาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจวงเงิน 1.36 แสนล้านบาทในเดือน ก.ย. และมาตรการลดหย่อนภาษีเพื่อมอบเป็นของขวัญให้แก่ประชาชนในเดือน ธ.ค. อย่างไรก็ตาม ดัชนีความเชื่อมั่นผู้บริโภคปรับตัวลดลงในเดือน ม.ค.-ก.พ. 2559 สะท้อนความกังวลเกี่ยวกับภัยแล้งและเศรษฐกิจที่เปราะบาง ปัจจุบันรัฐบาลกำลังพิจารณาออกมาตรการกระตุ้นชุดใหม่ในเดือน เม.ย. ถ้ามีมาตรการชุดใหม่ออกมา ความเชื่อมั่นก็จะปรับตัวเพิ่มขึ้นอีกครั้งในไตรมาส 2/59

มาตรการกระตุ้น #1: วงเงิน 1.36 แสนล้านบาทตั้งแต่เดือน ก.ย. ตั้งแต่เดือน ก.ย. 2558 รัฐบาลได้เบิกจ่ายงบประมาณกระตุ้นเศรษฐกิจวงเงิน 1.36 แสนล้านบาท ซึ่งประกอบด้วยกองทุนหมู่บ้านวงเงิน 6 หมื่นล้านบาท, เร่งรัดการใช้จ่ายสู่ระดับล่างวงเงิน 3.6 หมื่นล้านบาท, และเร่งใช้จ่ายงบประมาณในโครงการลงทุนขนาดเล็กวงเงิน 4 หมื่นล้านบาท โดยรัฐบาลเบิกจ่ายงบประมาณดังกล่าวไปแล้ว 8.4 หมื่นล้านบาท (62%) ในระหว่างเดือน ก.ย. 2558-ก.พ. 2559 และที่เหลือจะเบิกจ่ายในปี 2559 การใช้จ่ายภาครัฐต้องใช้ระยะเวลาก่อนจะช่วยกระตุ้นการใช้จ่ายอุปโภคบริโภค ซึ่งหมายความว่าเราจะเห็นการอุปโภคบริโภคปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างแท้จริงในปี 2559

มาตรการกระตุ้น #2: ลดหย่อนภาษีค่าซื้อสินค้าและบริการในเดือน ธ.ค. ในเดือน ธ.ค.รัฐบาลเห็นชอบให้ผู้เสียภาษีสามารถนำค่าซื้อสินค้าและบริการตั้งแต่วันที่ 25-31 ธ.ค. มาหักลดหย่อนภาษีเงินได้ไม่เกิน 15,000 บาท สมาคมผู้ค้าปลีกไทยประเมินว่ามาตรการนี้ช่วยหนุนให้การใช้จ่ายปรับตัวเพิ่มขึ้น ~20% หรือ 2.5 หมื่นล้านบาทจากผู้เสียภาษี 3 ล้านคนในช่วงที่มีแคมเปญนี้ เราสำรวจจรรยาบรรณค้าปลีกและพบว่าร้านขายสินค้าฟุ่มเฟือยได้ประโยชน์จากมาตรการนี้มากกว่าร้านขายสินค้าอุปโภคบริโภคทั่วไป เราคำนวณได้ว่าแคมเปญนี้ช่วยหนุนให้ยอดขายสาขาเดิมของกลุ่มพาณิชย์เติบโตเพิ่มขึ้นอีก 0.5-1.0% ในไตรมาส 4/58

มาตรการกระตุ้น #3: มาตรการใหม่ที่คาดว่าจะออกในเดือน เม.ย. ในเดือน เม.ย. รัฐบาลวางแผนกระตุ้นการใช้จ่ายช่วงสงกรานต์เป็นเวลา 2 สัปดาห์ ซึ่งประกอบด้วยมาตรการลดหย่อนภาษีไม่เกิน 15,000 บาทสำหรับค่าอาหารและค่าเดินทางท่องเที่ยว และแจกเงิน 1,000 บาทให้กับข้าราชการระดับล่าง-กลาง (มูลค่า 1.5 หมื่นล้านบาท) มาตรการนี้จะช่วยกระตุ้นความเชื่อมั่นและยอดขายสาขาเดิมสำหรับบริษัทที่เน้นขายสินค้าให้ผู้เสียภาษีและข้าราชการในต่างจังหวัด

กลุ่มพาณิชย์: ดีขึ้นตั้งแต่ต้นปีถึงปัจจุบัน และปี 2559 จากการสำรวจของเราพบว่า ในช่วง 2 เดือนแรกปี 59 ยอดขายสาขาเดิมของกลุ่มพาณิชย์ปรับตัวดีขึ้นที่ +1.3% YoY (เทียบกับ -1% ในไตรมาส 1/58 และไตรมาส 4/58) โดยยอดขายสาขาเดิมของผู้ประกอบการทุกรายเป็นบวก ในช่วง 2 เดือนแรกปี 59 ROBINS และ HMPRO น่าจะรายงานยอดขายสาขาเดิมเติบโตดีที่สุดที่ 3% YoY ในขณะที่บริษัทอื่นๆ รายงานยอดขายสาขาเดิมเติบโต 0-1% YoY ในปี 2559 เราคาดว่ายอดขายสาขาเดิมของกลุ่มพาณิชย์จะฟื้นตัวกลับมาเติบโต 1.5% จากฐานต่ำ (-1.1% ในปี 2557 และ -1.2% ในปี 2558) และการอุปโภคบริโภคที่เพิ่มขึ้น ซึ่งเมื่อรวมกับ EBIT margin ที่สูงขึ้นและสาขาที่เพิ่มขึ้นแล้ว จะช่วยสนับสนุนให้กำไรของกลุ่มพาณิชย์เติบโต 19% ในปี 2559

Top picks: ROBINS และ GLOBAL ROBINS เป็น top pick ตัวแรกของเรา เนื่องจาก: 1) ROBINS จะเป็นบริษัทหลักๆ ที่ได้รับประโยชน์จากมาตรการกระตุ้นที่รัฐบาลจะออกมาใหม่ในเดือน เม.ย. หลังจากได้รับประโยชน์มากที่สุดจากมาตรการกระตุ้นในเดือน ธ.ค.ปีก่อน; 2) Valuation น่าสนใจ โดยซื้อขายที่ PE ปี 2559 ระดับ 22 เท่า (ต่ำสุดในกลุ่มพาณิชย์) และ PER ปี 2559 ระดับ 1.3 เท่า (ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่มพาณิชย์ที่ 1.4 เท่า) GLOBAL เป็นหุ้น top pick อันดับสองของเรา ถ้าไรที่มีแนวโน้มเติบโตอย่างมากในไตรมาส 1/59 และปี 2558 และมาตรการที่เข้มงวดมากขึ้นเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการจะเป็นปัจจัยกระตุ้นราคาหุ้นระยะสั้น

Valuation summary

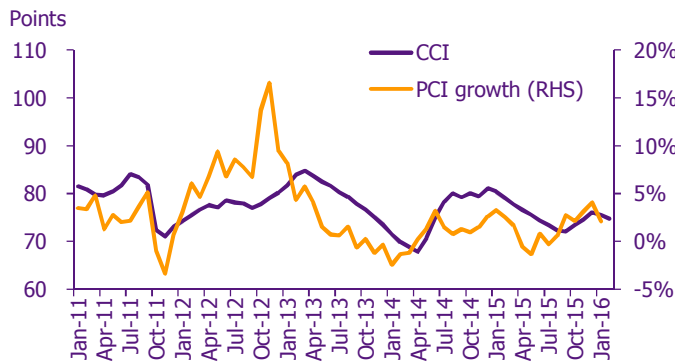
	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F
BIGC	Neutral	251.00	225.0	(9.2)	30.0	25.9	23.5	(5)	16	10	4.4	3.9	3.5	16	16	16	1.0	1.2	1.3	16.8	15.0	13.5
CPALL	Buy	44.50	58.0	32.4	29.2	24.1	19.5	39	21	24	9.6	8.0	6.4	36	36	36	2.0	2.1	2.6	17.2	15.9	13.9
GLOBAL	Buy	8.95	12.9	44.3	37.7	30.3	25.1	24	25	21	2.2	2.1	1.9	6	7	8	0.5	0.2	0.2	19.0	16.2	13.9
HMPRO	Neutral	8.10	8.2	4.3	30.4	26.8	23.6	6	14	13	6.3	6.1	5.7	21	23	25	3.1	3.1	3.1	15.4	13.9	12.6
MAKRO	Buy	33.50	48.0	45.3	29.9	24.7	21.0	9	21	18	11.3	9.7	7.6	40	42	41	2.5	2.0	2.1	18.6	15.8	13.7
ROBINS	Buy	49.75	57.0	16.9	25.7	21.9	18.9	12	17	16	3.8	3.5	3.2	16	17	18	2.0	2.3	2.7	12.6	11.4	10.5
Average					30.5	25.6	21.9	14	19	17	6.3	5.5	4.7	22	24	24	1.9	1.8	2.0	16.6	14.7	13.0

Source: SCBS Investment Research

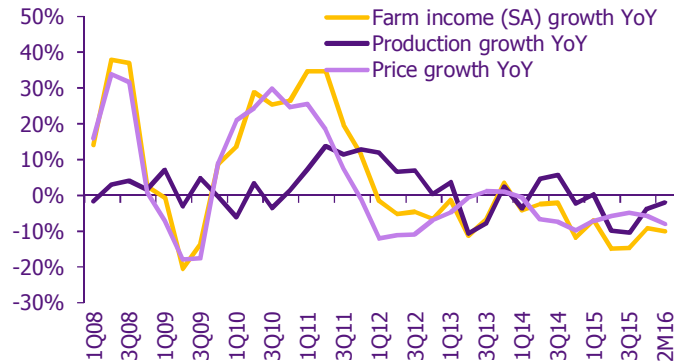
Figure 1: Series of government stimulus to boost domestic consumption

Stimulus package	Size (Btbn)	Disbursement (Btbn)		Disbursement (%)
		Sep-Dec 15	Jan-Feb 16	
Stimulus package of Bt136bn since Sep 2015				
1) Soft loan via the village fund program	60.0	41.6	6.1	47.7
2) Quick-spending budget for local government (Bt5mn per sub-district)	36.0	0.8	6.1	6.9
3) Local government mini investment projects (Bt1mn per project)	40.0	6.9	22.5	29.4
Total	136.0	49.3	34.7	84.0
Stimulus package in Dec 2015				
1) tax deduction up to Bt15,000 for purchases made from Dec 25-31				
Potential new stimulus package in Apr 2016				
1) tax deduction up to Bt15,000 for dining and travel expenses				
2) Bt1,000 cash handout to low-and middle-ranking state officials	15.0			

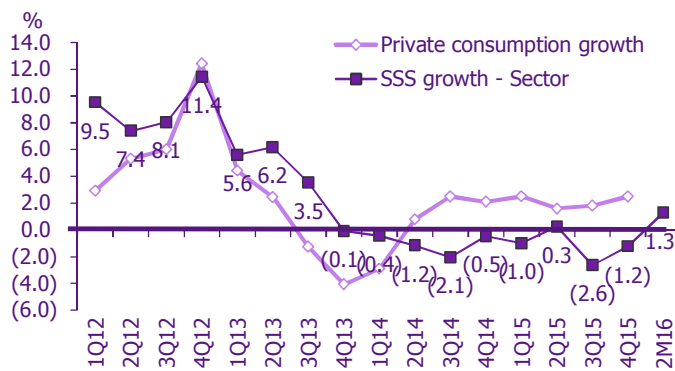
Source: SCBS Investment Research

Figure 2: The Consumer Confidence Index (CCI) and private consumption index (PCI) growth

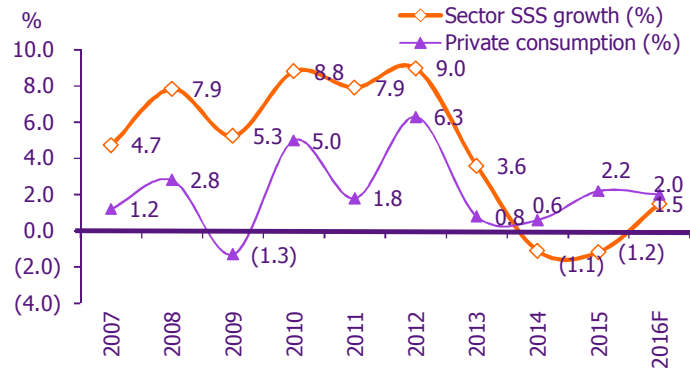
Source: UTCC, BoT, and SCBS Investment Research

Figure 3: Farm income still low, mainly pulled down by both weaker agricultural price and production

Source: OAE and SCBS Investment Research

Figure 4: Quarterly private consumption growth and sector SSS growth

Source: NESDB and SCBS Investment Research

Figure 5: Yearly private consumption growth and sector SSS growth

Source: SCB EIC and SCBS Investment Research

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

สรุปปัจจัยพื้นฐานในช่วงครึ่งหลังปี 59

- อุปสงค์ชะลอตัวลงในเดือน ม.ค. 59 แต่จะดีขึ้นในช่วงครึ่งหลังปี 59 โดยได้รับปัจจัยหนุนจากการลงทุนภาครัฐที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นรวมถึงการลงทุนภาคเอกชนที่เติบโตปานกลาง
- ต้นทุนเชื้อเพลิงระดับต่ำจะช่วยหนุนให้อัตรากำไรของผู้ผลิตกระเบื้องเซรามิคเพิ่มขึ้นในปี 2559; ราคากระเบื้องจะส่งผลให้อัตรากำไรของผู้ผลิตปูนซีเมนต์ลดลงในช่วงครึ่งแรกปี 59 แต่จะปรับตัวดีขึ้นในช่วงครึ่งหลังปี 59 ตามอุปสงค์ที่ปรับตัวดีขึ้น
- เลือก DCC และ SCC เป็น top picks เพราะกำไรไตรมาส 1/59 จะแข็งแกร่งมากขึ้น (เพิ่มขึ้น YoY และ QoQ)

ผลประกอบการไตรมาส 4/58: ปรับตัวดีขึ้น กำไรปกติของกลุ่มวัสดุก่อสร้างแข็งแกร่ง โดยเติบโตเฉลี่ย 27% YoY SCCC รายงานกำไรปกติเติบโตสูงที่สุด (+34% YoY) เพราะอัตรากำไรขั้นต้นเพิ่มขึ้น และอัตราส่วนค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารต่อยอดขายปรับตัวลดลง มากเกินพอชดเชยปริมาณขายปูนซีเมนต์ที่ลดลง SCC และ DCC รายงานกำไรเติบโตเท่ากัน (+24% YoY) กำไรที่เพิ่มขึ้นของ SCC ได้รับปัจจัยหนุนจากผลการดำเนินงานที่ดีขึ้นของธุรกิจเคมีภัณฑ์ (เงินบาทอ่อนค่าเมื่อเทียบกับดอลลาร์สหรัฐ และกำไรจากสินค้าคงคลัง) ซึ่งมากเกินพอชดเชยปริมาณขายปูนซีเมนต์และวัสดุก่อสร้างที่ลดลง กำไรที่เพิ่มขึ้นของ DCC ได้รับปัจจัยหนุนจากรายได้ที่เพิ่มขึ้นและอัตราส่วนค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารต่อยอดขายที่ลดลง

อุปสงค์ชะลอตัวลงในเดือน ม.ค. แต่จะดีขึ้นปี 2559 ในเดือน ม.ค. 59 ปริมาณขายปูนซีเมนต์และกระเบื้องเซรามิคในประเทศยังอยู่ในระดับต่ำ โดยลดลง 1.5% YoY และ 8% YoY คล้ายกับสถานการณ์ในปี 2558 อย่างไรก็ดี การเบิกจ่ายงบประมาณรัฐบาลปรับตัวเพิ่มขึ้นมาก แนวโน้มเช่นนี้จะส่งผลดีต่อปริมาณขายปูนซีเมนต์และกระเบื้องเซรามิคในประเทศ โดยจะช่วยให้ปริมาณขายอยู่ในระดับทรงตัว YoY ในไตรมาส 2/59 และจะเติบโตดีขึ้นในช่วงครึ่งหลังปี 59

ในปี 2559 เราคาดว่าอุปสงค์ปูนซีเมนต์และกระเบื้องเซรามิคจะเติบโต 2% (เทียบกับ -1% และ -8% ในปี 2558) โดยเกิดจากฐานต่ำ, การลงทุนภาครัฐที่เพิ่มขึ้น 9%, และการลงทุนภาคเอกชนที่เติบโตดีขึ้น 3% ในปี 2559 (อิงกับการคาดการณ์ของ SCB EIC) ปัจจัยกระตุ้นหลักๆ จะมาจากการเบิกจ่ายงบประมาณรัฐบาลมากขึ้น รัฐบาลจัดสรรงบประมาณ 5.44 แสนล้านบาทจากงบประมาณปี 2559 (ต.ค.58-ก.ย.59) รวม 2.72 ล้านล้านบาทสำหรับการลงทุน งบลงทุนในปีงบประมาณ 2559 เพิ่มขึ้นถึง 21% YoY (เทียบกับ +1% YoY ในปีงบประมาณ 2558) สัดส่วนงบลงทุนต่องบประมาณทั้งหมดอยู่ที่ 20% ในปีงบประมาณ 2559 เพิ่มขึ้นจาก 17% ในปีงบประมาณ 2558 การลงทุนเพิ่มมากขึ้นของภาครัฐจะช่วยกระตุ้นการลงทุนภาคเอกชนทางอ้อม และจะช่วยสนับสนุนให้ความต้องการใช้ปูนซีเมนต์และวัสดุก่อสร้างอื่นๆ ปรับตัวเพิ่มขึ้น

อัตรากำไรของผู้ผลิตกระเบื้องเซรามิคจะเพิ่มขึ้นในปี 2559 ผู้ผลิตกระเบื้องเซรามิคจะรายงานอัตรากำไรเพิ่มขึ้นเพราะต้นทุนเชื้อเพลิงลดลง (ต้นทุนก๊าซปรับตัวตามหลังราคาน้ำมันอยู่ประมาณ 6 เดือน) อย่างน้อยไปจนถึงไตรมาส 3/59 ราคากระเบื้องเซรามิคในประเทศในช่วง 2 เดือนแรกปี 59 ยังทรงตัว YoY ในขณะที่ราคาน้ำมันที่ลดลง 47% YoY ในปี 2558 และ 39% ตั้งแต่ต้นปี 2559 ถึงปัจจุบัน จะช่วยให้ต้นทุนค่าก๊าซลดลงในปีนี้

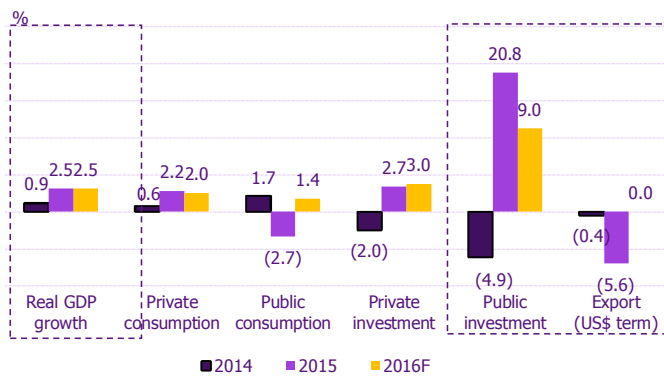
อัตรากำไรของผู้ผลิตปูนซีเมนต์จะเพิ่มขึ้นในช่วงครึ่งหลังปี 59 สำหรับผู้ผลิตปูนซีเมนต์ ตลาดกังวลว่าอาจมีการแข่งขันทางราคาภายในประเทศเกิดขึ้น โดยเกิดจากอุปทานใหม่ที่เข้าสู่ตลาดในภาวะที่อุปสงค์เปราะบางในช่วงครึ่งแรกปี 59 แต่ราคามีแนวโน้มที่จะปรับตัวดีขึ้นตามอุปสงค์ที่แข็งแกร่งมากขึ้นในช่วงครึ่งหลังปี 59 ทั้งนี้ในช่วง 2 เดือนแรกปี 59 ราคาปูนซีเมนต์ในประเทศลดลงสอดคล้องกับประมาณการของเราที่ 5% YoY (-4% YoY ในปี 2558) ราคาถ่านหิน (spot price) ที่ลดลง 17% YoY ในปี 2558 และ 15% ตั้งแต่ต้นปี 2559 ถึงปัจจุบันจะช่วยทำให้ต้นทุนการผลิตลดลงในปีนี้ เนื่องจากโดยปกติแล้วผู้ผลิตปูนซีเมนต์มักจะทำสัญญาซื้อถ่านหินล่วงหน้า 6-12 เดือน สำหรับผู้ผลิตปูนซีเมนต์ที่ทำธุรกิจเคมีภัณฑ์ด้วย พบว่าส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ PE-แวนทาควางขึ้น 9% YoY และ 10% QoQ ส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ PE-แวนทามีแนวโน้มที่จะปรับตัวเพิ่มขึ้นอีกในปี 2559 โดยได้รับปัจจัยหนุนจากภาวะอุปสงค์และอุปทานที่ดี

Top picks: DCC และ SCC หุ่น top pick ตัวแรกของเราคือ DCC เพราะคาดว่ากำไรไตรมาส 1/59 จะปรับตัวดีขึ้น โดยจะเพิ่มขึ้น YoY จากอัตรากำไรที่กว้างขึ้น เนื่องจากต้นทุนค่าก๊าซต่ำ (ต้นทุนก๊าซปรับตัวตามหลังราคาน้ำมันอยู่ประมาณ 6 เดือน) และ QoQ จากปริมาณขายสูงตามฤดูกาล หุ่น top pick ตัวที่สองของเรา คือ SCC เพราะคาดว่ากำไรไตรมาส 1/59 จะปรับตัวดีขึ้น โดยจะเพิ่มขึ้น YoY เพราะธุรกิจเคมีภัณฑ์ปรับตัวดีขึ้น (ส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์แข็งแกร่ง และได้ประโยชน์จากเงินบาทอ่อนค่าเมื่อเทียบกับดอลลาร์สหรัฐในฐานะผู้ส่งออกสุทธิ) และ QoQ จากส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์เคมีภัณฑ์ที่กว้างขึ้น และแนวโน้มที่มีกำไรจากสินค้าคงคลัง รวมถึงปริมาณขายที่เพิ่มขึ้นตามฤดูกาลในทุกธุรกิจ ซึ่งจะมากเกินพอชดเชยรายได้เงินปันผลตามฤดูกาลที่ขาดหายไป

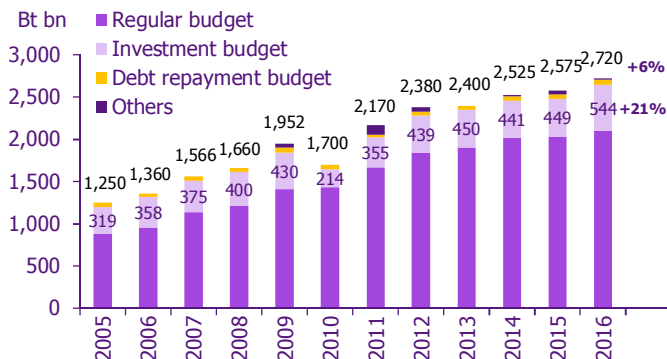
Valuation summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F
DCC	Buy	4.30	4.8	17.2	20.5	17.8	15.8	12	15	13	9.0	8.0	7.6	46	48	49	4.3	5.6	6.3	14.1	12.4	11.1
SCC	Buy	456.00	580.0	31.1	12.6	11.6	10.6	29	9	9	2.3	2.0	1.8	19	18	18	3.5	3.9	4.2	8.2	7.6	7.0
SCCC	Buy	307.00	380.0	28.7	15.4	14.0	12.7	(9)	10	10	3.2	3.0	2.7	21	22	22	4.9	4.9	4.9	10.3	9.1	8.7
Average					16.1	14.5	13.1	11	11	11	4.8	4.4	4.1	29	29	30	4.2	4.8	5.2	10.8	9.7	8.9

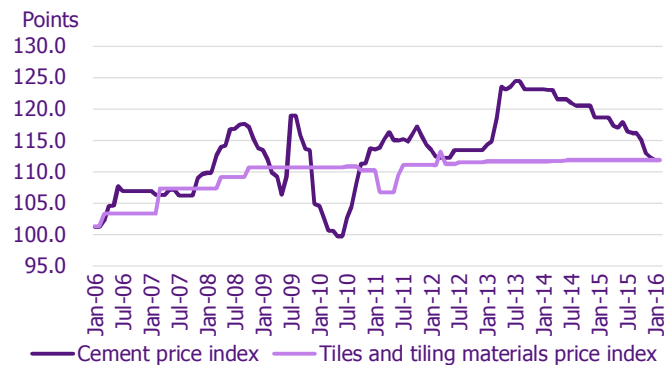
Source: SCBS Investment Research

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

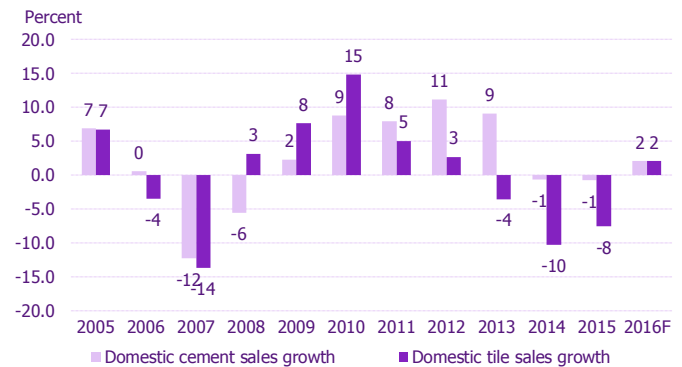
Source: SCB EIC and SCBS Investment Research

Figure 3: Of government budget in FY2016 (Oct 2015-Sep 2016), investment budget jumped most at +21%

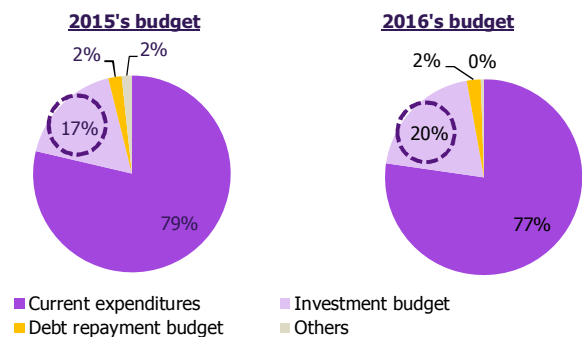
Source: FPO and SCBS Investment Research

Figure 5: Local product selling prices

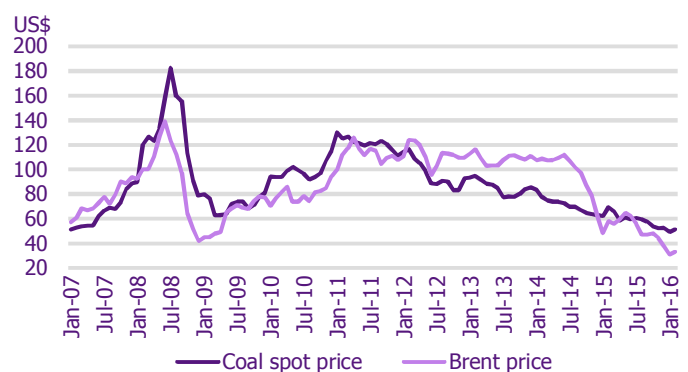
Source: REIC and SCBS Investment Research

Figure 2: Domestic demand growth for cement and ceramic tiles in 2016F

Source: BOT 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 6: Lower fuel costs, both spot coal and oil, a positive to sector production cost in 2016F

Source: Barlow Junker, Bloomberg, and SCBS Investment Research

มีเสถียรภาพ

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

- มาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจชุดใหม่ที่เสนอโดยรัฐบาลอาจจะช่วยสนับสนุนให้สินเชื่อขยายตัวเพิ่มขึ้นจากระดับที่เราคาดการณ์ไว้ที่ 10% ในปี 2559 ทั้ง KTC และ AEONTS จะได้รับผลกระทบจากการลดค่าธรรมเนียมติดตามหนี้เมื่อปฏิบัติตามหลักเกณฑ์ใหม่ในปี 2559
- ค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานของ KTC จะเติบโตเพิ่มขึ้น แต่สำหรับ AEONTS จะเติบโตน้อยลงในปี 2559 ต้นทุนทางการเงินของสองบริษัทนี้จะลดลงอีกเล็กน้อยในปี 2559 และอัตราส่วนค่าเผื่อหนี้สงสัยจะสูญต่อสินเชื่อรวมจะอยู่ในระดับทรงตัว
- ชอบ AEONTS มากกว่า KTC เพราะ valuation ถูกกว่า มีโอกาสเติบโตสูงกว่า และค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานจะเติบโตน้อยกว่า KTC

มีแนวโน้มได้ประโยชน์จากมาตรการกระตุ้นชุดใหม่ เราคาดว่า KTC และ AEONTS จะได้ประโยชน์จากมาตรการกระตุ้นการใช้จ่ายรอบใหม่ที่รัฐบาลเสนอ: 1) แจกเงินช่วยค่าครองชีพ 1,000 บาทให้กับข้าราชการ 1 ล้านคน มูลค่ารวม 1.5 หมื่นล้านบาท; 2) ผู้เสียภาษีสามารถนำค่าอาหาร และค่าเดินทางท่องเที่ยวที่มีใบกำกับภาษีในช่วงเทศกาลสงกรานต์ 2 สัปดาห์ มาลดหย่อนภาษีได้ไม่เกิน 15,000 บาท; และ 3) การขึ้นค่าจ้างขั้นต่ำจาก 300 บาท/วัน เป็น 360-550 บาท/วันสำหรับลูกจ้างใน 5 อุตสาหกรรม มาตรการเหล่านี้จะช่วยสนับสนุนให้สินเชื่อขยายตัวเพิ่มขึ้นจากระดับที่เราคาดการณ์ไว้ที่ 10% ในปี 2559

ได้รับผลกระทบจากรายได้ค่าธรรมเนียมติดตามหนี้ที่ลดลง KTC ลดค่าธรรมเนียมติดตามหนี้ลงจาก 250 บาท/เดือน สู่ 180 บาท/เดือนในเดือน พ.ค. และปรับลงอีกสู่ 100 บาท/เดือนในเดือน พ.ย. เพื่อปฏิบัติตามหลักเกณฑ์ใหม่ การลดค่าธรรมเนียมติดตามหนี้ลงสู่ 100 บาท/เดือน น่าจะส่งผลกระทบทำให้รายได้ค่าธรรมเนียมลดลง 20-25 ล้านบาท/เดือน เราคาดว่ารายได้ค่าธรรมเนียมติดตามหนี้จะลดลง 300 ล้านบาท YoY ในปี 2559 ซึ่งจะส่งผลทำให้กำไรปี 2559 อยู่ในระดับทรงตัว AEONTS เริ่มลดค่าธรรมเนียมติดตามหนี้ลงจาก 180 บาท/เดือน สู่ 100 บาท/เดือนในเดือน ม.ค.ปี นี้ ทั้งนี้ AEONTS เพิ่งปรับค่าธรรมเนียมติดตามหนี้เพิ่มขึ้นจาก 100 บาท/เดือน สู่ 180 บาท/เดือนตอนกลางปีที่ผ่านมา ก่อนที่จะปรับลดลงสู่ 100 บาทในเดือน ม.ค.ปี นี้

ค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานของ KTC จะเติบโตเพิ่มขึ้น แต่สำหรับ AEONTS จะเติบโตน้อยลงในปี 2559 KTC คาดว่ากำไรจะเติบโตเล็กน้อยในปี 2559 เนื่องจากรายได้ที่เพิ่มขึ้นจะถูกหักล้างโดยค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานที่สูงขึ้นจากการปรับปรุงระบบการทำงานเพื่อเพิ่มประสิทธิภาพในปี นี้ และค่าใช้จ่ายการตลาดที่เพิ่มขึ้นถึง 20% KTC คาดว่าค่าใช้จ่ายการตลาดที่สูงขึ้นบวกกับการเก็บค่าธรรมเนียมติดตามหนี้ลดลงจะส่งผลให้อัตราส่วนต้นทุนต่อรายได้ปรับตัวเพิ่มขึ้นสู่ 41-42% จาก 39-40% ในปี 2558 ในทางกลับกัน AEONTS ควบคุมค่าใช้จ่ายในการดำเนินงาน (ค่าโทรศัพท์) มากขึ้นในไตรมาส 4 ปีบัญชี 58 และจะคงนโยบายนี้ (ไม่เพิ่มจำนวนพนักงาน) ในปีบัญชี 2559

คุณภาพสินทรัพย์ทรงตัว การควบคุมคุณภาพสินทรัพย์ได้ดีขึ้นจะช่วยให้บริษัทที่ประกอบธุรกิจปล่อยสินเชื่อเพื่อการอุปโภคบริโภคตั้งสำรองเท่าเดิมในปี 2559 KTC มีอัตราการตั้งสำรองเผื่อหนี้สงสัยจะสูญในระดับสูงถึง 400% ณ ไตรมาส 4/58 ทั้งนี้หลังจากตั้งสำรองพิเศษจำนวน 400 ล้านบาทในปีบัญชี 2557 เพื่อสนับสนุนการนำมาตรฐานการตั้งสำรองที่เข้มงวดมากขึ้นภายใต้วิธีกันสำรองแบบรายกลุ่มสินเชื่อ (collective approach) มาใช้ AEONTS ก็ตั้งสำรองลดลงในปีบัญชี 2557 บริษัทพบว่าอัตราส่วน NPL ต่อสินเชื่อรวมและอัตราส่วนค่าเผื่อหนี้สงสัยจะสูญต่อสินเชื่อรวมปรับตัวลดลงในไตรมาส 4 ปีบัญชี 58

ต้นทุนทางการเงินลดลงอย่างต่อเนื่อง เราคาดว่าต้นทุนทางการเงินของ KTC และ AEONTS จะลดลงอีกเล็กน้อยในปี 2559 สะท้อนถึงประโยชน์จากสภาวะอัตราดอกเบี้ยต่ำ โดยมีโอกาสที่ ธปท. จะลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลงอีก ซึ่งจะส่งผลต่อ NIM ของบริษัท

บริษัทย่อยในตลาด CLMV ของ AEONTS มีโอกาสเติบโตเพิ่มขึ้น AEONTS ตั้งเป้ามีสัดส่วนรายได้จากบริษัทย่อยในตลาด CLMV ที่ 10% ภายในปีบัญชี 2563 จากปัจจุบันที่มีสัดส่วนประมาณ 1% โดยตั้งเป้ารายได้ในระยะ 5 ปีข้างหน้าเติบโตเฉลี่ย 43% ต่อปี บริษัทย่อยในกัมพูชาของ AEONTS วางแผนออกผลิตภัณฑ์บัตรเครดิตในปีหน้า ขณะที่บริษัทย่อยในเมียนมาร์จะเริ่มใช้เงินกู้จากธนาคารเป็นแหล่งเงินทุนในปีหน้าอีกทางหนึ่ง นอกเหนือจากการใช้เงินทุนจากส่วนของผู้อื้อหนี้ หลังจากรัฐบาลเมียนมาร์ออกใบอนุญาตประกอบกิจการธนาคารให้แก่ธนาคารต่างชาติ 9 แห่ง (รวมถึง BBL) ในปีที่ผ่านมา ซึ่งจะเปิดโอกาสให้ขยายธุรกิจได้อย่างรวดเร็วมากขึ้น

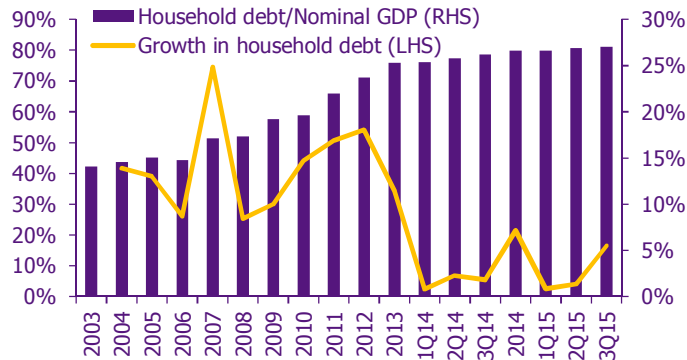
ชอบ AEONTS มากกว่า KTC เราชอบ AEONTS มากกว่า KTC เพราะ AEONTS มี valuation ถูกกว่า และมีโอกาสเติบโตในระยะยาวมากกว่า KTC โดยได้รับปัจจัยหนุนจากบริษัทย่อยในตลาด CLMV และค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานของ AEONTS จะเติบโตน้อยกว่า KTC

Valuation Summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)		
					15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F
AEONTS	Buy	91.50	117.0	32.0	9.1	8.4	7.4	4	8	13	1.9	1.6	1.4	22	21	21	3.9	4.2	4.7
KTC	Neutral	83.50	86.0	6.9	10.4	10.2	9.0	18	2	13	2.5	2.1	1.9	26	23	22	3.9	3.9	4.4
Average					9.7	9.3	8.2	11	5	13	2.2	1.9	1.6	24	22	21	3.9	4.1	4.6

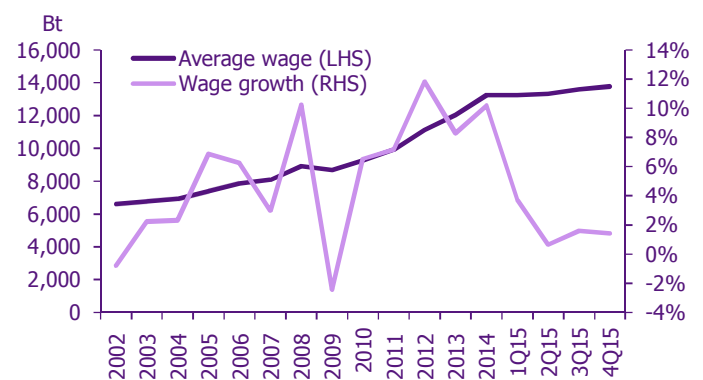
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: Household debt as a percentage of GDP



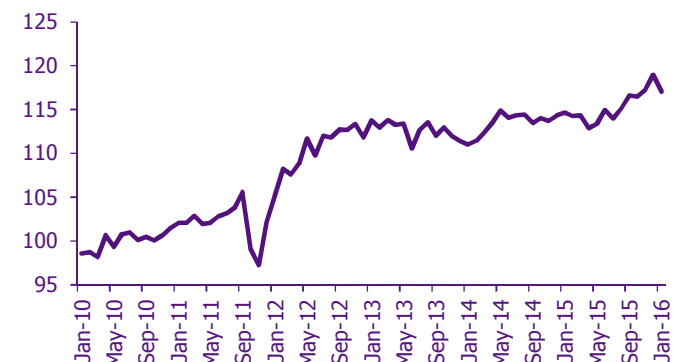
Source: NESDB, BoT and SCBS Investment Research

Figure 2: Average wage



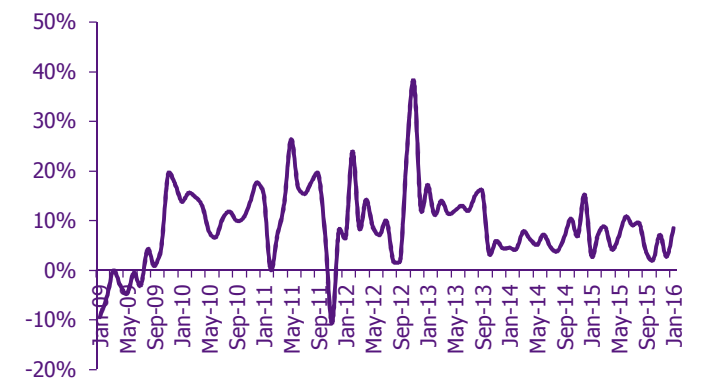
Source: BoT and SCBS Investment Research

Figure 3: Private consumption index



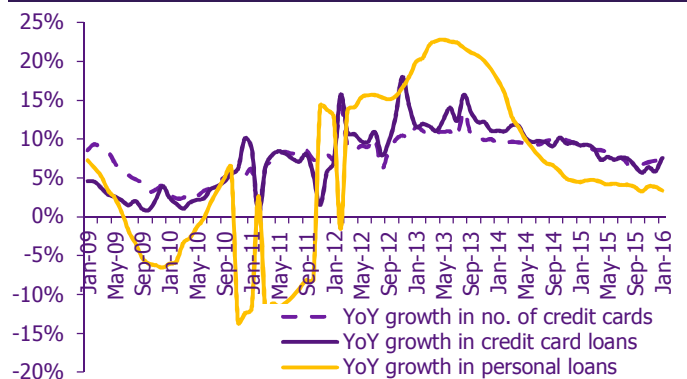
Source: BoT and SCBS Investment Research

Figure 4: YoY growth in monthly credit card spending



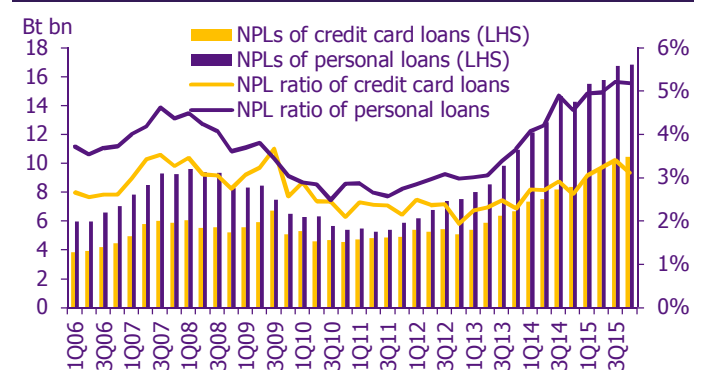
Source: BoT and SCBS Investment Research

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



Source: BoT and SCBS Investment Research

Figure 6: Credit card and personal loan NPLs



Source: Banks and SCBS Investment Research

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

ไขทองคำ

- อุตสาหกรรมอาหารไทยมีแนวโน้มที่จะออก “ไขทองคำ” ในปีนี้หลังจากหลุดพ้นจากวัฏจักรขาลง
- ส่วนต่างราคาไก่เนื้อ สุกร และกุ้ง กับต้นทุนอาหารสัตว์ พลิกกลับมาปรับตัวเพิ่มขึ้น โดยได้รับปัจจัยหนุนจากปัญหาเกี่ยวกับการผลิตที่เกิดขึ้นยืดเยื้อนอกประเทศไทย (โรคไข้หวัดนกในสหรัฐฯ การเปลี่ยนแปลงสภาพอากาศที่เลวร้ายในจีน และโรค EHP ในอินเดียและเวียดนาม) และเรคาดว่าผลกระทบจะเกิดขึ้นต่อเนื่องเกินกว่าปี 2559
- อุตสาหกรรมอาหารไทยปรับตัว **outperform SET index** อยู่เพียง 12% YTD และน่าจะปรับตัวขึ้นต่อไปได้อีก เนื่องจากพื้นฐานยังต่ำกว่าระดับการ **underperform 20%** ในปีที่ผ่านมา
- **Top picks** ของเรา คือ **CPF** และ **GFPT**

อุตสาหกรรมไก่เนื้อ ในช่วง 2 เดือนแรกปี 59 ส่วนต่างราคาไก่เนื้อกับต้นทุนอาหารสัตว์ปรับตัวเพิ่มขึ้น 8% จากปี 2558 และเพิ่มขึ้น 13% จากฐานต่ำในไตรมาส 1/58 โดยได้รับปัจจัยหนุนจากราคาผลิตภัณฑ์ที่มีเสถียรภาพอันเป็นผลมาจากการปรับอุปทานและต้นทุนอาหารสัตว์ที่ลดลง ส่วนต่างราคาไก่เนื้อกับต้นทุนอาหารสัตว์น่าจะเพิ่มขึ้นต่อเนื่อง เพราะปริมาณขายในประเทศและปริมาณส่งออกจะปรับตัวเพิ่มขึ้น และมีแนวโน้มที่จะเกิดสถานการณ์ขาดแคลนอุปทานไก่เนื้อในช่วงครึ่งหลังปี 59 โดยมีสาเหตุมาจากการแพร่ระบาดของโรคไข้หวัดนกในสหรัฐฯ ในปี 2559 ปริมาณการบริโภคไก่เนื้อในประเทศน่าจะเติบโต 6% สู่ 1.3 ล้านตัน และปริมาณส่งออกไก่เนื้อจะเพิ่มขึ้นสู่ 0.7 ล้านตัน (+13% YoY) จากการส่งออกไปยังญี่ปุ่นเพิ่มมากขึ้น (ไทยส่งออกไก่เนื้อ 33% ไปยังญี่ปุ่นในปี 2558 เทียบกับ 40% ก่อนเกิดวิกฤตไข้หวัดนกในปี 2546) และการกลับมาส่งออกไก่เนื้อไปยังเกาหลีใต้ซึ่งคาดว่าจะยกเลิกคำสั่งห้ามนำเข้าเนื้อไก่สดจากไทยในปีนี้ การแพร่ระบาดของโรคไข้หวัดนกในสหรัฐฯ ส่งผลทำให้ประเทศไทยออกคำสั่งห้ามนำเข้าไก่ปุ๋ยและพ่อแม่พันธุ์จากสหรัฐฯ (โดยปกติแล้วคิดเป็นสัดส่วนมากกว่า 50% ของปริมาณการนำเข้าไก่พันธุ์ในไทย) ตอนต้นปี 2558 ส่งผลทำให้ปริมาณการนำเข้าไก่พันธุ์ปรับตัวลดลง 30% YoY ในปี 2558 ถ้าเหตุการณ์นี้ยังคงเกิดขึ้นต่อเนื่อง อุปทานไก่เนื้อจะลดลง ซึ่งจะช่วยสนับสนุนราคาไก่เนื้อและส่วนต่างราคาไก่เนื้อกับต้นทุนอาหารสัตว์ตั้งแต่ช่วงครึ่งหลังปี 59 เป็นต้นไป

อุตสาหกรรมสุกร ในช่วง 2 เดือนแรกปี 59 ส่วนต่างราคาสุกรกับต้นทุนอาหารสัตว์ปรับตัวเพิ่มขึ้น 9% จากปี 2558 และเพิ่มขึ้น 28% จากฐานต่ำในไตรมาส 1/58 โดยได้รับปัจจัยหนุนจากราคาผลิตภัณฑ์ที่ดีขึ้นจากการปรับอุปทานและต้นทุนอาหารสัตว์ที่ลดลง แนวโน้มเช่นนี้จะเกิดขึ้นต่อเนื่อง โดยได้รับการสนับสนุนจากสถานการณ์ขาดแคลนอุปทานสุกรในประเทศเพื่อนบ้านและอุปสงค์ในประเทศที่ปรับตัวดีขึ้น การเปลี่ยนแปลงของสภาพอากาศในจีน (ผู้บริโภคเนื้อสุกรรายใหญ่ที่สุดของโลก) ในระยะหลังนี้ส่งผลกระทบต่ออุปทานสุกรของจีน และส่งสัญญาณถึงการนำเข้าสุกรพ่อแม่พันธุ์และสุกรมีชีวิตจากเวียดนามเหนือและประเทศไทยเพิ่มมากขึ้นจนกว่าสถานการณ์ขาดแคลนอุปทานสุกรจะสิ้นสุดลง ปริมาณการบริโภคเนื้อสุกรในประเทศน่าจะเติบโต 3% YoY สู่ 1 ล้านตันในปี 2559

อุตสาหกรรมสัตว์น้ำ ในช่วง 2 เดือนแรกปี 59 ราคากุ้งพื้นทวีป 190 บาท/กก. +19% จากปี 2558 และ +8% จากไตรมาส 1/58 โดยได้รับปัจจัยหนุนจากการผลิตที่ลดลงในอินเดียและเวียดนาม เนื่องจากได้รับผลกระทบจากโรค EHP ราคากุ้งที่สูงขึ้นน่าจะกระตุ้นให้ผู้เลี้ยงกุ้งในประเทศเพิ่มการผลิต ซึ่งเมื่อรวมกับอัตราการรอดชีวิตที่สูงขึ้นของกุ้งจากการใช้เทคโนโลยีใหม่ในการทำฟาร์มกุ้งเพื่อป้องกันโรค EMS แล้ว น่าจะช่วยสนับสนุนให้มีผลผลิตกุ้งออกสู่ตลาดภายในประเทศเพิ่มมากขึ้น ในปี 2559 ปริมาณผลผลิตกุ้งไทยมีแนวโน้มที่จะเพิ่มขึ้น 15% YoY สู่ 300,000 ตัน ซึ่งน่าจะเป็นระดับสูงสุด หลังจากการแพร่ระบาดของโรค EMS ตอนปลายปี 2555 ส่งผลกระทบทำให้ผลผลิตกุ้งไทยปรับตัวลดลงจากระดับสูงสุดที่ 600,000 ตัน/ปีในปี 2553-54 สำหรับปลาทูน่า หลังจากราคาปรับตัวลดลงเป็นเวลา 3 ปี ในที่สุดในช่วง 2 เดือนแรกปี 59 ราคาปลาทูน่าก็ลดลงในอัตราที่ชะลอลงสู่ 1,085 ดอลลาร์สหรัฐ/ตัน -7% จากปี 2558 และ -2% จากไตรมาส 1/58 แนวโน้มเช่นนี้เป็นบวกต่อผู้ผลิตทูน่าแบรนด์ (55% ของยอดขายจากธุรกิจปลาทูน่าของ TU) และมากเกินพอชดเชยผลกระทบด้านลบต่อธุรกิจทูน่า OEM ของบริษัท

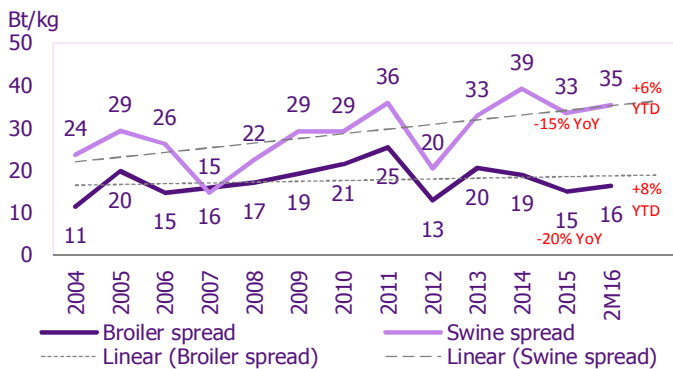
Top picks: CPF และ GFPT เราแนะนำ “ซื้อ” หุ้นทั้งสามตัวในกลุ่มอาหาร เนื่องจากเราเชื่อว่าแนวโน้มที่กำไรของกลุ่มอาหารจะฟื้นตัวในปี 2559 ยังไม่ได้สะท้อนในราคาหุ้น เราชอบ CPF มากที่สุด เพราะ 1) กำไรปกติไตรมาส 1/59 ของบริษัทมีแนวโน้มเติบโตสูงที่สุด (+192% YoY) โดยได้รับปัจจัยหนุนจากธุรกิจสัตว์บกและสัตว์น้ำที่ปรับตัวดีขึ้น ธุรกิจใหม่ในรัสเซีย และส่วนแบ่งกำไรจาก CPALL ที่เพิ่มขึ้น; 2) กำไรปกติไตรมาส 1/59 จะเติบโตโดดเด่นมากที่สุด (เพิ่มขึ้น YoY และ QoQ) GFPT เป็นหุ้น top pick อันดับสองของเรา เพราะกำไรมีแนวโน้มปรับตัวดีขึ้นจากฐานต่ำในช่วงครึ่งแรกปี 58 ที่มีสาเหตุมาจากการขาดอุปทานไก่เนื้อล้นตลาด

Valuation summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F
CPF	Buy	23.40	30.0	30.4	67.8	23.2	19.3	(63)	192	20	1.5	1.4	1.4	2	6	7	3.2	2.2	2.6	17.1	14.7	14.5
GFPT	Buy	12.30	16.0	32.6	13.0	11.2	9.8	(32)	16	15	1.6	1.5	1.3	13	14	14	2.0	2.5	2.9	8.9	7.8	7.0
TU	Buy	21.20	25.0	21.2	18.1	15.4	13.4	(3)	18	14	2.1	1.9	1.8	12	13	14	3.0	3.3	3.7	12.3	10.8	9.8
Average					33.0	16.6	14.2	(33)	75	16	1.7	1.6	1.5	9	11	12	2.7	2.6	3.1	12.8	11.1	10.4

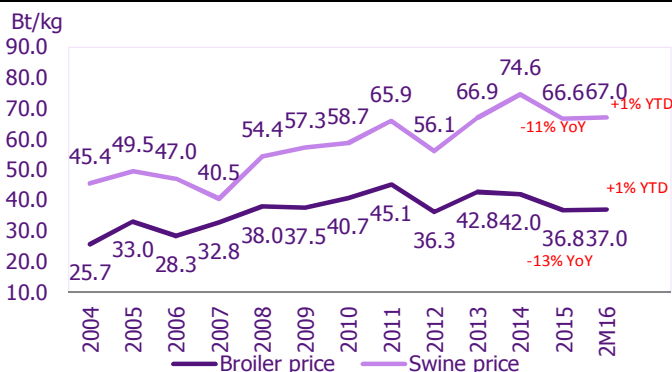
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: Broiler and swine spreads declined in 2015, but turned to widen by 8% YTD and 6% YTD in 2M16



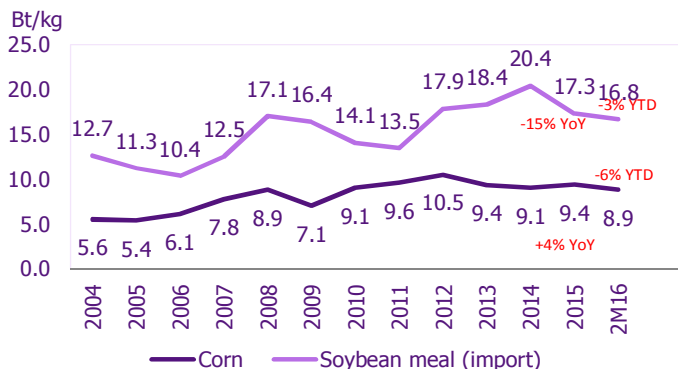
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 3: In 2015, broiler and swine prices dropped from oversupply, but +1% YTD in 2M16



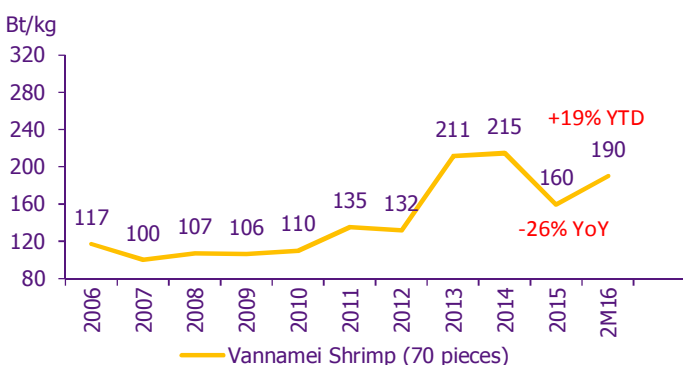
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 5: Raw material prices (corn and soybean meal) declined by 6% YTD and 3% YTD in 2M16



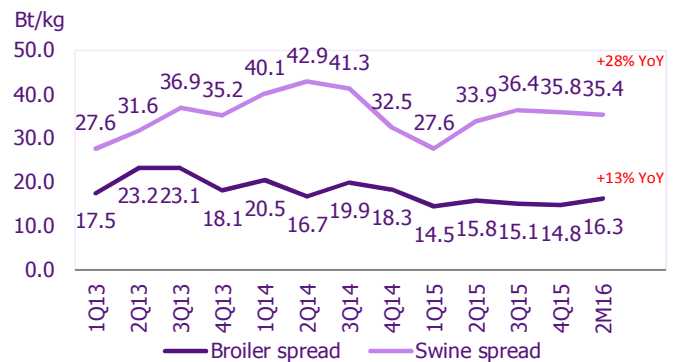
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 7: Shrimp price bounced back in 2M16



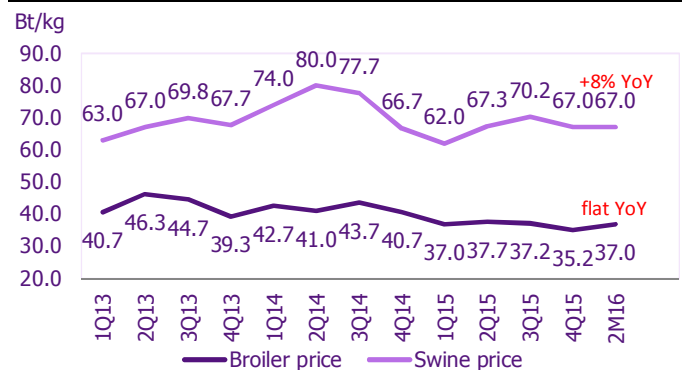
Source: Company data, OAE, SCBS Investment Research

Figure 2: In 2M16, broiler and swine spreads widened off 1Q15's low base



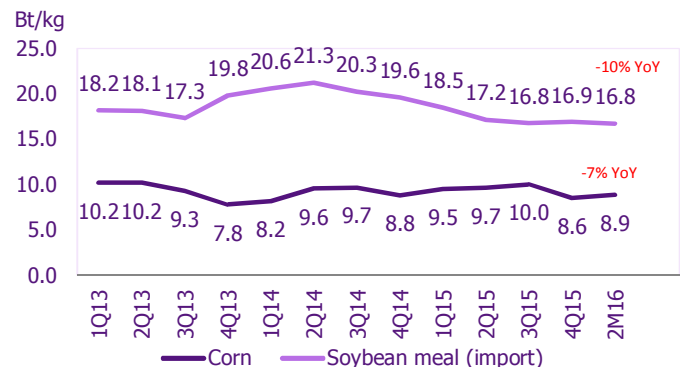
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 4: In 2M16, broiler stabilized YoY and swine price picked up YoY



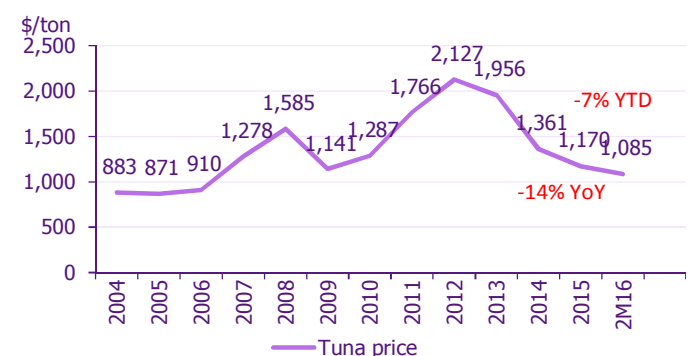
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 6: Corn/soybean meal prices dropped in 2M16



Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 8: Tuna price decline slowing in 2M16



Source: Company data, OAE, SCBS Investment Research

รวีบุษ ปิยะกรียงไกร
นักวิเคราะห์การลงทุนวิจัยพื้นฐาน
ด้านหลักทรัพย์
0-2949-1002
raweenuch.piyakriangkai@scb.co.th

เน้นยกระดับคุณภาพการรักษาพยาบาล

■ ในอนาคต เรามองว่าผู้ประกอบการโรงพยาบาลจะมุ่งเน้นยกระดับคุณภาพการรักษาพยาบาลเพื่อตอบสนองความต้องการใช้บริการรักษาพยาบาลที่ทันสมัยมากขึ้น ซึ่งหมายถึงรายได้จากการรักษาโรครุนแรงและซับซ้อนที่สูงขึ้น

■ BDMS เป็น top pick ของเรา

สรุปผลประกอบการไตรมาส 4/58 ในไตรมาส 4/58 BCH กับ BDMS รายงานกำไรสูงกว่าคาด โดยกำไรปกติเพิ่มขึ้น QoQ สวนทางกับแนวโน้มปกติที่กำไรไตรมาส 4 มักลดลง QoQ จากปัจจัยฤดูกาล ในขณะที่กำไรปกติของ BH ต่ำกว่าคาด BCH รายงานกำไรปกติไตรมาส 4/58 เติบโตสูงที่สุดที่ 33% ทั้ง YoY และ QoQ โดยได้รับปัจจัยกระตุ้นจากรายได้ที่เติบโตมากขึ้นและการควบคุมต้นทุนการดำเนินงานโรงพยาบาลได้เป็นอย่างดี ซึ่งช่วยหนุนให้ EBITDA margin ปรับตัวเพิ่มขึ้น กำไรปกติของ BDMS เติบโต 18% YoY และ 6% QoQ โดยเกิดจากรายได้ที่สูงขึ้น และ EBITDA margin ที่ดีขึ้น กำไรปกติของ BH เพิ่มขึ้น 13% YoY แต่ลดลง 9% QoQ ถูกฉุดลงโดยค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารที่สูงขึ้น

เห็นเพิ่มรายได้จากการรักษาโรครุนแรงและซับซ้อน ในอนาคตเราคาดว่าผู้ประกอบการโรงพยาบาลจะมุ่งเน้นปรับปรุงคุณภาพการรักษาพยาบาลให้ดีขึ้นเพื่อตอบสนองความต้องการใช้บริการรักษาพยาบาลที่ทันสมัยมากขึ้น ซึ่งหมายถึงรายได้จากการรักษาโรครุนแรงและซับซ้อนที่สูงขึ้น

- **BDMS:** หลังจากมีเครือข่ายโรงพยาบาลครอบคลุมทั่วประเทศ ในปีนี้ BDMS จะเปิดโรงพยาบาลเพิ่มเพียง 1 แห่ง (โรงพยาบาลเปาโลรังสิต) ซึ่งเปิดให้บริการไปแล้วในเดือน ม.ค. โดยการเปิดโรงพยาบาลใหม่น้อยลงจะทำให้ภาระขาดทุนจากการลงทุนใหม่ปรับลดลงด้วย BDMS วางแผนใช้งบลงทุน 4.5 พันล้านบาทในระยะ 3 ปีข้างหน้าเพื่อขยายกิจการของโรงพยาบาลกรุงเทพที่ซอยศูนย์วิจัยซึ่งเป็นโรงพยาบาลหลักของบริษัท บริษัทจะเพิ่มจำนวนเตียงอีก 220 เตียง (+45% จาก 488 เตียงในปัจจุบัน หรือ +4% ของจำนวนเตียงทั้งหมด) ภายในไตรมาส 4/61 ต้นทุนการลงทุนอยู่ในระดับสูงที่ 20 ล้านบาท/เตียง เนื่องจากโรงพยาบาลแห่งนี้ให้บริการรักษาพยาบาลในระดับตติยภูมิ เรามองบวกต่อการลงทุนครั้งนี้ เนื่องจากโรงพยาบาลที่ให้บริการในระดับตติยภูมิมีรายได้ต่อหัวผู้ป่วยและ EBITDA margin ที่สูงกว่าปกติ โรงพยาบาลกรุงเทพที่ซอยศูนย์วิจัยคิดเป็น 21% ของรายได้ และ 25% ของ EBITDA ในปี 2558 สะท้อนถึง EBITDA margin ที่ 26% ซึ่งสูงกว่า EBITDA margin เฉลี่ยโดยรวมของบริษัทที่ 22%
- **BH:** ในระยะ 2-3 ปีข้างหน้า BH จะเน้นขยายกิจการที่โรงพยาบาลเดิมในซอยนานา การขยายและปรับปรุงโรงพยาบาลแห่งนี้จะทำให้บริษัทสามารถเพิ่มจำนวนเตียงได้อีก 50 เตียง เพิ่มขึ้น 9% จาก 565 เตียงในปัจจุบัน BH เชื่อว่าการขยายกิจการครั้งนี้จะทำให้บริษัทสามารถตอบสนองความต้องการใช้บริการที่เพิ่มขึ้นในระยะสั้นได้ ดังนั้นบริษัทจะเลื่อนการก่อสร้างโรงพยาบาลใหม่ขนาด 150-200 เตียง บนถนนเพชรบุรี ออกไป (เดิมวางแผนเปิดในปี 2561)
- **BCH:** ผลการดำเนินงานที่ World Medical Center (WMC) ซึ่งเป็นโรงพยาบาลระดับของ BCH ปรับตัวดีขึ้น ด้วยผลขาดทุนที่ลดลงสู่ 254 ล้านบาทในปี 2558 (จาก 287 ล้านบาทในปี 2557) BCH กำลังเดินหน้าเพิ่มจำนวนผู้ป่วยต่างชาติซึ่งเป็นกลุ่มที่ให้ผลตอบแทนสูง โอमानเป็นตลาดต่างประเทศระดับต้นๆ ของบริษัท บริษัทมีสัญญากับรัฐบาลโอमानในการส่งต่อผู้ป่วยจากโอमानมายัง WMC ตลาดอื่นๆ คือ จีน กัมพูชา และเมียนมาร์

BDMS เป็น top pick เราเลือก BDMS เป็น top pick ในกลุ่มการแพทย์ โดยได้รับปัจจัยหนุนจากปัจจัยพื้นฐานที่ต้อันเป็นผลมาจากเครือข่ายโรงพยาบาลขนาดใหญ่ของบริษัท และการพัฒนาคุณภาพการรักษาพยาบาลซึ่งจะเปิดโอกาสให้ปริมาณผู้ป่วยและรายได้ต่อหัวผู้ป่วยปรับตัวเพิ่มขึ้น หุ่น BDMS ซื้อขายที่ PE ปี 2559 ระดับ 40 เท่า สูงกว่าค่าเฉลี่ยของหุ้นกลุ่มเดียวกันในตลาดตติยภูมิภาคที่ 37 เท่าอยู่เล็กน้อย เรามองว่า valuation สูง แต่ไม่แพง กำไรของ BDMS อยู่ในแนวโน้มขาขึ้น โดยจะเติบโตเฉลี่ย 15% ต่อปีในปี 2558-61 valuation ของ BDMS จะปรับลดลงสู่ PE 30 เท่าในปี 2561 ใกล้เคียงกับค่าเฉลี่ยในอดีตของบริษัท

Valuation Summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F
BDMS	Buy	22.80	25.0	10.9	45.8	40.0	34.4	8	15	16	6.3	6.2	5.7	15	16	17	1.1	1.3	1.5	26.7	23.9	21.0
BCH	Buy	10.50	10.0	(3.7)	49.7	45.3	37.0	1	10	22	5.3	5.0	4.7	11	11	13	0.7	1.1	1.4	20.3	18.8	16.1
BH	Sell	208.00	190.0	(7.4)	44.7	40.1	35.9	26	12	12	13.8	12.4	10.8	28	27	27	1.1	1.2	1.4	34.2	25.2	22.5
Average					46.7	41.8	35.8	12	12	17	8.4	7.9	7.0	18	18	19	1.0	1.2	1.4	27.1	22.6	19.9

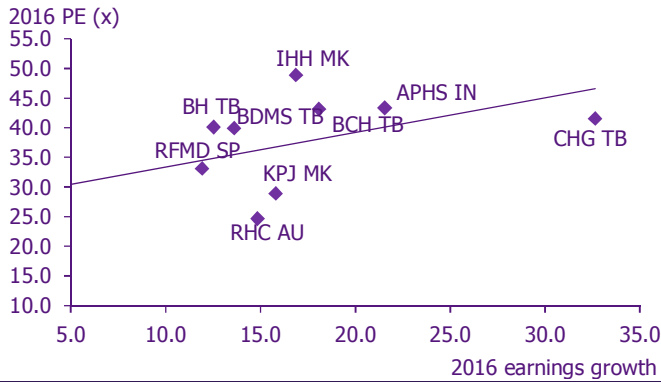
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: 4Q15 and 2015 earnings review

Core earnings (Bt mn)	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	% YoY	% QoQ	2014	2015	% YoY
BCH	144	95	98	144	191	32.5	32.7	522	527	1.0
BGH	1,693	2,289	1,491	1,879	1,993	17.7	6.1	7,109	7,709	8.4
BH	674	962	836	831	760	12.8	(8.5)	2,684	3,390	26.3
Sector	2,511	3,346	2,426	2,854	2,944	17.2	3.2	10,314	11,626	12.7

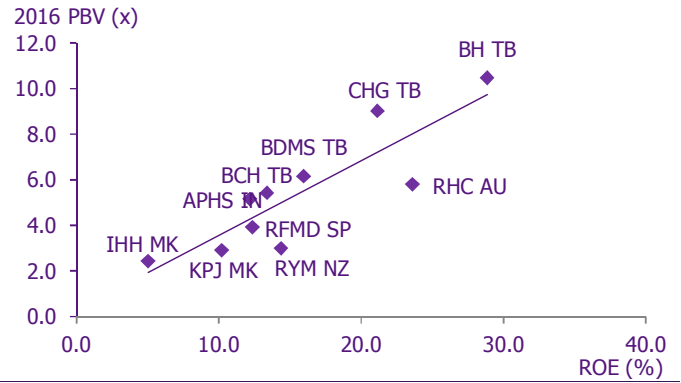
Source: Company data and SCBS Investment Research

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

Ticker	Company name	Country	Mkt Cap US\$ mn.	PE (x)			EPS Growth (%)			CAGR 15-17F	PBV (x)			Div. Yield (%)			ROE (%)			EV/EBITDA (x)		
				16F	17F	18F	16F	17F	18F		16F	17F	18F	16F	17F	18F	16F	17F	18F	16F	17F	18F
BCH TB Equity	Bangkok Chain Hospital *	Thailand	756	46.2	37.7	31.6	9.5	22.5	19.6	15.8	5.1	4.8	4.4	1.1	1.3	1.6	11.3	13.1	14.6	19.2	16.4	15.4
BDMS TB Equity	Bangkok Dusit Medical*	Thailand	10,089	40.3	34.7	30.4	14.7	16.2	14.0	15.4	6.3	5.7	5.2	1.2	1.4	1.6	15.6	17.2	17.9	24.1	21.2	18.8
BH TB Equity	Bumrungrad Hospital*	Thailand	4,415	41.2	37.0	32.5	11.6	11.6	13.8	11.6	10.7	9.3	8.3	1.2	1.4	1.5	27.3	26.9	27.0	25.9	23.2	20.2
CHG TB Equity	Chularat Hospital	Thailand	841	41.5	35.5	28.7	32.7	16.9	23.7	24.5	9.0	8.3	7.0	1.2	1.5	2.3	21.2	22.9	25.4	29.2	24.7	20.6
KPJ MK Equity	KPJ Healthcare Bhd	Malaysia	1,107	28.9	25.0	22.6	15.8	15.5	10.5	15.7	2.9	2.7	2.6	1.8	2.0	2.2	10.2	10.8	11.9	14.3	12.6	11.1
IHH MK Equity	IHH Healthcare Bhd	Malaysia	13,299	48.9	40.6	35.1	16.9	20.3	15.6	18.6	2.4	2.3	2.2	0.6	0.6	0.7	5.0	5.8	6.4	23.8	20.7	18.5
RFMD SP Equity	Raffles Medical Group	Singapore	1,892	33.1	29.2	24.7	11.9	13.2	18.2	12.6	3.9	3.6	3.3	1.4	1.5	1.6	12.4	13.0	14.4	24.2	21.0	18.2
APHS IN Equity	Apollo Hospitals Enterpris	India	2,897	43.3	34.3	22.4	21.6	26.5	52.8	24.0	5.2	4.6	4.0	0.5	0.6	1.1	12.2	13.7	19.0	21.5	18.0	13.2
RHC AU Equity	Ramsay Health Care	Australia	9,501	24.7	22.3	20.3	14.9	10.5	9.7	12.7	5.8	5.2	4.7	2.1	2.4	2.5	23.6	23.3	22.6	12.0	11.2	10.4
RYM NZ Equity	Ryman Healthcare	New Zealand	2,782	23.6	20.4	17.9	-1.4	15.5	14.0	6.7	3.0	2.6	2.4	2.1	2.4	2.8	14.4	13.7	14.2	17.6	14.7	14.7
Average				37.2	31.7	26.6	14.8	16.9	19.2	15.8	5.4	4.9	4.4	1.3	1.5	1.8	15.3	16.0	17.3	21.2	18.4	16.1

Source: Bloomberg and SCBS Investment Research

*SCBS estimates

สิริภรณ์ กฤษณิพัทธ์

นักวิเคราะห์การลงทุนวิจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1020

sirikarn.krisnipat@scb.co.th

ปี 2558 เป็นปีที่ฟื้นตัว; ปี 2559 จะเป็นปีที่ดีขึ้น

- ยอดขายที่ดินนิคมอุตสาหกรรมฟื้นตัว (+35%) ในปีที่ผ่านมา แต่ยังคิดเป็นสัดส่วนเพียงครึ่งหนึ่งของค่าเฉลี่ย 10 ปี และราคาขายทรงตัว
- อุปสงค์ที่ดินนิคมอุตสาหกรรมจะเติบโตเฉลี่ย 25% ต่อปี กลับคืนสู่ค่าเฉลี่ย 10 ปีในปี 2561
- ภาวะอุปสงค์/อุปทานสำหรับคลังสินค้าอยู่ในเกณฑ์ดี และอัตราการเช่าปรับตัวเพิ่มขึ้นในปีที่ผ่านมา แต่โรงงานสำเร็จรูปเคลื่อนไหวในทางตรงกันข้าม
- อุปสงค์คลังสินค้าจะเพิ่มขึ้น 9% และอุปสงค์โรงงานสำเร็จรูปจะเพิ่มขึ้น 24% จากฐานต่ำ

ยอดขายที่ดินนิคมอุตสาหกรรมฟื้นตัวในปี 2558... CBRE รายงานยอดขายที่ดินนิคมอุตสาหกรรมเติบโต 35% YoY สู่ 2,121 ไร่ แต่ยังอยู่ที่ระดับเกือบครึ่งหนึ่งของค่าเฉลี่ย 10 ปีที่ 4,149 ไร่ แนวโน้มนี้สอดคล้องกับโครงการลงทุนที่ได้รับอนุมัติจากบีโอไอที่ปรับตัวเพิ่มขึ้น 11% YoY สู่ 809.3 พันล้านบาท และเม็ดเงินลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ (FDI) ที่ไหลเข้าภาคการผลิตเพิ่มขึ้น 20% อย่างไรก็ตามราคาขายค่อนข้างทรงตัว โดยสามารถปรับราคาขึ้นได้เฉพาะในนิคมอุตสาหกรรมบางแห่งที่มีอุปทานจำกัด อย่างไรก็ตาม CBRE รายงานราคา Asking ได้ปรับเพิ่มขึ้นที่นิคมอุตสาหกรรมในระยอง ฉะเชิงเทรา ปราจีนบุรี และอยุธยา ซึ่งที่อยุธยาเป็นการปรับตัวขึ้นมากครั้งแรกหลังจากเกิดเหตุน้ำท่วมรุนแรงตอนปลายปี 2554

...และจะเพิ่มขึ้นต่อเนื่องในปี 2559 เราคาดว่ายอดขายที่ดินนิคมอุตสาหกรรมจะเติบโตเฉลี่ย 25% ต่อปีในระยะ 3 ปีข้างหน้า สู่ 2,600 ไร่ในปี 2559, 3,300 ไร่ในปี 2560 และสุดท้ายแล้วจะเพิ่มขึ้นสู่ระดับที่เป็นค่าเฉลี่ย 10 ปีที่ 4,149 ไร่ในปี 2561 ในอนาคตอันใกล้นี้ เราคาดว่าอุปสงค์จากกล่มยานยนต์และการย้ายฐานการผลิตจากญี่ปุ่นและจีนอย่างต่อเนื่องจะเป็นปัจจัยสำคัญที่ช่วยกระตุ้นให้ยอดขายที่ดินนิคมอุตสาหกรรมปรับตัวเพิ่มขึ้น ประเด็นหลังนี้ได้รับการสนับสนุนจากการยืนยันจาก Toyota Honda Nissan และ Isuzu ที่จะจัดตั้งศูนย์ทดสอบยานยนต์ในประเทศไทย ประกอบกับการลงทุนเมื่อไม่นานนี้ของ SAIC Motor-CP Co. ซึ่งจะช่วยดึงดูดการลงทุนของบริษัทผลิตรถยนต์ส่วนตามมา นอกจากนี้มาตรการกระตุ้นการลงทุนของรัฐบาลก็จะช่วยกระตุ้นการลงทุนด้วย

เครื่องชี้เศรษฐกิจมหภาคเป็นบวก สำหรับปัจจัยภายนอกประเทศ มีสัญญาณบ่งชี้ว่าการส่งออกทั่วโลกปรับตัวลงถึงจุดต่ำสุดไปแล้ว และจะกลับมาเติบโตเพิ่มขึ้น โดยได้รับปัจจัยหนุนจาก GDP โลกที่เติบโตเพิ่มขึ้น สำหรับปัจจัยภายในประเทศ บีโอไอมีโครงการลงทุนมูลค่าเกือบ 1 ล้านล้านบาทที่กำลังรออนุมัติอยู่ ยอดผลิตรถยนต์ของประเทศไทยจะเติบโตต่อเนื่องในอัตราชะลอตัว (2% ในปี 2558 และ 5% ในปี 2559) โดยได้รับปัจจัยกระตุ้นจากการส่งออกรถยนต์เพิ่มขึ้น สำหรับแนวโน้มในระยะยาว วัฏจักรการลงทุนรอบใหม่ของอุตสาหกรรมยานยนต์จะได้รับปัจจัยกระตุ้นจากผู้เข้ามาของผู้ผลิตรถยนต์ใหม่ อุปสงค์ใหม่หลังจากโครงการรถคันแรกสิ้นสุดลง และการลงทุนในโครงการอีอีซีเฟส 2 ปัจจัยสุดท้ายคือ อัตราการใช้กำลังการผลิตของประเทศไทยอยู่ในระดับที่ดีที่ 63.9% และเครื่องชี้เศรษฐกิจอื่นๆ คือ ดัชนีผลผลิตอุตสาหกรรม และการนำเข้าสินค้าทุน ก็แสดงสัญญาณปรับตัวดีขึ้น การปรับตัวดีขึ้นอย่างต่อเนื่องของเครื่องชี้เศรษฐกิจเหล่านี้จะช่วยกระตุ้นให้เกิดการลงทุนรอบใหม่ ซึ่งจะช่วยสนับสนุนอุปสงค์อสังหาริมทรัพย์เพื่อการอุตสาหกรรม

โรงงานสำเร็จรูปและคลังสินค้า จากรายงานของ CBRE พบว่าภาวะอุปสงค์/อุปทานสำหรับคลังสินค้าอยู่ในเกณฑ์ดี โดยอุปทานสะสมเพิ่มขึ้นเพียง 9% สู่ 2.5 ล้านตร.ม. แต่อุปสงค์เพิ่มขึ้น 20% สู่ 2.1 ล้านตร.ม. ซึ่งช่วยสนับสนุนให้อัตราการเช่าปรับตัวเพิ่มขึ้นจาก 75% ในปี 2557 สู่ 82% ในปี 2558 ขณะที่ภาวะอุปสงค์/อุปทานสำหรับโรงงานสำเร็จรูปปรับตัวแย่ลง แม้อุปทานเพิ่มขึ้นเพียง 5% สู่ 2.3 ล้านตร.ม. แต่อุปสงค์หดตัวลง 4% ส่งผลให้อัตราการเช่าปรับตัวลดลงจาก 75% ในปี 2557 สู่ 69% ในปี 2558

อุปสงค์จะเติบโตในอัตราชะลอตัว เมื่ออิงกับข้อมูลจาก TICON และ WHA สัญญาให้เช่าพื้นที่คลังสินค้าใหม่รวมทั้งหมดจะเติบโต 9% สู่ 500,000 ตร.ม. ในปีนี้ ชะลอตัวลงจากที่เติบโต 22% ในปีที่ผ่านมา ในขณะที่สัญญาให้เช่าพื้นที่โรงงานสำเร็จรูปใหม่จะเติบโต 24% สู่ 50,000 ตร.ม. ชะลอตัวลงจากที่เติบโต 30% ในปีที่ผ่านมา ความกังวลหลักๆ สำหรับโรงงานสำเร็จรูป คือ การยกเลิกสัญญา

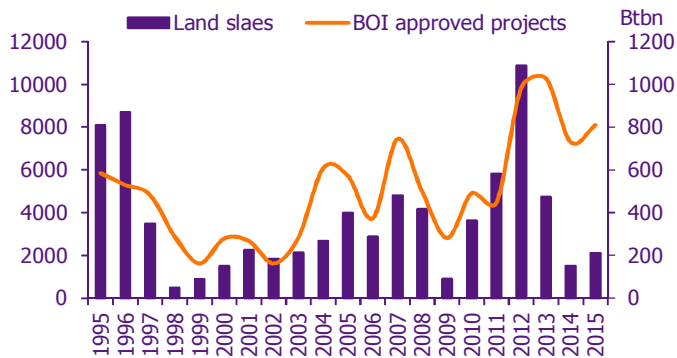
Top pick – AMATA หุ้น AMATA ซื้อขายในระดับต่ำกว่ามูลค่าที่ PBV ปี 2558 ระดับ 1.0 เท่า เมื่อเทียบกับสินทรัพย์ที่ดีของบริษัท ตลาดมองข้ามที่ดินราคาสูงของบริษัทที่ตั้งอยู่ในทำเลยุทธศาสตร์ในประเทศไทยและเวียดนาม เราประเมินราคาเป้าหมายของ AMATA ด้วยวิธี sum-of-the-parts ได้ที่ 21 บาท

Valuation summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F
AMATA	Buy	12.10	21.0	76.6	14.9	12.8	8.7	(61)	17	48	1.0	0.9	0.9	7	7	10	3.8	3.0	4.5	8.6	9.4	7.7
AMATAV	Buy	9.00	10.5	18.4	59.5	17.7	9.8	(6)	236	81	2.6	2.3	2.0	5	14	22	0.4	1.8	1.9	24.0	15.3	8.6
ROJNA	Neutral	5.45	7.2	31.4	22.9	22.9	22.9	(35)	0	0	0.7	0.7	0.7	3	0	0	2.4	0.0	0.0	19.7	19.7	19.7
TICON	Neutral	11.80	13.0	15.0	16.2	14.7	13.4	(5)	10	10	1.1	1.1	1.0	7	7	8	4.2	4.9	5.3	18.9	17.6	16.6
Average					28.4	17.0	13.7	(27)	66	35	1.3	1.3	1.1	5	7	10	2.7	2.4	2.9	17.8	15.5	13.2

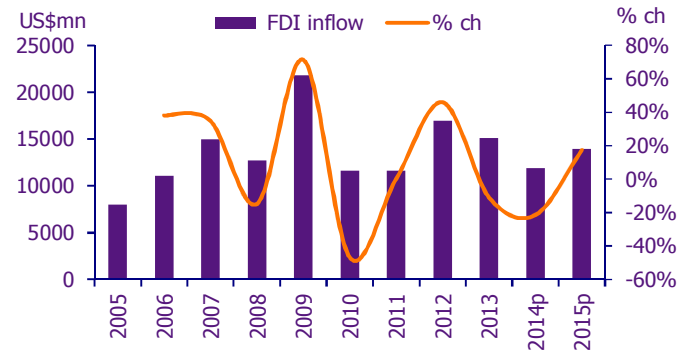
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: Land sales recovered in 2015, in line with more BoI approved projects and FDI inflow



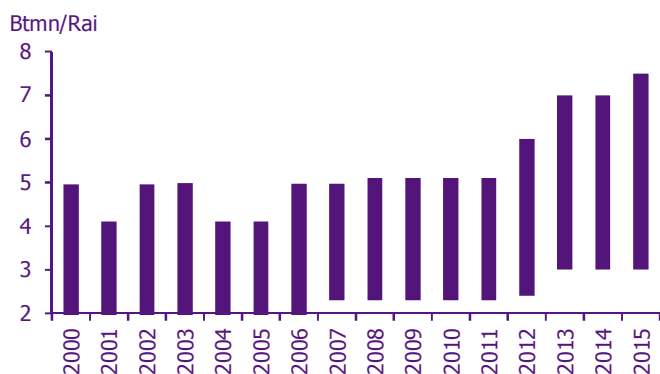
Source: CBRE, BoI

Figure 2: FDI inflow in manufacturing sector recovery



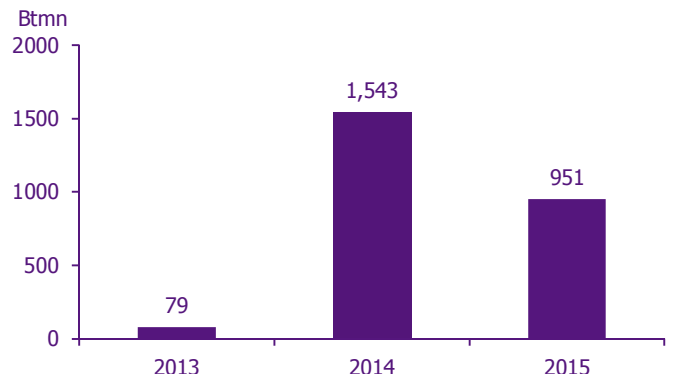
Source: BoT

Figure 3: Rising asking price for IE in Rayong province



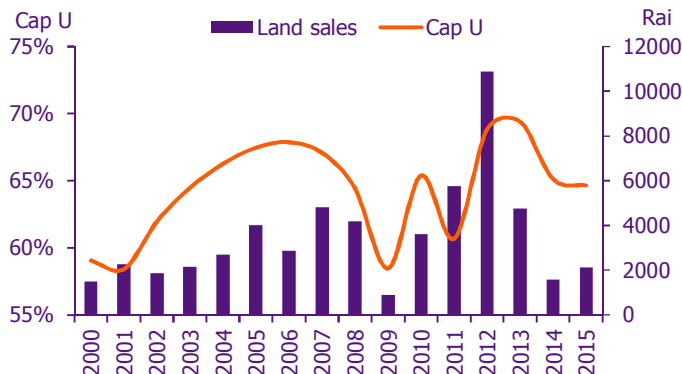
Source: CBRE

Figure 4: Large BoI applications waiting for approval



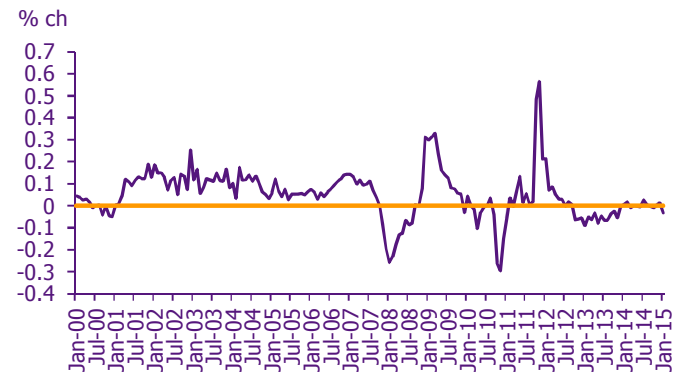
Source: BoI, SCBS Investment Research

Figure 5: Capacity utilization rate has good correlation with land sales (61%)



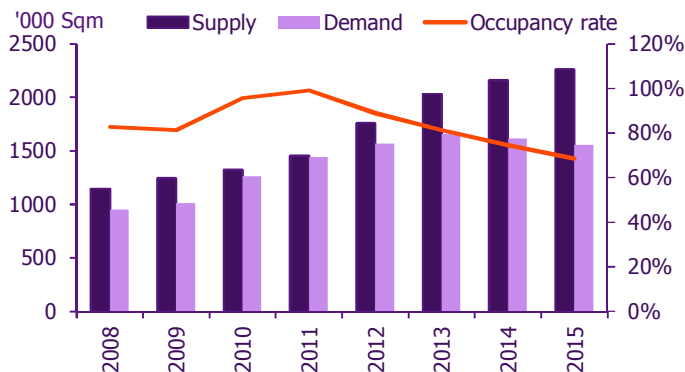
Source: BoT, CBRE

Figure 6: Manufacturing Production Index (MPI)



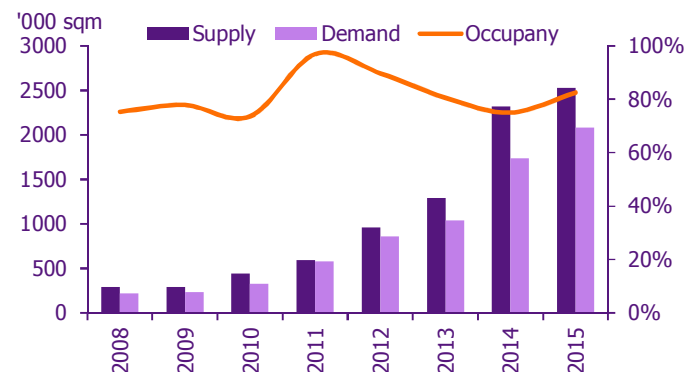
Source: BoI, SCBS Investment Research

Figure 7: RBF: Demand and occupancy rate shrinking



Source: CBRE

Figure 8: WH: Growing demand and occupancy



Source: CBRE

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

ประกันวินาศภัยมีแนวโน้มที่ดีกว่าประกันชีวิต

- **THRE** มีแนวโน้มรายงาน **combined ratio** ที่ดีขึ้นและจะกลับมาให้บริการประกันภัยต่อภัยกับบริษัทประกันภัยต่างชาติได้อีกครั้ง
- **THREL** คาดโมเมนตัมกำไรชะลอตัวในปี 2559 เพราะอัตราเติบโตของเบี้ยประกันรับ **combined ratio** และ **ROI** ไม่น่าจะยืนอยู่ในระดับที่ดีอย่างต่อเนื่อง
- **BLA** กำลังเผชิญแรงกดดันจากผลตอบแทนพันธบัตรที่ลดลง
- ชอบ **THRE** มากที่สุด เพราะมีปัจจัยบวกกระตุกราคาหุ้นหลายอย่างรออยู่

THRE จะมีผลการดำเนินงานที่ฟื้นตัวต่อเนื่อง โดยได้รับปัจจัยหนุนจาก **combined ratio** ที่ดีขึ้นและการกลับมาให้บริการรับประกันภัยต่อภัยกับบริษัทประกันภัยต่างชาติพร้อมกับโอกาสที่จะได้ลูกค้าใหม่ เราคาดว่ากำไรปกติ (ไม่รวมกำไรพิเศษจากการขายและบันทึกมูลค่าเงินลงทุนใน **THREL** ตามราคาตลาด) ของ **THRE** จะปรับตัวเพิ่มขึ้น 18% ในปี 2559 เราปรับประมาณการเบี้ยประกันรับสุทธิปี 2559 ลดลงจากเดิมที่คาดว่าจะเติบโต 15% สู่ 12% เราคาดว่า **THRE** จะได้ลูกค้ารายใหม่จากบริษัทต่างชาติ เนื่องจากบริษัทได้รับอันดับเครดิตที่ "A-" กลับคืนมาในไตรมาส 4/58 หลังจากเพิ่ม **CAR** ขึ้นสู่ระดับ >300% ทำให้บริษัทสามารถกลับมาให้บริการรับประกันภัยต่อภัยกับบริษัทประกันภัยต่างชาติได้อีกครั้ง เราคาดว่า **combined ratio** จะลดลงจาก 93% ในปี 2558 สู่ 91% ในปี 2559 เนื่องจาก **THRE** นำเอกรัชมรรมีที่มีการเรียกร้องค่าสินไหมทดแทนสูง (ประกันสุขภาพสำหรับครูต่างจังหวัด) ไปประกันภัยต่อช่วงกับบริษัทประกันภัยต่อรายอื่นในปี 2558

THREL กำลังพิจารณาขายหุ้น **THREL** เพิ่ม **THRE** กำลังพิจารณาปรับลดสัดส่วนการถือหุ้นใน **THREL** ลงอีกจากระดับปัจจุบันที่ 24.83% สู่ 20% % เนื่องจากบริษัทต้องการหลีกเลี่ยงการจัด **THREL** เป็นบริษัทร่วม ซึ่งจำเป็นต้องใช้เงินทุนสูง เหตุผลหลักคือเพื่อรักษาอัตราส่วนเงินกองทุนต่อสินทรัพย์เสี่ยงของบริษัทไว้ที่ระดับสูงกว่า 300%

THREL คาดโมเมนตัมเปลี่ยน **THREL** ตั้งเป้าเบี้ยประกันรับโต 15% ในปี 2559 เทียบกับ 16% ในปี 2558 และคาดว่า **combined ratio** จะเพิ่มขึ้นจาก 77% ในปี 2558 สู่ 78% ในปี 2559 ขณะที่ **ROI** จะถูกกดดันให้ปรับตัวลดลงโดยผลตอบแทนพันธบัตรที่ลดลง

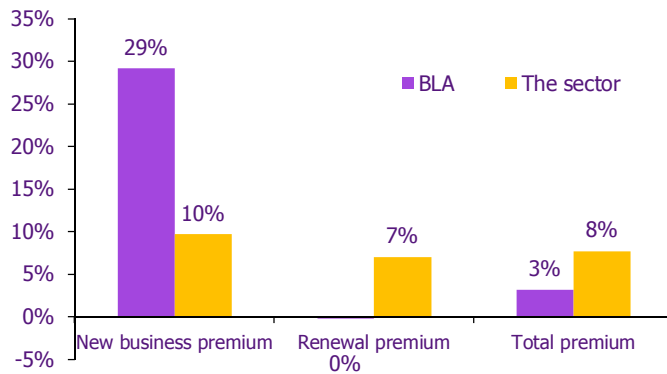
BLA กำลังเผชิญแรงกดดันจากผลตอบแทนพันธบัตรที่ลดลง ในปี 2559 **BLA** ตั้งเป้าขยายเบี้ยประกันรับรายใหม่อีก ~60% สู่ 2.2 หมื่นล้านบาท และขยายเบี้ยประกันรับทั้งหมดอีก ~25% สู่ 5.5 หมื่นล้านบาท บริษัทน่าจะทำได้ดังกล่าวนำสำเร็จได้ยากเมื่อพิจารณาจากสถานการณ์ในการขยายเบี้ยประกันรับสุทธิที่ย่ำแย่ในปัจจุบันเพราะผลตอบแทนพันธบัตรปรับตัวลดลงสู่ระดับต่ำสุดเป็นประวัติการณ์และภาวะเศรษฐกิจชะลอตัวเป็นเวลานาน ผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลระยะยาวปรับตัวลดลง 0.44% สำหรับพันธบัตรอายุ 5 ปี, 0.53% สำหรับพันธบัตรอายุ 10 ปี, และ 0.50% สำหรับพันธบัตรอายุ 20 ปี จากสิ้นปี 2558 เงินลงทุนประมาณ 83% ของ **BLA** อยู่ในตราสารหนี้ซึ่งมีอายุเฉลี่ย 8.3 ปี ดังนั้นผลตอบแทนพันธบัตรที่ปรับตัวลดลงจึงสร้างแรงกดดันต่อผลตอบแทนจากการลงทุน เราคาดว่าอัตราการจัดสำรองกรมธรรม์ประกันชีวิตของ **BLA** จะเพิ่มขึ้นจาก 67.6% ในปี 2558 สู่ 69% ในปี 2559 ในขณะที่ผู้บริหารคาดว่าอัตราการจัดสำรองกรมธรรม์ประกันชีวิตจะอยู่ที่ 67-69% โดยใช้สมมติฐานว่าไม่มีการเปลี่ยนแปลงใน **yield curve** **BLA** กำลังพิจารณาปรับเปลี่ยนวิธีการบันทึกบัญชี 2 รายการเพื่อลดผลกระทบของผลตอบแทนพันธบัตรที่ลดลงต่อบำกำไรขาดทุน โดยจะตัดสินใจภายในไตรมาส 2/59

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

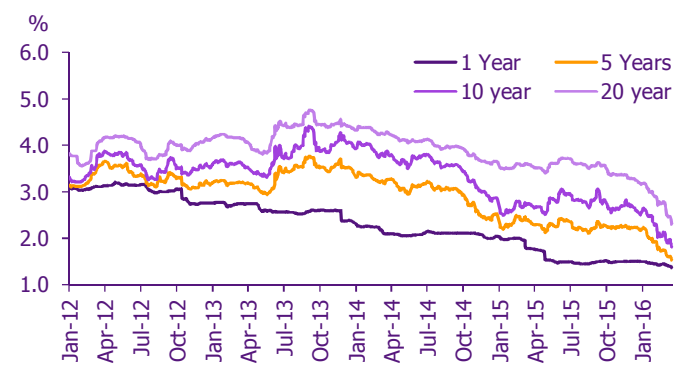
Valuation Summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)		
					15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F
BLA	Sell	40.50	42.0	5.0	16.8	22.5	19.7	54	(25)	14	2.6	2.4	2.2	16	11	11	1.6	1.3	1.5
THRE	Buy	2.82	3.3	19.0	20.0	15.0	12.7	n.m.	33	18	2.2	1.9	1.7	13	14	14	0.0	2.0	2.4
THREL	Buy	10.10	12.0	23.8	15.6	13.9	12.2	5	12	14	4.7	4.2	3.7	31	32	32	4.5	5.0	5.7
Average					17.5	17.2	14.9	29	7	16	3.2	2.8	2.5	20	19	19	2.0	2.8	3.2

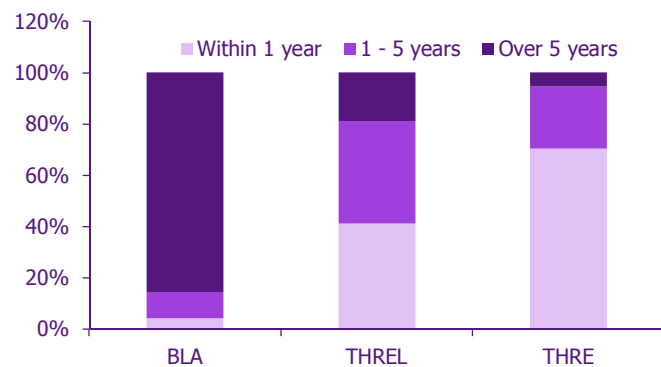
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: Life insurance premium growth in January

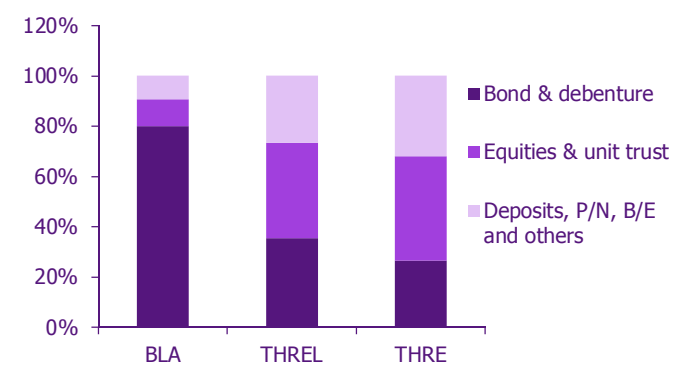
Source: The Thai Life Assurance Association and SCBS Investment Research

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

ค้นหาดาวดวงใหม่

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

- เรามองว่าการใช้จ่ายเม็ดเงินโฆษณาที่ชะลอตัวลงในระยะหลังนี้เป็นแค่การปรับตัวลดลงตามวัฏจักร และตอนนี้หน้าจะอยู่ในช่วงปลายวัฏจักรขาลงแล้ว ซึ่งหมายความว่าค่าใช้จ่ายเม็ดเงินโฆษณาจะเพิ่มขึ้นอีกครั้ง นอกจากนี้เราก็มองว่าทีวีจะยังคงเป็นสื่อที่ได้รับความนิยมมากที่สุด แต่สัดส่วนเม็ดเงินโฆษณาทางสื่อ OOH จะปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง
- ปัจจุบันผู้ใช้จ่ายโฆษณาเลือกในการโฆษณาหลายช่องทางมาก ครอบคลุมตั้งแต่ช่องทางทีวีเกิดใหม่จำนวนมากไปจนถึงสื่อ OOH ที่มีอยู่หลากหลายประเภท
- WORK และ RS เป็นหุ้น top picks ของเราในกลุ่มสื่อโทรทัศน์ เนื่องจากช่อง DTTV จะสามารถดึงดูดเม็ดเงินโฆษณาเข้ามาเพิ่มขึ้น และสองบริษัทนี้ยังมีโอกาสขึ้นอัตราค่าโฆษณาได้อีกมาก สำหรับสื่อ OOH เราเลือก PLANB เป็น top pick เพราะกำไรมีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง

การใช้จ่ายเม็ดเงินโฆษณายังเติบโตในระยะยาว เรามองว่าการใช้จ่ายเม็ดเงินโฆษณาที่ชะลอตัวลงในระยะหลังนี้เป็นแค่การปรับตัวลดลงตามวัฏจักร ไม่ใช่การเปลี่ยนแปลงทางโครงสร้าง นอกจากนี้เราก็มองว่าวัฏจักรขาลงรอบนี้ใกล้จะสิ้นสุดลงแล้ว แม้อาจจะไม่ใช่ปีนี้ เราคาดว่าค่าใช้จ่ายเม็ดเงินโฆษณาจะเติบโต 3-4% (เทียบกับค่าเฉลี่ย 5 ปีที่ 6%) ในปี 2560-61 การใช้จ่ายเม็ดเงินโฆษณามีความสัมพันธ์โดยตรงกับการใช้จ่ายอุปโภคบริโภคภาคเอกชน (PCE) ซึ่ง SCB EIC คาดว่าจะกลับมาเติบโตตามปกติในช่วงครึ่งหลังปี 59 การใช้จ่ายโฆษณาต่อหัวประชากรในประเทศไทยอยู่ที่ระดับเพียง 57 ดอลลาร์สหรัฐ ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยทั่วโลกที่ 250 ดอลลาร์สหรัฐอยู่ถึง 78% ซึ่งชี้ให้เห็นว่าการใช้จ่ายเม็ดเงินโฆษณาในประเทศไทยยังมีโอกาสเติบโตได้อีกมากในระยะหลายปีข้างหน้า

การเปลี่ยนแปลงทางโครงสร้าง #1: คนส่วนใหญ่ใช้เวลาที่บ้านน้อยลง หากมองข้ามการใช้จ่ายเม็ดเงินโฆษณาโดยรวมที่มีอัตราเติบโตไม่แน่นอนเกินไป เราพบว่าการเปลี่ยนแปลงทางโครงสร้างของการใช้จ่ายเม็ดเงินโฆษณาจากสื่อดั้งเดิมสู่สื่อโฆษณานอกที่อยู่อาศัย (OOH) ในช่วง 8 ปีที่ผ่านมา (ตั้งแต่ปี 2550-2558) การใช้จ่ายเม็ดเงินโฆษณาทางสื่อ OOH เติบโตดีกว่าอุตสาหกรรมโฆษณาโดยรวม (OOH โต 8% เทียบกับอุตสาหกรรมโฆษณาโดยรวมที่โต 4%) และส่วนแบ่งตลาดของสื่อ OOH ก็เพิ่มขึ้นจาก 6% ในปี 2550 สู่ 9% ในปี 2558 เรายังคงมองว่ามีโอกาสที่สื่อ OOH จะเติบโตได้อีก ถ้าเราดูที่ประเทศที่คนใช้เวลาที่บ้านน้อยลง เช่น ฮอลแลนด์ และสิงคโปร์ สื่อ OOH คิดเป็น 25% ของการใช้จ่ายเม็ดเงินโฆษณาทั้งหมด ด้วยไลฟ์สไตล์ที่เปลี่ยนไปสู่การใช้เวลาที่บ้านน้อยลง สื่อ OOH จึงมีโอกาที่จะขยายตัวได้อีกมาก

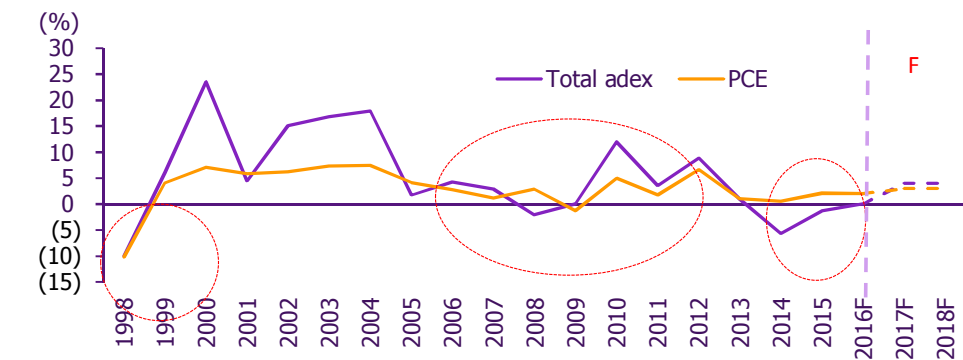
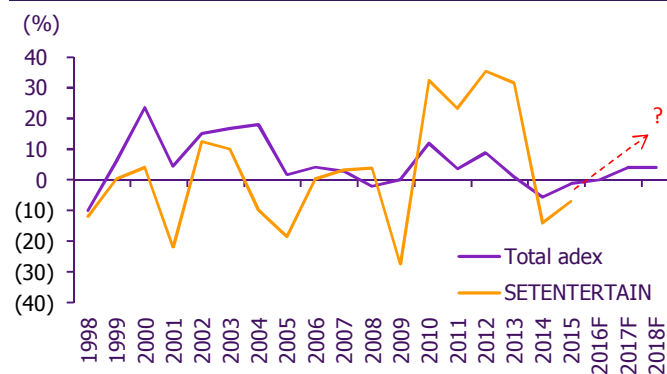
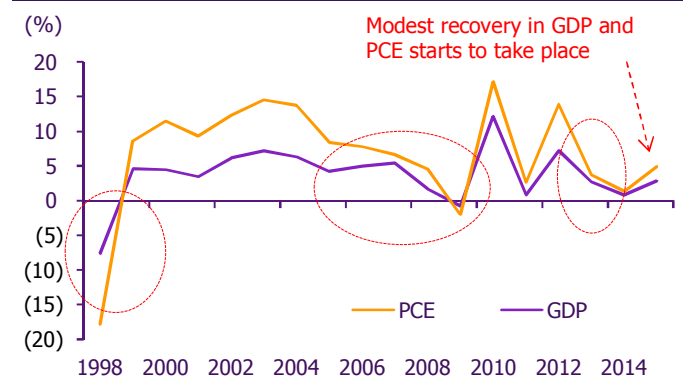
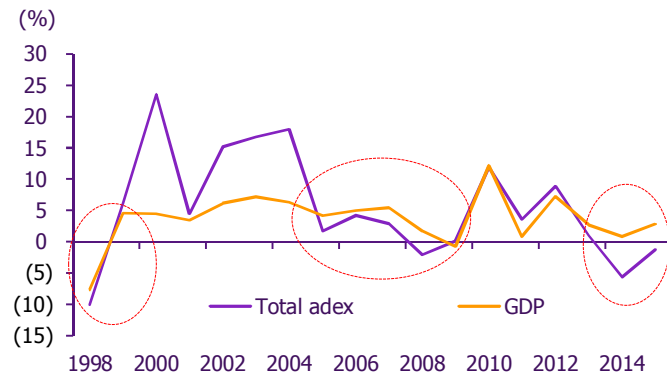
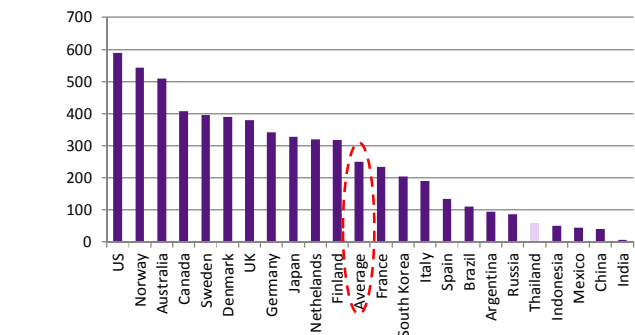
การเปลี่ยนแปลงทางโครงสร้าง #2: การเปลี่ยนจากระบบอนาล็อกสู่ระบบดิจิทัล ทีวีจะยังคงเป็นสื่อที่ได้รับความนิยมมากที่สุด เนื่องจากผู้ใช้จ่ายโฆษณาต้องการเข้าถึงคนหมู่มาก อย่างไรก็ตาม การใช้จ่ายเม็ดเงินโฆษณาทางทีวีมีแนวโน้มที่จะเติบโตเพียง 2-3% (เทียบกับ 6-7% ในอดีตที่ผ่านมา) ในระยะ 2-3 ปีข้างหน้า เพราะผู้บริโภคใช้เวลาดูทีวีน้อยลง และใช้เวลาอยู่บนมือถือหรือใช้สื่อออนไลน์เพิ่มมากขึ้น เนื่องจากส่วนแบ่งผู้ชมจากทีวีระบบอนาล็อกมายัง DTTV มากขึ้น ทำให้อัตราค่าโฆษณาต่อเรตติ้ง (CPRP) ของผู้ประกอบการ DTTV รายเล็ก ๆ เริ่มที่จะดูน่าดึงดูดมากขึ้นในมุมมองของผู้ใช้จ่ายโฆษณาเมื่อเปรียบเทียบกับผู้นำช่องทีวีดังเดิม (ช่อง 3 5 7 และ 9) CPRP เฉลี่ยของผู้ประกอบการรายเล็กอยู่ที่เพียง 19,000-20,000 บาท/เวลาโฆษณา 30 วินาที หรือคิดเป็นส่วนลด 50% จาก CPRP ของช่องทีวีอนาล็อกชั้นนำ ชี้ให้เห็นว่าอัตราค่าโฆษณาของผู้ประกอบการ DTTV รายเล็กสามารถปรับขึ้นได้อย่างน้อย 50% ด้วยเรตติ้งทีวีเท่าเดิม เราเชื่อว่าช่องว่างที่ค่อนข้างกว้างนี้ไม่สมเหตุสมผล และจะปิดลง เนื่องจากผู้ชมจะเปลี่ยนมาดูช่อง DTTV เพิ่มมากขึ้นและสำนักวิจัยใช้กลุ่มตัวอย่างที่ใหญ่ขึ้นในการสำรวจเรตติ้งทีวี

WORK PLANB และ RS เป็น top picks การเปลี่ยนแปลงโครงสร้างการใช้จ่ายเม็ดเงินโฆษณาจากช่องทีวีอนาล็อกมายังช่อง DTTV ช่วยสนับสนุนให้เราเลือก WORK เป็นหุ้น top pick อันดับหนึ่ง เราแนะนำ "ซื้อ" WORK ด้วยราคาเป้าหมายที่คำนวณได้จากวิธี DCF ที่ 55 บาท ปัจจัยที่สนับสนุนให้เราเลือก WORK เป็น top pick คือ รายการที่น่าสนใจและมีเอกลักษณ์โดดเด่นมากกว่าช่อง DTTV อื่นๆ ดังเห็นได้จากทีวีเรตติ้งระดับสูงของบริษัท บวกกับกำไรมีแนวโน้มเติบโตเพิ่มขึ้นตามอัตราค่าโฆษณาที่สูงขึ้น เนื่องจากบริษัทมีสัดส่วนรายได้จาก DTTV มากกว่าผู้ประกอบการรายอื่นๆ นอกจากนี้แล้ว WORK ยังซื้อขายที่ PEG ต่ำที่สุดในกลุ่มผู้ประกอบการ DTTV ด้วย สำหรับสื่อโฆษณานอกที่อยู่อาศัย เราชอบ PLANB มากกว่า VGI เนื่องจาก PLANB มีสื่อโฆษณานอกที่อยู่อาศัยที่หลากหลายกว่า VGI ทำให้บริษัทสามารถดึงดูดเม็ดเงินโฆษณาได้มากกว่า สำหรับ RS การเข้าซื้อหุ้น RS ตอนนี้ก็เหมือนกับการซื้อบริษัทที่แทบไม่มีหนี้ซึ่งกำไรกำลังจะเข้าสู่วัฏจักรการเติบโตรอบใหม่

Valuation summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F
BEC	Sell	29.25	25.0	(10.4)	19.6	21.8	20.2	(35)	(10)	8	7.95	7.95	7.46	38	36	38	4.6	4.1	4.5	11.0	12.0	11.0
GRAMMY	Neutral	8.10	8.0	(1.2)	n.m.	n.m.	n.m.	29	80	24	2.26	2.45	2.61	(45)	(11)	(10)	0.0	0.0	0.0	90.5	11.6	20.2
MAJOR	Buy	28.75	32.0	15.2	25.8	23.0	19.5	1	12	18	3.93	3.88	3.75	15	17	20	4.1	3.9	4.6	12.5	12.0	10.7
MCOT	Sell	9.00	6.0	(33.3)	61.8	n.m.	n.m.	(80)	n.m.	(209)	0.77	0.77	0.77	1	(1)	(3)	0.7	0.0	0.0	5.3	27.8	68.0
PLANB	Buy	6.35	8.5	35.2	55.0	38.4	28.3	96	44	36	7.65	7.15	6.33	22	23	24	0.9	1.3	1.8	24.4	18.8	14.5
RS	Buy	10.10	14.0	40.7	82.3	29.1	23.2	(67)	183	26	5.61	5.19	4.73	7	19	22	0.7	2.1	2.6	9.3	7.1	6.0
VGI	Neutral	4.68	5.0	9.1	32.9	37.2	33.2	(15)	(12)	12	15.80	15.80	15.20	49	42	44	2.6	2.3	2.6	18.3	15.8	12.7
WORK	Buy	38.75	55.0	43.2	92.6	38.3	29.4	n.m.	142	30	5.10	4.27	3.70	7	13	14	0.6	1.3	1.7	21.0	16.6	14.4
Average					52.8	31.3	25.6	(10)	63	(7)	6.14	5.93	5.57	12	17	19	1.8	1.9	2.2	24.0	15.2	19.7

Source: SCBS Investment Research

Figure 1: : We expect ad spending to grow at a normal rate of 4% from 2017 onward**Figure 2: : Ad spending dictates price performance in media sector****Figure 3: : PCE is slowing but see sign of recovery****Figure 4: : Recovery of GDP will help improve ad spending in the future****Figure 5: : Ad spending/head in Thailand is still far below other countries**

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

ปี 2559: ยอดขายจะเติบโตมากกว่ากำไร

- บริษัทพัฒนาโครงการที่อยู่อาศัยรายใหญ่ 7 อันดับแรกมีผลงานที่ดีขึ้นในปีที่ผ่านมา โดยยอดขายเพิ่มขึ้นถึง 15% แต่กำไรโดยรวมเพิ่มขึ้นเพียง 2% เนื่องจากยอดขายคอนโดจะถูกรับรู้เป็นรายได้ไปอีก 2-3 ปีข้างหน้า
- เราคาดว่ายอดขายของบริษัทใหญ่ 7 อันดับแรกจะเติบโต 19% ในปีนี้ โดยอุปสงค์ส่วนใหญ่จะอยู่ในกลุ่มผู้มีรายได้ปานกลางถึงสูง ซึ่งมีสัดส่วนหนี้ครัวเรือนต่อรายได้ในระดับต่ำ อย่างไรก็ตาม กำไรจะเติบโตน้อยลง เนื่องจากยอดขายอสังหาริมทรัพย์ได้ลดลง
- การต่ออายุมาตรการกระตุ้นอสังหาฯ ของรัฐบาลจะช่วยหนุนให้กำไรปรับขึ้นได้อีกเพียง 3% ซึ่งไม่น่าจะทำให้ปรับคำแนะนำของหุ้นในกลุ่มนี้ขึ้น

อุปทานใหม่และยอดขายสูงขึ้นในไตรมาส 4/58 ในไตรมาส 4/58 มูลค่าโครงการเปิดใหม่ปรับตัวเพิ่มขึ้น 24% YoY และ 30% QoQ ในขณะที่ยอดขายของบริษัทพัฒนาที่อยู่อาศัยรายใหญ่ 7 อันดับแรก (AP LH LPN PS QH SIRI และ SPALI) เติบโต 38% YoY และ 25% QoQ โดยได้รับแรงหนุนจากอุปสงค์ของบ้านแนวราบ ส่งผลทำให้มูลค่าโครงการเปิดใหม่ในปี 2558 อยู่ที่ 4.24 แสนล้านบาท (+28% YoY) และยอดขายรวมของ 7 บริษัทใหญ่อยู่ที่ 1.81 แสนล้านบาท (+15% YoY) โดยได้รับปัจจัยหนุนจากการฟื้นตัวของคอนโด

ไตรมาส 4/58 เป็นไตรมาสที่ดีที่สุดของปี 2558 กำไรสุทธิโดยรวมเพิ่มขึ้น 11% YoY แต่เติบโตแบบก้าวกระโดดถึง 47% QoQ สู่ 1.1 หมื่นล้านบาทในไตรมาส 4/58 คิดเป็นสัดส่วน 35% ของกำไรปี 2558 ที่ 3.1 หมื่นล้านบาท ซึ่งเติบโตเพียง 2% YoY กำไรที่เพิ่มขึ้นในไตรมาส 4/58 สะท้อนถึงการโอนกรรมสิทธิ์ที่เพิ่มขึ้นหลังจากรัฐบาลออกมาตรการกระตุ้นอสังหาริมทรัพย์ และที่อยู่อาศัยสร้างเสร็จมากขึ้น รายได้เพิ่มขึ้น 25% QoQ สู่ 5.78 หมื่นล้านบาท และอัตรากำไรขั้นต้นปรับตัวเพิ่มขึ้น 1.1% สู่ 33.7%

ยอดขายจะเพิ่มขึ้นในปี 2559 บริษัทพัฒนาโครงการที่อยู่อาศัยรายใหญ่ 7 อันดับแรกตั้งเป้ายอดขาย 2.16 แสนล้านบาทในปี 2559 +19% YoY โดยในช่วง 2 เดือนแรกปี 59 ทำยอดขายได้แล้ว 2.05 หมื่นล้านบาท หรือคิดเป็นสัดส่วน 10% ของเป้าที่วางไว้ อุปสงค์จะมีมากที่สุดในกลุ่มผู้มีรายได้ปานกลางถึงสูง เนื่องจากคนกลุ่มนี้ได้รับผลกระทบน้อยจากเศรษฐกิจชะลอตัว และมีความสามารถในการกู้ยืมได้มากที่สุด อัตราส่วนหนี้ครัวเรือนต่อรายได้แทบไม่เปลี่ยนแปลงสำหรับคนกลุ่มนี้ โดยอยู่ที่ 19-24% ในปี 2552 เทียบกับ 19-25% ในปี 2556 (การสำรวจล่าสุดโดย สสช.) ต่ำกว่าอัตราการณ์ของธนาคารที่ 50-70% อย่างมาก กลุ่มผู้มีรายได้ต่ำมีภาระหนี้สินมาก โดยอัตราส่วนหนี้สินต่อรายได้ปรับตัวเพิ่มขึ้นจาก 47% สู่ 50% สะท้อนถึงความสามารถในการซื้อที่น้อยลงเรื่อยๆ ที่มีมาตรการกระตุ้น ยอดขายจะทำจุดสูงสุดในไตรมาส 2/59-ไตรมาส 3/59 เนื่องจากจะมีคอนโดเปิดตัวจำนวนมาก

หนี้ภาคครัวเรือนเติบโตในอัตราที่ลดลง ข้อมูลจากรพท.แสดงให้เห็นว่าหนี้ครัวเรือนอยู่ในระดับสูงที่ ~81% ของ GDP ณ สิ้นปี 2558 แต่ปัจจุบันคือ หนี้ใหม่เติบโตในอัตราที่ชะลอตัวลงมากทั้งยอดหนี้และเปอร์เซ็นต์ของ GDP เรามองว่าหนี้ครัวเรือนทำจุดสูงสุดไปแล้ว และจะอยู่ในระดับทรงตัว ซึ่งถือเป็นข่าวดีสำหรับตลาดที่อยู่อาศัย

กำไรจะเติบโตน้อยลง เนื่องจากยอดขายอสังหาริมทรัพย์ได้ลดลง 21% YoY เหลือ 1.35 แสนล้านบาท ณ ไตรมาส 4/58 เราจึงคาดว่ารายได้จะเติบโตน้อยที่ 6% และกำไรสุทธิจะเติบโต 4% (กำไรจากการดำเนินงานเติบโต 11%) ในปี 2559 นอกจากนั้นรายได้ก็จะมีแนวโน้มน้อยลงด้วย เพราะยอดขายอสังหาริมทรัพย์ได้รองรับรายได้ที่คาดการณ์ไว้เพียง 39% ในปี 2559 เทียบกับ 50-59% ในปี 2556-58

การต่ออายุมาตรการกระตุ้นอสังหาฯ จะทำให้กำไรเติบโตหรือไม่? ความไม่แน่นอนเกี่ยวกับการต่ออายุมาตรการกระตุ้นอสังหาฯ ทำให้เรายังไม่นำเอาประเด็นการต่ออายุเข้ามาไว้ในประมาณการของเรา โดยที่เรายังคงใช้สมมติฐานว่ามาตรการนี้จะสิ้นสุดลงในวันที่ 29 เม.ย. เรายังคงมองว่ามาตรการนี้ไม่ได้ช่วยกระตุ้นอุปสงค์ แต่จะช่วยให้การโอนราบรื่นขึ้น โดยเฉพาะการโอนคอนโดที่ถูกซื้อไปเมื่อหลายปีก่อน ถ้ามาตรการกระตุ้นอสังหาฯ ได้รับการต่ออายุ ประโยชน์ที่บริษัทพัฒนาที่อยู่อาศัยจะได้รับคือ ค่าธรรมเนียมการโอนที่ลดลง จะทำให้กำไรปรับขึ้นได้เพียง 3% ไม่มากพอที่จะทำให้ปรับคำแนะนำขึ้น

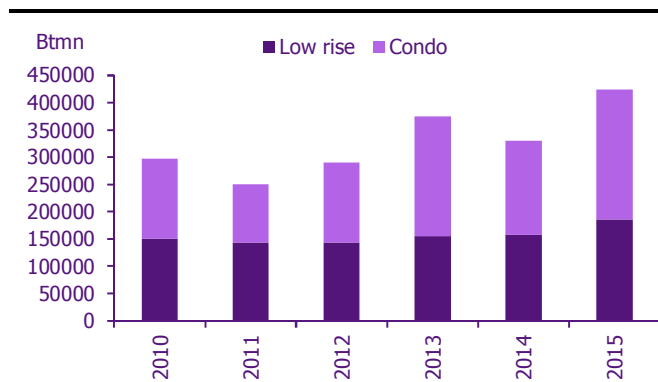
Top pick: LH เราชอบ LH เพราะกำไรจะกลับมาเติบโตในปี 2559-2560 โดยกำไรปกติจะเติบโต 18% ในปี 2559 และ 23% ในปี 2560 ยอดขายอสังหาริมทรัพย์ได้สูงสุดเป็นประวัติการณ์ที่ 2.04 หมื่นล้านบาท จะช่วยสนับสนุนให้รายได้ของ LH มีความแน่นอนมากขึ้นและช่วยลดความเสี่ยงของประมาณการ

Valuation Summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F
AP	Buy	5.95	8.0	39.8	7.5	6.2	5.0	(5)	21	25	1.1	0.9	0.8	15	16	18	4.2	5.3	6.6	9.4	8.0	6.3
LH	Buy	8.75	12.0	42.5	15.3	13.0	10.6	(10)	18	23	2.2	2.2	2.1	15	17	20	7.4	5.4	6.6	13.6	13.7	10.9
LPN	Neutral	13.60	15.0	17.8	8.3	7.3	7.3	19	14	1	1.7	1.5	1.4	22	22	20	6.6	7.5	7.6	7.7	6.9	6.9
PS	Neutral	26.50	30.0	20.1	7.7	7.4	7.0	15	4	6	1.7	1.5	1.4	24	22	21	6.6	6.9	7.3	8.7	8.3	7.5
QH	Buy	2.42	3.3	42.5	8.4	7.8	6.9	(8)	7	13	1.2	1.1	1.0	15	15	15	5.8	6.1	6.9	12.0	11.3	9.7
SIRI	Buy	1.53	2.4	63.9	7.6	7.0	5.3	(28)	8	33	0.8	0.8	0.7	11	11	14	7.9	7.0	9.3	9.7	10.8	8.8
SPALI	Neutral	18.50	19.0	8.6	7.3	6.8	5.9	(3)	7	15	1.6	1.4	1.2	23	22	22	5.4	5.9	6.8	9.5	8.5	7.2
Average					8.9	7.9	6.8	(3)	11	17	1.5	1.4	1.2	18	18	19	6.3	6.3	7.3	10.1	9.6	8.2

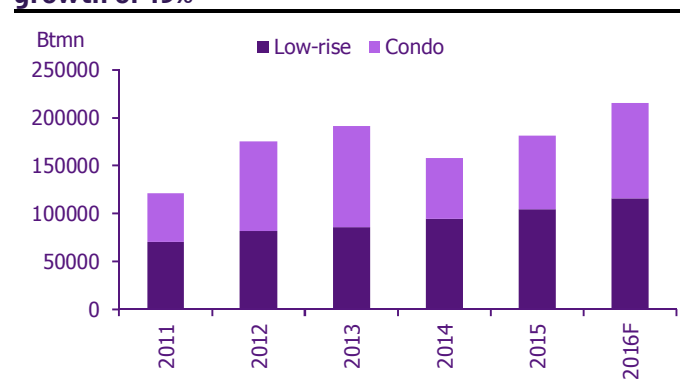
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: Overall new supply rose 28% in 2015...



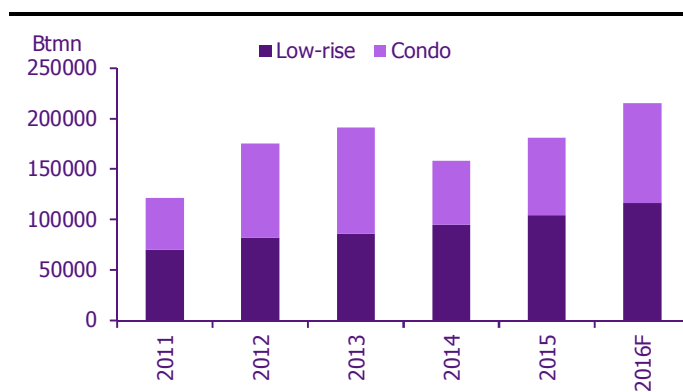
Source: AREA

Figure 2: ... in line with top seven aggregate presales growth of 19%



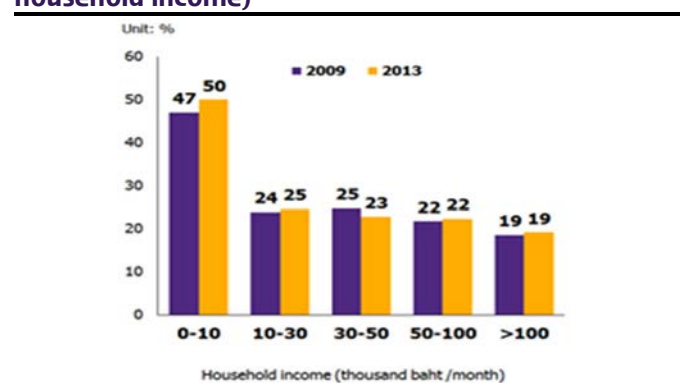
Source: AREA

Figure 3: Growing aggregate presales



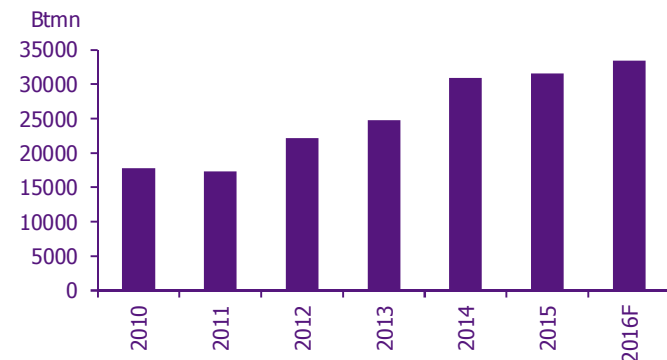
AP, LH, LPN, PS, QH, SIRI, SPALI

Figure 4: Low-end is heavily indebted (% of debt to household income)



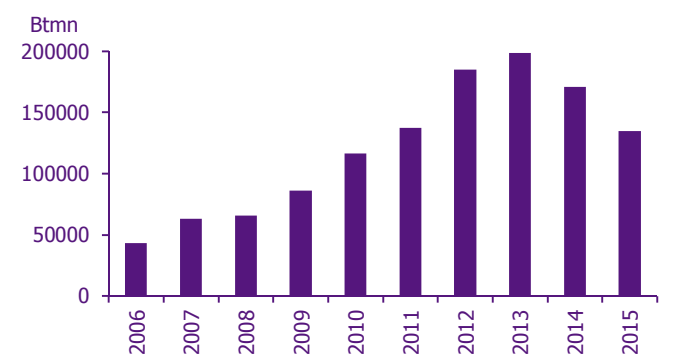
Source: SCB EIC analysis based on data from NSO

Figure 5: Growing profit



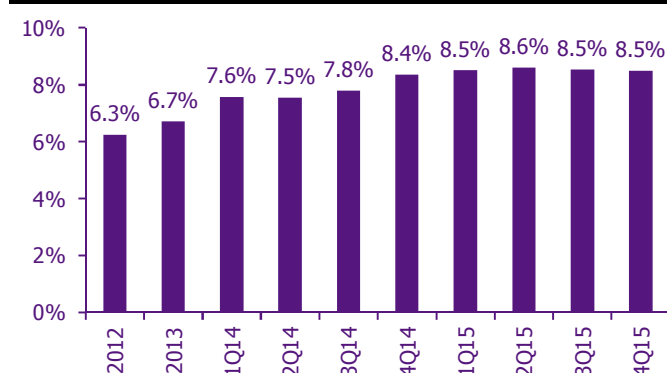
Source: AP, LH, LPN, PS, QH, SIRI, SPALI

Figure 6: Backlog down



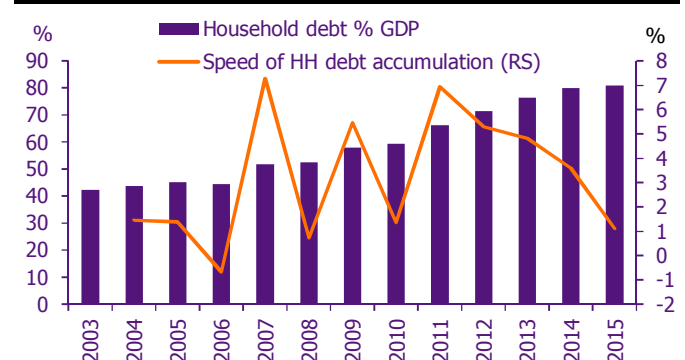
Source: AP, LH, LPN, PS, QH, SIRI, SPALI

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



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

Figure 8: Household debt rising at slower pace



Source: CEIC, SCBS Investment Research

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

มุมมองที่เป็นกลางต่อกลุ่มหลักทรัพย์ ชอบ ASP มากกว่า MBKET

- เราคาดว่ากำไรไตรมาส 1/59 จะลดลง YoY แต่เพิ่มขึ้น QoQ เคลื่อนไหวในทิศทางเดียวกันกับส่วนแบ่งการตลาดและมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์เฉลี่ยต่อวัน
- เราชอบ ASP มากกว่า MBKET เพราะ ASP มีงาน IB อยู่จำนวนมาก และมีแนวโน้มได้ประโยชน์จากการฟื้นตัวของ SET

คาดการณ์ได้ค่านายหน้าในไตรมาส 1/59 ลดลง YoY แต่เพิ่มขึ้น QoQ โดยเกิดจากมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์เฉลี่ยต่อวันและส่วนแบ่งการตลาดที่ลดลง YoY แต่เพิ่มขึ้น QoQ มูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์เฉลี่ยต่อวัน (ไม่รวมบัญชีบล.) ในไตรมาส 1/59 (ณ วันที่ 24 มี.ค.) อยู่ที่ 4.17 หมื่นล้านบาท (-16% YoY แต่ +13% QoQ) MBKET และ ASP สามารถรักษาสัดส่วนแบ่งการตลาดเอาไว้ได้เมื่อเทียบ QoQ ทั้งๆ ที่การแข่งขันสูงขึ้นเพราะมีคู่แข่งรายใหม่เข้ามา ส่วนแบ่งการตลาดของ MBKET เพิ่มขึ้นสู่ 8.3% ในไตรมาส 1/59 (ณ วันที่ 24 มี.ค.) จาก 7.8% ในไตรมาส 4/58 แต่ต่ำกว่า 9.8% ในไตรมาส 1/58 ส่วนแบ่งการตลาดของ ASP เพิ่มขึ้นเล็กน้อยสู่ 3.4% ในไตรมาส 1/59 (ณ วันที่ 24 มี.ค.) จาก 3.3% ในไตรมาส 4/58 แต่ต่ำกว่า 3.5% ในไตรมาส 1/58 อยู่เล็กน้อย เราคาดว่ารายได้ค่านายหน้าในไตรมาส 1/59 ของ MBKET จะลดลง 26% YoY แต่เพิ่มขึ้น 23% QoQ และรายได้ค่านายหน้าในไตรมาส 1/59 ของ ASP จะลดลง 18% YoY แต่เพิ่มขึ้น 18% QoQ

ASP จะได้ประโยชน์จากการฟื้นตัวของ SET มากกว่า MBKET ASP น่าจะได้ประโยชน์จากการฟื้นตัวของ SET index มากกว่า MBKET เนื่องจากบริษัทมีพอร์ตลงทุนขนาดใหญ่กว่า MBKET (พอร์ตลงทุนของ ASP มีมูลค่า 2.3 พันล้านบาท เทียบกับ MBKET ที่ 195 ล้านบาท) เงินลงทุนในหลักทรัพย์จดทะเบียนมูลค่า 622 ล้านบาทของ ASP น่าจะได้ประโยชน์จาก SET index ที่ฟื้นตัวขึ้นมา 9% YTD พอร์ตลงทุนมูลค่า 2.3 พันล้านบาทของ ASP มีสัดส่วนของหุ้น (บัญชีบล., การลงทุนเชิงกลยุทธ์, เงินลงทุนจากต่างประเทศ, และหุ้นนอกตลาด) และตราสารหนี้ค่อนข้างสมดุลกัน

งาน IB ของ ASP เพิ่มขึ้นมาก ASP มีงานพาณิชย์ธุรกิจ (IB) 50 คิลอยู่ในมือ ณ สิ้นปี 2558 เพิ่มขึ้นเกือบเท่าตัวจาก 28 คิล ณ สิ้นปี 2557 บริษัททำคิล IB ไป 32 คิลในปี 2558 ทั้งนี้จากงาน IB ที่มีอยู่ 50 คิล เป็นคิล IPO 24 คิล งาน IB ส่วนใหญ่จะเกิดขึ้นในช่วงครึ่งหลังปี 59 ประเมินการรายได้ค่าธรรมเนียมที่ไม่ใช่ค่านายหน้าที่เราคาดว่าจะอยู่ในระดับทรงตัวในปี 2559 มีแนวโน้มที่จะปรับขึ้นได้อีก

พรีวิวผลประกอบการไตรมาส 1/59 เราคาดว่ากำไรสุทธิไตรมาส 1/59 ของ MBKET จะลดลง 22% YoY แต่เพิ่มขึ้น 27% QoQ สู่ 286 ล้านบาท สอดคล้องกับรายได้ค่านายหน้าที่ลดลง YoY แต่เพิ่มขึ้น QoQ เราคาดว่ากำไรสุทธิไตรมาส 1/59 ของ ASP จะลดลง 35% YoY เพราะมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์ ส่วนแบ่งการตลาด และรายได้ค่าธรรมเนียมที่ไม่ใช่ค่านายหน้าปรับตัวลดลง แต่จะเพิ่มขึ้น 7% QoQ เพราะรายได้ค่านายหน้าและกำไรจากเงินลงทุนเพิ่มขึ้น

มีมุมมองที่เป็นกลางต่อกลุ่มหลักทรัพย์ แต่ชอบ ASP มากกว่า MBKET เรามีมุมมองที่เป็นกลางต่อกลุ่มหลักทรัพย์ เนื่องจากปัจจุบันเราคาดการณ์ถึงผลตอบแทนจากเงินปันผลในระดับปานกลาง เรายังคงชอบ ASP มากกว่า MBKET เพราะเหตุผล 3 ข้อ 1) ASP มีแนวโน้มให้ผลตอบแทนจากเงินปันผลสูงกว่า MBKET 2) ASP มีดีลงาน IB อยู่ในมือจำนวนมาก และ 3) ASP ได้รับผลกระทบจากการแข่งขันที่สูงขึ้นจากโบรกเกอร์รายใหม่น้อยกว่า 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 (%)		
					15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F
ASP	Neutral	3.38	3.7	17.0	12.7	11.2	10.5	(32)	13	7	1.6	1.5	1.5	12	14	15	6.7	7.6	8.1
MBKET	Sell	22.50	21.0	(0.2)	12.6	13.1	12.3	(19)	(4)	6	2.7	2.6	2.5	21	20	21	6.7	6.5	6.9
Average					12.7	12.2	11.4	(26)	5	6	2.1	2.1	2.0	17	17	18	6.7	7.0	7.5

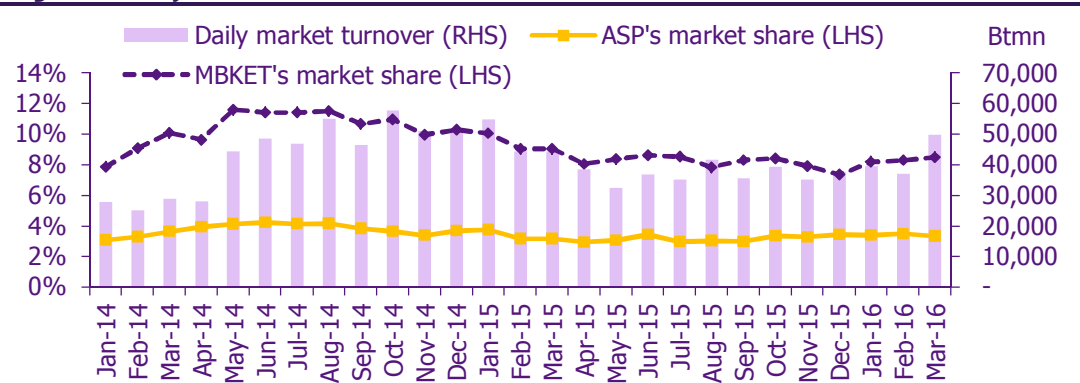
Source: SCBS Investment Research

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	21
Bt43bn	4.0	23
2016F EPS (Bt) at 2016F various daily mkt. turnover		
Bt37bn	0.28	1.57
Bt40bn — base case	0.30	1.72
Bt43bn	0.33	1.87
2016F DPS (Bt) at 2016F various daily mkt. turnover		
Bt37bn	0.24	1.33
Bt40bn — base case	0.26	1.46
Bt43bn	0.28	1.59
Dividend payout	85%	85%
Target PE (x)	12.1	12.1

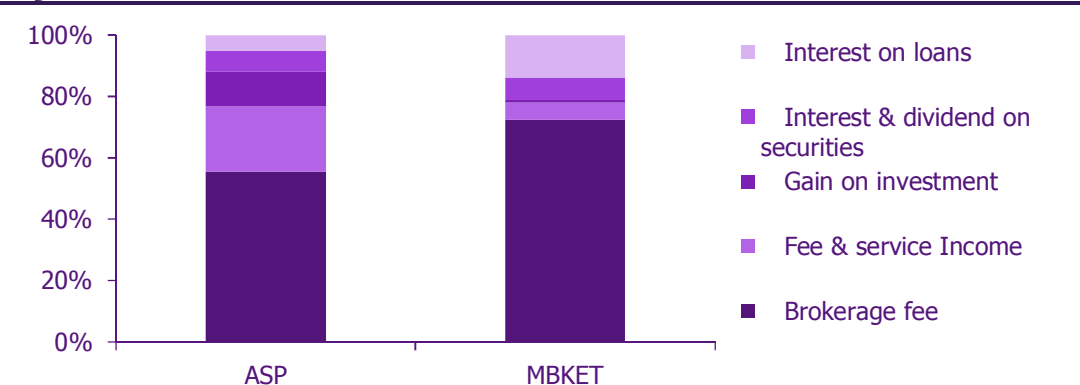
Source: SCBS Investment Research

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

สถานการณ์พ่อนคลาย: ไม่มีผู้ให้บริการโทรศัพท์มือถือรายใหม่เพิ่มเข้ามา

- JAS ไม่มาชำระเงินค่าใบอนุญาตคลื่น 900MHz ตามกำหนด ล้มเลิกความพยายามในการขยายธุรกิจให้บริการโทรศัพท์มือถือ ทำให้ธุรกิจโทรศัพท์มือถือยังคงมีผู้ให้บริการจำนวนเท่าเดิม
- การไม่มีผู้ให้บริการรายใหม่หมายความว่าไม่มีสงครามราคา
- TRUE ยังคงเป็น top picks ของเรา แม้ TRUE จะยังคงมีผลขาดทุนต่อไปอีกระยะหนึ่ง แต่บริษัทมีคลื่นความถี่ครอบคลุมทุกพื้นที่มากที่สุดในจำนวนผู้ให้บริการทั้งหมด ซึ่งจะช่วยสนับสนุนให้บริษัทเพิ่มส่วนแบ่งตลาดได้อย่างต่อเนื่อง

ไม่มีผู้ให้บริการรายที่ 4 ในตลาดมือถือ JAS ไม่มาชำระเงินค่าใบอนุญาตคลื่น 900MHz ตามที่กำหนดเส้นตายที่วางไว้ในวันที่ 21 มี.ค. กสทช.จะตัดสินใจว่าจะจัดการเรื่องนี้อย่างไรต่อไป กสทช.ยังคงต้องการจัดการประมูลรอบใหม่ภายใน 4 เดือน โดยจะกำหนดราคาเริ่มต้นประมูลเท่ากับราคาที่ JAS ชนะการประมูลที่ 75,560 ล้านบาท หากมีการประมูลแล้วไม่มีผู้สนใจเข้าร่วมประมูล กสทช.จะไม่มีการนำคลื่นความถี่ดังกล่าวมาประมูลในครั้งที่สองในทันที โดยจะเก็บคลื่นความถี่ดังกล่าวไว้ไม่น้อยกว่า 1 ปี และหากจะมีการเปิดประมูลใหม่หลังจากนั้น ราคาเริ่มต้นประมูลจะต้องไม่น้อยกว่าราคาที่ผู้ชนะการประมูลชนะในครั้งที่แล้ว กสทช. จะริบเงินหลักประกันการประมูล 644 ล้านบาทจาก JAS พร้อมกับสั่งปรับบริษัทตามวงเงินค่าเตรียมการประมูล 160 ล้านบาท นอกจากนี้ JAS ยังจะถูกตัดสิทธิไม่ให้เข้าร่วมการประมูลใดๆ ก็ตามที่จะมีขึ้นในอนาคตด้วย ในขณะที่จะไม่มีการเรียกร้องค่าเสียหายอื่นๆ กับ JAS ในตอนนี้

ข่าวดีสำหรับผู้ให้บริการโทรศัพท์มือถือเพราะไม่มีสงครามราคา ข่าวนี้เป็นข่าวดีสำหรับผู้ให้บริการโทรศัพท์มือถือ เนื่องจากทำให้ปัจจัยคุกคามที่มีแนวโน้มเกิดขึ้นจากผู้ประกอบการรายใหม่หมดไป อย่างไรก็ตาม JAS ถูกสงสัยมานานแล้วว่า จะหาเงินมาชำระค่าใบอนุญาตคลื่น 900MHz ไม่ได้ ทำให้ราคาหุ้นผู้ให้บริการโทรศัพท์มือถือปรับตัวเพิ่มขึ้น ราคาหุ้น DTAC กับ TRUE ปรับตัวเพิ่มขึ้นมากที่สุด โดยราคาหุ้นปรับขึ้น 45% YTD ตามมาด้วย ADVANC (ขึ้น 36% YTD) ปัจจุบันเราปรับลด discount rate (WACC) ที่ใช้กับผู้ให้บริการโทรศัพท์มือถือทั้ง 3 รายลง เนื่องจากบริษัทเหล่านี้จะไม่เผชิญกับการแข่งขันที่รุนแรงมากขึ้น ซึ่งหนุนให้เราปรับราคาเป้าหมายของหุ้นทั้ง 3 ตัวนี้เพิ่มขึ้นอีก 15% โดยปรับราคาเป้าหมายของ ADVANC เพิ่มขึ้นสู่ 207 บาท (จาก 180 บาท), DTAC เพิ่มขึ้นสู่ 40 บาท (จาก 35 บาท), และ TRUE เพิ่มขึ้นสู่ 11.7-12.0 บาท (จาก 10.2-10.5 บาท)

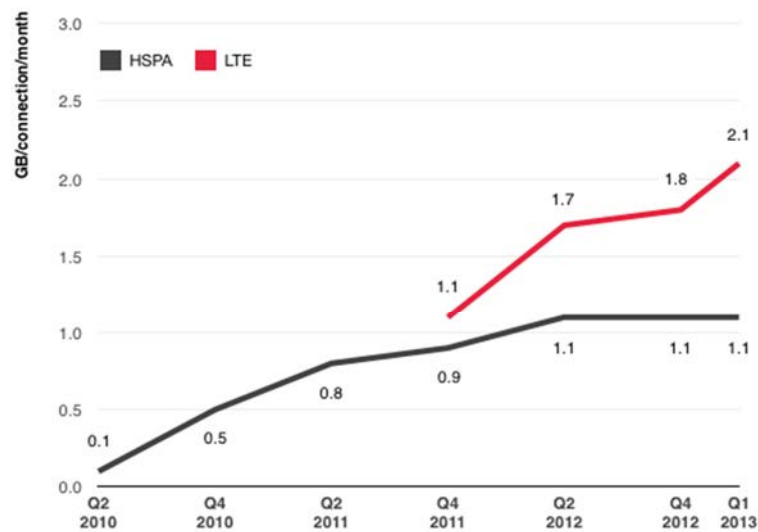
และสำหรับการประมูลรอบใหม่... เมื่อมีการจัดประมูลใหม่ เราไม่คิดว่าจะเห็น DTAC หรือ ADVANC เข้าร่วมการประมูลถ้าราคาเริ่มต้นประมูลยังอยู่ที่ 75,560 ล้านบาท ซึ่งเป็นราคาที่ทำให้ DTAC และ ADVANC ถอนตัวจากการประมูลครั้งก่อน โดยกล่าวว่าราคาประมูลปรับขึ้นไปสูงกว่าราคาที่เหมาะสมที่บริษัทมองไว้ ซึ่งหมายความว่า TRUE จะเป็นผู้ให้บริการบนคลื่น 900MHz เพียงรายเดียวเป็นเวลายาวนาน 1 ปี

ชอบ TRUE มากกว่า เรายังคงคำแนะนำ "Neutral" สำหรับ ADVANC และ DTAC เนื่องจากราคาหุ้นปรับตัวเพิ่มขึ้นไปถึงราคาเป้าหมายใหม่ของเราเรียบร้อยแล้ว เรายืนยันคำแนะนำ "ซื้อ" TRUE เนื่องจากเชื่อว่าบริษัทน่าจะมีส่วนแบ่งตลาดรายได้เพิ่มขึ้นอีก TRUE เป็นหุ้นที่เราแนะนำ "ซื้อ" ด้วยราคาเป้าหมายที่คำนวณได้จากวิธี DCF ที่ 11.7-12 บาท (หลังจากปรับปรุงจำนวนหุ้นเพิ่มทุนใหม่)

Valuation summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F
ADVANC	Neutral	183.50	207.0	18.3	13.9	18.1	17.4	9	(23)	4	11.3	12.5	12.3	82	65	71	7.2	5.5	5.8	7.9	8.4	7.6
DTAC	Neutral	43.00	40.0	(2.3)	16.5	21.6	19.3	(42)	(24)	12	3.7	2.5	2.2	21	14	12	6.8	4.6	5.2	5.2	6.2	6.6
TRUE	Buy	8.15	12.0	47.2	n.m.	n.m.	70.1	n.m.	n.m.	n.m.	2.7	2.8	2.7	0	(4)	4	0.7	0.0	0.7	13.0	16.8	12.0
Average					15.2	19.9	35.6	(17)	(24)	8	5.9	5.9	5.7	34	25	29	4.9	3.4	3.9	8.7	10.5	8.7

Source: SCBS Investment Research

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

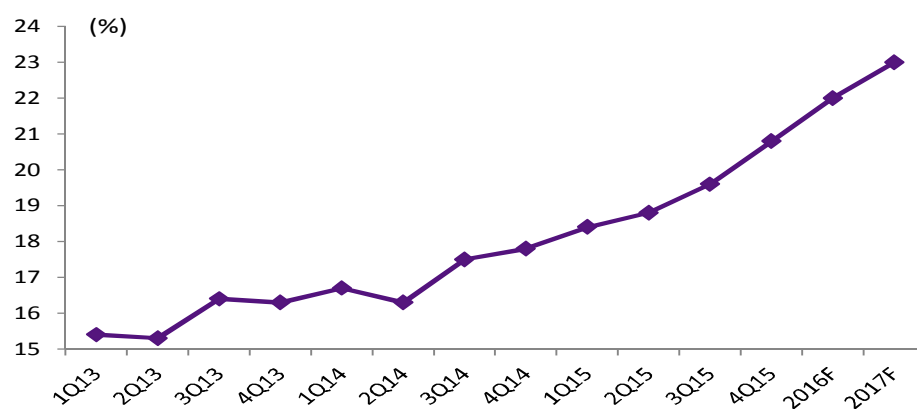
SK Telecom, average monthly data consumption per connection, Q2 2010 – Q1 2013

Source: SK Telecom

Figure 2: Comparison between 3G and 4G

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

Source: www.diffen.com

Figure 3: TRUE will gain revenue market share to 23% in 2017

Source: Company and SCBS Investment Research

รวิบุษ ปิยะกรียงไกร

นักวิเคราะห์การลงทุนวิจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1002

raweenuch.piyakriengkai@scb.co.th

การท่องเที่ยวไทยในช่วงโลว์ซีซั่นไม่น่าจะซบเซา

- โดยปกติแล้วไตรมาส 2 เป็นช่วงโลว์ซีซั่นของการท่องเที่ยวไทย แต่ความแตกต่างระหว่างช่วงไฮซีซั่นกับช่วงโลว์ซีซั่นมีน้อยลง โดยได้รับปัจจัยหนุนจากการเติบโตอย่างแข็งแกร่งของจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติจากตลาดระยะใกล้ ที่ส่วนใหญ่มาจากประเทศจีน
- ผู้ประกอบการโรงแรมจะได้รับประโยชน์มากที่สุด การเปลี่ยนแปลงทางโครงสร้างที่ทำให้ฤดูกาลมีอิทธิพลต่อการท่องเที่ยวไทยน้อยลงส่งผลให้การดำเนินงานในช่วงโลว์ซีซั่นแข็งแกร่งมากขึ้น และจะเป็นปัจจัยกระตุ้นผลการดำเนินงาน เรชชอบ ERW มากที่สุด

ผลการดำเนินงานไตรมาส 4/58 พื้นตัวได้ดีหลังเหตุน้ำท่วม พื้นที่เกี่ยวกับการท่องเที่ยว ยกเว้น CENTEL รายงานผลการดำเนินงานไตรมาส 4/58 ที่แข็งแกร่ง สะท้อนถึงการฟื้นตัวที่ดีของอุตสาหกรรมท่องเที่ยวไทยหลังจากเกิดเหตุน้ำท่วมที่ศาลพระพรหมเอราวัณเมื่อวันที่ 17 ส.ค. โดยในไตรมาส 4/58 มีนักท่องเที่ยวต่างชาติเดินทางเข้ามาในประเทศไทยจำนวน 7.8 ล้านคน เพิ่มขึ้น 3% YoY และ 7% QoQ ทั้งนี้ในกลุ่มโรงแรม ERW เป็นบริษัทที่รายงานกำไรปกติไตรมาส 4/58 เติบโตสูงที่สุดที่ 53% YoY ตามมาด้วย MINT ที่ +8% YoY ขณะที่กำไรปกติของ CENTEL ลดลง 19% YoY เพราะถูกฉุดลงโดยผลการดำเนินงานที่อ่อนแอที่มีลิดิฟส์ ซึ่งอยู่ระหว่างการปรับปรุงห้องพัก ส่วนผู้ประกอบการท่าอากาศยานอย่าง AOT รายงานกำไรปกติโต 22% YoY

คาดอุตสาหกรรมท่องเที่ยวไทยปี 2559 แข็งแกร่ง ฤดูกาลมีอิทธิพลน้อยลง เรคาดว่าปี 2559 จะเป็นปีที่ดีอีกปีหนึ่งสำหรับอุตสาหกรรมท่องเที่ยวไทย โดยนักท่องเที่ยวต่างชาติจะทำจุดสูงสุดเป็นประวัติการณ์อีกครั้งที่ 33 ล้านคน (+10% YoY) นักท่องเที่ยวที่เดินทางเข้ามาส่วนใหญ่จะมาจากตลาดระยะใกล้ โดยเฉพาะประเทศจีนซึ่งเรคาดว่ามีนักท่องเที่ยวเดินทางเข้ามา 9.5 ล้านคนในปี 2559 (+19% YoY) และจะทำให้ประเทศจีนเป็นตลาดใหญ่สุดโดยคิดเป็น 29% ของจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติทั้งหมด พฤติกรรมการเดินทางนักท่องเที่ยวจากตลาดระยะใกล้ที่มีปัจจัยทางฤดูกาล ส่งผลให้เกิดการเปลี่ยนแปลงในสัดส่วนของนักท่องเที่ยวที่เดินทางเข้ามาในประเทศไทยในช่วงไฮซีซั่นและโลว์ซีซั่น และทำให้ความแตกต่างระหว่างช่วงไฮซีซั่นกับช่วงโลว์ซีซั่นมีน้อยลง ดังเห็นได้จากจำนวนนักท่องเที่ยวที่เดินทางเข้ามาในประเทศไทยในช่วงโลว์ซีซั่นที่เติบโตเฉลี่ย 16% ต่อปี ซึ่งสูงกว่าช่วงไฮซีซั่นที่เติบโตเฉลี่ย 11% ต่อปีตั้งแต่ปี 2553 ถึงปี 2558

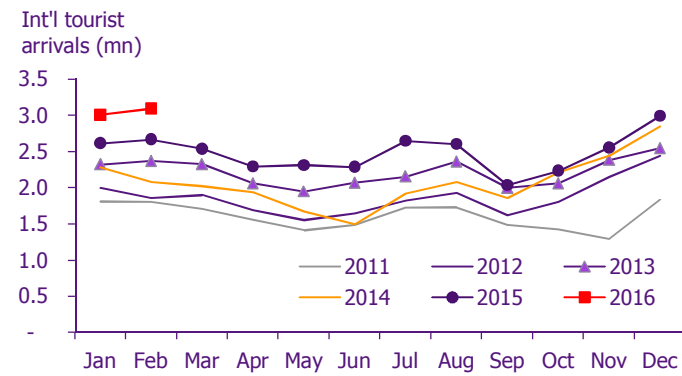
ผู้ประกอบการโรงแรม: การดำเนินงานในช่วงโลว์ซีซั่นแข็งแกร่งมากขึ้น การท่องเที่ยวไทยที่มีปัจจัยทางฤดูกาลน้อยลงนับเป็นข่าวดีสำหรับผู้ประกอบการโรงแรม เนื่องจากจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติที่เดินทางเข้ามาเพิ่มขึ้นจะช่วยหนุนให้อัตราการเข้าพักโรงแรมสูงขึ้น และจะเปิดโอกาสให้ขึ้นอัตราค่าห้องพักเฉลี่ย (ARR) ซึ่งเป็นปัจจัยลำดับที่สองที่จะช่วยกระตุ้นให้รายได้เฉลี่ยต่อห้องพัก (RevPar) เติบโตเพิ่มขึ้นและไม่มีต้นทุนเพิ่ม เมื่ออิงกับข้อมูลจากธนาคารแห่งประเทศไทยเกี่ยวกับอุตสาหกรรมโรงแรมของประเทศไทยในระหว่างปี 2553-58 พบว่า RevPar ในช่วงโลว์ซีซั่นมีการเติบโตสูงกว่าในช่วงไฮซีซั่น หลักๆ ได้รับปัจจัยหนุนจากอัตราการเข้าพักที่เพิ่มขึ้น โดย RevPar ในไตรมาส 2 และไตรมาส 3 เพิ่มขึ้นเฉลี่ย 9-11% ต่อปี เทียบกับ RevPar ในไตรมาส 1 และไตรมาส 4 ที่เพิ่มขึ้นเฉลี่ย 3-6% ต่อปี ในอนาคตเมื่ออัตราการเข้าพักในช่วงโลว์ซีซั่นอยู่ในระดับสูง เรามองว่าเป็นโอกาสที่ผู้ประกอบการโรงแรมจะปรับขึ้น ARR ได้แม้ว่าจะเป็นช่วงโลว์ซีซั่น ซึ่งจะส่งผลทำให้ RevPar เติบโตเพิ่มขึ้นตามมา โดยขณะนี้ ARR ระหว่างช่วงไฮซีซั่นกับช่วงโลว์ซีซั่นมีความแตกต่างกันอยู่ราว 20% การดำเนินงานในช่วงโลว์ซีซั่นที่แข็งแกร่งมากขึ้นสะท้อนถึงการดำเนินงานโดยรวมที่ดีขึ้น ทั้งนี้ในกลุ่มโรงแรม เรามองว่า ERW จะเป็นบริษัทที่ได้รับประโยชน์มากที่สุดจากพฤติกรรมการเดินทางท่องเที่ยวตามฤดูกาลลดน้อยลง เนื่องจาก ERW ประกอบธุรกิจโรงแรมเพียงอย่างเดียว และรายได้มีความสัมพันธ์กับการท่องเที่ยวไทยมากที่สุด

ชอบ ERW มากที่สุด แม้ว่าราคาหุ้น ERW ระบายตัวขึ้นมาแล้วหลังจากเกิดเหตุน้ำท่วมเมื่อเดือน ส.ค.ปีก่อน แต่ราคาหุ้น ERW ก็ยังขึ้นมาน้อยกว่าหุ้นอื่นๆ ในกลุ่มโรงแรม โดย ERW ปรับตัวเพิ่มขึ้น 9% เทียบกับ CENTEL ที่ +12% และ MINT ที่ +37% สะท้อนถึงความกังวลของนักลงทุนเกี่ยวกับการดำเนินงานของ ERW โดยเฉพาะที่โรงแรมหลักของบริษัท คือ Grand Hyatt Erawan Bangkok (GHEB, ~30% ของรายได้) ซึ่งปรับตัวดีขึ้นแล้ว อัตราการเข้าพักที่ GHEB พื้นตัวกลับขึ้นมามีระดับสูงที่ 84% ในเดือน ม.ค.-ก.พ. ก่อนช่วงตรุษสงกรานต์ YoY หลังจากหดตัว YoY มาตั้งแต่ไตรมาส 3/58 ปัจจัยบวกอีกอย่างหนึ่ง คือ ARR ปรับตัวเพิ่มขึ้นได้ดีที่ 5% YoY เนื่องจากตัวจุดจริง (GHEB) พลิกกลับมาเป็นตัวกระตุ้น ทำให้เรคาดว่าการดำเนินงานของ ERW จะแข็งแกร่งมากขึ้นในไตรมาส 1/59 ตามมาด้วยช่วงโลว์ซีซั่นที่ดีขึ้นในไตรมาส 2-3/59 โดยได้รับปัจจัยหนุนจากการเดินทางท่องเที่ยวที่ขึ้นอยู่กับการลดน้อยลง ซึ่งจะช่วยสนับสนุนให้กำไรปกติทำสถิติสูงสุดที่ 337 ล้านบาท (+70% YoY) ในปี 2559 แม้ว่าเราจะชอบ AOT เพราะกำไรอยู่ในแนวโน้มขาขึ้น โดยได้รับปัจจัยหนุนจากจำนวนผู้โดยสารที่เพิ่มขึ้นและรายได้สัมปทานที่สูงขึ้นจากการมีพื้นที่เชิงพาณิชย์เพิ่มมากขึ้น อย่างไรก็ตาม เราเชื่อว่าปัจจัยบวกสะท้อนในราคาหุ้นไปแล้ว เนื่องจากราคาหุ้น AOT ปรับตัวเพิ่มขึ้นมากถึง 35% ในช่วง 1 ปีที่ผ่านมา ดีกว่า SET (-7%) และหุ้นอื่นๆ ในกลุ่มท่องเที่ยว (+3%)

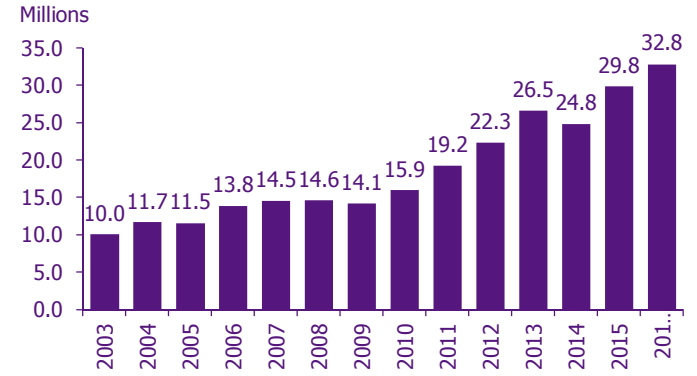
Valuation summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F
AOT	Neutral	396.00	420.0	7.4	36.6	30.2	25.4	31	21	19	5.3	4.8	4.3	15	17	18	1.6	1.3	1.6	19.9	17.4	15.4
CENTEL	Buy	42.25	47.0	12.6	34.0	30.0	25.7	54	13	17	5.7	5.1	4.6	18	18	19	0.9	1.3	1.6	13.8	12.8	11.5
ERW	Buy	4.50	6.5	45.5	56.3	33.0	27.3	n.m.	70	21	2.3	2.2	2.1	4	7	8	0.6	1.1	1.3	13.2	11.3	10.8
MINT	Neutral	35.00	38.0	9.9	33.1	26.7	23.3	7	24	15	4.3	3.9	3.5	14	15	16	1.0	1.3	1.5	23.0	19.3	17.1
Average					40.0	30.0	25.4	31	32	18	4.4	4.0	3.6	13	14	15	1.0	1.3	1.5	17.5	15.2	13.7

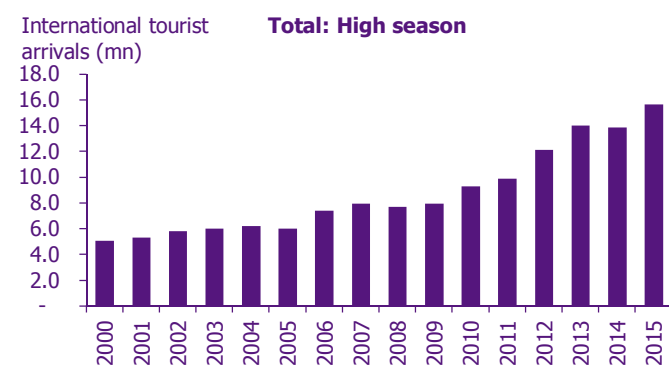
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: Growing international tourist arrivals

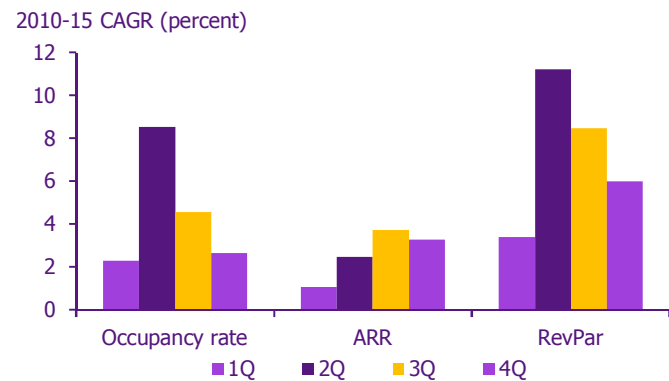
Source: Department of Tourism, Thailand and SCBS Investment Research

Figure 2: Record high Thai tourism in 2016

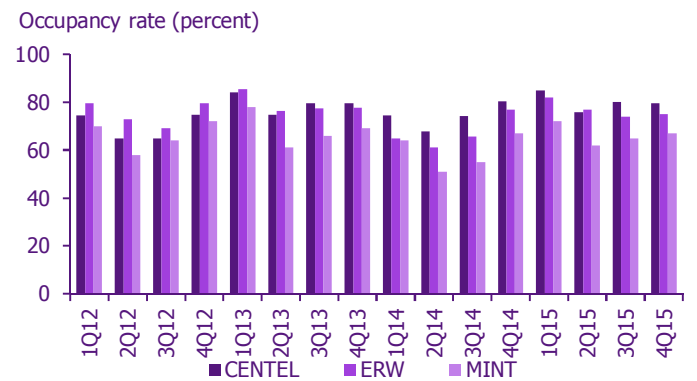
Source: Department of Tourism, Thailand and SCBS Investment Research

Figure 3: Strong arrivals growth in low season in 2010-15

Source: Department of Tourism, Thailand and SCBS Investment Research

Figure 4: Strong RevPar growth in low season

Source: Bank of Thailand and SCBS Investment Research

Figure 5: High hotel occupancy rate

Source: Company data 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 (%)		
						15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F
Agribusiness						1,189	1,379	1,580							13.0	11.2	9.8				1.63	1.47	1.32	13%	14%	14%
GFPT	Buy	12.30	16.00	30.1	13.7	1,189	1,379	1,580	0.95	1.10	1.26	-32%	16%	15%	13.0	11.2	9.8	7.5	8.4	9.3	1.63	1.47	1.32	13%	14%	14%
Automotive						1,978	2,098	2,287							11.1	10.6	10.0				0.92	0.87	0.83	9%	9%	9%
AH	U/R *	11.50	U/R		10.7	313	329	319	0.97	1.06	1.03	-16%	10%	-3%	11.8	10.8	11.1	18.5	19.5	19.5	0.62	0.59	0.59	5%	7%	6%
SAT	U/R *	14.60	U/R		19.3	641	675	731	1.51	1.58	1.73	-1%	5%	10%	9.7	9.2	8.4	13.0	14.1	15.0	1.12	1.04	0.97	12%	12%	12%
STANLY	U/R *	168.00	U/R		177.8	1,025	1,095	1,237	14.13	14.28	16.14	-4%	1%	13%	11.9	11.8	10.4	165.7	169.3	179.9	1.01	0.99	0.93	9%	9%	9%
Banking						13.9	191,951	206,800	227,159						11.0	9.9	9.0				1.25	1.15	1.06	12%	12%	12%
Large Banks																										
BBL	Buy	177.00	190.00	7.3	176.8	34,181	35,518	37,896	17.91	18.61	19.85	-6%	4%	7%	9.9	9.5	8.9	189.6	201.7	214.8	0.93	0.88	0.82	10%	10%	10%
KBANK	Buy	173.50	200.00	15.3	188.4	39,474	42,065	46,729	16.49	17.58	19.53	-14%	7%	11%	10.5	9.9	8.9	119.4	132.5	147.0	1.45	1.31	1.18	15%	14%	14%
KTB	Buy	18.50	20.00	8.1	18.9	28,492	31,196	35,256	2.04	2.23	2.52	-14%	9%	13%	9.1	8.3	7.3	17.6	19.1	20.8	1.05	0.97	0.89	12%	12%	13%
Mid/small banks																										
BAY	Sell	33.75	30.00	(11.1)	31.4	18,634	21,228	24,247	2.53	2.89	3.30	9%	14%	14%	13.3	11.7	10.2	25.9	28.0	30.4	1.30	1.21	1.11	12%	11%	11%
KKP	Neutral	45.50	42.00	(7.7)	41.7	3,317	3,804	4,271	3.92	4.49	5.04	25%	15%	12%	11.6	10.1	9.0	44.8	46.3	48.1	1.02	0.98	0.95	9%	10%	11%
LHBANK	Sell	1.90	1.40	(26.3)	1.6	1,652	1,834	1,929	0.12	0.13	0.14	33%	11%	5%	15.7	14.1	13.4	1.3	1.4	1.5	1.44	1.34	1.25	10%	10%	10%
TCAP	Buy	37.50	42.00	12.0	40.6	5,437	6,226	6,790	4.25	4.87	5.31	6%	15%	9%	8.8	7.7	7.1	41.2	44.5	48.2	0.91	0.84	0.78	10%	11%	11%
TISCO	Neutral	47.75	48.00	0.5	45.8	4,250	4,813	5,038	5.31	6.01	6.29	0%	13%	5%	9.0	7.9	7.6	35.1	38.7	42.6	1.36	1.23	1.12	16%	16%	15%
TMB	Neutral	2.48	2.60	4.8	2.7	9,333	10,635	12,542	0.21	0.24	0.29	-2%	14%	18%	11.6	10.2	8.7	1.7	1.9	2.1	1.42	1.29	1.16	13%	13%	14%
Commerce						20.0	32,483	38,641	45,722						30.5	25.6	21.9				6.28	5.53	4.72	22%	24%	24%
BIGC	Neutral	251.00	225.00	(10.4)	216.9	6,898	7,993	8,830	8.36	9.69	10.70	-5%	16%	10%	30.0	25.9	23.5	56.6	63.6	71.4	4.44	3.94	3.51	16%	16%	16%
CPALL	Buy	44.50	58.00	30.3	51.8	13,687	16,559	20,490	1.52	1.84	2.28	39%	21%	24%	29.2	24.1	19.5	4.6	5.6	6.9	9.59	7.97	6.41	36%	36%	36%
GLOBAL	Buy	8.95	12.90	44.1	10.3	868	1,082	1,304	0.24	0.30	0.36	24%	25%	21%	37.7	30.3	25.1	4.1	4.3	4.7	2.19	2.07	1.92	6%	7%	8%
HMPRO	Neutral	8.10	8.20	1.2	8.1	3,499	3,982	4,518	0.27	0.30	0.34	6%	14%	13%	30.4	26.8	23.6	1.3	1.3	1.4	6.30	6.05	5.65	21%	23%	25%
MAKRO	Buy	33.50	48.00	43.3	40.3	5,378	6,502	7,648	1.12	1.35	1.59	9%	21%	18%	29.9	24.7	21.0	3.0	3.5	4.4	11.32	9.67	7.65	40%	42%	41%
ROBINS	Buy	49.75	57.00	14.6	51.1	2,153	2,524	2,931	1.94	2.27	2.64	12%	17%	16%	25.7	21.9	18.9	13.0	14.3	15.8	3.82	3.49	3.15	16%	17%	18%
Construction Materials						22.1	50,683	56,852	62,575						49.2	20.5	17.4				3.64	3.30	3.05	19%	20%	21%
Cement																										
SCC	Buy	456.00	580.00	27.2	533.9	43,435	47,231	51,477	36.20	39.36	42.90	29%	9%	9%	12.6	11.6	10.6	202.5	225.0	249.4	2.25	2.03	1.83	19%	18%	18%
SCCC	Buy	307.00	380.00	23.8	335.8	4,596	5,034	5,542	19.98	21.89	24.09	-9%	10%	10%	15.4	14.0	12.7	96.1	102.9	112.0	3.20	2.98	2.74	21%	22%	22%
TPIPL	Sell	2.60	2.30	(11.5)	3.0	278	1,342	1,592	0.01	0.07	0.08	-51%	383%	19%	188.8	39.1	33.0	2.9	3.0	3.0	0.90	0.88	0.86	0%	2%	3%
Ceramics																										
DCC	Buy	4.30	4.80	11.6	4.3	1,372	1,576	1,776	0.21	0.24	0.27	12%	15%	13%	20.5	17.8	15.8	0.5	0.5	0.6	9.00	8.05	7.61	46%	48%	49%
DRT	Sell	4.34	5.00	15.2	5.2	331	350	383	0.32	0.33	0.37	14%	6%	10%	13.7	13.0	11.9	2.1	2.2	2.3	2.05	1.99	1.92	15%	16%	16%
Others																										
EPG	Buy	13.00	18.00	38.5	16.0	671	1,320	1,805	0.29	0.47	0.64	15%	61%	37%	44.3	27.6	20.2	2.9	3.4	3.9	4.44	3.85	3.36	11%	15%	18%
Construction Services						-	2,570	4,543	5,214						167.7	30.8	27.8				2.56	2.47	2.34	12%	12%	12%
BJCHI	U/R *	7.20	U/R		9.2	1,214	1,379	1,501	0.83	0.86	0.94	32%	3%	9%	8.7	8.4	7.7	3.4	3.8	4.1	2.14	1.90	1.75	24%	24%	23%
CK	U/R *	25.00	U/R		31.8	182	1,389	1,618	0.11	0.83	0.96	-82%	672%	16%	233.1	30.2	26.1	12.4	12.4	12.9	2.01	2.01	1.93	9%	7%	7%
ITD	U/R *	7.20	U/R		7.5	96	520	615	0.02	0.12	0.13	-60%	585%	6%	398.0	58.1	55.0	2.8	2.7	2.7	2.60	2.64	2.64	2%	4%	4%
STEC	U/R *	21.80	U/R		26.0	1,079	1,256	1,479	0.71	0.82	0.96	-29%	16%	17%	30.8	26.5	22.6	6.2	6.5	7.1	3.50	3.33	3.06	12%	13%	14%
Energy & Utilities						0.2	140,911	151,409	171,383						15.8	14.8	11.8				1.83	1.57	1.47	13%	12%	13%
Oil & Gas and Coal																										
BANPU	U/R *	16.30	U/R		16.5	-1,534	2,248	3,281	-0.59	0.76	1.02	n.m.	n.m.	34%	n.m.	21.4	16.0	28.9	22.5	23.0	0.56	0.72	0.71	-2%	3%	5%
PTT	U/R *	283.00	U/R		288.1	64,239	76,989	85,526	22.49	26.44	29.55	-24%	18%	12%	12.6	10.7	9.6	380.8	273.2	289.8	0.74	1.04	0.98	6%	10%	10%
PTTEP	U/R *	67.25	U/R		67.7	24,470	11,535	18,568	6.16	2.56	4.48	-51%	-59%	75%	10.9	26.3	15.0	103.0	100.3	102.7	0.65	0.67	0.65	6%	3%	4%
Refineries																										
BCP	U/R *	29.25	U/R		36.3	4,151	5,764	5,904	3.01	4.14	4.24	1404%	37%	2%	9.7	7.1	6.9	26.5	28.8	31.2	1.10	1.02	0.94	12%	15%	15%
ESSO	U/R *	5.20	U/R		4.3	1,700	2,342	2,641	0.61	0.67	0.75	n.m.	10%	13%	8.5	7.8	6.9	4.2	4.9	5.8	1.24	1.05	0.90	23%	16%	15%
IRPC	U/R *	5.00	U/R		5.2	11,786	9,941	10,688	0.58	0.48	0.53	n.m.	-17%	10%	8.7	10.4	9.5	3.7	4.0	4.4	1.35	1.24	1.14	16%	12%	13%
TOP	U/R *	66.75	U/R		72.6	13,366	15,151	15,004	6.15	7.36	7.28	n.m.	20%	-1%	10.9	9.1	9.2	45.1	50.1	54.4	1.48	1.33	1.23	15%	15%	14%
Utilities																										
EGCO	U/R *	171.00	U/R		184.6	7,825	8,187	9,396	14.86	15.54	17.84															

คำแนะนำการลงทุนของ SCBS

ราคา ณ วันที่ : 25 มี.ค. 59

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 (%)		
						15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F
Finance & Securities						10.6			6,169 6,459 7,183						11.2 10.7 9.8						2.16 1.99 1.83			20% 19% 19%		
Credit card																										
AEONTS	Buy	91.50	117.00	27.9	117.0	2,517	2,723	3,070	10.07	10.89	12.28	4%	8%	13%	9.1	8.4	7.4	48.4	55.7	64.0	1.89	1.64	1.43	22%	21%	21%
KTC	Neutral	83.50	86.00	3.0	107.6	2,073	2,119	2,393	8.04	8.22	9.28	18%	2%	13%	10.4	10.2	9.0	33.9	38.9	44.9	2.47	2.15	1.86	26%	23%	22%
Securities																										
ASP	Neutral	3.38	3.70	9.5	4.3	560	635	679	0.27	0.30	0.32	-32%	13%	7%	12.7	11.2	10.5	2.1	2.2	2.2	1.60	1.55	1.50	12%	14%	15%
MBKET	Sell	22.50	21.00	(6.7)	21.5	1,019	981	1,041	1.79	1.72	1.82	-19%	-4%	6%	12.6	13.1	12.3	8.4	8.6	9.0	2.67	2.61	2.51	21%	20%	21%
Food & Beverage						18.9			12,780 19,790 23,078						39.7 21.8 18.7						2.62 2.42 2.22			9% 12% 12%		
CPF	Buy	23.40	30.00	28.2	25.1	2,548	7,440	8,936	0.34	1.01	1.21	-63%	192%	20%	67.8	23.2	19.3	15.8	16.3	17.0	1.49	1.44	1.38	2%	6%	7%
MINT	Neutral	35.00	38.00	8.6	38.3	4,655	5,767	6,612	1.06	1.31	1.50	7%	24%	15%	33.1	26.7	23.3	8.2	9.0	10.0	4.29	3.88	3.50	14%	15%	16%
TU	Buy	21.20	25.00	17.9	22.0	5,576	6,582	7,530	1.17	1.38	1.58	-3%	18%	14%	18.1	15.4	13.4	10.2	10.9	11.8	2.08	1.94	1.79	12%	13%	14%
Health Care Services						3.7			11,626 13,198 15,199						46.7 41.8 35.8						8.45 7.86 7.04			18% 18% 19%		
BDM5	Buy	22.80	25.00	9.6	23.6	7,709	8,839	10,272	0.50	0.57	0.66	8%	15%	16%	45.8	40.0	34.4	3.6	3.7	4.0	6.29	6.20	5.67	15%	16%	17%
BH	Sell	208.00	190.00	(8.7)	216.3	3,390	3,781	4,220	4.65	5.19	5.79	26%	12%	12%	44.7	40.1	35.9	15.1	16.8	19.3	13.77	12.38	10.77	28%	27%	27%
BCH	Buy	10.50	10.00	(4.8)	9.5	527	577	707	0.21	0.23	0.28	1%	10%	22%	49.7	45.3	37.0	2.0	2.1	2.2	5.29	5.00	4.68	11%	11%	13%
Information & Communication Technology						14.1			64,978 51,850 60,452						398.1 15.2 20.7						4.61 4.01 3.95			31% 26% 27%		
Mobile																										
ADVANC	Neutral	183.50	207.00	12.8	193.4	39,154	30,065	31,387	13.17	10.11	10.55	9%	-23%	4%	13.9	18.1	17.4	16.3	14.7	14.9	11.28	12.47	12.30	82%	65%	71%
DTAC	Neutral	43.00	40.00	(7.0)	41.1	6,188	4,715	5,281	2.61	1.99	2.23	-42%	-24%	12%	16.5	21.6	19.3	11.5	17.5	19.6	3.74	2.46	2.19	21%	14%	12%
TRUE	Buy	8.15	12.00	47.2	6.7	53	-3,086	2,860	0.00	-0.13	0.12	n.m.	n.m.	n.m.	3779.9	n.m.	70.1	3.0	2.9	3.0	2.69	2.82	2.71	0%	-4%	4%
Internet																										
CSL	U/R *	6.10	U/R		5.5	315	340	261	0.53	0.58	0.52	-21%	8%	-10%	11.5	10.6	11.7	1.1	1.4	1.3	5.52	4.39	4.86	50%	42%	44%
THCOM	U/R *	27.50	U/R		37.1	2,717	2,563	2,718	2.48	2.31	2.47	100%	-7%	7%	11.1	11.9	11.1	16.5	17.8	19.1	1.66	1.55	1.44	15%	13%	13%
Other																										
INTUCH	U/R *	62.75	U/R		71.5	14,913	14,791	15,337	4.65	4.61	4.85	7%	-1%	5%	13.5	13.6	12.9	4.4	7.1	7.4	14.12	8.86	8.45	105%	74%	74%
JMART	U/R *	8.85	U/R		12.5	323	593	490	0.62	0.82	0.70	-2%	32%	-14%	14.4	10.9	12.6	7.2	5.2	5.2	1.23	1.70	1.70	11%	16%	14%
SAMART	U/R *	16.40	U/R		17.7	795	1,076	1,257	0.79	1.13	1.26	-46%	43%	11%	20.8	14.5	13.0	8.3	7.2	7.5	1.98	2.28	2.20	10%	16%	17%
SAMTEL	U/R *	14.30	U/R		16.9	468	673	746	0.76	1.08	1.20	-35%	42%	11%	18.9	13.3	12.0	5.6	6.1	6.2	2.56	2.36	2.32	13%	19%	20%
SIM	U/R *	0.95	U/R		0.7	52	119	115	0.01	0.04	0.04	-93%	255%	-14%	80.3	22.6	26.4	0.7	0.8	0.7	1.29	1.27	1.36	2%	5%	3%
Insurance						6.6			7,152 4,291 4,929						17.5 17.2 14.9						3.15 2.82 2.52			20% 19% 19%		
BLA	Sell	40.50	42.00	3.7	46.4	4,108	3,065	3,497	2.41	1.80	2.05	54%	-25%	14%	16.8	22.5	19.7	15.8	17.2	18.8	2.56	2.35	2.15	16%	11%	11%
THRE	Buy	2.82	3.30	17.0	3.3	2,655	791	935	0.14	0.19	0.22	n.m.	33%	18%	20.0	15.0	12.7	1.3	1.5	1.6	2.18	1.91	1.72	13%	14%	14%
THREL	Buy	10.10	12.00	18.8	14.3	389	435	497	0.65	0.72	0.83	5%	12%	14%	15.6	13.9	12.2	2.1	2.4	2.7	4.73	4.19	3.70	31%	32%	32%
Media & Publishing						3.7			4,578 5,278 6,012						45.8 30.0 24.9						6.70 6.63 6.36			14% 18% 20%		
TV broadcasting																										
BEC	Sell	29.25	25.00	(14.5)	29.7	2,983	2,684	2,899	1.49	1.34	1.45	-35%	-10%	8%	19.6	21.8	20.2	3.7	3.7	3.9	7.95	7.95	7.46	38%	36%	38%
GRAMMY	Neutral	8.10	8.00	(1.2)	16.8	-1,074	-216	-164	-1.31	-0.26	-0.20	29%	80%	24%	n.m.	n.m.	n.m.	2.4	2.2	2.0	3.33	3.73	4.11	-42%	-11%	-10%
MCOT	Sell	9.00	6.00	(33.3)	8.6	100	-72	-222	0.15	-0.10	-0.32	-80%	n.m.	-209%	61.8	n.m.	n.m.	11.7	11.7	11.6	0.77	0.77	0.77	1%	-1%	-3%
RS	Buy	10.10	14.00	38.6	12.8	122	344	432	0.12	0.35	0.44	-67%	183%	26%	82.3	29.1	23.2	1.8	1.9	2.1	5.74	5.33	4.88	7%	19%	22%
Cinema																										
MAJOR	Buy	28.75	32.00	11.3	31.8	990	1,109	1,307	1.12	1.25	1.47	1%	12%	18%	25.8	23.0	19.5	7.3	7.4	7.7	3.93	3.88	3.75	15%	17%	20%
Other																										
PLANB	Buy	6.35	8.50	33.9	6.6	405	582	794	0.12	0.17	0.22	45%	43%	36%	55.0	38.4	28.3	0.8	0.9	1.0	7.65	7.15	6.33	22%	19%	24%
VGI	Neutral	4.68	5.00	6.8	4.1	1,053	846	966	0.15	0.12	0.14	-8%	-20%	14%	30.5	38.0	33.2	0.3	0.3	0.3	17.56	17.61	17.23	56%	46%	52%
Petrochemicals & Chemicals						-			29,376 33,573 36,975						14.7 13.0 11.4						1.27 1.20 1.13			10% 10% 10%		
IVL	U/R *	22.50	U/R		27.9	5,280	6,922	8,165	1.23	1.40	1.66	13284%	14%	19%	18.3	16.1	13.6	15.4	16.7	17.8	1.46	1.34	1.26	9%	9%	9%
PTTGC	U/R *	59.00	U/R		63.4	24,096	26,651	28,810	5.34	5.89	6.46	67%	10%	10%	11.1	10.0	9.1	54.3	55.5	58.7	1.09	1.06	1.01	10%	11%	11%

คำแนะนำการลงทุนของ SCBS

ราคา ณ วันที่ : 25 มี.ค. 59

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 (%)								
						15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F						
Property Development						25.0			34,438 35,513 41,684						16.0 11.2 9.3						1.51 1.32 1.20			14% 14% 15%								
Industrial Estate																																
AMATA	Buy	12.10	21.00	73.6	16.5	865	1,010	1,492	0.81	0.95	1.40	-61%	17%	48%	14.9	12.8	8.7	12.7	13.1	14.2	0.96	0.92	0.85	7%	7%	10%						
AMATAV	Buy	9.00	10.50	16.7	9.4	141	475	858	0.15	0.51	0.92	-6%	236%	81%	59.5	17.7	9.8	3.5	3.9	4.6	2.56	2.33	1.96	5%	14%	22%						
ROJNA	Neutral	5.45	7.16	31.4		418	418	418	0.24	0.24	0.24	-35%	0%	0%	22.9	22.9	22.9	7.8	7.8	7.8	0.70	0.70	0.70	3%	0%	0%						
TICON	Neutral	11.80	13.00	10.2	11.6	803	883	969	0.73	0.80	0.88	-5%	10%	10%	16.2	14.7	13.4	10.6	10.9	11.2	1.11	1.08	1.05	7%	7%	8%						
WHA	U/R *	3.18	U/R	-	3.7	2,639	n.a.	n.a.	0.19	n.a.	n.a.	0%	0%	0%	16.5	n.a.	n.a.	1.3	n.a.	n.a.	2.46	n.a.	n.a.	25%	n.a.	n.a.						
Residential																																
AP	Buy	5.95	8.00	34.5	7.3	2,486	3,010	3,772	0.79	0.96	1.20	-5%	21%	25%	7.5	6.2	5.0	5.6	6.3	7.2	1.06	0.94	0.83	15%	16%	18%						
LH	Buy	8.75	12.00	37.1	9.9	6,690	7,866	9,676	0.57	0.67	0.82	-10%	18%	23%	15.3	13.0	10.6	3.9	3.9	4.3	2.25	2.24	2.05	15%	17%	20%						
LPN	Neutral	13.60	15.00	10.3	16.1	2,413	2,742	2,759	1.64	1.86	1.87	19%	14%	1%	8.3	7.3	7.3	7.8	8.8	9.7	1.73	1.54	1.41	22%	22%	20%						
PS	Neutral	26.50	30.00	13.2	30.7	7,680	8,014	8,467	3.44	3.59	3.79	15%	4%	6%	7.7	7.4	7.0	15.3	17.2	19.2	1.73	1.54	1.38	24%	22%	21%						
QH	Buy	2.42	3.30	36.4	2.8	3,084	3,312	3,746	0.29	0.31	0.35	-8%	7%	13%	8.4	7.8	6.9	2.0	2.2	2.4	1.20	1.11	1.02	15%	15%	15%						
SIRI	Buy	1.53	2.40	56.9	1.7	2,869	3,119	4,141	0.20	0.22	0.29	-28%	8%	33%	7.6	7.0	5.3	1.9	2.0	2.2	0.80	0.76	0.70	11%	11%	14%						
SPALI	Neutral	18.50	19.00	2.7	20.2	4,349	4,665	5,385	2.53	2.72	3.14	-3%	7%	15%	7.3	6.8	5.9	11.6	13.2	15.1	1.60	1.40	1.23	23%	22%	22%						
Property Fund						6,082 6,041 6,402															1.03 1.02 1.01											
Commercial																																
CPNRF	Buy	19.30	21.00	8.8	21.7	2,988	3,071	3,318	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	12.6	12.7	12.7	1.53	1.52	1.52	n.a.	n.a.	n.a.						
LHSC	Buy	13.00	12.00	(7.7)		344	371	404	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	10.3	10.3	10.5	1.27	1.26	1.24	n.a.	n.a.	n.a.						
Industrial																																
TFUND	Sell	11.00	11.00	-		1,048	834	853	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	11.3	11.3	11.3	0.98	0.97	0.97	n.a.	n.a.	n.a.						
TLOGIS	Buy	12.40	13.00	4.8		369	391	428	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	11.7	11.7	11.8	1.06	1.06	1.05	n.a.	n.a.	n.a.						
WHAPF	Buy	11.90	14.00	17.6		706	728	751	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	10.8	11.1	11.4	1.10	1.07	1.04	n.a.	n.a.	n.a.						
Office																																
QHPF	Buy	11.80	10.50	(11.0)		252	259	251	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	10.9	10.9	10.9	1.08	1.08	1.08	n.a.	n.a.	n.a.						
POPF	Buy	17.10	12.00	(29.8)		374	386	396	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	93.2	93.2	93.2	0.18	0.18	0.18	n.a.	n.a.	n.a.						
Tourism & Leisure						16.7			1,874 2,238 2,628						45.2 31.5 26.5						4.00 3.66 3.33			11% 12% 13%								
CENTEL	Buy	42.25	47.00	11.2	43.4	1,676	1,900	2,220	1.24	1.41	1.64	54%	13%	17%	34.0	30.0	25.7	7.4	8.2	9.2	5.73	5.14	4.59	18%	18%	19%						
ERW	Buy	4.50	6.50	44.4	5.2	198	337	408	0.08	0.14	0.16	n.m.	70%	21%	56.3	33.0	27.3	2.0	2.1	2.2	2.27	2.17	2.06	4%	7%	8%						
Transportation & Logistics						8.1			12,802 22,102 29,561						37.0 33.2 21.9						2.20 2.15 1.99			-4% 4% 10%								
Aviation																																
AAV	Buy	5.30	6.50	22.6	6.1	1,191	1,512	1,863	0.25	0.31	0.38	946%	27%	23%	21.6	17.0	13.8	4.2	4.4	4.7	1.28	1.21	1.13	6%	7%	9%						
AOT	Neutral	396.00	420.00	6.1	401.2	15,755	19,109	22,741	11.03	13.38	15.92	31%	21%	19%	35.9	29.6	24.9	76.2	84.1	94.7	5.20	4.71	4.18	15%	17%	18%						
NOK	Buy	7.00	9.50	35.7	8.3	-1,039	-216	258	-1.66	-0.34	0.41	-120%	79%	n.m.	n.m.	n.m.	17.0	4.9	4.5	4.9	1.44	1.56	1.43	-30%	-7%	9%						
THAI	Neutral	13.60	11.00	(19.1)	10.3	-5,008	-227	2,131	-2.29	-0.10	0.98	77%	95%	n.m.	n.m.	n.m.	13.9	12.9	12.8	13.8	1.05	1.06	0.99	-14%	-1%	7%						
Mass Transit																																
BTS	Buy	8.60	10.50	22.1	10.0	1,904	1,923	2,567	0.16	0.16	0.22	-17%	1%	33%	53.6	53.0	39.7	4.2	3.9	3.9	2.06	2.22	2.21	4%	4%	6%						
Infrastructure Fund																																
DIF	Buy	12.60	14.00	11.1	14.7	4,862	6,025	6,180										13.5	13.6	13.7	0.93	0.93	0.92									
SCBS Coverage						1394.78			11.5			607,538 656,014 743,620			80.42 87.48 99.33			6.5% 8.8% 13.5%			17.3 15.9 14.0			13.5 13.6 13.7			1.8 1.7 1.6			11% 12% 12%		

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
						15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F			
Agribusiness									2.03	2.50	2.87	8.90	7.77	6.96	-16.68	11.99	7.91	3,553	3,130	2,496		15,422	0.12
GFFT	Buy	12.30	16.00	30.1	13.7	0.25	0.31	0.35	2.03	2.50	2.87	8.90	7.77	6.96	-16.68	11.99	7.91	3,553	3,130	2,496	1,254	15,422	0.12
Automotive									3.11	3.63	3.85	5.47	5.02	4.52	-12.60	6.20	7.68	-65	-767	-1,738		22,791	0.17
AH	U/R *	11.50	U/R		10.7	0.30	0.37	0.37	2.61	3.17	3.17	7.98	6.54	6.13	-29.31	13.94	6.65	2,932	2,492	2,492	323	3,710	0.03
SAT	U/R *	14.60	U/R		19.3	0.53	0.65	0.69	3.62	4.46	4.71	4.44	4.70	4.30	-1.63	-4.47	6.09	973	1,042	909	425	6,208	0.05
STANLY	U/R *	168.00	U/R		177.8	5.22	5.48	6.14	3.11	3.26	3.66	4.00	3.83	3.13	-6.86	9.13	10.32	(3,970)	(4,301)	(5,139)	77	12,873	0.10
Banking									3.68	3.81	4.15											2,002,713	15.08
Large Banks																							
BBL	Buy	177.00	190.00	7.3	176.8	6.50	6.70	7.15	3.67	3.78	4.04							-	-	-	1,909	337,865	2.54
KBANK	Buy	173.50	200.00	15.3	188.4	4.50	5.00	5.75	2.59	2.88	3.31							-	-	-	2,393	415,231	3.13
KTB	Buy	18.50	20.00	8.1	18.9	0.75	0.83	0.93	4.08	4.46	5.04							-	-	-	13,976	258,557	1.95
Mid/small banks																							
BAY	Sell	33.75	30.00	(11.1)	31.4	0.76	0.87	0.99	2.25	2.57	2.93							-	-	-	7,356	248,257	1.87
KKP	Neutral	45.50	42.00	(7.7)	41.7	3.00	2.70	3.03	6.59	5.92	6.65							-	-	-	847	38,527	0.29
LHBANK	Sell	1.90	1.40	(26.3)	1.6	0.04	0.04	0.04	1.91	2.12	2.23										13,639	25,914	0.20
TCAP	Buy	37.50	42.00	12.0	40.6	1.60	1.60	1.60	4.27	4.27	4.27							-	-	-	1,278	47,918	0.36
TISCO	Neutral	47.75	48.00	0.5	45.8	2.40	2.40	2.50	5.03	5.03	5.24							-	-	-	801	38,231	0.29
TMB	Neutral	2.48	2.60	4.8	2.7	0.06	0.07	0.09	2.58	2.94	3.47							-	-	-	43,749	108,499	0.82
Commerce									1.86	1.80	2.00	16.59	14.70	13.04	11.71	11.65	11.51	199,038	188,268	173,834		960,587	7.23
BIGC	Neutral	251.00	225.00	(10.4)	216.9	2.62	2.91	3.21	1.04	1.16	1.28	16.75	15.01	13.52	-6.39	9.03	7.91	10,291	5,245	-770	825	207,075	1.56
CPALL	Buy	44.50	58.00	30.3	51.8	0.90	0.92	1.14	2.02	2.07	2.56	17.25	15.91	13.95	12.41	7.44	12.34	166,485	161,314	153,022	8,983	399,748	3.01
GLOBAL	Buy	8.95	12.90	44.1	10.3	0.04	0.02	0.02	0.48	0.20	0.24	18.96	16.17	13.91	15.25	14.96	15.54	4,226	3,503	3,277	3,484	31,184	0.23
HMPRO	Neutral	8.10	8.20	1.2	8.1	0.25	0.25	0.25	3.09	3.07	3.14	15.39	13.95	12.61	11.62	12.64	11.60	11,661	14,162	15,229	13,151	106,525	0.80
MAKRO	Buy	33.50	48.00	43.3	40.3	0.85	0.68	0.72	2.54	2.02	2.14	18.58	15.81	13.73	14.13	16.32	14.87	4,909	3,249	2,896	4,800	160,800	1.21
ROBINS	Buy	49.75	57.00	14.6	51.1	1.00	1.14	1.32	2.01	2.28	2.65	12.61	11.37	10.53	14.22	9.53	6.81	1,465	794	181	1,111	55,255	0.42
Construction Materials									3.31	3.77	4.13	14.01	11.52	10.04	16.10	19.66	12.38	204,393	202,532	197,500		739,323	5.57
Cement																							
SCC	Buy	456.00	580.00	27.2	533.9	16.00	17.71	19.30	3.51	3.88	4.23	8.16	7.63	6.96	30.36	7.53	8.69	167,991	172,377	165,497	1,200	547,200	4.12
SCCC	Buy	307.00	380.00	23.8	335.8	15.00	15.00	15.00	4.89	4.89	4.89	10.27	9.12	8.73	-2.86	7.50	10.11	5,991	2,469	6,422	230	70,610	0.53
TPIPL	Sell	2.60	2.30	(11.5)	3.0	0.01	0.01	0.01	0.44	0.38	0.45	17.18	13.89	12.55	43.74	22.27	8.84	26,141	25,257	23,969	20,190	52,494	0.40
Ceramics																							
DCC	Buy	4.30	4.80	11.6	4.3	0.19	0.24	0.27	4.30	5.61	6.33	14.11	12.38	11.05	8.14	12.56	11.52	743	395	265	6,528	28,070	0.21
DRT	Sell	4.34	5.00	15.2	5.2	0.27	0.29	0.32	6.12	6.69	7.37	7.07	6.61	6.14	7.96	5.37	5.53	1,097	1,009	905	1,048	4,548	0.03
Others																							
EPG	Buy	13.00	18.00	38.5	16.0	0.08	0.15	0.19	0.62	1.18	1.49	27.29	19.51	14.82	9.25	62.74	29.59	2,430	1,025	443	2,800	36,400	0.27
Construction Services									2.96	2.53	2.70	16.93	15.01	13.76	-9.19	11.24	10.03	68,566	67,994	68,113		125,130	0.94
BJCHI	U/R *	7.20	U/R		9.2	0.50	0.48	0.53	6.94	6.64	7.32	7.72	6.93	5.53	9.07	20.22	11.73	-1,147	-1,441	-2,504	1,600	11,520	0.09
CK	U/R *	25.00	U/R		31.8	0.65	0.35	0.39	2.60	1.41	1.55	28.15	25.02	23.61	-24.10	9.80	6.99	39,928	38,362	38,901	1,694	42,347	0.32
ITD	U/R *	7.20	U/R		7.5	0.00	0.02	0.00	0.00	0.33	0.00	14.95	12.24	12.43	-3.20	12.82	6.89	30,508	33,139	34,878	5,280	38,015	0.29
STEC	U/R *	21.80	U/R		26.0	0.50	0.38	0.42	2.29	1.75	1.92	16.88	15.84	13.47	-18.54	2.10	14.49	-723	-2,066	-3,162	1,525	33,247	0.25
Energy & Utilities									4.01	3.81	4.13	14.52	10.20	8.43	138.71	30.29	13.06	657,871	649,892	536,833		1,783,719	13.43
Oil & Gas and Coal																							
BANPU	U/R *	16.30	U/R		16.5	1.00	0.67	0.76	6.13	4.12	4.64	6.93	11.47	10.46	6.90	-32.11	11.57	80,048	89,161	87,119	2,582	42,085	0.32
PTT	U/R *	283.00	U/R		288.1	10.00	10.50	11.62	3.53	3.71	4.11	3.45	4.05	3.57	25.31	-15.02	6.42	313,121	294,069	229,565	2,856	808,333	6.09
PTTEP	U/R *	67.25	U/R		67.7	3.00	1.48	2.00	4.46	2.20	2.98	1.97	2.80	2.23	-25.75	-17.41	10.28	-9,182	-241	-12,673	3,970	266,982	2.01
Refineries																							
BCP	U/R *	29.25	U/R		36.3	1.40	1.63	1.79	4.79	5.56	6.11	5.41	5.08	4.68	124.62	20.01	5.96	15,331	22,368	20,853	1,377	40,275	0.30
ESSO	U/R *	5.20	U/R		4.3	0.00	0.02	0.00	0.00	0.38	0.00	7.89	9.53	8.69	n.m.	-16.57	9.66	38,031	34,730	34,730	3,461	17,996	0.14
IRPC	U/R *	5.00	U/R		5.2	0.22	0.20	0.22	4.40	4.04	4.36	7.66	7.80	6.88	n.m.	-0.36	3.56	50,128	50,738	40,202	20,434	102,172	0.77
TOP	U/R *	66.75	U/R		72.6	2.70	3.18	3.21	4.04	4.77	4.81	7.45	5.79	5.46	1194.70	12.80	-0.87	37,839	22,953	12,329	2,040	136,172	1.03
Utilities																							
EGCO	U/R *	171.00	U/R		184.6	6.25	6.50	7.02	3.65	3.80	4.10	23.10	22.94	17.41	-7.93	3.79	31.93	78,441	83,623	83,838	526	90,026	0.68
GLOW	U/R *	89.25	U/R		87.4	5.75	4.65	4.78	6.44	5.21	5.35	9.49	9.09	8.86	-6.04	1.90	-1.52	41,938	37,911	30,941	1,463	130,561	0.98
GUNKUL	U/R *	26.50	U/R		26.2	0.06	0.26	0.46	0.24	0.98	1.74	53.23	23.65	13.16	77.73	149.72	81.17	1,027	2,666	2,785	1,325	35,106	0.26
RATCH	U/R *	51.25	U/R		59.8	2.27	2.46	2.60	4.43	4.79	5.07	38.43	10.78	10.53	-0.68	257.34	-3.06	9,861	10,073	5,598	1,450	74,313	0.56
TTW	Neutral	9.95	11.00	10.6	11.1	0.60	0.62	0.63	6.03	6.19	6.31	9.29	9.48	9.26	-1.76	-0.63	1.61	1,288	1,841	1,548	3,990	39,700	0.30

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
						15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F			
Finance & Securities			10.6						5.28 5.55 6.03												64,365		0.48
Credit card																							
AEONTS	Buy	91.50	117.00	27.9	117.0	3.52	3.81	4.30	3.85	4.17	4.70										250	22,875	0.17
KTC	Neutral	83.50	86.00	3.0	107.6	3.22	3.29	3.71	3.85	3.94	4.45										258	21,529	0.16
Securities																							
ASP	Neutral	3.38	3.70	9.5	4.3	0.23	0.26	0.27	6.69	7.58	8.10										2,106	7,117	0.05
MBKET	Sell	22.50	21.00	(6.7)	21.5	1.52	1.46	1.55	6.75	6.49	6.89										571	12,843	0.10
Food & Beverage			18.9						2.39 2.24 2.60			17.45 14.96 13.80			-0.88 18.04 7.61			291,660 308,412 307,435			436,428		3.29
CPF	Buy	23.40	30.00	28.2	25.1	0.75	0.50	0.60	3.21	2.15	2.58	17.05	14.73	14.48	-7.15	19.93	2.87	213,917	227,980	232,306	7,743	181,185	1.36
MINT	Neutral	35.00	38.00	8.6	38.3	0.35	0.46	0.53	1.00	1.31	1.50	23.00	19.30	17.14	6.09	21.42	10.85	41,441	45,153	42,005	4,402	154,081	1.16
TU	Buy	21.20	25.00	17.9	22.0	0.63	0.69	0.79	2.97	3.25	3.72	12.30	10.83	9.77	-1.59	12.78	9.11	36,302	35,279	33,124	4,772	101,162	0.76
Health Care Services			3.7						0.97 1.20 1.40			27.05 22.63 19.88			3.31 17.47 11.98			26,116 26,314 19,833			530,936		4.00
BDMS	Buy	22.80	25.00	9.6	23.6	0.26	0.29	0.33	1.12	1.25	1.45	26.68	23.85	20.99	11.70	12.09	12.39	24,337	25,172	20,940	15,491	353,194	2.66
BH	Sell	208.00	190.00	(8.7)	216.3	2.35	2.59	2.90	1.13	1.25	1.39	34.19	25.18	22.51	-4.96	36.08	10.95	(1,832)	(1,510)	(2,726)	729	151,558	1.14
BCH	Buy	10.50	10.00	(4.8)	9.5	0.07	0.12	0.14	0.67	1.10	1.35	20.29	18.84	16.14	3.21	4.24	12.60	3,610	2,652	1,619	2,494	26,184	0.20
Information & Communication Technology			14.1						4.44 4.68 4.90			9.89 9.56 8.50			-3.79 1.46 11.37			167,334 317,512 333,758			1,117,067		8.41
Mobile																							
ADVANC	Neutral	183.50	207.00	12.8	193.4	13.17	10.11	10.56	7.18	5.51	5.75	7.89	8.36	7.55	7.92	-7.51	10.77	13,327	2,636	2,636	2,973	545,563	4.11
DTAC	Neutral	43.00	40.00	(7.0)	41.1	2.93	1.99	2.23	6.81	4.63	5.19	5.21	6.24	6.59	-10.32	1.92	5.50	42,026	73,632	93,670	2,368	101,816	0.77
TRUE	Buy	8.15	12.00	47.2	6.7	0.06	0.00	0.06	0.74	0.00	0.71	13.02	16.76	12.04	28.41	13.84	37.83	87,547	221,630	217,481	24,608	200,555	1.51
Internet																							
CSL	U/R *	6.10	U/R		5.5	0.44	0.49	0.47	7.21	8.03	7.70	6.88	6.39	5.52	-13.31	-8.06	-4.26	65	-455	-455	595	3,627	0.03
THCOM	U/R *	27.50	U/R		37.1	0.65	0.93	1.06	2.36	3.40	3.84	6.09	5.63	5.07	31.48	8.75	4.77	5,053	4,884	3,137	1,096	30,138	0.23
Other																							
INTUCH	U/R *	62.75	U/R		71.5	4.63	4.52	4.74	7.38	7.20	7.55	13.35	16.97	16.26	6.96	-20.08	3.25	-1,799	1,382	2,043	3,206	201,203	1.51
JMART	U/R *	8.85	U/R		12.5	0.47	0.58	0.61	5.31	6.55	6.89	11.97	12.04	8.76	8.59	-5.11	33.38	4,389	2,175	2,175	524	4,641	0.03
SAMART	U/R *	16.40	U/R		17.7	0.50	0.60	0.67	3.05	3.65	4.07	7.81	5.78	5.51	-24.85	14.48	10.85	8,289	5,434	5,843	1,007	16,507	0.12
SAMTEL	U/R *	14.30	U/R		16.9	0.40	0.63	0.70	2.80	4.39	4.88	6.93	5.96	6.08	-15.30	25.31	5.91	2,918	3,741	4,773	618	8,837	0.07
SIM	U/R *	0.95	U/R		0.7	0.02	0.03	0.02	1.58	3.47	2.42	19.74	11.51	11.60	-57.44	-8.99	5.70	5,519	2,455	2,455	4,400	4,180	0.03
Insurance			6.6						2.01 2.78 3.21												86,968		0.65
BLA	Sell	40.50	42.00	3.7	46.4	0.64	0.54	0.62	1.58	1.33	1.52										1,704	69,022	0.52
THRE	Buy	2.82	3.30	17.0	3.3	0.00	0.06	0.07	0.00	2.00	2.36										4,215	11,886	0.09
THREL	Buy	10.10	12.00	18.8	14.3	0.45	0.51	0.58	4.46	5.02	5.74										600	6,060	0.05
Media & Publishing			3.7						1.94 1.95 2.28			25.02 16.33 21.84			-3.57 107.71 -2.92			14,927 17,341 17,829			161,583		1.22
TV broadcasting																							
BEC	Sell	29.25	25.00	(14.5)	29.7	1.34	1.21	1.30	4.59	4.13	4.46	10.96	11.98	10.98	-28.25	-7.25	8.71	5,781	6,678	6,407	2,000	58,500	0.44
GRAMMY	Neutral	8.10	8.00	(1.2)	16.8	0.00	0.00	-0.16	0.00	0.00	0.00	90.52	11.63	20.18	-75.50	788.47	-32.62	3,077	4,451	6,328	820	6,642	0.05
MCOT	Sell	9.00	6.00	(33.3)	8.6	0.06	0.00	0.00	0.69	0.00	0.00	5.32	27.84	68.02	60.85	-80.30	-58.99	3,424	3,722	3,739	687	6,184	0.05
RS	Buy	10.10	14.00	38.6	12.8	0.07	0.21	0.26	0.73	2.06	2.59	9.11	6.95	5.91	-21.28	32.04	12.99	65	141	-258	1,010	10,200	0.08
Cinema																							
MAJOR	Buy	28.75	32.00	11.3	31.8	1.18	1.11	1.31	4.09	3.88	4.57	12.54	12.01	10.66	2.03	3.98	11.51	3,635	3,513	3,212	893	25,660	0.19
Other																							
PLANB	Buy	6.35	8.50	33.9	6.6	0.06	0.08	0.11	0.93	1.30	1.77	24.40	18.81	14.48	41.78	27.21	26.74	-1,034	-1,526	-2,114	3,507	22,272	0.17
VGI	Neutral	4.68	5.00	6.8	4.1	0.12	0.11	0.12	2.59	2.29	2.56	22.29	25.10	22.68	-4.62	-10.16	11.22	-21	363	516	6,864	32,125	0.24
Petrochemicals & Chemicals			-						3.44 3.45 3.81			8.01 7.45 6.88			28.69 14.26 7.31			135,203 135,020 135,020			374,343		2.82
IVL	U/R *	22.50	U/R		27.9	0.48	0.48	0.55	2.13	2.11	2.42	9.02	8.56	7.79	26.42	22.77	9.54	73,843	87,375	87,375	4,814	108,321	0.82
PTTGC	U/R *	59.00	U/R		63.4	2.80	2.82	3.07	4.75	4.78	5.20	6.99	6.35	5.97	30.96	5.74	5.07	61,360	47,645	47,645	4,509	266,022	2.00

คำแนะนำการลงทุนของ SCBS

ราคา ณ วันที่ : 25 มี.ค. 59

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
						15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F			
Property Development				25.0					4.56	4.89	5.71	12.39	11.42	9.66	12.76	21.70	21.11	220,747	190,818	183,910		370,856	2.79
Industrial Estate																							
AMATA	Buy	12.10	21.00	73.6	16.5	0.46	0.37	0.55	3.80	3.05	4.51	8.59	9.43	7.70	-44.26	16.50	42.70	3,349	7,874	11,310	1,067	12,911	0.10
AMATAV	Buy	9.00	10.50	16.7	9.4	0.03	0.16	0.17	0.37	1.77	1.88	24.04	15.34	8.62	15.21	162.10	80.08	-1,115	3,791	3,938	935	8,415	0.06
ROJNA	Neutral	5.45	7.16	31.4		0.13	0.00	0.00	2.40	0.00	0.00	19.69	19.69	19.69	-19.50	0.00	0.00	15,306	15,306	15,306	1,968	10,728	0.08
TICON	Neutral	11.80	13.00	10.2	11.6	0.50	0.57	0.63	4.24	4.86	5.34	17.17	15.78	14.83	12.98	8.68	9.33	20,172	20,129	21,036	1,099	12,970	0.10
WHA	U/R *	3.18	U/R	-	3.7	0.00	n.a.	n.a.	0.00	n.a.	n.a.	10.88	n.a.	n.a.	154.69	n.a.	n.a.	46,602	n.a.	n.a.	14,322	45,545	0.34
Residential																							
AP	Buy	5.95	8.00	34.5	7.3	0.25	0.32	0.40	4.20	5.31	6.65	9.38	7.97	6.26	-3.29	18.21	20.68	14,258	14,399	12,677	3,146	18,718	0.14
LH	Buy	8.75	12.00	37.1	9.9	0.65	0.47	0.58	7.43	5.36	6.60	13.57	13.67	10.91	-8.77	1.20	22.69	31,493	34,097	31,264	11,748	102,791	0.77
LPN	Neutral	13.60	15.00	10.3	16.1	0.90	1.02	1.03	6.62	7.52	7.57	7.69	6.95	6.93	21.51	9.69	0.61	4,367	4,142	4,212	1,476	20,070	0.15
PS	Neutral	26.50	30.00	13.2	30.7	1.75	1.83	1.93	6.60	6.89	7.28	7.58	7.21	6.45	11.24	4.81	6.14	18,339	18,122	14,178	2,233	59,166	0.45
QH	Buy	2.42	3.30	36.4	2.8	0.14	0.15	0.17	5.79	6.13	6.93	12.01	11.26	9.73	-6.85	6.85	12.52	22,362	22,436	21,110	10,714	25,929	0.20
SIRI	Buy	1.53	2.40	56.9	1.7	0.12	0.11	0.14	7.86	6.99	9.28	9.71	10.75	8.80	18.92	1.61	20.57	26,224	32,109	31,418	14,286	21,857	0.16
SPALI	Neutral	18.50	19.00	2.7	20.2	1.00	1.09	1.25	5.41	5.88	6.78	8.39	7.55	6.34	1.27	9.02	16.86	19,390	18,411	17,462	1,717	31,756	0.24
Property Fund									5.60	5.89	6.12											95,638	0.72
Commercial																							
CPNRF	Buy	19.30	21.00	8.8	21.7	1.22	1.25	1.35	6.30	6.47	6.99	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	2,212	42,701	0.32
LHSC	Buy	13.00	12.00	(7.7)		0.74	0.76	0.78	5.71	5.85	5.98	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	488	6,345	0.05
Industrial																							
TFUND	Sell	11.00	11.00	-		0.65	0.70	0.72	5.86	6.40	6.54	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	1,150	12,645	0.10
TLOGIS	Buy	12.40	13.00	4.8		0.79	0.93	1.01	6.37	7.46	8.18	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	414	5,132	0.04
WHAPF	Buy	11.90	14.00	17.6		0.73	0.70	0.71	6.13	5.91	5.98	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	939	11,175	0.08
Office																							
QHPF	Buy	11.80	10.50	(11.0)		0.31	0.32	0.31	2.62	2.70	2.61	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	797	9,405	0.07
POPF	Buy	17.10	12.00	(29.8)		1.06	1.10	1.12	6.20	6.41	6.58	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	482	8,236	0.06
Tourism & Leisure				16.7					0.78	1.20	1.42	13.49	12.04	11.13	38.92	14.68	8.17	15,766	17,412	16,483		68,279	0.51
CENEL	Buy	42.25	47.00	11.2	43.4	0.40	0.56	0.66	0.95	1.33	1.56	13.76	12.78	11.50	16.37	9.68	8.78	8,175	9,405	7,989	1,350	57,038	0.43
ERW	Buy	4.50	6.50	44.4	5.2	0.03	0.05	0.06	0.62	1.06	1.28	13.22	11.29	10.77	61.47	19.69	7.55	7,591	8,008	8,494	2,498	11,242	0.08
Transportation & Logistics				8.1					2.23	1.13	1.93	13.56	17.84	13.55	158.43	15.03	60.37	134,562	127,643	123,757		728,072	5.48
Aviation																							
AAV	Buy	5.30	6.50	22.6	6.1	0.10	0.08	0.10	1.89	1.47	1.81	8.26	6.88	5.72	191.73	25.80	19.27	6,446	8,012	7,721	4,850	25,705	0.19
AOT	Neutral	396.00	420.00	6.1	401.2	6.54	5.35	6.37	1.65	1.35	1.61	19.52	17.05	15.11	24.78	13.14	13.65	-16,060	-22,506	-18,802	1,429	565,714	4.26
NOK	Buy	7.00	9.50	35.7	8.3	0.00	0.00	0.21	0.00	0.00	2.95	-0.58	23.76	6.12	n.m.	n.m.	264.45	-4,010	-1,992	-2,139	625	4,375	0.03
THAI	Neutral	13.60	11.00	(19.1)	10.3	0.00	0.00	0.24	0.00	0.00	1.79	10.10	7.56	6.91	436.37	29.65	5.98	160,523	154,921	149,205	2,183	29,686	0.22
Mass Transit																							
BTS	Buy	8.60	10.50	22.1	10.0	0.66	0.24	0.13	7.63	2.83	1.51	30.52	33.93	33.90	-19.17	-8.49	-1.51	-12,338	-10,792	-12,228	11,929	102,592	0.77
Infrastructure Fund																							
DIF	Buy	12.60	14.00	11.1	14.7	0.90	1.00	1.01	7.12	7.92	8.03										5,808	73,181	0.55
SCBS Coverage			1394.78	11.5					3.4%	3.2%	3.6%	10.10	10.39	9.39	16.49	-1.59	9.05	2,139,670	2,251,522	2,115,064		9,588,582	72.19

Disclaimer:

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

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

เอกสารฉบับนี้จัดทำโดย บริษัทหลักทรัพย์ไทยพาณิชย์ จำกัด (“SCBS”) ซึ่งมีธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) (“ธนาคาร”) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่แต่เพียงผู้เดียว โดยธนาคารฯ ได้ทำหน้าที่เป็นที่ปรึกษาทางการเงินของ บริษัท สยามเบิ๊คโคร จำกัด (มหาชน) SCBS ได้ทำหน้าที่เป็นผู้จัดการร่วมการจัดจำหน่ายและรับประกันการจำหน่ายของ บริษัท สยามเบิ๊คโคร จำกัด (มหาชน) ความเห็น ว่าว ทวจริย ทวทศราหะ รากา ข้อความ การคาดการณ์ การประเมิน และ/หรือ ข้อมูลอื่นที่ระบุในเอกสารฉบับนี้ (“ข้อมูล”) มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้เป็นข้อมูลทั่วไปเท่านั้น และไม่อาจตีความได้ว่าเป็นการให้คำแนะนำแก่บุคคลใดๆ หรือเป็นการเสนอซื้อ หรือเสนอขาย หรือชักชวนให้เสนอซื้อหรือเสนอขายหลักทรัพย์ โดย SCBS และ/หรือกรรมการ พนักงาน และลูกจ้างของ SCBS ย่อมไม่ต้องรับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ทั้งความเสียหายทางตรง ความเสียหายทางอ้อม ความเสียหายจากการตัดสินใจ หรือความเสียหายอันสืบเนื่อง อันเป็นผลมาจากการใช้หรือการเชื่อถือต่อการใช้ข้อมูล ทั้งนี้ รวมถึงแต่ไม่จำกัดเพียงการสูญเสียผลกำไร นักลงทุนพึงใช้ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ประกอบข้อมูลและความคิดเห็นอื่นๆ รวมถึงพิจารณาคุณภาพของตนเองในการตัดสินใจลงทุน ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นจากแหล่งข้อมูลที่ SCBS เห็นว่าน่าเชื่อถือ โดย SCBS ไม่รับรองถึงความถูกต้อง สมบูรณ์ และ/หรือ ครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว

SCBS ลงบนสิทธิในการใช้ดุลพินิจของตนเองแต่เพียงผู้เดียวในการเปิดเผยเพิ่มเติมข้อมูลเป็นครั้งคราวโดยไม่ต้องบอกกล่าว เอกสารฉบับนี้จัดส่งให้แก่เฉพาะบุคคลที่กำหนดเท่านั้น และห้ามมิให้มีการทำซ้ำ ดัดแปลง เผยแพร่ ขยายจำหน่าย พิมพ์ซ้ำ ส่งต่อ หรือเลวทาบประโยชน์ในเชิงพาณิชย์ไปไว้ในลักษณะใดๆ เว้นแต่จะได้รับความยินยอมเป็นลายลักษณ์อักษรจาก SCBS ก่อน

เอกสารฉบับนี้จัดทำโดย บริษัทหลักทรัพย์ไทยพาณิชย์ จำกัด (“SCBS”) ซึ่งมีธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) (“ธนาคาร”) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่แต่เพียงผู้เดียว โดยธนาคารฯ ได้ทำหน้าที่เป็นที่ปรึกษาทางการเงินและผู้จัดการการจัดจำหน่ายหลักทรัพย์ของ หน่วยทรัสต์ของทรัสต์เพื่อการลงทุนในสิทธิการเช่าอสังหาริมทรัพย์ทหาร SCBS ได้รับการแต่งตั้งเป็นผู้สนับสนุนการขายหน่วยทรัสต์ของทรัสต์เพื่อการลงทุนในสิทธิการเช่าอสังหาริมทรัพย์ทหาร ความเห็น ว่าว ทวจริย ทวทศราหะ รากา ข้อความ การคาดการณ์ การประเมิน และ/หรือ ข้อมูลอื่นที่ระบุในเอกสารฉบับนี้ (“ข้อมูล”) มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้เป็นข้อมูลทั่วไปเท่านั้น และไม่อาจตีความได้ว่าเป็นการให้คำแนะนำแก่บุคคลใดๆ หรือเป็นการเสนอซื้อ หรือเสนอขาย หรือชักชวนให้เสนอซื้อหรือเสนอขายหลักทรัพย์ โดย SCBS และ/หรือกรรมการ พนักงาน และลูกจ้างของ SCBS ย่อมไม่ต้องรับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ทั้งความเสียหายทางตรง ความเสียหายทางอ้อม ความเสียหายจากการตัดสินใจ หรือความเสียหายอันสืบเนื่อง อันเป็นผลมาจากการใช้หรือการเชื่อถือต่อการใช้ข้อมูล ทั้งนี้ รวมถึงแต่ไม่จำกัดเพียงการสูญเสียผลกำไร นักลงทุนพึงใช้ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ประกอบข้อมูลและความคิดเห็นอื่นๆ รวมถึงพิจารณาคุณภาพของตนเองในการตัดสินใจลงทุน ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นจากแหล่งข้อมูลที่ SCBS เห็นว่าน่าเชื่อถือ โดย SCBS ไม่รับรองถึงความถูกต้อง สมบูรณ์ และ/หรือ ครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว

SCBS ลงบนสิทธิในการใช้ดุลพินิจของตนเองแต่เพียงผู้เดียวในการเปิดเผยเพิ่มเติมข้อมูลเป็นครั้งคราวโดยไม่ต้องบอกกล่าว เอกสารฉบับนี้จัดส่งให้แก่เฉพาะบุคคลที่กำหนดเท่านั้น และห้ามมิให้มีการทำซ้ำ ดัดแปลง เผยแพร่ ขยายจำหน่าย พิมพ์ซ้ำ ส่งต่อ หรือเลวทาบประโยชน์ในเชิงพาณิชย์ไปไว้ในลักษณะใดๆ เว้นแต่จะได้รับความยินยอมเป็นลายลักษณ์อักษรจาก SCBS ก่อน

บริษัทหลักทรัพย์ไทยพาณิชย์ จำกัด (“SCBS”) ทำหน้าที่เป็นผู้ออกเลาผลสอง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) ในหุ้นสามัญของ AAV, ADVANC, AMATA, ANAN, AOT, AP, BANPU, BBL, BCP, BDMS, BH, BJCHI, BLAND, CENTEL, CK, CKP, CPALL, CPF, CPN, DTAC, EARTH, EPG, GFPT, GLOBAL, GUNKUL, HANA, ICHI, INTUCH, IRPC, IM, ITD, JAS, KBANK, KTB, LHBANK, LPN, MAJOR, MINT, PS, PTT, PTTEP, PTTGC, QH, S, SAMART, SAWAD, SCC, SGP, SPAII, STEC, STPI, SVI, TASCO, THAI, TISCO, TMB, TOP, TPIPL, TRUE, TTA, TTCL, TU, UNIQ

นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวอย่างรอบคอบก่อนตัดสินใจลงทุน ทั้งนี้ ความเห็น ว่าว ทวจริย ทวทศราหะ รากา ข้อความ การคาดการณ์ การประเมิน และ/หรือ ข้อมูลอื่นที่ระบุในเอกสารฉบับนี้ (“ข้อมูล”) มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้เป็นข้อมูลทั่วไปเท่านั้น และไม่อาจนำไปตีความว่า เป็นการให้คำแนะนำแก่บุคคลใด ๆ หรือเป็นการเสนอซื้อ หรือเสนอขาย หรือชักชวนให้เสนอซื้อหรือเสนอขายซึ่งหลักทรัพย์ โดย SCBS และ/หรือกรรมการ พนักงาน ลูกจ้าง และตัวแทนของ SCBS จะไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใด ๆ ทั้งความเสียหายทางตรง ความเสียหายทางอ้อม ความเสียหายจากการตัดสินใจ ความเสียหายพิเศษ หรือความเสียหายที่เป็นพลสืบเนื่อง อันมีผลมาจากการใช้หรือการเชื่อถือในข้อมูลดังกล่าว ซึ่งรวมถึงแต่ไม่จำกัดเพียงการสูญเสียผลกำไร นักลงทุนพึงใช้ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ประกอบร่วมกับข้อมูลและความคิดเห็นอื่นๆ รวมถึงพิจารณาคุณภาพของตนเองในการตัดสินใจลงทุน โดยข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ได้รับมาจากแหล่งข้อมูลที่ SCBS เห็นว่าน่าเชื่อถือ ซึ่ง SCBS ไม่สามารถรับรองถึงความถูกต้อง ความสมบูรณ์ และ/หรือ ความครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าวได้

SCBS ลงบนสิทธิในการใช้ดุลพินิจแต่เพียงผู้เดียวในการเปิดเผยเพิ่มเติมข้อมูลเป็นครั้งคราวโดยไม่ต้องบอกกล่าว ทั้งนี้ เอกสารฉบับนี้จัดส่งให้แก่เฉพาะบุคคลตามที่กำหนดไว้เท่านั้น และห้ามมิให้มีการทำซ้ำ ดัดแปลง เผยแพร่ ขยายจำหน่าย พิมพ์ซ้ำ ส่งต่อ หรือเลวทาบประโยชน์ในเชิงพาณิชย์ไปไว้ในลักษณะใด ๆ เว้นแต่จะได้รับความยินยอมเป็นลายลักษณ์อักษรจาก SCBS ก่อน

CG Rating 2015 Companies with CG Rating

ADVANC, BAFS, BCP, BIGC, BTS, CK, CPN, DRT, DTAC, DTC, EASTW, EGCO, GRAMMY, HANA, HMPRO, INTUCH, IRPC, IVL, KBANK, KCE, KKP, KTB, LHBANK, LPN, MCOT, MINT, MONO, NKI, PHOL, PPS, PS, PSL, PTT, PTTEP, PTTGC, QTC, RATCH, ROBINS, SAMART, SAMTEL, SAT, SC, SCB, SCC, SE-ED, SIM, SINC, SPALI, THCOM, TISCO, TXT, TMB, TOP, VGI, WAOAL

AAV, ACAP, AGE, AHC, AKP, AMATA, ANAN, AOT, APCS, ARIP, ASIMAR, ASP, BANPU, BAY, BBL, BDMS, BEM, BKI, BLA, BOL, BROOK, BWG, CENTEL, CFRESH, CHO, CIMBT, CM, CNT, COL, CPF, CPI, CSL, DCC, DELTA, DEMCO, ECF, EE, ERW, GBX, GC, GFPT, GLOBAL, GUNKUL, HOTPOT, HYDRO, IEC, IFS, ILINK, INET, IRC, KSL, KTC, LANNA, L&E, LIT, LOXLEY, LRH, MACO, MEGA, MFC, NCH, NINE, NSI, NTV, OCC, OISHI, OTO, PAP, PDI, PE, PG, PJW, PPM, PP, PR, PRANDA, PREB, PT, PTG, Q-CON, QH, RS, S & J, SABINA, SAMCO, SCOC, SCG, SEAOIL, SE-ED, SEANG, SAWAD, SCC, SCN, SCP, SEAOIL, SIRI, SKR, SMG, SOLAR, SORKON, SPA, SPC, SPGC, SPPT, SPVI, SRICHA, SSC, STANLY, STPI, SUC, SUSCO, SUTHA, SYNEX, TAE, TAKUNI, TCC, TCCC, TCJ, TEAM, TFD, TFI, TIC, TIW, TLUXE, TMC, TMD, TOPP, TPCH, TPIPL, TRT, TSE, TSR, UMI, UP, UPF, UPOIC, UREKA, UWC, VIBHA, VIH, VPO, WHA, WIN, XO

Corporate Governance Report
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.

Anti-corruption Progress Indicator 2015
Level 5: Extended (ขยายผลสู่พันธมิตร)
BCP, CPN, GYT, IFEF, PE, PM, PPP, PT, PTT, PTTC, SAT, SCC, THANI, TOP
Level 4: Certified (ได้รับการรับรอง)
ADVANC, AMANAH, ASP, AYUD, BAFS, BANPU, BAY, BBL, BKI, BLA, BTS, CFRESH, CIMBT, CNS, CSL, DCC, DRT, DTC, EASTW, ECL, EGCO, ERW, FSS, GCAP, HANA, HTC, INTUCH, IRPC, IVL, KBANK, KCE, KGI, KKP, KTB, LANNA, LHBANK, MBKET, MFC, MINT, MTI, NKI, PPS, PSL, PTTEP, SABINA, SCB, SINGER, SIS, SNC, SNP, SSF, SVI, CPAL, THCOM, THRE, THREL, TISCO, TMB, TMD, TNITY, TOG, TSTH
Level 3B: Established by Commitment and Policy (มีมาตรการป้องกัน ตามคำมั่นและนโยบาย)
AAV, AHC, AIT, AKR, ARROW, ASK, BA, BDMS, BEC, BJCHI, CGH, CHG, CHOW, CIG, CITY, CK, CKP, COLOR, CWT, EARTH, EASON, EPG, F&D, FANCY, FIRE, FMT, FORTH, GENCO, GL, GOLD, GPSC, GRAMMY, HYDRO, IRCP, IT, JCT, KCM, KWC, LH, LIT, LOXLEY, MACO, MANRIN, MATI, MODERN, MSC, NOBLE, NOK, NPK, NUSA, OISHI, OTO, PAF, PAP, PATO, PF, PJW, PLANB, PLE, POLAR, PRG, PTL, Q-CON, QTC, RCI, S11, SALEE, SAM, SAMART, SAMTEL, SAPPE, SC, SCF, SFP, SIM, SLP, SMT, SPA, SPORT, SSC, SST, STEC, STPI, SUC, SUTHA, T, TAE, TBSP, TCC, TFD, TGCI, TGPRO, THANA, THIP, TIW, TK, TMW, TNDT, TOPP, TPC, TPCH, TPIPL, TSR, TT, TYCN, UAC, UBIS, UEC, UMI, UP, UPF, UT, UV, VPO, WAVE, WINNER, YUASA

Level 3A: Established by declaration of intent (มีมาตรการป้องกัน ตามคำประกาศเจตนา)
ABC, ACAP, AGE, AH, ANAN, AP, APCS, APURE, AS, ASIA, ASIAN, ASIMAR, BIGC, BROOK, BWG, CEN, CENTEL, CHARAN, CHO, CHOTI, CM, CNT, COL, CPF, CPI, CPL, DELTA, DEMCO, DIMET, DNA, DTAC, EA, ECF, EE, EVER, FPI, GBX, GC, GFPT, GLOW, HMPRO, HOTPOT, IGO, ICHI, INOX, INSURE, IRC, JAS, JTS, JUBILE, K, KTC, KYE, LHK, LPN, LRH, MAKRO, MC, MCOT, MFC, MJD, MONO, MOONG, NBC, NDR, NINE, NMG, NSI, NTVO, OGC, PACE, PCSGH, PDI, PG, PHOL, PLAT, PR, PRANDA, PREB, PS, QLT, RATCH, RML, ROBINS, ROJNA, RWI, SAMCO, SCOC, SCC, SEAOIL, SE-ED, SEANG, SAWAD, SAWANG, SCN, SEFACO, SF, SHANG, SIRI, SMART, SMM, SOLAR, SPG, SPVI, STA, STAR, SVH, SVOA, SWC, TAPAC, TC, TCCC, TCI, TCOAT, TH, TKS, TNH, NTPC, TPAC, TPOLY, TRC, TRUBB, TSE, TTA, TTI, TTL, TTTM, TWP, TWZ, UMS, UPA, UPOIC, UTP, UVAN, VARO, VI, VIH, VTE, VG
WIT, WAOAL, WHA, ZMICO

Level 2: Declared (มีประกาศเจตนา)
2S, ABICO, AF, AIRA, AKP, ALUCON, AMARIN, AMATA, AOT, APCO, BEAUTY, BFIT, BH, BKD, BLAND, BROCK, BRR, BSBM, BTNC, CCP, CI, CSC, CSR, CSS, EFORI, EPCO, ESTAR, FE, FER, FNS, FVC, GEL, GLOBAL, GUNKUL, IEC, IFS, ILINK, INET, JUTHA, K, KASET, KCAR, KKC, KSL, KTECH, L&E, LALIN, LTX, M, MALLEE, MBAX, MBK, MEGA, MILL, MK, MPG, MTLN, NCH, NNP, OCC, OCEAN, PB, PCA, PDG, PRINC, PSTC, PYLON, QH, ROCK, ROH, RRP, RPS, S & J, SGP, SIAM, SKR, SMG, SMIT, SORKON, SPACK, SPPT, SR, SUSCO, TAKUNI, TEAM, TF, TIP, TIPCOT, TMC, TMI, TPA, TPP, TRT, TRU, TRUE, TSC, TSI, TTW, TVD, TVT, U, UKEM, UNIQ, UWC, VIBHA, VNG, WIJK, WIN, XO

Level 1: Committed (ขยายผลสู่พันธมิตร)
AEONTS, AFC, AJ, AMC, AQUA, ARIP, AUCT, BAT-3K, BIG, BJC, BOL, CBG, CCET, CCN, CGD, CMR, CPH, CSP, CTW, DCON, DRACO, DSOT, DTCT, E, EMC, ESSO, FOCUS, FSMART, GIFT, GLAND, GRAND, GREEN, HFT, HTECH, IHL, ITD, JSP, KDH, KTIS, KTP, LEE, LST, MAJOR, MATCH, MAC, M-CHAI, MDX, MIDA, ML, MPIC, CN, NEP, NNCL, NWR, OHTL, PICO, PK, PL, PPM, PRAKIT, PRECHA, PRIN, RAM, RICH, RS, SANKO, SAUCE, SAWAD, SAWANG, SCN, SEFACO, SF, SHANG, SIRI, SMART, SMM, SOLAR, SPG, SPVI, STA, STAR, SVH, SVOA, SWC, TAPAC, TC, TCCC, TCI, TCOAT, TH, TKS, TNH, NTPC, TPAC, TPOLY, TRC, TRUBB, TSE, TTA, TTI, TTL, TTTM, TWP, TWZ, UMS, UPA, UPOIC, UTP, UVAN, VARO, VI, VIH, VTE, VG

Anti-corruption Progress Indicator
The disclosure of the Anti-Corruption Progress Indicators of a listed company on the Stock Exchange of Thailand, which is assessed by Thaiapt Institute, is made in order to comply with the policy and sustainable development plan for the listed companies of the Office of the Securities and Exchange Commission. Thaiapt Institute made this assessment based on the information received from the listed company, as stipulated in the form for the assessment of Anti-Corruption which refers to the Annual Registration Statement (Form 56-1), Annual Report (Form 56-2) and other relevant documents or reports of such listed company. The assessment result is therefore made from the perspective of Thaiapt Institute that is a third party. It is not an assessment of operations and is not based on any inside information. Since this assessment is only the assessment result as of the date appearing in the assessment result, it may be changed after that date or when there is any change to the relevant information. Nevertheless, SCB Securities Company Limited does not confirm, verify, or certify the accuracy and completeness of the assessment result.

Reference
Level 5: Extended – Extension of the anti-corruption policy to business partners in the supply chain, and disclosure of any current investigations, prosecutions or closed cases
Level 4: Certified – Audit engagement by audit committee or auditors approved by the office of SEC, and receiving certification or assurance by independent external assurance providers (CAC etc.)
Level 3: Established – Carrying out preventive measures, risk assessment, communication and training for all employees, including consistent monitoring and review processes
Level 3A: Established by declaration of intent, Level 3B: Established by Commitment and Policy
Level 2: Declared – Public declaration statement to participate in Thailand's private sector Collective Action Coalition Against Corruption (CAC) or equivalent initiatives
Level 1: Committed – Organization's statement or board's resolution to work against corruption and to be in compliance with all relevant laws

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 แขวงบ่อน๊นปราบ เขตบ่อน๊นปราบคัตร์พ่าย
กรุงเทพฯ 10100
โทรศัพท์: 0 2688 9200
โทรสาร: 0 2688 9020

กรุงเทพฯ – สาขาชิดลม

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

กรุงเทพฯ – สาขาเซ็นทรัลพลาซ่า เวสต์เกต

199, 199/1, 199/2 หมู่ 6 ชั้น 3
ต. เลาองสิน 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. อินทรวรอส ต. ศรีภูมิ อ. เมืองเชียงใหม่ จ. เชียงใหม่ 50000
โทรศัพท์: 0 5389 4094
โทรสาร : 0 5389 4090

หาดใหญ่ – สาขากบนราษฎร์ยิดดี (หาดใหญ่)

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

