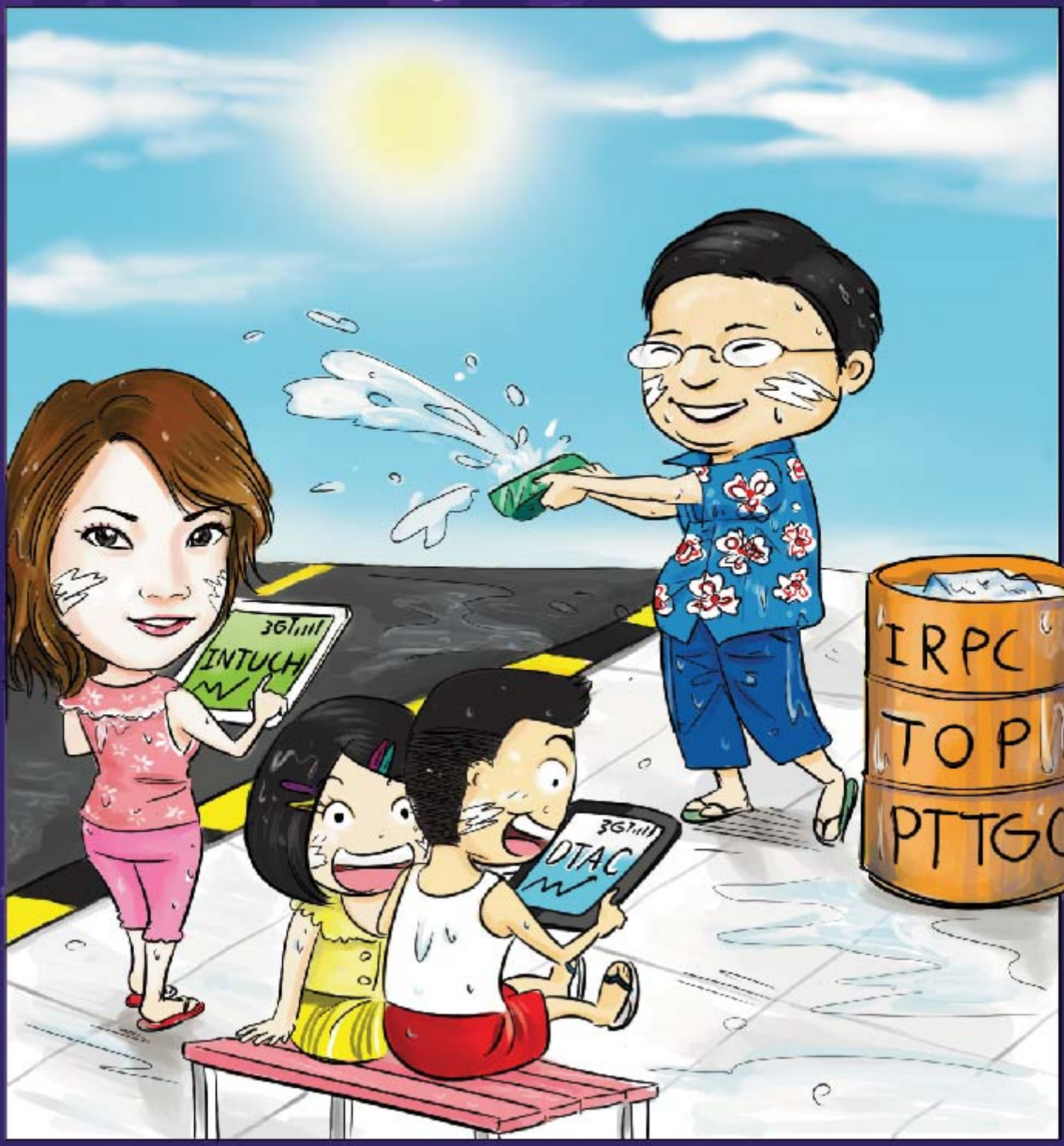
Market Strategy
มีนาคม 2555

SCB
หลักทรัพย์ไทยพาณิชย์

แนวโน้มตลาดหุ้นไทยไตรมาส 2/55



ฝ่าลมร้อน!
คว้าโอกาสลงทุน...รับไตรมาสร้อนสุดแห่งปี

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

ผู้ช่วยนักวิเคราะห์
ธีรวัฒน์ บรรเจิดสุทธิกุล
theerawat.bunjerdsutikul@scb.co.th, (662) 949-1012

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

SCBS Market Strategy Report

ดูข้อสงวนสิทธิ์และปฏิเสธความรับผิดสำหรับบทวิเคราะห์ได้
ในส่วนท้ายของรายงานฉบับนี้

สารบัญ

ฟ้าลมร้อน! คว้าโอกาสลงทุน...รับไตรมาสร้อนสุดแห่งปี 1
แนวโน้มการขยายตัวทางเศรษฐกิจและการลงทุน 2

Stock Picks

โทเทิ่ล แอ็คเซ็ส คอมมูนิเคชั่น (DTAC) 21
ชิน คอร์ปอเรชั่น (INTUCH) 25
ไออาร์พีซี (IRPC) 29
พีทีที โกลบอล เคมิคอล (PTTGC) 33
ไทยออยล์ (TOP) 37

กลุ่มอุตสาหกรรม

ยานยนต์ 43
ธนาคาร 45
วัสดุก่อสร้าง 47
รับเหมาก่อสร้าง 49
ชิ้นส่วนอิเลคทรอนิกส์ 51
พลังงาน 53
การแพทย์ 55
นิคมอุตสาหกรรม 57
สื่อ 59
ปิโตรเคมี 61
พัฒนาโครงการที่อยู่อาศัย 63
ค้าปลีก 65
เงินทุนและหลักทรัพย์ 67
สื่อสาร 69
ขนส่ง 71
สาธารณูปโภค 73
SCBS Stock Universe 75

This page is left blank intentionally

ฝ่าลมร้อน! คว้าโอกาสลงทุน...รับไตรมาสร้อนสุดแห่งปี

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

- **ตลาดอาจจะหยุดพักเพื่อชะลอความร้อนแรง แต่ยังไม่น่าจะหยุดปรับตัวขึ้น**
- **ภาวะเศรษฐกิจและนโยบายการเงินยังคงเป็นบวกต่อตลาดหุ้น**
- **หุ้นที่เกี่ยวข้องกับพลังงานปรับตัวขึ้นได้ดีกว่าตลาดเล็กน้อยในช่วง 6 เดือนที่ผ่านมา แต่ยังมีแนวโน้มปรับขึ้นตามราคาน้ำมัน – แนะนำซื้อ IRPC PTTGC และ TOP**
- **หุ้นแนะนำในไตรมาส 2/55 มีหุ้นที่น่าจะปรับขึ้นตามกระแสข่าว 3G รวมอยู่ด้วย – แนะนำซื้อ DTAC และ INTUCH**

ตลาดปรับขึ้นอย่างร้อนแรง หลังจากรีบาวด์ขึ้นมา 11% ในไตรมาส 4 ปี 2554 SET index ก็ปรับตัวขึ้นแรงต่อเนื่องในปี 2555 โดยตั้งแต่ต้นปี 2555 SET index ปรับขึ้นมาแล้วถึง 15% และหากมองในภาพกว้างกว่านั้น เราพบว่าหลังจากทำจุดต่ำสุดไปเมื่อต้นเดือน ต.ค. 2554 SET index ก็ปรับตัวเพิ่มขึ้นมาแล้วเกือบ 40% ภายในระยะเวลาไม่ถึง 6 เดือน ตลาดอาจจะหยุดพักเพื่อชะลอความร้อนแรงชั่วคราวเมื่อพิจารณาจากความเร็วของการปรับตัวขึ้นครั้งนี้ แต่ Valuation ยังไม่ได้สูงเกินไปเมื่อดูจาก PE ปี 2555 ที่ 12.4 เท่า ขณะที่หากมองย้อนกลับไปเมื่อกลางปี 2554 นักวิเคราะห์ส่วนใหญ่มองเป้า SET index สิ้นปี 2554 ไว้ที่ 1,200 จุด แต่หลังจากผ่านปี 2554 ไปแล้ว 3 เดือน ตลาดก็ยังขึ้นไปไม่ถึงเป้าหมายดังกล่าว

ภาวะตลาดยังดูดี เรามองว่าตลาดมีแนวโน้มที่จะปรับตัวเพิ่มขึ้นได้สูงกว่าระดับปัจจุบัน โดยตั้งเป้า SET index สิ้นปี 2555 ไว้ที่ 1,300 จุด ซึ่งอิงกับ PE ปี 2555 ระดับ 13.5 เท่า หรือเท่ากับระดับ +1SD ของ PE เฉลี่ยในอดีต เราคาดว่า SET จะปรับตัวขึ้นไปเทรดที่ PE สูงกว่าค่าเฉลี่ยในอดีต เนื่องจากคาดว่าภาวะตลาดจะยังเอื้อต่อการลงทุนในหุ้นต่อไปในระยะเวลา 9 เดือนที่เหลือของปีนี้ เราไม่คิดว่าเศรษฐกิจสหรัฐฯ และยุโรปจะปรับตัวแย่ลงไปอีก ในขณะที่เริ่มมีสัญญาณฟื้นตัวให้เห็นบ้างแล้ว และแม้ว่าเศรษฐกิจของจีนจะขยายตัวน้อยลง แต่ก็เกิดจากฐานสูง ในระหว่างนี้จะมีการดำเนินนโยบายการเงินแบบผ่อนคลายต่อไป ปัจจัยเสี่ยงใหญ่สุด คือ ราคาน้ำมันที่ปรับตัวขึ้นแรง โดยมีสาเหตุมาจากความเสี่ยงทางภูมิศาสตร์การเมือง

กลยุทธ์การลงทุนในไตรมาส 2/55 และ Top picks:

- **อย่าเพิ่งเบื่อหุ้น Commodity ที่เกี่ยวข้องกับพลังงาน** ในรายงานกลยุทธ์การลงทุนรายไตรมาส 2 ฉบับก่อนหน้านี้ (ไตรมาส 4/54 และไตรมาส 1/55) เราแนะนำให้ลงทุนในหุ้น Commodity ที่เกี่ยวข้องกับพลังงานซึ่งให้ผลตอบแทนดีเมื่อเทียบกับความเสี่ยง โดยหุ้น top pick ที่เราเลือกไว้ 5 ตัวใน 2 ไตรมาสก่อนหน้านี้ เป็นหุ้น Commodity ที่เกี่ยวข้องกับพลังงาน 3 ตัว หุ้นพลังงานที่เราเลือกเป็น top pick ในไตรมาส 4 ปี 2554 ปรับตัวขึ้นได้ดีกว่าตลาดอยู่ 4% ขณะที่หุ้นพลังงานที่เราเลือกเป็น top pick ในไตรมาส 1 ปี 2555 ปรับตัวขึ้นได้ดีตอนต้นไตรมาส แต่หลังจากนั้นก็เจอแรงเทขายใน 3 สัปดาห์ที่ผ่านมา ทำให้ตอนนี้ให้ผลตอบแทนในระดับใกล้เคียงกับตลาด แรงเทขายดังกล่าวเกิดจากความกังวลเกี่ยวกับการปรับลดเป้า GDP ของจีนลงสู่ระดับ 7.5% ในขณะเดียวกัน ราคาน้ำมันดิบเบรนท์ก็ต่ำกว่าระดับสูงสุดในปี 2554 อยู่เพียง 3% และราคาน้ำมันดิบดูไบก็สูงกว่าระดับสูงสุดในปี 2554 อยู่ 3% แม้หุ้นที่เกี่ยวข้องกับพลังงานปรับตัวขึ้นได้ดีกว่าตลาดในช่วง 6 เดือนที่ผ่านมา แต่ตอนนี้ระดับผลตอบแทนเทียบกับความเสี่ยงของหุ้นกลุ่มนี้ดูน่าสนใจขึ้นมากเมื่อพิจารณาจากระดับราคาน้ำมัน ณ เวลานี้ ดังนั้นในไตรมาส 2 ปี 2554 เราจึงเลือกหุ้นพลังงานเป็น top pick ของเราอีกครั้ง โดยครั้งนี้หุ้นที่แนะนำได้แก่ IRPC TOP และ PTTGC
- **ความคืบหน้าการประมูลใบอนุญาต 3G** ประเด็นอีกประเด็นหนึ่งที่เราคาดว่าตลาดจะให้ความสนใจในไตรมาส 2 ปี 2555 คือ ความคืบหน้าของการเปิดประมูลใบอนุญาต 3G ได้แก่: 1) การประกาศแผนแม่บทกิจการโทรคมนาคมในราชกิจจานุเบกษา (เราคาดว่าจะประกาศในเดือน เม.ย.) 2) จัดทำร่างสรุปข้อสนเทศการออกใบอนุญาต 3G (คาดว่าจะเกิดขึ้นในเดือน พ.ค.) และ 3) จัดประชาพิจารณ์ร่างสรุปข้อสนเทศการออกใบอนุญาต 3G (คาดว่าจะเกิดขึ้นในเดือน มิ.ย.) ในขณะที่ความคืบหน้าดังกล่าวจะส่งผลดีต่อผู้ให้บริการโทรศัพท์เคลื่อนที่ทุกราย แต่เราเชื่อว่าตลาดจะพุ่งความสนใจไปที่ผู้ให้บริการรายใหญ่สุด ทั้งนี้ต้องยอมรับว่าราคาหุ้นกลุ่มนี้เริ่มปรับตัวขึ้นมามากแล้ว แต่เรามองว่าราคาหุ้น DTAC ยังมีแนวโน้มปรับขึ้นได้อีกมาก เนื่องจากราคาหุ้นเพิ่งผ่านช่วงที่ปรับตัวแย่กว่าตลาดในช่วงสั้นๆ หลังจากจ่ายเงินปันผลพิเศษ และ INTUCH ก็เป็นตัวเลือกในการเข้าซื้อหุ้น ADVANC ซึ่งเป็นผู้นำในตลาดโทรศัพท์เคลื่อนที่ได้ทางอ้อมในราคาถูกกว่า

2Q12 Top picks – Valuation Summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					11A	12F	13F	11A	12F	13F	11A	12F	13F	11A	12F	13F	11A	12F	13F	11A	12F	13F
DTAC	Buy	76.00	94.0	29.9	15.0	16.0	16.0	11.5	(6.1)	(0.3)	5.16	3.90	3.90	23.1	27.8	24.4	23.5	6.3	6.2	5.8	7.7	7.5
INTUCH	Buy	58.00	64.0	16.2	18.5	17.2	15.1	(53.7)	7.5	14.4	12.95	12.97	12.97	69.9	75.2	86.1	9.5	5.8	6.6	17.5	17.0	14.9
IRPC	Buy	4.78	6.00	27.6	16.6	12.9	9.9	44.1	29.3	30.3	1.28	1.20	1.11	7.8	9.7	11.7	2.5	2.1	4.2	10.9	8.5	7.0
PTTGC	Buy	71.00	105.0	52.7	10.3	8.5	8.3	190.7	20.5	3.0	1.61	1.44	1.31	14.3	17.0	15.7	4.1	4.8	4.9	8.0	6.1	5.5
TOP	Buy	71.00	95.0	38.0	9.5	9.7	8.8	167.9	(2.3)	10.2	1.70	1.54	1.39	19.0	16.7	16.6	4.2	4.2	4.6	5.7	5.2	4.6
Average					**14.0**	**12.9**	**11.6**	**72.1**	**9.8**	**11.5**	**4.54**	**4.21**	**4.14**	**26.8**	**29.3**	**30.9**	**8.8**	**4.6**	**5.3**	**9.6**	**8.9**	**7.9**

Source: SCBS Investment Research

แนวโน้มการขยายตัวทางเศรษฐกิจและนโยบาย

สุกิจ อุดมศิริกุล
0-2949-1009
sukit.udomsirikul@scb.co.th

ในไตรมาสแรกของปีนี้มีกระแสข่าวเกี่ยวกับเศรษฐกิจโลกและตลาดการเงินหลายเรื่องที่ดึงดูดความสนใจได้ค่อนข้างมาก เรื่องแรก คือ ข้อมูลเศรษฐกิจทั่วโลกในไตรมาส 4 ปี 2554 ไม่ได้ออกมาเลวร้ายอย่างที่นักเศรษฐศาสตร์กังวลกัน โดยเฉพาะข้อมูลเศรษฐกิจของประเทศใหญ่ๆ อย่างสหรัฐฯ และจีน ซึ่งช่วยยืนยันมุมมองของเราว่า เศรษฐกิจสหรัฐฯ และจีน จะไม่แย่ลงจนกระทั่งเข้าสู่ภาวะถดถอยรอบที่สอง และปรับตัวลงแรง เรื่องที่สอง คือ กลุ่มประเทศ G3 (สหรัฐฯ ยุโรป และญี่ปุ่น) ดำเนินนโยบายการเงินแบบผ่อนคลายมากกว่าที่เราคาดการณ์ไว้ โดยเฉพาะธนาคารกลางยุโรป (ECB) ที่ประกาศปล่อยกู้ให้แก่ธนาคารพาณิชย์ยุโรปรวม 1 ล้านล้านยูโร

สำหรับไตรมาส 2 ปี 2555 เราคาดว่าข้อมูลเศรษฐกิจโลกจะเป็นบวก โดยได้รับปัจจัยหนุนจากการฟื้นตัวของผลผลิตภาคอุตสาหกรรมทั่วโลกสะท้อนถึงสถานการณ์น้ำท่วมที่คลี่คลายลงในประเทศไทยและพัฒนาการในทางที่ดีขึ้นของวิกฤตหนี้ยุโรป ในขณะเดียวกัน เราก็เชื่อว่าการดำเนินนโยบายแบบผ่อนคลายมาตั้งแต่ปี 2554 ของหลายๆ ประเทศน่าจะช่วยกระตุ้นให้เศรษฐกิจโลกขยายตัวในงวดครึ่งหลังปี 2555 นอกจากนี้เราก็คิดว่ามี 2 สิ่งที่ควรจับตาด้วย:

ประการแรก ผลของนโยบายแบบผ่อนคลายนับจากไตรมาส 1 ปี 2555 การดำเนินนโยบายแบบผ่อนคลายมากขึ้นเริ่มต้นจากธนาคารกลางยุโรป (ECB) ที่ประกาศมาตรการปล่อยกู้ระยะยาว (LTRO) เมื่อวันที่ 21 ธ.ค. 2554 และวันที่ 29 ก.พ. 2555 ต่อจากนั้นเฟดก็ตัดสินใจขยายระยะเวลาการคงอัตราดอกเบี้ยต่ำไปจนถึงสิ้นปี 2557 จากเดิมที่จะใช้นโยบายดอกเบี้ยต่ำจนถึงกลางปี 2556 ส่งผลทำให้นักลงทุนไม่คิดว่าเฟดจะประกาศซื้อสินทรัพย์รอบใหม่ หรือมาตรการ QE3 ก่อนกลางปีนี้ แต่ถ้าเฟดประกาศมาตรการ QE3 เราคาดว่ารอบนี้เฟดจะมุ่งซื้อหลักทรัพย์ที่มีสินเชื่อบ้านเป็นหลักทรัพย์ค้ำประกัน (MBS) วงเงิน 3-5 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐ เพื่อสนับสนุนตลาดอสังหาริมทรัพย์ (หมายเหตุ: การประชุมธนาคารกลางสหรัฐฯ (FOMC) ในไตรมาส 2 ปี 2555 ถูกกำหนดไว้ในวันที่ 13 มี.ค. 24-25 เม.ย. และ19-20 มิ.ย.) ธนาคารกลางญี่ปุ่นก็ร่วมใช้นโยบายการเงินแบบผ่อนคลายเพื่อป้องกันไม่ให้เงินเยนแข็งค่า เนื่องจากการแข็งค่าของเงินเยน ขณะที่ดอลลาร์สหรัฐและยูโรอ่อนค่าลงอย่างรวดเร็ว ส่งผลทำให้ญี่ปุ่นมีความสามารถในการแข่งขันด้านการส่งออกลดน้อยลง โดยหลังจากธนาคารกลางญี่ปุ่น (BOJ) ประกาศมาตรการผ่อนคลายเชิงปริมาณรอบใหม่ในเดือน ก.พ. เงินเยนเทียบกับดอลลาร์สหรัฐก็อ่อนค่าลงประมาณ 6% ภายในเวลาเพียง 1 เดือน จากระดับ 76 เยน/ดอลลาร์สหรัฐ สู่ระดับ 80 เยน/ดอลลาร์สหรัฐ ตลาดคาดว่าธนาคารกลางญี่ปุ่นจะใช้มาตรการผ่อนคลายเชิงปริมาณต่อไปในปี 2555 เพื่อสนับสนุนให้เงินเยนอ่อนค่าลง ปฏิกิริยาลูกโซ่เหล่านี้ทำให้เราเริ่มคิดว่าสกุลเงินเอเชียจะแข็งค่าขึ้นในปี 2555 เพื่อสะท้อนนโยบายการเงินแบบผ่อนคลายในสหรัฐฯ ยุโรป และญี่ปุ่น และจะดึงดูดเม็ดเงินต่างชาติให้ไหลเข้ามาในตลาดทุนเอเชียมากขึ้น

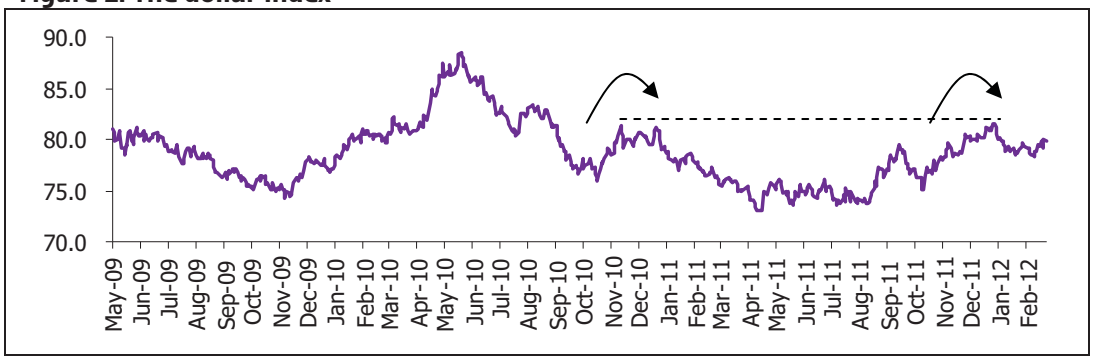
Figure: 1 มาตรการอัดฉีดสภาพคล่องของธนาคารกลางประเทศต่างๆ ในปี 2554-2555

ธนาคารกลาง	มาตรการ	จำนวนสินทรัพย์ที่เข้าซื้อ	สินทรัพย์ที่เป็นเป้าหมายในการเข้าซื้อ หรือประเภทของการอัดฉีดสภาพคล่อง
เฟด	มาตรการ Operation Twist (มิ.ย. 54-มิ.ย. 55) , มาตรการผ่อนคลายเชิงปริมาณ (QE3) ที่คาดว่าจะประกาศในไตรมาส 2/55	ตลาดคาดว่าเฟดจะออกมาตรการ QE3 ในไตรมาส 2/55 วงเงิน 3-5 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐ ทำให้มาตรการ QE มีวงเงินรวมเกือบ 3 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐ	มาตรการ Operation twist จะช่วยให้อัตราผลตอบแทนพันธบัตรระยะยาวลดลง ส่วนมาตรการ QE3 จะเน้นซื้อหลักทรัพย์ที่มีสินเชื่อบ้านเป็นหลักทรัพย์ค้ำประกัน (MBS) เพื่อช่วยกระตุ้นตลาดอสังหาริมทรัพย์
ECB	มาตรการปล่อยกู้ระยะยาว (LTRO) ระยะเวลา 3 ปี ที่เริ่มตั้งแต่เดือน ธ.ค. 54 และ ก.พ. 55 โดยจะสิ้นสุดในเดือน ก.พ. 58	วงเงินรวมมากกว่า 1 ล้านล้านยูโร	ปล่อยกู้ให้แก่ธนาคารพาณิชย์ยุโรปเพื่อเพิ่มสภาพคล่อง โดยธนาคารพาณิชย์จะนำเงินที่ได้ไปซื้อพันธบัตร
BoJ	มาตรการผ่อนคลายเชิงปริมาณ เริ่มเดือน ก.พ. 55	วงเงิน 1.29 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐ ทำให้มาตรการนี้มีวงเงินรวม 8.37 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐ	พันธบัตรรัฐบาล และแก้ปัญหาเงินฝืด
BoE	มาตรการผ่อนคลายเชิงปริมาณ เริ่มเดือน ก.พ. 55	วงเงิน 3.25 แสนล้านปอนด์ ตลาดคาดว่าจะขยายเพิ่มอีก 5 หมื่นล้านปอนด์ในเดือน พ.ค. 55	ซื้อพันธบัตรจากนักลงทุนเอกชน และนักลงทุนเอกชนจะนำเงินไปซื้อสินทรัพย์อื่นๆ เช่น หุ้นกู้ และหุ้น

Source : SCBS Investment Research

มีหลักฐานเพิ่มเติมที่ทำให้เราเชื่อว่าดอลลาร์สหรัฐน่าจะอ่อนค่าลง ขณะที่สกุลเงินเอเชียน่าจะแข็งค่าขึ้นในปี 2555 Figure 2 แสดงให้เห็นว่า ดัชนี dollar index แกว่งตัวผันผวนสะท้อนถึงภาวะความเสี่ยงที่เปลี่ยนแปลง ดอลลาร์สหรัฐอ่อนค่าลงหลังจากกรีซได้รับเงินช่วยเหลือรอบสอง ซึ่งเป็นแนวโน้มแบบเดียวกับที่เคยเกิดขึ้นในเดือน ต.ค. 2553 และในปี 2554 เมื่อนักลงทุนกังวลเกี่ยวกับภาวะเศรษฐกิจถดถอยและวิกฤตหนี้ซึ่งทำให้มีความต้องการถือครองเงินดอลลาร์สหรัฐเพิ่มมากขึ้น แต่หลังจากความเสี่ยงลดน้อยลง ดอลลาร์สหรัฐก็เริ่มอ่อนค่าตามปัจจัยพื้นฐาน

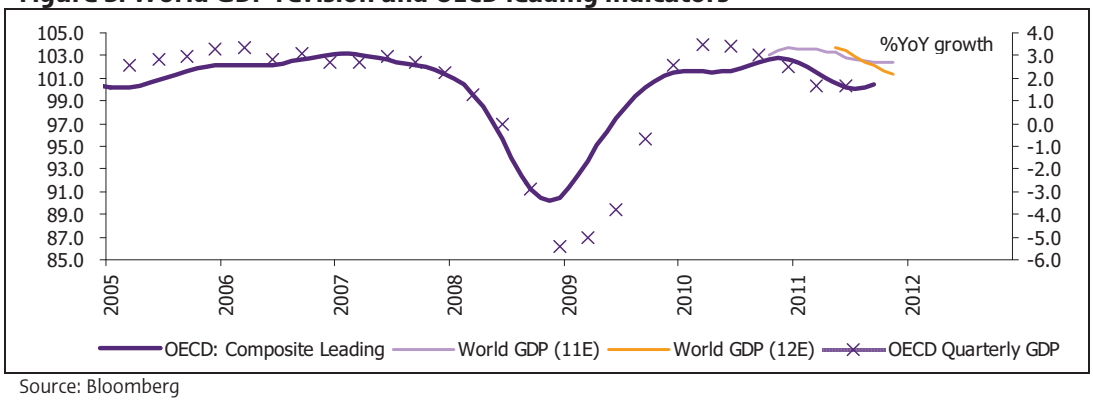
Figure 2: The dollar index



Source: Bloomberg

ประการที่สองซึ่งน่าสนใจที่สุด คือ เราเชื่อว่าจะเห็นการปรับประมาณการอัตราการขยายตัวของเศรษฐกิจโลกเพิ่มขึ้นในระยะ 6 เดือนข้างหน้า ถ้ามีพัฒนาการด้านบวกเกี่ยวกับวิกฤตหนี้ยุโรป และข้อมูลเศรษฐกิจสหรัฐฯ และจีนออกมาดีกว่าคาด Figure 3 แสดงให้เห็นว่า ดัชนีชี้นำเศรษฐกิจของ OECD (OECD leading indicator) ฟื้นตัวดีขึ้น ซึ่งหมายความว่าเศรษฐกิจจะขยายตัวตามมาภายในระยะ 3-6 เดือนข้างหน้า เรามองว่าการขยายตัวของเศรษฐกิจจะได้รับปัจจัยหนุนจากปฏิกิริยาลูกโซ่จากการดำเนินนโยบายการเงินแบบผ่อนคลายของธนาคารกลางประเทศต่างๆ ซึ่งจะส่งผลทำให้ธนาคารพาณิชย์มีเงินสำหรับปล่อยกู้ให้กับภาคธุรกิจเพิ่มมากขึ้นและกระตุ้นกิจกรรมการปล่อยกู้ ในเวลาเดียวกันก็จะส่งผลทำให้ต้นทุนการกู้ยืมของผู้บริโภคปรับตัวลดลง

Figure 3: World GDP revision and OECD leading indicators



Source: Bloomberg

Figure 4: GDP growth forecasts

	2008	2009	2010	2011	2012F	2013F	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12F	2Q12F	3Q12F	4Q12F
G7																		
Canada **	0.7	-2.8	3.2	2.4	2.0	2.3	5.6	2.3	2.5	3.1	3.5	-0.5	3.5	1.8	1.8	2.0	2.3	2.9
France	-0.1	-2.7	1.5	1.7	0.2	1.1	1.1	1.5	1.6	1.4	2.2	1.7	1.5	1.4	0.1	0.2	0.0	0.3
Germany	1.1	-5.1	3.7	3.0	0.5	-1.5	2.5	4.0	4.0	3.8	4.6	2.9	2.6	2.0	0.8	0.4	0.1	0.8
Italy	-1.2	-5.1	1.5	0.4	-1.4	0.1	1.0	1.6	1.5	1.6	0.8	0.7	0.2	-0.5	-1.1	-1.7	-1.7	-1.0
Japan *	-1.0	-5.5	4.4	-0.9	1.5	1.4	6.5	4.6	2.0	0.1	-6.6	-2.0	5.6	-2.3	1.6	2.1	2.0	1.5
United Kingdom	-0.1	-4.9	1.4	0.9	0.5	1.6	1.2	2.5	2.9	1.8	1.8	0.6	0.5	0.7	0.4	0.5	0.3	0.8
United States **	-0.3	-3.5	3.0	1.7	2.2	2.5	3.9	3.8	2.5	2.3	0.4	1.3	1.8	2.8	2.1	2.2	2.4	2.5
Simple average	**-0.1**	**-4.2**	**2.7**	**1.3**	**0.8**	**1.1**	**3.1**	**2.9**	**2.4**	**2.0**	**1.0**	**0.7**	**2.2**	**0.8**	**0.8**	**0.8**	**0.8**	**1.1**
BRIC																		
Brazil	5.2	-0.3	7.6	3.0	3.4	4.1	9.3	8.8	6.9	5.3	4.2	3.3	2.1	2.2	2.3	2.7	3.7	4.6
China	9.6	9.2	10.4	9.2	8.5	8.4	11.9	10.3	9.6	9.8	9.7	9.5	9.1	8.9	8.0	8.3	8.5	8.8
India	7.5	6.8	8.5	7.1	7.2	7.8	9.4	8.8	8.9	8.3	7.8	7.7	6.9	6.1	7.7	8.1	8.3	7.6
Russia	5.2	-7.8	4.3	4.3	3.5	3.7	3.5	5.0	3.1	4.5	4.1	3.4	4.8	4.4	3.7	3.9	3.5	3.4
Simple average	**6.9**	**2.0**	**7.7**	**5.9**	**5.7**	**6.0**	**8.5**	**8.2**	**7.1**	**7.0**	**6.5**	**6.0**	**5.7**	**5.4**	**5.4**	**5.7**	**6.0**	**6.1**
North Asia																		
China	9.6	9.2	10.4	9.2	8.5	8.4	11.9	10.3	9.6	9.8	9.7	9.5	9.1	8.9	8.0	8.3	8.5	8.8
Hong Kong	2.3	-2.7	7.0	5.0	3.0	4.4	8.0	6.7	6.9	6.4	7.5	5.3	4.3	3.0	1.6	2.2	3.6	4.7
Korea	2.3	0.3	6.2	3.6	3.3	4.1	8.4	7.3	4.4	4.7	4.2	3.4	3.5	3.4	2.8	3.1	3.4	3.9
Taiwan	0.7	-1.8	10.7	4.0	3.7	4.5	12.9	13.0	11.2	6.5	6.6	4.5	3.4	1.9	1.6	2.1	4.3	6.0
Simple average	**3.7**	**1.2**	**8.6**	**5.5**	**4.6**	**5.3**	**10.3**	**9.3**	**8.0**	**6.9**	**7.0**	**5.7**	**5.1**	**4.3**	**3.5**	**3.9**	**4.9**	**5.8**
ASEAN																		
Indonesia	6.0	4.6	6.2	6.5	6.3	6.7	5.6	6.1	5.8	6.9	6.5	6.5	6.5	6.5	6.4	6.2	6.3	6.4
Malaysia	4.8	-1.6	7.2	5.1	4.0	5.3	10.1	9.0	5.3	4.8	5.2	4.3	5.8	5.2	3.6	3.8	4.8	5.3
Philippines	3.9	1.1	7.7	3.8	4.1	5.0	8.4	8.9	7.3	6.1	4.6	3.1	3.2	3.7	3.8	3.8	3.8	4.7
Singapore	1.9	-0.8	14.6	5.0	3.6	4.2	16.4	19.4	10.5	12.0	9.4	1.0	5.9	3.6	2.3	3.9	2.8	3.0
Thailand	2.5	-2.3	7.8	0.1	4.3	4.9	12.0	9.2	6.6	3.8	3.2	2.7	3.7	-9.0	-0.1	3.3	3.2	11.8
Simple average	**3.8**	**0.2**	**8.7**	**4.1**	**4.4**	**5.2**	**10.5**	**10.5**	**7.1**	**6.7**	**5.8**	**3.5**	**5.0**	**2.0**	**3.2**	**4.2**	**4.2**	**6.2**

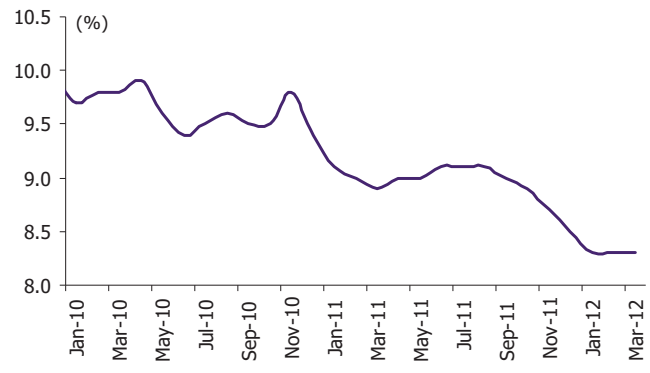
Note: ** United States, Canada and Japan using %QoQ SAAR and %YoY estimates

สหรัฐฯ

GDP ของสหรัฐฯ ฟื้นตัวกลับมามีอัตราการขยายตัวที่แข็งแกร่งในงวดครึ่งหลังปี 2554 โดย GDP ไตรมาส 3 และ 4 ปี 2554 มีอัตราการขยายตัว (อัตรารายปีปรับฤดูกาล หรือ SAAR) 1.8% และ 3.0% ตามลำดับ เทียบกับอัตราการขยายตัว 0.4% ในไตรมาส 1 ปี 2554 และ 1.3% ในไตรมาส 2 ปี 2554 โดยได้รับปัจจัยหนุนจากการอุปโภคบริโภคและการลงทุนภาคเอกชนที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นมากกว่าคาด แม้อัตราการขยายตัวของการส่งออกและการใช้จ่ายภาครัฐยังอยู่ในระดับต่ำ ซึ่งช่วยสนับสนุนมุมมองของเราที่ว่าเศรษฐกิจสหรัฐฯ ไม่น่าจะเข้าสู่ภาวะถดถอย

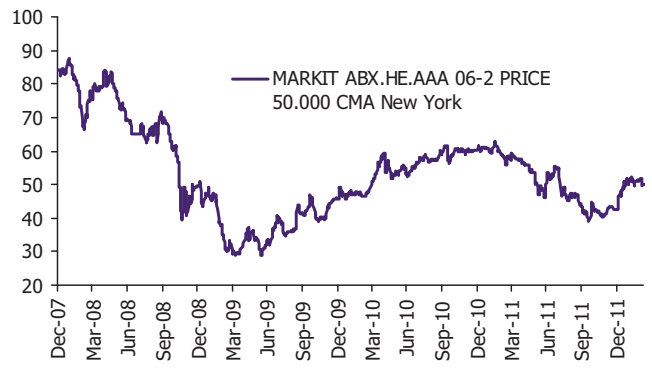
นอกจากนี้เครื่องชี้เศรษฐกิจที่สำคัญๆ เช่น ดัชนี ISM ภาคการผลิต อัตราการว่างงาน ตั้งแต่เดือน ธ.ค. 2554 ก็ปรับตัวดีขึ้นด้วย โดยได้รับปัจจัยหนุนจากการฟื้นตัวของอุตสาหกรรมยานยนต์และอิเลคทรอนิกส์ การขยายเวลาของมาตรการลดภาษีเงินเดือนจนถึงเดือน ก.พ. และการผ่อนคลายนโยบายการเงินของเฟดช่วยหนุนให้อุปสงค์ปรับตัวเพิ่มขึ้น นอกจากนี้การประชุมธนาคารกลางสหรัฐฯ (FOMC) เมื่อวันที่ 25 ม.ค. ก็จบลงพร้อมกับเซอร์ไพรส์เนื่องจากเฟดประกาศขยายเวลานโยบายอัตราดอกเบี้ยต่ำไปจนถึงสิ้นปี 2557 จากแถลงการณ์ครั้งก่อนที่จะใช้จนถึงกลางปี 2556 นอกจากนี้เฟดยังเปิดช่องว่าอาจจะประกาศมาตรการผ่อนคลายเชิงปริมาณรอบ 3 (QE3) ด้วย ซึ่งน่าจะช่วยสนับสนุนการอุปโภคบริโภคภายในประเทศ ในด้านของการขยายตัวทางเศรษฐกิจนั้น เฟดมีมุมมองด้านบวกมากขึ้นต่อตลาดแรงงาน โดยลดประมาณการอัตราการว่างงานลงสู่ระดับ 8.2-8.5% ดีกว่าประมาณการเดิมในเดือน พ.ย. 2554 ที่ระดับ 8.5-8.7% แต่เฟดยังเฝ้าระวังการขยายตัวทางเศรษฐกิจโดยปรับลดประมาณการอัตราการขยายตัวของ GDP ในปี 2555 ลงสู่ระดับ 2.2-2.7% ต่ำกว่าประมาณการเดิมในเดือน พ.ย. 2554 ที่ 2.5-.2.9% ส่งผลทำให้ประมาณการ GDP ของเฟดใกล้เคียงกับตัวเลขที่นักเศรษฐศาสตร์ในตลาดคาดการณ์ไว้ที่ 2.2% (ดู Figure 5) สำหรับตลาดอสังหาริมทรัพย์นั้น เราพบสัญญาณการฟื้นตัวจากดัชนี subprime bond index (ดู Figure 6) ซึ่งสะท้อนถึงความเชื่อมั่นของนักลงทุนที่มีต่อตลาดอสังหาริมทรัพย์หลังจากดัชนีดังกล่าวปรับตัวลดลงในปี 2550-2551 ซึ่งเป็นช่วงที่ตลาดอสังหาริมทรัพย์ในสหรัฐฯ เกิดภาวะฟองสบู่แตก

Figure 5: US unemployment rate



Source: SCBS Investment Research, Bloomberg

Figure 6: Subprime bond index



Source: SCBS Investment Research, Bloomberg

ยุโรป

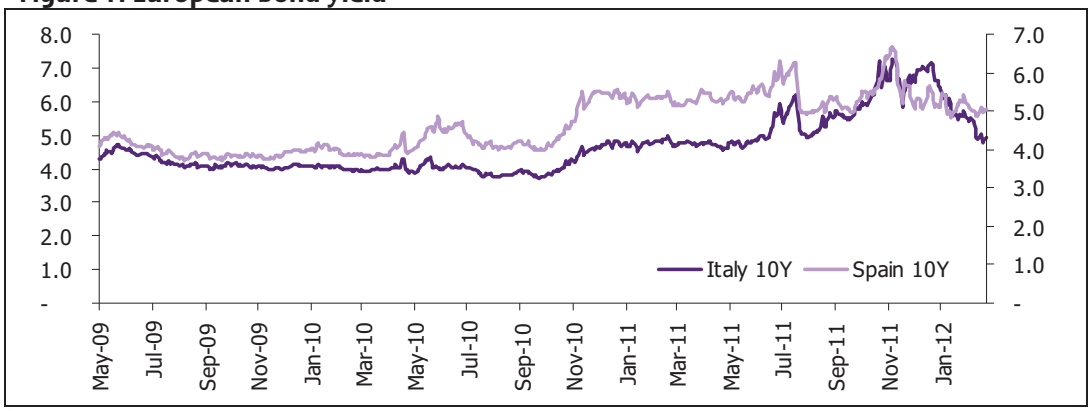
เศรษฐกิจของประเทศในยุโรปหดตัวลงในไตรมาส 4 ปี 2554 แต่น้อยกว่าคาด โดยได้รับการสนับสนุนจากความแข็งแกร่งทางเศรษฐกิจของประเทศสมาชิกหลักๆ อย่าง เยอรมนี และฝรั่งเศส วิกฤตหนี้เป็นสาเหตุหลักที่ทำให้เศรษฐกิจของประเทศที่อยู่ในเขตรอยขอบยูโรโซนหดตัว จนทำให้ต้องปรับลดงบประมาณลง และส่งผลกระทบต่อระบบธนาคารจนเป็นสาเหตุทำให้อุปสงค์ในประเทศปรับตัวลดลง

อย่างไรก็ดี เรามองว่าสหภาพยุโรปและธนาคารกลางยุโรปก้าวเดินมาในทางที่ถูกต้องแล้ว โดยการประชุมสุดยอดผู้นำสหภาพยุโรป ชาติสมาชิกเห็นพ้องร่วมลงนามในสนธิสัญญาสร้างวินัยการคลัง หรือ Fiscal Pact เพื่อสร้างความมั่นใจว่าจะไม่มีประเทศใดๆ ในยุโรปละเมิดข้อตกลงในการสร้างวินัยทางการคลังและและหลีกเลี่ยงการใช้จ่ายเกินตัว นายมาริโอ ดรากี ประธานธนาคารกลางยุโรปคนใหม่ ได้ทำการตัดสินใจเชิงรุกมากกว่าที่ทุกคนคิดซึ่งแตกต่างไปจากประธานธนาคารกลางยุโรปคนก่อนๆโดยสิ้นเชิง โดยตัดสินใจอัดฉีดสภาพคล่องให้ธนาคารพาณิชย์ยุโรปผ่านโครงการปล่อยกู้ระยะยาว (LTRO) โดยภายหลังโครงการปล่อยกู้ระยะยาวรอบสอง ธนาคารพาณิชย์ยุโรปก็กู้เงินจากธนาคารกลางยุโรปรวม 1 ล้านล้านยูโร

นักเศรษฐศาสตร์ในตลาดคาดว่าเศรษฐกิจในประเทศกลุ่มยูโรโซนจะหดตัวลงสู่ระดับ -0.3% ถึง -0.5% ในปี 2555 นำโดยอิตาลี สเปน และประเทศเล็กๆ แต่เศรษฐกิจของเยอรมนีและฝรั่งเศสยังคงแข็งแกร่งต่อเนื่อง ดังนั้นเราเชื่อว่าเศรษฐกิจยุโรปจะเริ่มฟื้นตัวในงวดครึ่งหลังปี 2555 และ GDP จะกลับมามีอัตราการขยายตัวเป็นบวกในปี 2556 เป็นต้นไป

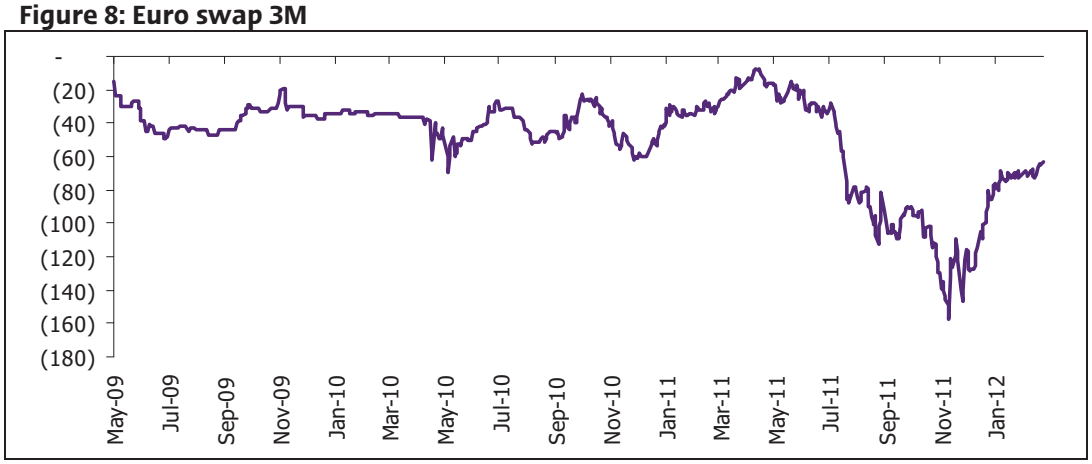
เราคิดว่าวิกฤตหนี้ยุโรปได้ผ่านพ้นสถานการณ์เลวร้ายสุดไปแล้วเมื่อพิจารณาจากเครื่องชี้หลายอย่างด้วยกัน เช่น อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาล และค่าประกันความเสี่ยงผิดนัดชำระหนี้ (Credit Default Swap: CDS) ของประเทศยุโรปในไตรมาส 1 ปี 2555 ต่ำกว่าในไตรมาส 4 ปี 2554 ปัจจัยสนับสนุนที่สำคัญคือ 1) ธนาคารพาณิชย์ยุโรปมีเงินทุนมากพอแล้วสำหรับซื้อพันธบัตรรัฐบาลของตนเองที่จะครบกำหนดไถ่ถอนในปี 2555 ซึ่งช่วยลดความเสี่ยงด้านสภาพคล่อง และยังสะท้อนให้เห็นด้วยว่าความเสี่ยงที่จะเกิดปัญหาลุกลาม (contagion risk) อันเป็นผลมาจากการผิดนัดชำระหนี้ของกรีซจะมีจำกัด และ 2) กรีซเองก็ผ่านเงื่อนไขที่เข้มงวดในแง่ของการปฏิรูปทางการคลังและประเด็นการเมืองก่อนที่จะได้รับความช่วยเหลือทางการเงินรอบสอง

Figure 7: European bond yield



Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

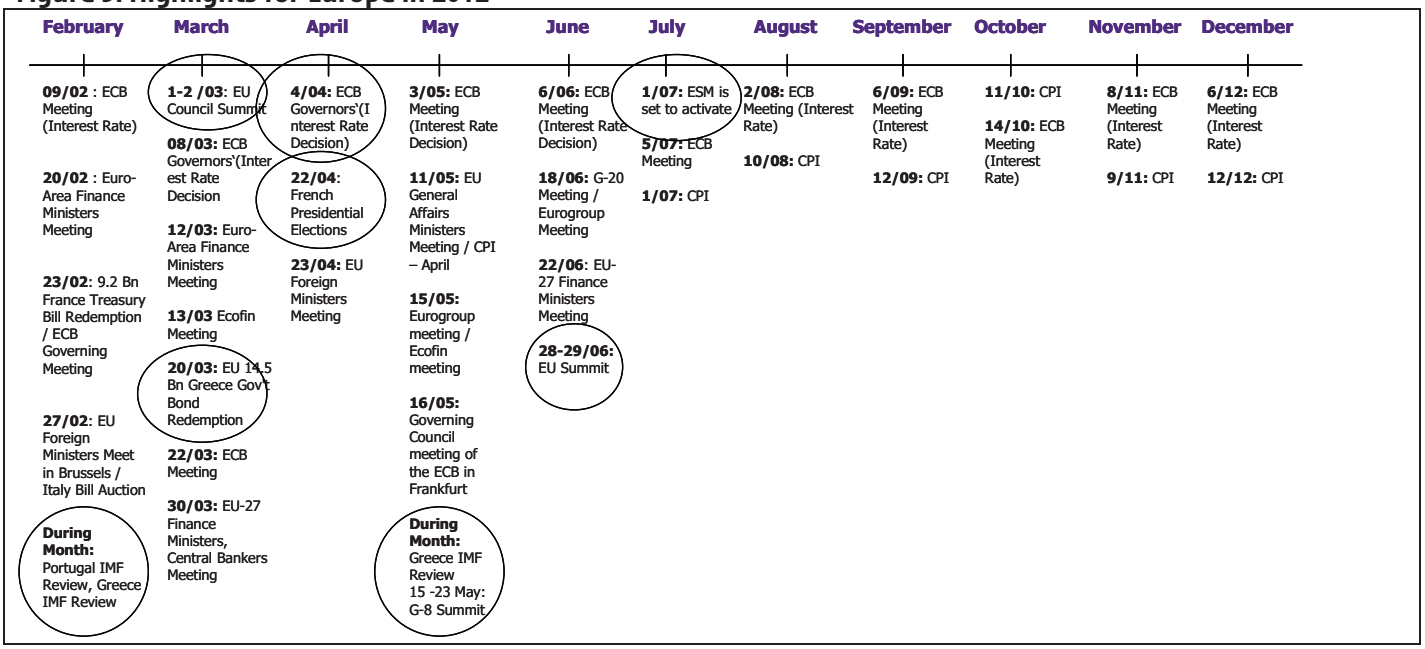
Figure 8: Euro swap 3M



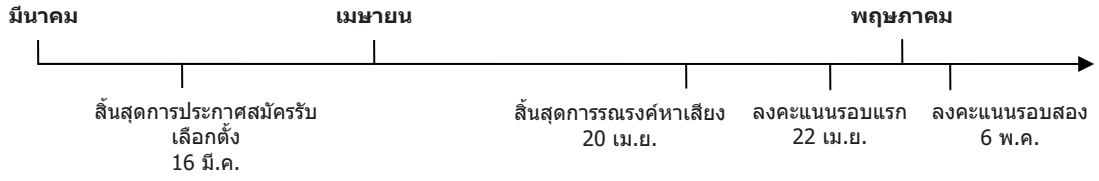
Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

เราจัดทำลำดับเหตุการณ์สำคัญๆ ในยุโรปไว้ใน Figure 9 เหตุการณ์สำคัญที่ควรจับตาในไตรมาส 2 ปี 2555 คือ การเลือกตั้งประธานาธิบดีฝรั่งเศสในเดือน เม.ย. และ พ.ค. เหตุการณ์สำคัญอื่นๆ ได้แก่ การประชุมธนาคารกลางยุโรปที่จะมีขึ้น 2 ครั้ง และ IMF ทบทวนสถานะทางการเงินของกรีซรอบใหม่ การเปิดดำเนินการกองทุน ESM อย่างเป็นทางการในเดือน ก.ค. จะเป็นเหตุการณ์สำคัญที่ต้องจับตาในงวดครึ่งหลังปี 2555 อย่างไรก็ดี เรามองว่าเหตุการณ์ส่วนใหญ่ไม่ได้มีความสำคัญมากเหมือนกับเหตุการณ์ในไตรมาส 1 ปี 2555

Figure 9: Highlights for Europe in 2012



กำหนดการเลือกตั้งประธานาธิบดีฝรั่งเศส



ผู้สมัครชิงตำแหน่งประธานาธิบดีฝรั่งเศส

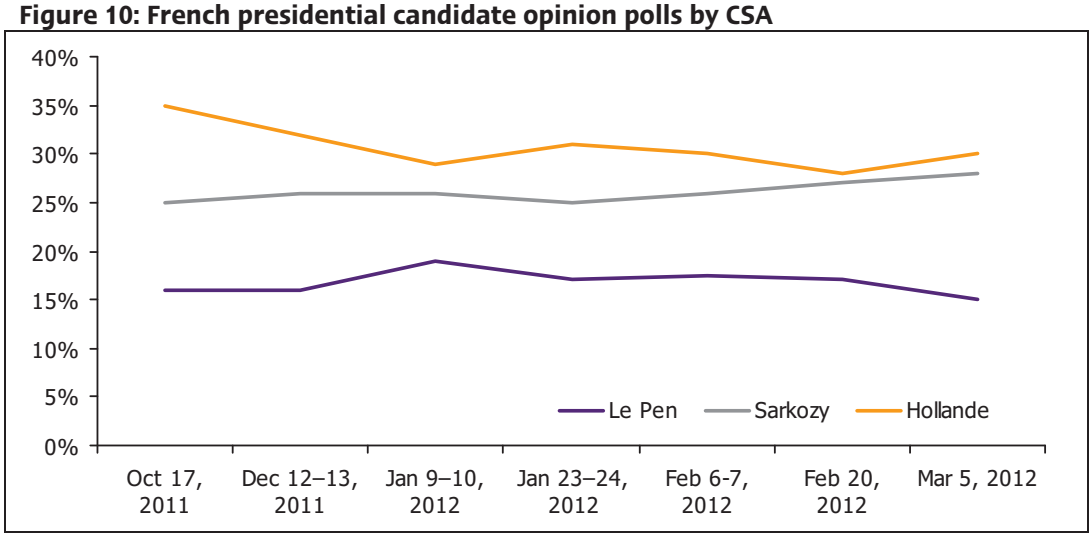
สถานะ	ประธานาธิบดีคนปัจจุบัน	ผู้ท้าชิง	ผู้ท้าชิง
ผู้สมัครชิง	นิโกลาส์ ซาร์โกซี	ฟรังซัวส์ ฮอลลองด์	มารีน เลอ ปอง
พรรค	สหภาพเพื่อขบวนการประชาชน	สังคมนิยม	แนวหน้าแห่งชาติ

Source: SCBS Investment research

สถานการณ์ปัจจุบัน การเลือกตั้งประธานาธิบดีฝรั่งเศสในปี 2555 นี้ มีผู้สมัคร 3 คนที่มีแนวโน้มได้รับเลือกตั้ง คือ นายนิโกลาส์ ซาร์โกซี (ประธานาธิบดีคนปัจจุบัน) นายฟรังซัวส์ ฮอลลองด์ และนางมารีน เลอ ปอง ฝรั่งเศสภายใต้การนำของซาร์โกซีถูกตำหนิว่ามีขาดดุลงบประมาณเพิ่มขึ้น อัตราการว่างงานสูงสุดในรอบ 12 ปี สถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือ Standard & Poor's ปรับลดความน่าเชื่อถือลงจากระดับ AAA สู่ระดับ AA+ มูดี้ส์ปรับลดแนวโน้มความน่าเชื่อถือลงสู่ระดับเชิงลบ รวมถึงนักวิเคราะห์ในตลาดจากการรวบรวมของ Bloomberg คาดการณ์เศรษฐกิจเติบโต 0% ในปี 2555

การวิเคราะห์ ผู้สมัครชิงตำแหน่งประธานาธิบดีฝรั่งเศสทั้งสามรายเสนอเรียกเก็บภาษีจากผู้ที่มีรายได้สูงและภาคการเงินเพิ่มหากชนะการเลือกตั้ง นายซาร์โกซีเสนอปรับภาษีมูลค่าเพิ่ม (VAT) เพิ่มขึ้นอีก 1.6% เป็น 21.2% ในเดือน ต.ค. รวมถึงเรียกเก็บภาษีการทำธุรกรรมทางการเงินในอัตรา 0.1% ส่วนนายฮอลลองด์ เสนอเรียกเก็บภาษีจากผู้มีรายได้สูงเพิ่มและเก็บภาษีจากกำไรของธนาคารเพิ่มเติมอีก 15% ภายใต้นโยบายภาษีและรายจ่ายเพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจ ขณะที่นางเลอ ปอง ก็ต้องการที่จะปฏิรูปภาษีเงินได้และเรียกเก็บภาษีนำเข้าด้วย อย่างไรก็ตาม ประเด็นหลักที่น่ากังวล คือ สถานะของฝรั่งเศสในฐานะสมาชิกของสหภาพยุโรป และบทบาทในการรับมือกับวิกฤต นายซาร์โกซีถูกมองว่าเป็นพันธมิตรกับนางแองเจล่า มาร์เคิล นายกรัฐมนตรีเยอรมนี ในการแก้วิกฤตยุโรป ที่ดีกว่านายฮอลลองด์ และนางเลอ ปอง นายฮอลลองด์มีทีท่าว่าจะทำให้ความสัมพันธ์ระหว่างฝรั่งเศสกับเยอรมนีกระทบกระเทือน เนื่องจากเขาวางแผนที่จะทบทวนสนธิสัญญาเอลีเซ (Elysee Treaty) อันกลายเป็นรากฐานของความร่วมมือกันระหว่างฝรั่งเศสและเยอรมนี ขณะที่นางเลอ ปอง ผู้นำพรรคชาตินิยมฝรั่งเศส เป็นผู้สมัครท้าชิงที่น่าเป็นห่วงที่สุด เนื่องจากเธอประกาศจะผลักดันประเทศให้ยกเลิกใช้เงินสกุลยูโร

Figure 10: French presidential candidate opinion polls by CSA



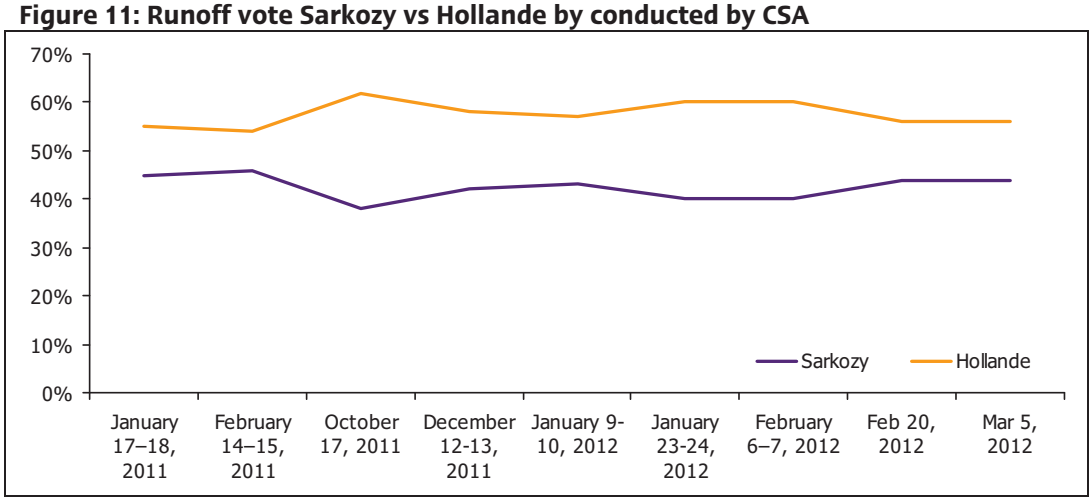
Source: CSA

ความนิยมในตัวผู้ท้าชิง

ประธานาธิบดี นิโกลาส์ ซาร์โกซี ประกาศเมื่อวันที่ 15 ก.พ. ว่าเขาจะลงสมัครชิงตำแหน่งประธานาธิบดีอีกสมัย ผู้สมัครชิงตำแหน่งประธานาธิบดีทุกคนสามารถรณรงค์หาเสียงได้จนถึงวันที่ 20 เม.ย. 2555 ดังนั้นคะแนนเสียงอาจจะผันผวนไปมาจนกว่าการรณรงค์หาเสียงจะสิ้นสุดลง โดยก่อนสิ้นสุดการหาเสียง นายซาร์โกซีจะต้องสร้างความเชื่อมั่นให้แก่ผู้สนับสนุนว่าเขาคือบุคคลที่จะร่วมมือกับเยอรมนีและหาทางออกให้ฝรั่งเศสรอดพ้นจากปัญหาเศรษฐกิจและวิกฤตหนี้ยุโรปในปัจจุบัน

กรณีที่เป็นไปได้ตามโพลล์สำรวจปัจจุบันระบุว่า คู่ท้าชิงตำแหน่งประธานาธิบดีฝรั่งเศส คือ นายซาร์โกซี และนายฮอลลองด์ โดยนายฮอลลองด์จะได้รับชัยชนะ ความเป็นไปได้ที่นางเลอ ปอง จะได้เข้าชิงตำแหน่งประธานาธิบดีมีมากขึ้น ในขณะที่โอกาสของนายซาร์โกซีมีน้อยลง หากนางเลอ ปอง สามารถมีชื่อเป็นคู่ท้าชิงในการลงคะแนนเสียงรอบแรกได้ ทุกโพลล์ระบุว่าเธอมีแนวโน้มที่จะแพ้การเลือกตั้งในรอบที่สองด้วยอัตราส่วนคะแนนเสียง 30:70

Figure 11: Runoff vote Sarkozy vs Hollande by conducted by CSA



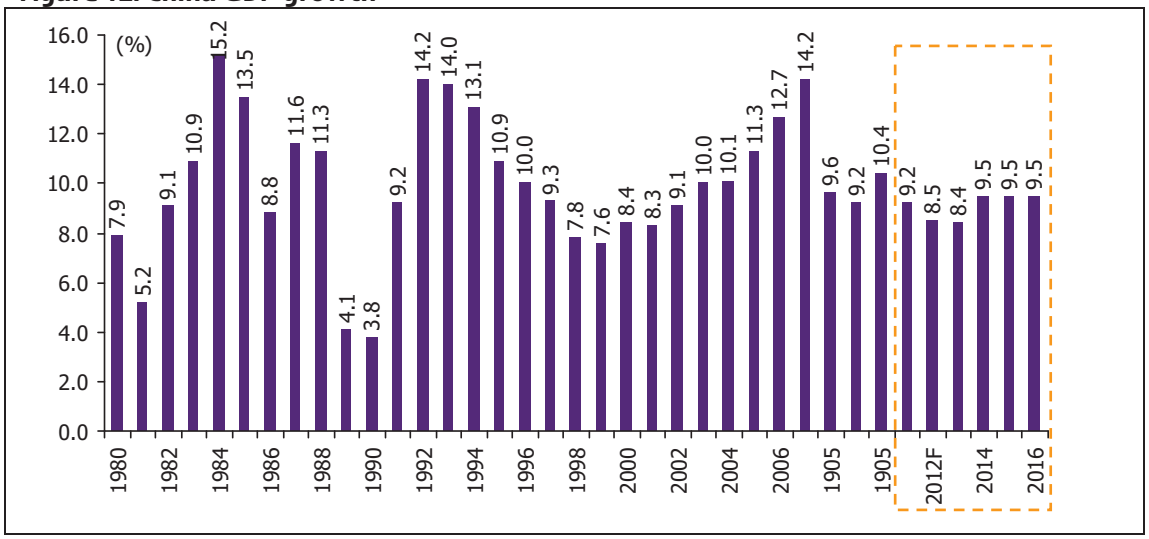
Source : CSA

จีน

ธนาคารกลางจีน (PBOC) ลดสัดส่วนการกันสำรองของธนาคารพาณิชย์ (RRR) ลง 2 ครั้ง รวม 1% จากระดับ 21.50% สู่ระดับ 20.50% ตั้งแต่เดือน ธ.ค. 2554 นักเศรษฐศาสตร์ส่วนใหญ่คาดการณ์ว่าการลด RRR ลงทุกๆ 0.50% จะทำให้ธนาคารพาณิชย์จีนปล่อยกู้ในระบบการเงินได้เพิ่มขึ้น 4 แสนล้านหยวน โดยตลาดคาดว่า PBOC จะลด RRR ลงอีก 1% ในปีนี้ ดังนั้นเราคาดว่าธนาคารพาณิชย์จีนจะปล่อยกู้เพิ่มในไตรมาส 2 ปี 2555 ประมาณ 8 แสนล้านหยวน ถึง 1 ล้านล้านหยวนต่อเดือน เพื่อให้ถึงเป้าที่รัฐบาลวางไว้ที่ 9 ล้านล้านหยวนในปีนี้

นอกเหนือจากการลด RRR ลงเพื่อสนับสนุนการอุปโภคบริโภคภายในประเทศแล้ว รัฐบาลจีนยังปรับลดเป้าอัตราการขยายตัวของ GDP ในปีนี้ลงสู่ระดับ 7.5% ซึ่งต่ำกว่าระดับที่นักเศรษฐศาสตร์คาดการณ์ไว้ที่ 8.5% ด้วย การปรับลดเป้า GDP ลงในครั้งนี้ส่งสัญญาณว่ายุคที่เศรษฐกิจจีนเติบโตอย่างร้อนแรงอาจจะสิ้นสุดลงแล้ว ซึ่งหมายความว่าการลงทุนภาครัฐจะลดลงนับจากนี้เป็นต้นไป และจีนจะเปลี่ยนมามุ่งเน้นให้ความสำคัญกับการอุปโภคบริโภคภายในประเทศแทนการส่งออก เศรษฐกิจจีนยุคใหม่จะทำให้อุปสงค์เปลี่ยนแปลงไปจากเดิมที่เน้นสินค้าโภคภัณฑ์มาเป็นสินค้าอุปโภคบริโภคแทน การเปลี่ยนแปลงดังกล่าวจะส่งผลกระทบอย่างมากต่ออุตสาหกรรมเหล็ก คอนกรีต และน้ำมัน แต่จะส่งผลดีต่ออุตสาหกรรมซอฟต์แวร์ บันเทิง ท่องเที่ยว สินค้าไฮเทค และภาคบริการของสหรัฐฯ ยุโรป และประเทศมั่งคั่งอื่นๆ

Figure 12: China GDP growth



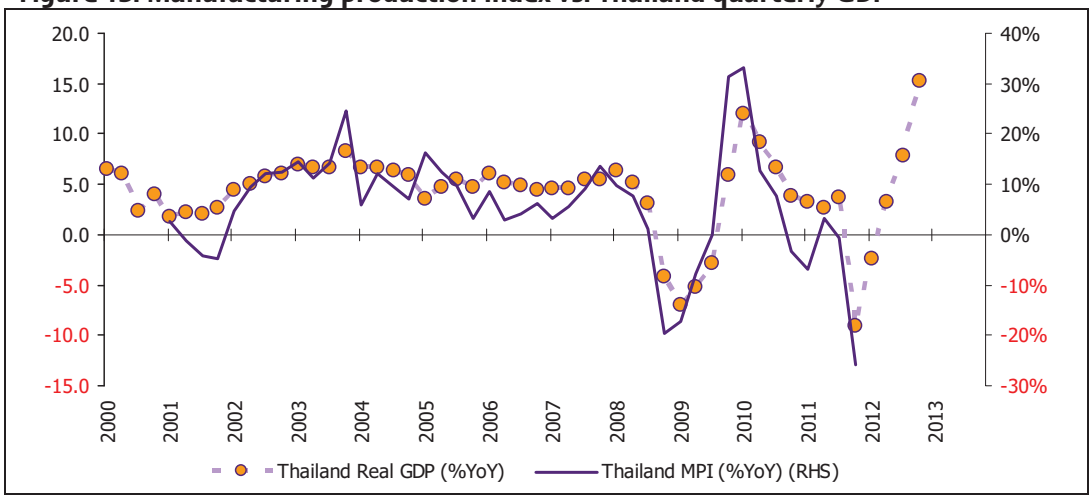
Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

เศรษฐกิจไทย

สถานการณ์น้ำท่วมส่งผลกระทบทำให้ GDP ไตรมาส 4 ปี 2554 ของประเทศไทยหดตัว -10.7% จากไตรมาสก่อนหน้า และ -9% จากช่วงเดียวกันของปีก่อน แย่กว่าเมื่อครั้งเกิดวิกฤตการเงินสหรัฐฯ ในปี 2552 และเป็นสาเหตุทำให้ GDP ปี 2554 ขยายตัวเพียง 0.1% เทียบกับอัตราการขยายตัว 7.8% ในปี 2553 ดัชนีผลผลิตภาคอุตสาหกรรมปรับตัวลดลงอีก 40% จากปีก่อน เพราะสถานการณ์น้ำท่วมสร้างความเสียหายต่ออุตสาหกรรมยานยนต์และอิเลคทรอนิกส์ หลังจากอุตสาหกรรมเหล่านี้ได้รับผลกระทบจากเหตุการณ์แผ่นดินไหวในญี่ปุ่นในไตรมาส 2 ปี 2554 อย่างไรก็ดี เราคาดว่าเศรษฐกิจไทยจะฟื้นตัวในรูปแบบ V shape ตั้งแต่ไตรมาส 2 ปี 2555 เป็นต้นไป โดยมีการลงทุนภาคเอกชน อุปสงค์สะสม และการกลับมาสะสมสินค้าคงคลังเพิ่มเป็นปัจจัยกระตุ้นที่สำคัญ เช่นเดียวกับปี 2551-2552 ในขณะเดียวกัน การขึ้นค่าจ้างในเดือน เม.ย. 2555 ก็จะช่วยกระตุ้นการอุปโภคบริโภคภายในประเทศด้วย เราคาดว่าอัตราเงินเฟ้อจะอยู่ในช่วง 3.5-4.0% แต่เราคิดว่าอัตราเงินเฟ้อในปี 2555 อาจจะสูงกว่าคาดได้ โดยมีสาเหตุมาจากราคาน้ำมันที่สูงขึ้นจากการฟื้นตัวของเศรษฐกิจโลกและสถานการณ์ตึงเครียดต่อเนื่องในตะวันออกกลาง ดังนั้นเราคาดว่าธนาคารแห่งประเทศไทย (ธปท.) จะคงอัตราดอกเบี้ยนโยบายไว้ที่ระดับ 3.00% ไปจนถึงสิ้นปีนี้

อย่างไรก็ดี การใช้จ่ายภาครัฐและการลงทุนจะช่วยสนับสนุนให้ GDP ปี 2555 ขยายตัวได้เพิ่มมากขึ้น โดยศูนย์วิจัยเศรษฐกิจและธุรกิจของธนาคารไทยพาณิชย์ (SCB EIC) คาดการณ์ว่า GDP ปี 2555 ของไทยจะขยายตัว 4.5-4.8% โดยไม่รวมโครงการกู้เงิน 3.5 แสนล้านบาทของรัฐบาล

Figure 13: Manufacturing production index vs. Thailand quarterly GDP



SCBS Investment research

การป้องกันน้ำท่วม ตามแผนแม่บทการบริหารจัดการทรัพยากรน้ำที่ประกาศเมื่อวันที่ 10 ม.ค. 2555 รัฐบาลประกาศแผนเร่งด่วน 6 แผนที่ต้องดำเนินการในปี 2555 โดยรัฐบาลจัดสรรงบประมาณ 18,110 ล้านบาทเพื่อใช้ดำเนินการแผนเหล่านี้

รัฐบาลจะเลือกพื้นที่รับน้ำโดยจะจ่ายค่าเช่าเป็นเวลา 3 เดือน (ก.ย. – พ.ย.) เพื่อรองรับน้ำในช่วงที่เกิดเหตุการณ์น้ำท่วม โดยรัฐบาลจะจ่ายค่าเช่า และค่าเสียโอกาสให้แก่เกษตรกรเป็นเงินรวม 5,597 บาท/ไร่

Figure 14: แผนปฏิบัติการเพื่อบรรเทาปัญหาอุทกภัยระยะเร่งด่วน 6 แผนงาน

แผน	วัตถุประสงค์	งบประมาณ	กรอบเวลา
แผนงานการบริหารจัดการเขื่อนเก็บน้ำหลัก และจัดทำแผนบริหารจัดการน้ำของประเทศประจำปี	เพื่อพัฒนาแผนการบริหารจัดการน้ำในเขื่อนสำคัญ		พ.ค. 2555
แผนงานฟื้นฟูและปรับปรุงประสิทธิภาพสิ่งก่อสร้างเดิมหรือตามแผนที่วางไว้แล้ว	ปรับปรุงและเพิ่มประสิทธิภาพโครงสร้างพื้นฐานการบริหารจัดการน้ำที่มีอยู่เดิมให้พร้อมใช้งานในอนาคต	12,610.34 ลบ. (ปี 2555) 4,515.7 ลบ. (ปี 2556)	ธ.ค. 2555
แผนงานพัฒนาคลังข้อมูล ระบบพยากรณ์และเตือนภัย	เพื่อให้มีข้อมูลที่จำเป็นในการบริหารจัดการน้ำ และมีแบบจำลองเตือนภัยที่มีประสิทธิภาพ	4,500 ลบ.	มี.ค. 2555
แผนงานเผชิญเหตุเฉพาะพื้นที่	จัดทำแผนฉุกเฉินก่อน ระหว่าง และหลังเกิดอุทกภัย	1,000 ลบ.	มี.ค. 2555
แผนงานกำหนดพื้นที่รับน้ำนองและมาตรการช่วยเหลือผู้ที่ได้รับผลกระทบจากการใช้พื้นที่เพื่อรับน้ำ	วางระบบบริหารจัดการน้ำเพื่อกระจายพื้นที่เสี่ยง		มี.ค. 2555
แผนการปรับปรุงองค์กรเพื่อบริหารจัดการน้ำ	เพื่อให้มีองค์กรบริหารจัดการแบบบูรณาการที่สามารถตัดสินใจได้อย่างฉับพลันในยามวิกฤติ		เม.ย. 2555

Source: SCBS Investment Research, Strategic Committee for Water Resources Management "SCWRM"

สำหรับแผนป้องกันน้ำท่วมในระยะยาวนั้น รัฐบาลจะกู้เงิน 3.5 แสนล้านบาทมาใช้ลงทุนในโครงการบริหารจัดการน้ำ และฟื้นฟูหลังน้ำท่วม ศาลรัฐธรรมนูญมีคำตัดสินว่า พ.ร.ก. กู้เงินดังกล่าวไม่ขัดต่อรัฐธรรมนูญ ดังนั้นแผนระยะยาวนี้จึงสามารถเดินหน้าต่อไปได้ แผนระยะยาวนี้ประกอบด้วย:

Figure 15: แผนระยะยาว

ต้นทาง	งบประมาณ (ล้านบาท)	กลางทาง	งบประมาณ (ล้านบาท)	ปลายทาง	งบประมาณ (ล้านบาท)
ฟื้นฟูและอนุรักษ์ป่าและระบบนิเวศน์	10,000	ป้องกันพื้นที่เศรษฐกิจสำคัญของแต่ละจังหวัด	10,000	ป้องกันศูนย์กลางเศรษฐกิจสำคัญของประเทศ	20,000
สร้างอ่างเก็บน้ำ	50,000	เตรียมพื้นที่การเกษตรหลักเพื่อรองรับน้ำท่วมและเพิ่มรายได้ท้องถิ่น	60,000	กำหนดพื้นที่ผันน้ำและรับน้ำที่เหมาะสม	120,000
บริหารจัดการทรัพยากรที่ดิน	5,000	บริหารจัดการทรัพยากรที่ดิน	5,000	บริหารจัดการทรัพยากรที่ดิน	10,000
อื่นๆ	3,000	อื่นๆ	4,000	อื่นๆ	3,000
รวม	**68,000**		**79,000**		**153,000**
				รวมทั้งสิ้น	**300,000**

หมายเหตุ: *งบประมาณ 3 แสนล้านบาทจะใช้ในการบริหารจัดการน้ำในลุ่มแม่น้ำเจ้าพระยา และจะใช้งบประมาณอีก 4 หมื่นล้านบาทในการบริหารจัดการน้ำของ 17 ลุ่มน้ำที่เหลือ*

Source: SCBS Investment Research, Strategic Committee for Water Resources Management "SCWRM"

Figure 16: SCB EIC summary main forecasts

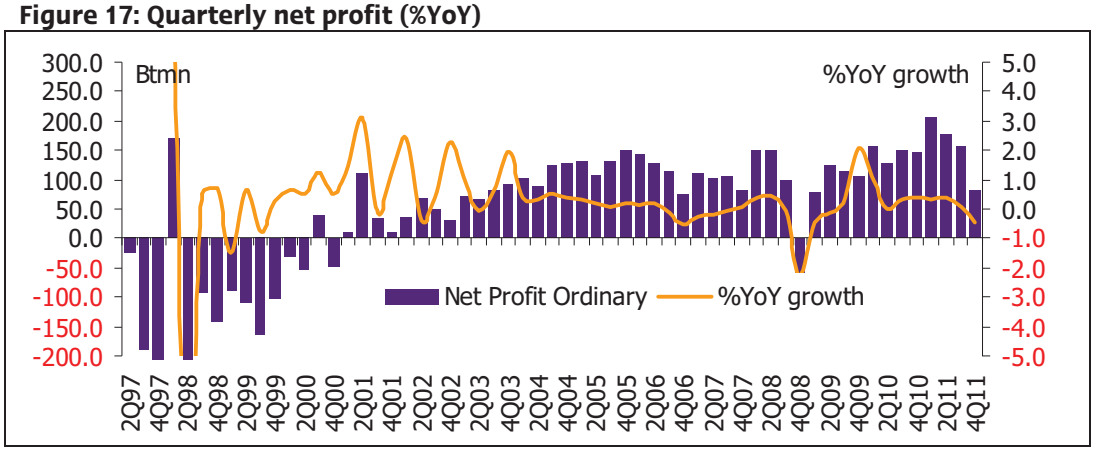
Key indicators	2010 Share (%)	Unit	Actual				SCB EIC forecast			Consensus	BOT
			2010	11Q1	11Q2	11Q3	11Q4	2011	2012	2012	2012
Real GDP growth		**% YOY**	**7.8%**	**3.2%**	**2.6%**	**3.5%**	**-(2-3)%**	**1.0-2.0%**	**4.5-4.7%**	**4.1%**	**4.1%**
Demand-side											
Private consumption	51%	% YOY	4.8%	3.3%	2.7%	2.4%	0.8%	2.3%	4.1%	3.2%	3.7%
Public consumption	10%	% YOY	6.4%	1.8%	1.0%	1.1%	4.0%	1.9%	4.4%		4.9%
Investment (GFCF)	21%	% YOY	9.4%	9.3%	4.1%	3.3%	-6.1%	2.6%	10.2%	8.1%	
Private investment	16%	% YOY	13.8%	12.6%	8.6%	9.1%	-9.6%	5.0%	11.4%		8.8%
Public investment	5%	% YOY	-2.2%	-1.4%	-9.9%	-10.9%	7.0%	-4.7%	6.1%		12.2%
Supply-side											
Agriculture	8%	% YOY	-2.3%	7.6%	6.7%	-0.9%	-1.0%	3.0%	4.0%		
Manufacturing	41%	% YOY	13.9%	1.7%	-0.1%	3.1%	-4.0%	0.2%	5.2%		
Services	51%	% YOY	5.1%	3.6%	4.5%	4.3%	-0.7%	2.9%	4.1%		
External sector											
Export growth excl. gold (USD)		% YOY	29%	24%	25%	26%	4%	19%	13%	9%	7.9%
Import growth excl. gold (USD)		% YOY	35%	30%	24%	28%	5%	21%	18%	12%	11.7%
Current account		USD bln	14.8	5.9	1.4	3.4	0.0	10.7	3.1	6.6	-1.7
Key rates											
Headline inflation		% YOY	3.3%	3.0%	4.1%	4.1%	4.0%	3.8%	3.5-4.0%	3.5%	3.5%
Core inflation		% YOY	1.0%	1.5%	2.4%	2.8%	2.8%	2.4%	2.5-3.0%		2.5%
Policy rate (RP-1D) (end period)		% p.a.	2.00%	2.50%	3.00%	3.50%	3.25%	3.25%	3.00%		
THB/USD (period average)		THB/USD	31.7	30.5	30.3	30.1	31.0	30.5	30.8		
THB/USD (end period)		THB/USD	30.1	30.3	30.5	30.4	31.2	31.2	30.0-31.0		
THB/EUR (end period)		THB/EUR	39.8	42.6	43.9	41.9	41.0	41.0	39.1		
THB/JPY (end period)		THB/100JPY	36.2	37.2	37.9	39.6	40.1	40.2	41.8		
THB/CNY (end period)		THB/CNY	4.5	4.6	4.7	4.8	4.9	4.9	5.0		
Oil prices – WTI (period average)		USD/bbl	79.4	93.5	102.2	89.7	92.5	94.9	101.8		
Oil prices – WTI (end period)		USD/bbl	89.2	102.8	96.3	85.6	94.0	94.0	108.0		
International tourists		%YOY	12%	15%	52%	28%	-22%	14%	5.0%	as of Jan-12	as of Oct-11

Source: Consensus Economics, Bank of Thailand; SCB EIC forecasts as of January 2012

ผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียน

ปี 2554 เป็นปีที่ไม่มีใครต้องการที่จะให้เกิดซ้ำอีก เพราะนอกจากจะเกิดวิกฤตหนี้ยุโรปที่กินเวลานานนับปีแล้ว ยังเป็นปีที่เกิดภัยพิบัติทางธรรมชาติครั้งร้ายแรงในญี่ปุ่นและไทยด้วย เหตุการณ์เหล่านี้ส่งผลทำให้กำไรสุทธิปี 2554 ของบริษัทจดทะเบียนเติบโต 7% ต่ำกว่าที่นักวิเคราะห์ในตลาด และ SCBS คาดการณ์เมื่อต้นปี 2554 ไว้ที่ระดับ 15-20% สถานการณ์น้ำท่วมส่งผลกระทบทำให้กำไรสุทธิไตรมาส 4 ปี 2554 ของบริษัทจดทะเบียนปรับตัวลดลง 50% จากช่วงเดียวกันของปีก่อน และลดลง 55% จากไตรมาสก่อนหน้า ผลการดำเนินงานของกลุ่มยานยนต์ เหล็ก และชิ้นส่วนอิเลคทรอนิกส์ เปลี่ยนมามีขาดทุน ในขณะที่ผลการดำเนินงานของกลุ่มธุรกิจการเกษตร ธนาคาร ปิโตรเคมี วัสดุก่อสร้าง และอสังหาริมทรัพย์ ปรับตัวแย่ลงอย่างมากจากช่วงเดียวกันของปีก่อนและไตรมาสก่อนหน้า

Figure 17: Quarterly net profit (%YoY)

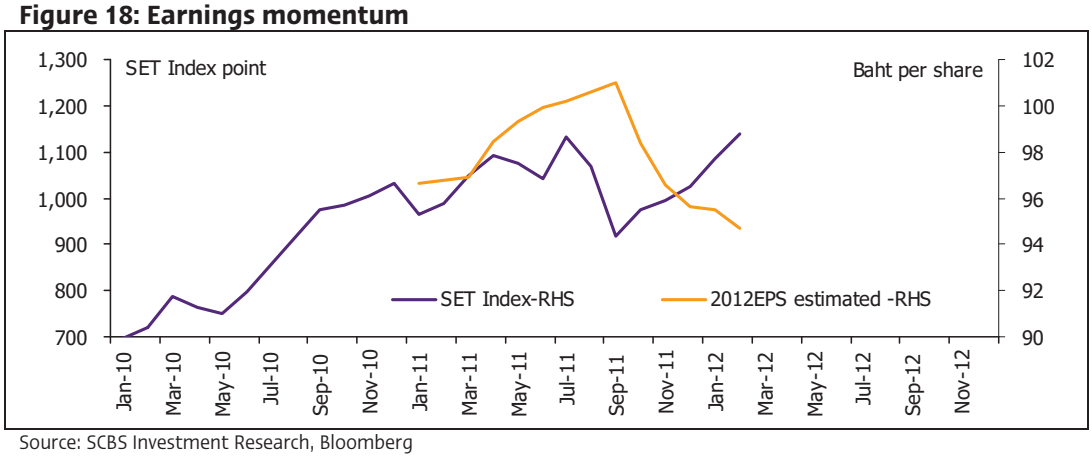


Source: SCBS Investment research

สำหรับปี 2555 SCBS คาดว่ากำไรจากการดำเนินธุรกิจปกติของบริษัทจดทะเบียนจะปรับตัวเพิ่มขึ้น 23.5% จากปีก่อน โดยได้รับปัจจัยหนุนจากกลุ่มพลังงาน ธนาคาร และขนส่ง ตัวเลขประมาณการในปัจจุบันของเราต่ำกว่าตัวเลขที่คาดการณ์ไว้เมื่อเดือน ก.ย. 2554 เพราะสถานการณ์น้ำท่วมและวิกฤตหนี้ยุโรปทำให้เราปรับประมาณการกำไรลดลง อย่างไรก็ดี การปรับปรุงประมาณการกำไรดูเหมือนจะใกล้ถึงจุดต่ำสุดแล้ว (Figure 18) แม้ผลการดำเนินงานไตรมาส 4 ปี 2554 ปรับตัวแย่ลง แต่ก็เป็นไปตามที่ตลาดคาดการณ์ไว้

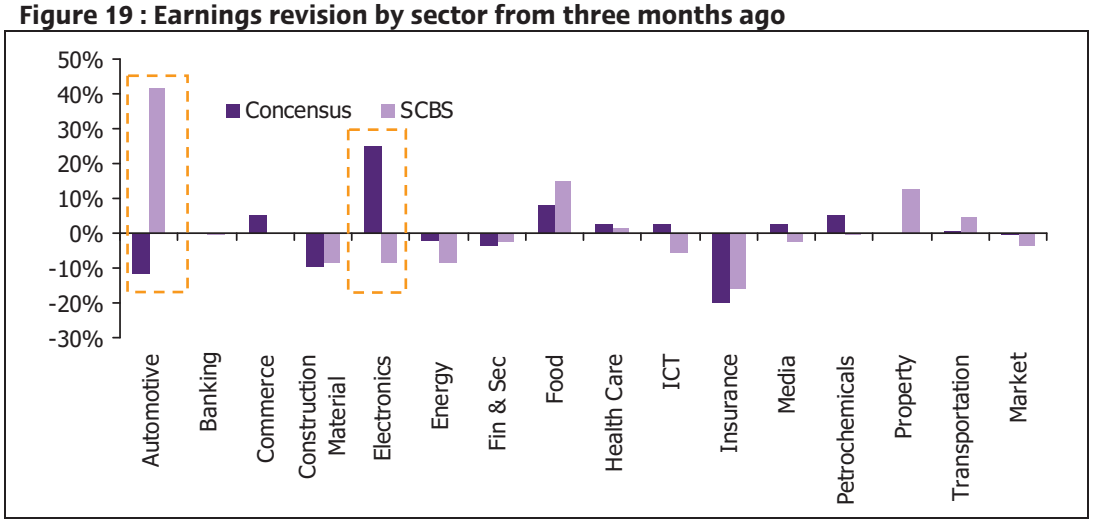
เราคาดว่าผลการดำเนินงานไตรมาส 1 ปี 2555 จะฟื้นตัวดีขึ้นจากไตรมาส 4 ปี 2554 และจะยังคงมีทั้งเซอร์ไพรส์ด้านบวกและลบ โดยเซอร์ไพรส์ด้านลบอาจจะมาจากกลุ่มที่ได้รับผลกระทบจากสถานการณ์น้ำท่วม ในขณะที่เซอร์ไพรส์ด้านบวกจะมาจากกลุ่มพลังงานและปิโตรเคมี เนื่องจากเรามีมุมมองด้านบวกต่อราคาน้ำมันดิบในงวดครึ่งแรกปี 2555 และเนื่องจากเราเชื่อว่าการปรับปรุงประมาณการกำไรปี 2555 สะท้อนถึงสถานการณ์เลวร้ายไปแล้ว ดังนั้นเราคาดว่าจะเห็นการปรับประมาณการเพิ่มในงวดครึ่งหลังปี 2555 นอกจากนี้เรายังเชื่อว่าประมาณการอัตราเติบโตของกำไรปี 2555 ของเราเป็นตัวเลขด้านต่ำเมื่อเทียบกับอัตราเติบโตอย่างมีเสถียรภาพในช่วงฟื้นตัวที่ระดับ 34% ในไตรมาส 2 ปี 2553 ถึงไตรมาส 2 ปี 2554 ในเวลาเดียวกัน เราก็มองว่าบริษัทไทยมีปัจจัยพื้นฐานที่แข็งแกร่ง เนื่องจากบริษัทเหล่านี้จะเติบโตได้อย่างต่อเนื่อง แม้เกิดวิกฤตเศรษฐกิจและการเงินขึ้นทั่วโลก

Figure 18: Earnings momentum



Source: SCBS Investment Research, Bloomberg

Figure 19 : Earnings revision by sector from three months ago



Source: SCBS Investment Research, Bloomberg

ในแง่ของการปรับประมาณการกำไรของหุ้นแต่ละกลุ่มนั้น กลุ่มยานยนต์ อาหาร และอสังหาริมทรัพย์ เป็นกลุ่มที่ SCBS ปรับประมาณการเพิ่มขึ้นในช่วง 3 เดือนที่ผ่านมา ขณะที่กลุ่มวัสดุก่อสร้าง ชิ้นส่วนอิเลคทรอนิกส์ พลังงาน และประกัน เป็นกลุ่มที่ SCBS ปรับประมาณการลดลงในช่วง 3 เดือนที่ผ่านมา และเมื่อเปรียบเทียบกับประมาณการของนักวิเคราะห์ในตลาด พบว่า SCBS มีมุมมองต่อกลุ่มยานยนต์ และชิ้นส่วนอิเลคทรอนิกส์ แตกต่างจากนักวิเคราะห์ในตลาด

Figure 20: Sector valuation and forecasts

	PE (x)			Profit Growth (%)			PBV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)		
	11A	12F	13F	11A	12F	13F	11A	12F	13F	11A	12F	13F	11A	12F	13F
Agribusiness	10.52	7.93	7.12	3.4	32.7	11.3	2.14	1.77	1.53	21.39	24.45	23.03	3.27	4.26	4.95
Automotive	17.81	9.43	7.80	72.3	(32.0)	20.9	1.46	1.33	1.20	8.26	14.76	16.13	2.16	3.59	4.30
Banking	13.63	11.68	9.92	20.7	16.7	17.7	1.84	1.66	1.49	14.17	14.93	15.79	0.59	0.63	0.74
Commerce	33.15	25.26	20.25	32.5	31.3	24.7	9.44	7.83	6.76	30.72	33.90	35.83	1.96	2.80	3.59
Construction Materials	16.16	13.48	11.25	2.4	19.8	19.8	2.26	2.08	1.89	14.33	16.08	17.58	3.58	3.69	4.43
Electronic Components	12.93	12.42	10.05	(41.2)	4.2	23.5	1.31	1.14	1.09	9.98	9.83	11.09	4.19	5.02	5.48
Energy & Utilities	10.84	9.57	8.49	25.0	13.3	12.7	1.78	1.58	1.40	17.56	17.52	17.51	3.59	4.23	4.84
Finance & Securities	32.55	10.94	9.91	(25.9)	6.4	10.4	1.39	1.33	1.27	4.07	12.43	13.08	6.12	6.11	6.49
Food & Beverage	20.33	12.57	10.63	23.2	61.7	18.2	4.57	2.62	3.74	23.49	26.47	28.97	3.20	4.18	4.76
Health Care Services	31.85	24.36	20.67	44.9	30.8	17.8	4.43	4.03	3.65	19.26	20.47	21.38	1.50	1.92	2.26
ICT	21.13	19.00	18.33	7.4	12.2	1.8	6.13	5.74	5.89	30.57	34.39	32.73	9.04	5.74	5.86
Insurance	16.07	14.86	11.86	22.2	8.1	25.3	4.09	3.35	2.71	28.07	24.78	25.28	1.57	1.68	2.11
Media & Publishing	24.19	20.66	18.86	6.0	17.1	9.6	6.30	6.01	5.74	26.41	29.77	31.13	3.98	4.52	4.95
Petrochemicals & Chemicals	12.29	9.55	8.86	113.6	28.7	7.8	1.91	1.67	1.48	15.65	18.66	17.76	3.22	3.96	4.23
Property Development	17.95	11.61	9.55	(17.4)	32.1	21.6	1.89	1.73	1.58	10.80	15.54	17.29	3.67	4.98	5.91
Steel	n.m.	24.79	6.73	n.m.	n.m.	268.5	0.58	0.56	0.52	(24.14)	2.30	8.05	-	1.01	1.01
Transportation & Logistics	n.m.	28.22	18.01	(17.6)	n.m.	39.6	0.96	0.94	0.91	(1.46)	3.38	5.14	2.09	2.54	2.58
SCBS Universe	**16.41**	**13.29**	**11.53**	**15.0**	**23.5**	**15.2**	**2.23**	**1.98**	**1.81**	**15.16**	**16.89**	**17.55**	**3.77**	**3.92**	**4.44**

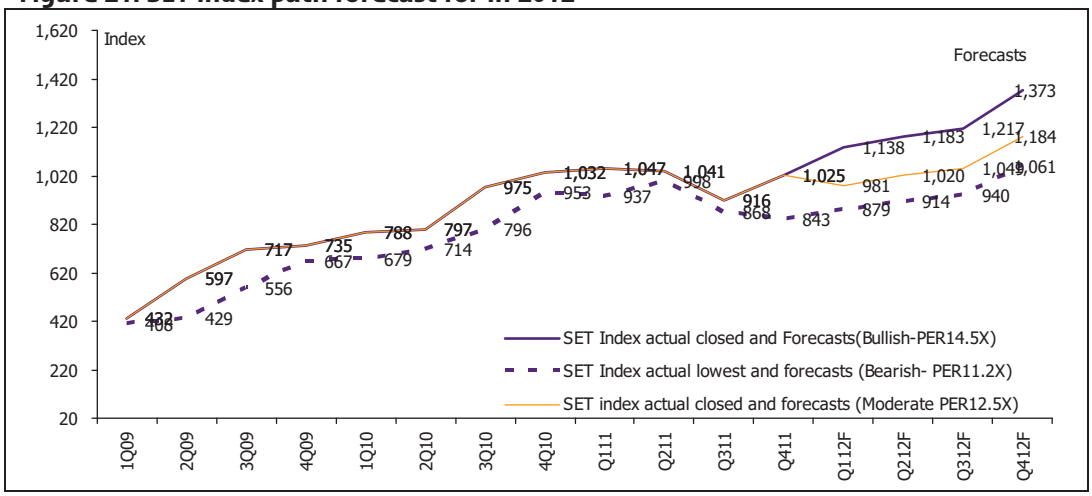
Source: SCBS Investment Research

แนวโน้มตลาดหุ้น

ตลาดหุ้นทั่วโลกปรับตัวขึ้นได้ดีกว่าคาดในไตรมาส 1 ปี 2555 โดยได้รับปัจจัยหนุนจากนโยบายการเงินแบบผ่อนคลายและความเสี่ยงที่เป็นระบบปรับลดลง ซึ่งช่วยสนับสนุนให้นักลงทุนต่างชาติเพิ่มน้ำหนักการลงทุนในตลาดหุ้น ตลาดหุ้นไทยเริ่มต้นปี 2555 ได้ดีมากตามที่เราคาดการณ์ไว้ การคาดการณ์ต่ำของนักลงทุนช่วยสนับสนุนให้ผลของการดำเนินนโยบายเชิงรุกมีมากกว่าที่นักลงทุนคาดการณ์ไว้ ณ วันที่ 29 ก.พ. 2555 SET index ปิดที่ 1,161 จุด หรือปรับตัวเพิ่มขึ้น 13.22% มาตั้งแต่ต้นปี ซึ่งเป็นระดับที่เราไม่ได้เห็นมาตั้งแต่เดือน ก.ค. 2539 นอกจากนี้ SET index ยังปรับตัวขึ้นใกล้เคียงกับดัชนี MSCI Asia ex Japan ด้วย แต่ปรับตัวขึ้นได้ดีกว่าตลาดอาเซียน

เราเชื่อว่า SET index จะสามารถปรับตัวเพิ่มขึ้นได้อย่างต่อเนื่องในไตรมาส 2 ปี 2555 โดยมีเป้าหมายที่ 1,200 จุด แต่เราคิดว่า SET index ยังมีแนวโน้มปรับขึ้นได้สูงกว่าเป้าดังกล่าวได้อีกโดยได้รับปัจจัยหนุนจากเม็ดเงินต่างชาติไหลเข้า เราใช้ PER เป้าหมายที่ 14.5 เท่า หรือเท่ากับระดับ +1SD ในการหาเป้าหมายของ SET index รายไตรมาส โดยใช้ EPS สะสม 4 ไตรมาส ซึ่งอิงกับตัวเลขประมาณการ EPS งวดครึ่งแรกปี 2555 จาก Bloomberg บวกกับ EPS งวดครึ่งหลังปี 2554

Figure 21: SET index path forecast for in 2012

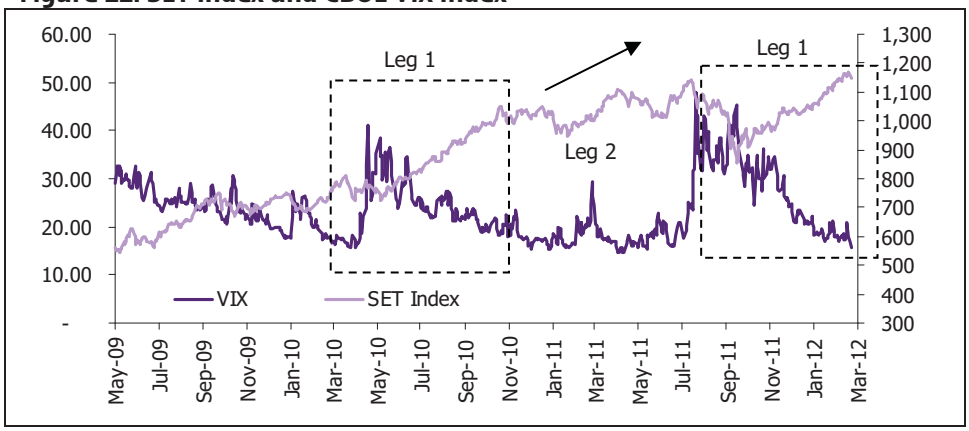


Source: SCBS Investment Research, Bloomberg

ปัจจัยสำคัญที่จะช่วยกระตุ้นตลาดให้ปรับตัวเพิ่มขึ้นในไตรมาส 2 ปี 2555

- **ความเสี่ยงที่เป็นระบบปรับลดลง** – เราคาดว่าวิกฤตหนี้ยุโรปจะมีความรุนแรงน้อยลง หลังจากกรีซได้รับอนุมัติความช่วยเหลือทางการเงินรอบสองแล้ว และโครงการปล่อยกู้ระยะยาว (LTRO) ของธนาคารกลางยุโรป (ECB) ก็ช่วยให้ธนาคารพาณิชย์ยุโรปมีสภาพคล่องมากพอสำหรับใช้ชำระคืนหนี้ที่จะครบกำหนดชำระในปี 2555 นอกจากนี้ก็มีการจัดตั้งกองทุนกลไกรักษาเสถียรภาพยุโรป (ESM) ขึ้นมาแทนกองทุนรักษาเสถียรภาพการเงินยุโรป (EFSF) หลังจากฝรั่งเศสและออสเตรียถูกปรับลดอันดับความน่าเชื่อถือด้วย ในขณะเดียวกัน เศรษฐกิจโลกก็น่าจะเติบโตได้อย่างต่อเนื่อง โดยได้รับปัจจัยหนุนจากการฟื้นตัวของเศรษฐกิจสหรัฐฯ ความเสี่ยงที่เป็นระบบเหล่านี้มีน้อยลง ซึ่งจะส่งผลดีต่อตลาดหุ้น เราใช้ดัชนี CBOE VIX index ในการประเมินระดับความกังวลของนักลงทุน โดยพบว่าดัชนี VIX index กำลังปรับตัวลดลง และมีแนวโน้มที่จะทรงตัวอยู่ในระดับต่ำเมื่อนักลงทุนเปลี่ยนมามองในด้านบวกมากขึ้น สถานการณ์เช่นนี้เป็นบวกต่อตลาดหุ้น ซึ่งเราคิดว่าจะมาถึงในไม่ช้านี้

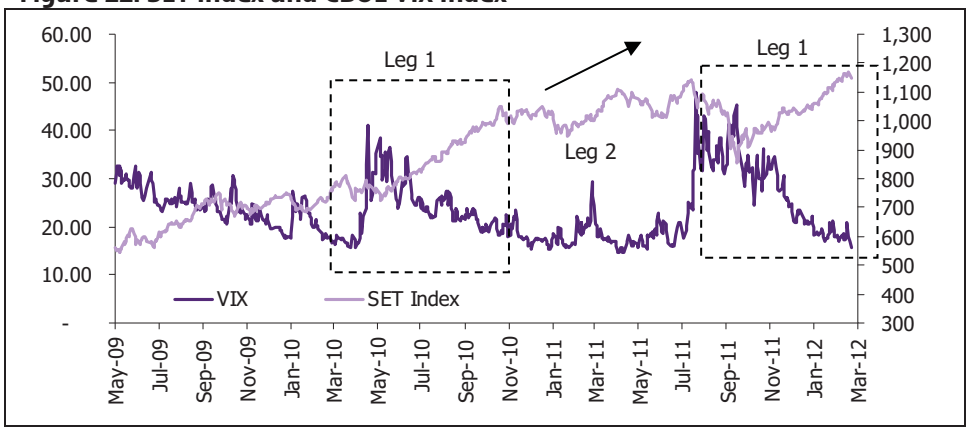
Figure 22: SET index and CBOE VIX index



Source: SCBS Investment Research, Bloomberg

- **การฟื้นตัวของผลการดำเนินงานในระยะสั้น และการปรับประมาณการเพิ่มในระยะกลาง** – เราคาดว่าผลการดำเนินงานไตรมาส 1 ปี 2555 จะฟื้นตัวดีขึ้นจากไตรมาส 4 ปี 2554 แต่คาดว่าจะเห็นการฟื้นตัวอย่างแข็งแกร่งตั้งแต่ไตรมาส 2 ปี 2555 เป็นต้นไป นอกจากนี้เราก็คิดว่ามีความเป็นไปได้สูงที่จะมีการปรับประมาณการกำไรปี 2555 เพิ่มขึ้น เพราะอัตราเติบโตของกำไรที่เราคาดการณ์ในปี 2555 ยังอยู่ในด้านต่ำเมื่อเทียบกับอัตราเติบโตของกำไรในช่วงฟื้นตัวระหว่างไตรมาส 2 ปี 2553 ถึงไตรมาส 2 ปี 2554 ที่ระดับ 34%
- **เม็ดเงินต่างชาติ** – เม็ดเงินต่างชาติไหลเข้าสะสมตั้งแต่ปี 2535 ใกล้เคียงกับยอดสูงเดิมเมื่อเดือน ก.ค. 2550 และสูงกว่ายอดสูงสุดในเดือน เม.ย. 2554 แล้ว เราคาดว่าเม็ดเงินต่างชาติจะไหลเข้ามาในตลาดหุ้นไทยเพิ่มอีกเพื่อสะท้อนถึงการขยายเวลาคงอัตราดอกเบี้ยระดับต่ำไปจนถึงปี 2557 และสภาพคล่องที่มีอยู่เป็นจำนวนมากประมาณ 4 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐ ซึ่งประกอบด้วยสภาพคล่องจากมาตรการ QE ของสหรัฐฯ ธนาคารกลางญี่ปุ่น และธนาคารกลางอังกฤษ และโครงการปล่อยกู้ระยะยาว (LTRO) ของธนาคารกลางยุโรป (ECB) เมื่อไม่นานนี้

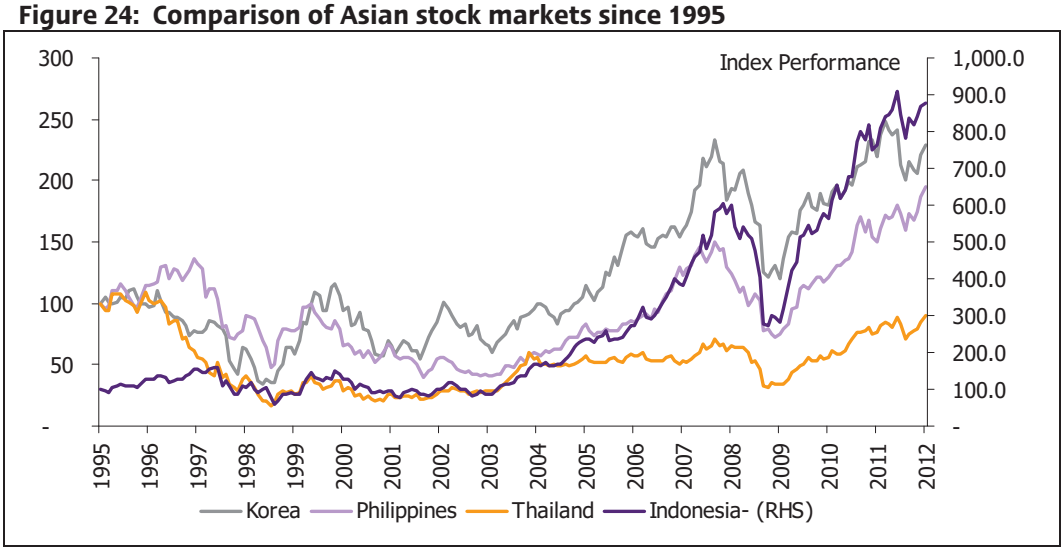
Figure 22: SET index and CBOE VIX index



Source: SCBS Investment Research, Bloomberg

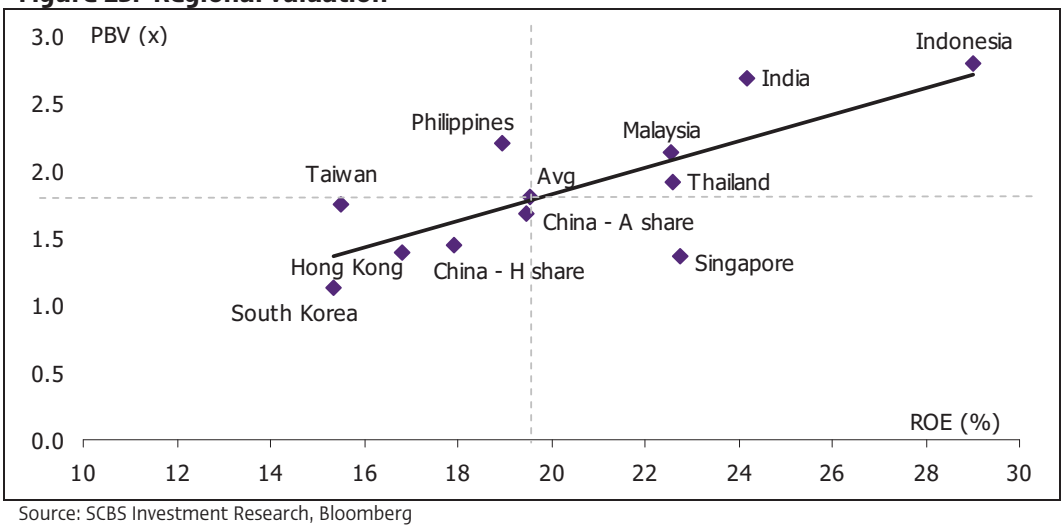
การปรับตัวขึ้นมาค่อนข้างมากของ SET index ทำให้บางคนเกรงว่า SET จะปรับตัวขึ้นมาแรงเกินไป ตรงข้ามกับที่เราคาดว่า SET index ยังมีโอกาสปรับขึ้นได้อีกในระยะยาวถ้าเทียบกับตลาดหุ้นอื่นๆ ในเอเชีย โดยเฉพาะอินโดนีเซีย ฟิลิปปินส์ เกาหลี ซึ่งได้รับผลกระทบจากวิกฤตต้มยำกุ้งในปี 2539-2541 เช่นเดียวกับประเทศไทย SET index ณ ระดับปัจจุบันยังคงปรับตัว Underperform ตลาดอื่นๆ ในภูมิภาคเดียวกัน (ดู Figure 24) นอกจากนี้ SET index ยังเทรดที่ PER ต่ำกว่าตลาดหุ้นอื่นๆ ในภูมิภาคเดียวกันด้วย ทำให้เราเชื่อว่าตลาดหุ้นไทยยังให้ผลตอบแทนที่น่าดึงดูด

Figure 24: Comparison of Asian stock markets since 1995



Source: SCBS Investment Research, Bloomberg

Figure 25: Regional valuation

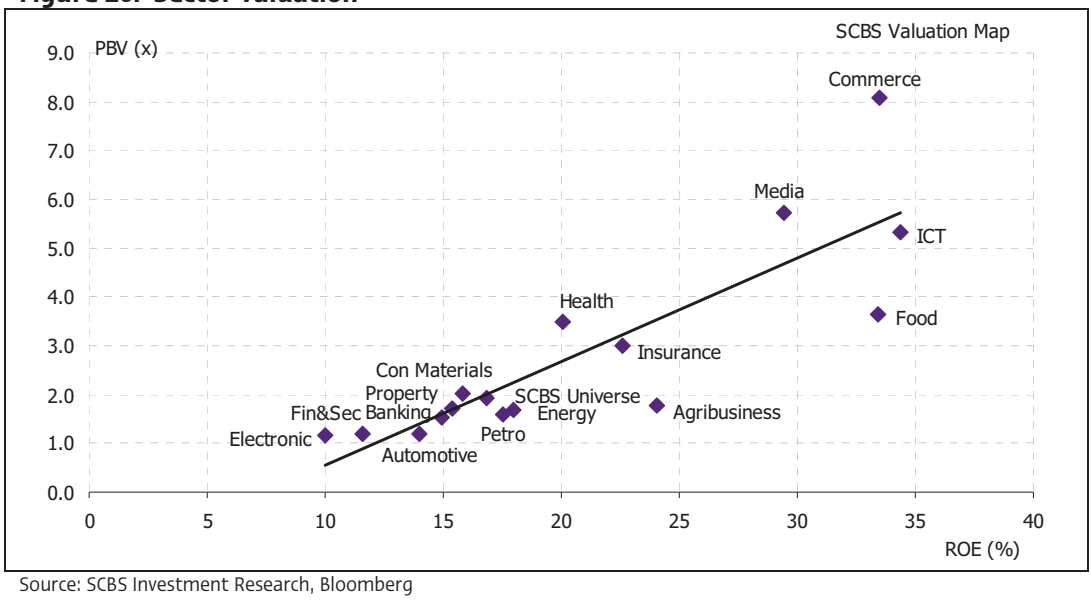


Source: SCBS Investment Research, Bloomberg

กลยุทธ์การลงทุนไตรมาส 2 ปี 2555

- ในรายงานกลยุทธ์การลงทุนฉบับก่อนหน้านี้ (สำหรับไตรมาส 1 ปี 2555) เราใช้กลยุทธ์การลงทุนแบบสวนตลาด (Contrarian) เป็นกลยุทธ์หลัก โดยอิงกับการคาดการณ์การกลับมาใช้นโยบายการเงินแบบผ่อนคลาย ดังนั้นเราจึงแนะนำให้เพิ่มน้ำหนักการลงทุนในหุ้นกลุ่มพลังงาน นอกจากนั้นเรายังชอบหุ้นที่เกี่ยวข้องกับเศรษฐกิจในประเทศ (domestic play) เช่น หุ้นกลุ่มอาหาร และวัสดุก่อสร้างด้วย เนื่องจากเราคาดว่าอุปสงค์ และราคาผลิตภัณฑ์จะฟื้นตัวหลังน้ำท่วม
- สำหรับกลยุทธ์ไตรมาส 2 ปี 2555 มุ่งเน้นที่อัตราเติบโตของกำไร/Valuation ดังนั้นเราจึงแนะนำให้เพิ่มน้ำหนักการลงทุนในกลุ่มที่มี ROE สูง และ PBV ต่ำ (ดู Figure 26) เราจึงแนะนำให้เพิ่มน้ำหนักการลงทุนในกลุ่มพลังงาน ไอซีที อาหาร ธุรกิจการเกษตร ปิโตรเคมี และยานยนต์
- หุ้น Top picks ในไตรมาส 2 ปี 2555 คือ TOP IRPC PTTGC DTAC และ INTUCH

Figure 26: Sector valuation

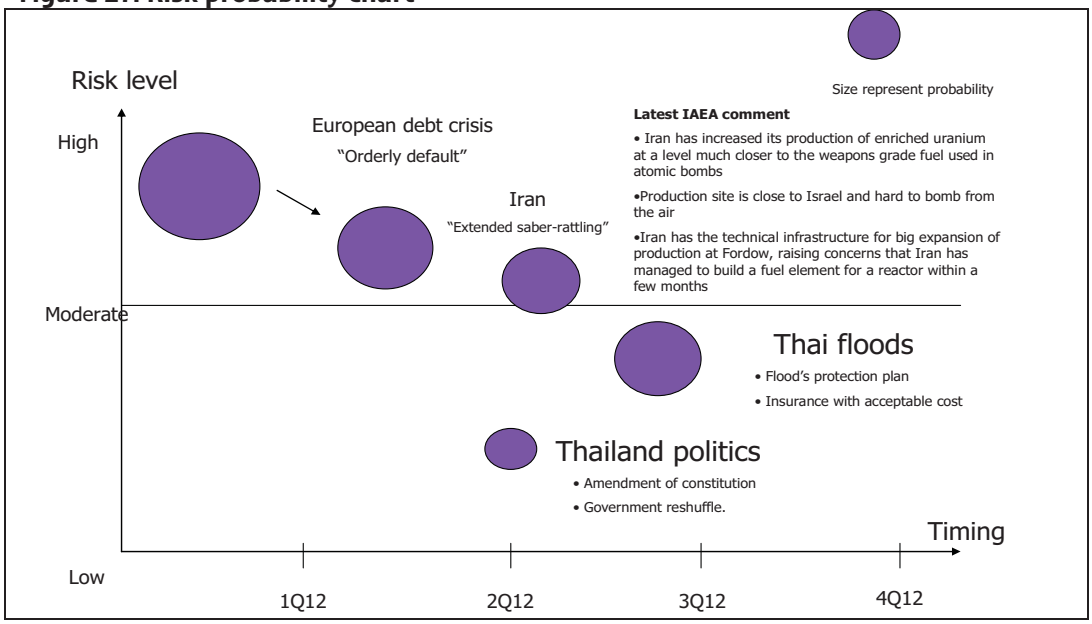


Source: SCBS Investment Research, Bloomberg

ปัจจัยเสี่ยงในปี 2555

- **วิกฤตหนี้ยุโรป** เหตุการณ์สำคัญสุดในไตรมาส 2 ปี 2555 คือ การเลือกตั้งประธานาธิบดีฝรั่งเศส ทั้งนี้เมื่ออิงกับการสำรวจเมื่อไม่นานนี้พบว่า ประธานาธิบดีซาร์โกซีอาจจะแพ้การเลือกตั้งในเดือน เม.ย. และ พ.ค. ซึ่งจะสร้างความเสี่ยงทางการเมืองในยุโรป เนื่องจากผู้ท้าชิงที่อาจจะได้รับเลือกตั้งให้เป็นประธานาธิบดีคนต่อไปไม่ได้สนับสนุนนโยบายของนายซาร์โกซีเกี่ยวกับมาตรการแก้วิกฤตหนี้ยุโรป
- **ราคาน้ำมันปรับตัวสูงขึ้น** ราคาน้ำมันที่สูงขึ้นเป็นปัจจัยเสี่ยงสำคัญต่อตลาดหุ้นไทย เนื่องจากประเทศไทยเป็นประเทศผู้นำเข้าน้ำมันรายใหญ่ ดังนั้นราคาน้ำมันที่สูงขึ้นจะทำให้อัตราเงินเฟ้อสูงขึ้นและส่งผลกระทบต่ออุปสงค์ในประเทศ อย่างไรก็ดี เราเชื่อว่าราคาน้ำมันที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นมากในปัจจุบันสะท้อนถึงสถานการณ์ความตึงเครียดในอิหร่านซึ่งเป็นผู้ผลิตน้ำมันรายใหญ่ แต่ความจริงแล้วเราไม่คิดว่าอุปทานน้ำมันจะปรับลดลงเพราะสถานการณ์ตึงเครียดนี้ ดังนั้น แม้เราคาดว่าราคาน้ำมันจะสูงขึ้น แต่คาดว่าราคาจะปรับขึ้นไม่มากนักจากระดับปัจจุบัน ซึ่งดีต่อกลุ่มพลังงาน และไม่ส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจมากจนเกินไป
- **ปัจจัยเสี่ยงภายในประเทศ** ปัจจัยเสี่ยงภายในประเทศที่สำคัญ คือ การเมือง และปัจจุบันยังรวมถึงสถานการณ์น้ำท่วมด้วย แต่เราคิดว่าความเสี่ยงที่จะเกิดสถานการณ์น้ำท่วมครั้งใหญ่อีกมีความเป็นไปได้ต่ำ และมีผลกระทบปานกลางต่อตลาดหุ้น เนื่องจากปัจจุบันทั้งภาคเอกชนและภาครัฐได้เตรียมพร้อมรับมือความเสี่ยงดังกล่าวไว้แล้วหลังจากได้บทเรียนในปีที่ผ่านมา

Figure 27: Risk probability chart

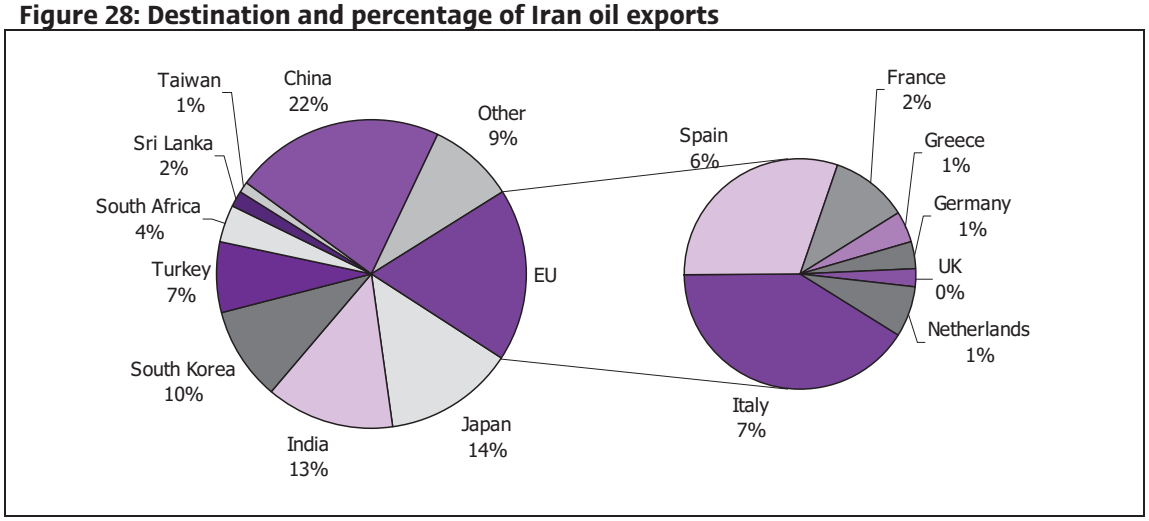


Source: SCBS Investment research

ความขัดแย้งระหว่างอิหร่านกับประเทศตะวันตกจะรุนแรงมากขึ้น

ราคาน้ำมันมีแนวโน้มปรับตัวสูงขึ้น เนื่องจากอิหร่านน่าจะเล่นเกมกดดันอย่างต่อเนื่อง กระทรวงน้ำมันอิหร่านเปิดเผยว่า อิหร่านได้ระงับส่งออกน้ำมันดิบให้กับบริษัทของฝรั่งเศสและสหราชอาณาจักรแล้ว และขู่ว่าจะระงับส่งออกน้ำมันไปยังอิตาลี สเปน โปรตุเกส กรีซ เยอรมนี และเนเธอร์แลนด์ ด้วย มาตรการตอบโต้ก่อนมติห้ามสหภาพยุโรปนำเข้าน้ำมันดิบจากอิหร่านจะเริ่มมีผลบังคับใช้ในเดือน ก.ค. ได้กระตุ้นให้ราคาน้ำมันปรับตัวเพิ่มขึ้นทำจุดสูงสุดในรอบ 9 เดือน แม้เราคาดว่าผลกระทบของการตัดสินใจระงับส่งออกน้ำมันดิบของอิหร่านครั้งนี้จะมีน้อยมาก (ฝรั่งเศสกับสหราชอาณาจักรคิดเป็นสัดส่วนเพียง 3% ของยอดส่งออกน้ำมันดิบอิหร่าน โดยดูได้จาก Figure 28) แต่การตอบโต้ครั้งนี้ก็แสดงให้เห็นชัดเจนถึงทัศนคติของอิหร่านที่มีต่อการคว่ำบาตรครั้งนี้

Figure 28: Destination and percentage of Iran oil exports



Source: SCBS Investment Research, EIA

แม้อิหร่านจะตอบโต้กลับอย่างไม่ประนีประนอม แต่ผลกระทบของมาตรการคว่ำบาตรอิหร่านครั้งนี้ก็เริ่มส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจอิหร่านแล้ว โดยเฉพาะกลุ่มธนาคาร เนื่องจากประธานาธิบดีมาห์มูด อาห์มาดิเนจาด กล่าวว่า "ภาคธนาคารของอิหร่านไม่สามารถทำธุรกรรมระหว่างประเทศได้อีกต่อไป" การคว่ำบาตรทางการเงินบีบบังคับให้อิหร่านต้องนำระบบการแลกเปลี่ยนสินค้ามาใช้รวมถึงการทำการค้าโดยใช้เงินเยนและทองคำเป็นสิ่งแลกเปลี่ยน ในขณะที่อิหร่านสามารถอดทนต่อสู้กับสภาวะเศรษฐกิจอันโหดร้ายได้เช่นเดียวกับเกาหลีเหนือ แต่สถานการณ์เช่นนี้ก็อาจจะส่งผลทำให้ประชาชนชาวอิหร่านไม่มีความสุขนักและทำให้รัฐบาลอิหร่านบริหารประเทศได้ยากขึ้น

เรามองการข่มขู่ของอิหร่านว่าเป็นหนทางในการเพิ่มอำนาจต่อรองรวมถึงเป็นการเร่งผลักดันให้มีการเจรจาอีกรอบด้วย เนื่องจากประเทศตะวันตกมองการเจรจาว่าจะเป็นวิธีซื้อเวลาของอิหร่าน ดังนั้นสุดท้ายแล้วอิหร่านอาจจะมีความเคลื่อนไหว

บางอย่างที่สร้างความตกตะลึงแก่ตลาดก็เป็นได้ อิหร่านมองว่าราคาน้ำมันที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นน่าจะสร้างแรงกดดันให้องค์กรนานาชาติ โดยเฉพาะสมาชิก EU ยกเลิกมาตรการคว่ำบาตรอิหร่าน

การลดลงของกำลังการผลิตสำรองน่าจะส่งผลทำให้ราคาน้ำมันปรับตัวสูงขึ้นและผันผวนมากขึ้น เนื่องจากเส้นตายในการคว่ำบาตรอิหร่านในเดือน ก.ค. เริ่มใกล้เข้ามา ดังนั้นซาอุดิอาระเบียจึงพยายามที่จะเพิ่มกำลังการผลิตน้ำมันดิบเพื่อชดเชยกำลังการผลิตที่จะหายไปจากอิหร่าน กำลังการผลิตสำรองในปัจจุบันของซาอุดิอาระเบียอยู่ที่ประมาณ 2 ล้านบาร์เรลต่อวัน ผู้เชี่ยวชาญส่วนหนึ่งยังมีข้อสงสัยว่าซาอุดิอาระเบียยังสามารถเพิ่มกำลังการผลิตได้อีกหรือไม่ ทั้งนี้บริษัท Saudi Aramco ซึ่งเป็นบริษัทผลิตน้ำมันรายใหญ่สุดของรัฐบาลซาอุดิอาระเบีย วางแผนที่จะกลับมาเปิดแหล่ง Dammam ซึ่งเป็นแหล่งน้ำมันเก่าสุดของซาอุดิอาระเบียที่ปิดไปเมื่อต้นปี ค.ศ. 1980 อีกครั้ง เพื่อรักษากำลังการผลิตน้ำมันสูงสุดเอาไว้ที่ 12 ล้านบาร์เรลต่อวัน เราคิดว่าซาอุดิอาระเบียน่าจะสามารถผลิตน้ำมันดิบทดแทนส่วนของอิหร่านได้ด้วยความช่วยเหลือจากอิรักและลิเบีย แม้จะส่งผลทำให้ต้นทุนการผลิตสูงขึ้น อย่างไรก็ดี อุปสงค์น้ำมันจำนวนมากโดยได้รับแรงผลักดันจากเศรษฐกิจที่กำลังขยายตัวในภูมิภาคเอเชียและการฟื้นตัวของเศรษฐกิจสหรัฐฯ ได้ดูดซับอุปทานที่เพิ่มขึ้น ทำให้ทั่วโลกต้องหันไปพึ่งพากำลังการผลิตสำรองของโอเปกที่มีน้อยลง เราคาดการณ์ถึง risk premium ที่สูงขึ้น และความผันผวนมากขึ้นในตลาดน้ำมัน เมื่อความขัดแย้งกับอิหร่านทวีความรุนแรงมากขึ้น และสถานการณ์ตึงเครียดในพื้นที่อื่นๆ เช่น ไนจีเนีย ซูดาน ซูดานใต้ และกระทั่งในซาอุดิอาระเบีย มีมากขึ้น

เราสรุปได้ว่าความขัดแย้งระหว่างอิหร่านกับประเทศตะวันตกมีแนวโน้มที่จะพัฒนาไปในทางกรณีใดกรณีหนึ่งใน 3 กรณี โดยไม่ว่าจะเป็นกรณีใดก็น่าจะมีผลกระทบอย่างมากต่อราคาน้ำมัน

1. มีการเจรจา แต่ยังมีความกังวลอย่างต่อเนื่อง

หนทางอย่างหนึ่งที่จะคลี่คลายความขัดแย้งได้อย่างน้อยในระยะหนึ่ง คือ การเจรจา เรามองว่ากรณีนี้ไม่น่าจะเกิดขึ้นในระยะเวลาอันใกล้นี้ แม้รัสเซียกับจีนเห็นด้วยอย่างมากที่จะผลักดันให้อิหร่านกลับสู่โต๊ะเจรจา แต่สหรัฐฯ และ EU ไม่น่าจะเลือกใช้หนทางดังกล่าวในระยะอันใกล้นี้ เนื่องจากการเลือกตั้งประธานาธิบดีของสหรัฐฯ และฝรั่งเศส จะมีขึ้นในเดือน พ.ย. และ เม.ย. ตามลำดับ ดังนั้นผู้สมัครรับเลือกตั้งจะพยายามใช้ประเด็นต่างประเทศนี้มาเสริมความได้เปรียบ โอบามาได้นำเสนอนโยบายต่างประเทศเชิงรุกด้วยการสังหารโอซามา บินลาเดน การเจรจากับอิหร่านมีแนวโน้มที่จะทำให้ภาพลักษณ์ของโอบามาดูอ่อนลง ซึ่งอาจจะส่งผลกระทบต่อความนิยมในตัวเขา ในทางกลับกัน อิหร่านได้สร้างแรงกดดันต่อสหรัฐฯ ด้วยราคาน้ำมันสูงสุดเป็นประวัติการณ์ ประชาชนชาวอเมริกันจะได้รับผลกระทบจากราคาน้ำมันเบนซินที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นสู่ระดับสำคัญทางจิตวิทยาที่ 4 ดอลลาร์สหรัฐ/แกลลอน แต่ก็ยังไม่มากพอที่จะทำให้ผู้กำหนดนโยบายเปลี่ยนใจ เมื่ออิงกับปัจจัยเหล่านี้รวมกัน ทำให้เราไม่คิดว่าจะมีการเจรจาเกิดขึ้นในไม่ช้านี้ โดยอย่างน้อยก็ไม่น่าจะมีการเจรจาเกิดขึ้นก่อนการเลือกตั้งประธานาธิบดีสหรัฐฯ ในเดือน พ.ย. แม้ในกรณีที่มีการเจรจาเกิดขึ้น ก็ยังมีความกังวลต่อไปว่าอิหร่านจะทำตามข้อตกลงหรือไม่ ราคาน้ำมันน่าจะปรับตัวลดลงกลับสู่มูลค่าตามพื้นฐานเมื่อมีการเจรจาเกิดขึ้น

2. การใช้กำลังทางทหารเข้าจัดการกับอิหร่าน

เนื่องจากมาตรการคว่ำบาตรดูเหมือนจะไร้ประสิทธิภาพ ดังนั้นการใช้กำลังทางทหารจึงอาจจะดูเหมือนหนทางที่ชัดเจนมากที่สุดในการยุติโครงการนิวเคลียร์ของอิหร่าน แม้สหรัฐฯ กับอิสราเอล กล่าวว่าจะไม่เลือกใช้กำลังทางทหาร แต่สองประเทศนี้ก็อาจจะต้องหาทางขจัดอุปสรรคบางอย่างเพื่อใช้ตัวเลือกนี้ นายเอฮุด บารัค รัฐมนตรีกลาโหมอิสราเอล กล่าวว่า ปฏิบัติการโจมตีทางอากาศแบบทั่วๆ ไป จะไม่สามารถกดดันให้อิหร่านยกเลิกโครงการนิวเคลียร์ได้ เนื่องจากอิหร่านได้ย้ายสถานที่กลั่นยูเรเนียมไปยังโรงงานฟอร์โดซึ่งตั้งอยู่ลึกลงไปในภูเขาใกล้กับเมืองคอมเรียบร้อยแล้ว ปัจจุบันโครงการนิวเคลียร์ของอิหร่านมีโอกาสน้อยลงที่จะถูกโจมตีได้ง่ายด้วยกำลังทหาร เนื่องจากอิหร่านดำเนินการวิจัยนิวเคลียร์กระจายในหลายพื้นที่ หากไม่มีวิธีการแบบใหม่ สงครามระหว่างประเทศตะวันตกกับอิหร่านอาจจะเป็นสิ่งที่ไม่สามารถหลีกเลี่ยงได้ ถ้าประเทศตะวันตกต้องการทำสงครามกับอิหร่านจริงๆ ก็จะต้องใช้เงินจำนวนมาก กระทรวงกลาโหมของสหรัฐฯ ใช้จ่ายเงินไปกับสงครามอิรักทั้งหมดไม่ต่ำกว่า 757.8 พันล้านดอลลาร์สหรัฐ ขณะที่เราประเมินว่าการทำสงครามกับอิหร่านจะต้องใช้เงินไม่ต่ำกว่า 1 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐ ผลที่ตามมาคือระดับหนี้สินที่จะปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างมาก และกระแสต่อต้านอย่างมากจากประชาชน ราคาน้ำมันจะปรับตัวเพิ่มขึ้นสู่ระดับสูงสุดเป็นประวัติการณ์ซึ่งจะทำให้ประชาชนยิ่งต่อต้านการทำสงครามเพิ่มมากขึ้น

3. อิหร่านพัฒนาอาวุธนิวเคลียร์สำเร็จ

ถ้าสถานการณ์ยืดเยื้อโดยไม่มีการใช้กำลังทางทหารหรือการเจรจา อิหร่านอาจจะพัฒนาอาวุธนิวเคลียร์สำเร็จ ซึ่งหากเหตุการณ์ดำเนินมาถึงจุดนี้ ก็จะสายเกินไปที่สหรัฐฯ จะดำเนินการใดๆ และเมื่อเหตุการณ์ดำเนินมาถึงขั้นนี้แล้ว เราสามารถตัดความเป็นไปได้ที่ประเทศตะวันตกจะประกาศทำสงครามกับอิหร่าน เราคาดว่าโลกจะเข้าสู่ภาวะปกติในรูปแบบใหม่ โดยประเทศตะวันตกจะต้องกลับมาพิจารณาอิหร่านอีกครั้งในฐานะประเทศมหาอำนาจอีกประเทศหนึ่ง องค์กรนานาชาติจะตกอยู่ภายใต้ความไม่แน่นอนมากขึ้นหลังจากอิหร่านเปลี่ยนมาใช้อาวุธนิวเคลียร์ อิหร่านจะแผ่ขยายอิทธิพลและสนับสนุนให้มีการเปลี่ยนแปลงในกลุ่มประเทศอาหรับ การเปลี่ยนแปลงอำนาจในภูมิภาคตะวันออกกลางและความไม่แน่นอนจะส่งผลทำให้ราคาน้ำมันปรับตัวเพิ่มขึ้น ทั้งนี้แม้เรายังไม่พบสัญญาณใดๆว่าอิหร่านจะสามารถพัฒนาอาวุธนิวเคลียร์ได้ในระยะเวลาอันใกล้นี้ แต่เราก็ยังรวมเอาเหตุการณ์นี้เป็นหนึ่งในกรณีที่อาจจะเกิดขึ้น

ทั้ง 3 กรณี ชี้ให้เห็นว่าราคาน้ำมันน่าจะได้รับการสนับสนุนให้ปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องจากความขัดแย้งทางภูมิศาสตร์การเมืองในระยะสั้น อย่างน้อยก็จนกว่าจะถึงวันเลือกตั้งประธานาธิบดีสหรัฐฯ ในเดือน พ.ย. ความพยายามขององค์กรนานาชาติโดยได้รับแรงผลักดันจากสหรัฐฯ และอิสราเอล เพื่อลดอิทธิพลที่อิหร่านมีต่อภูมิภาคตะวันออกกลางและแอฟริกาเหนือ มีแนวโน้มที่จะส่งผลทำให้ความขัดแย้งในภูมิภาคนี้รุนแรงมากขึ้น และในขณะเดียวกันก็จะกระตุ้นให้ราคาน้ำมันปรับตัวเพิ่มขึ้นท่ามกลางสภาวะตลาดตึงตัวในปัจจุบัน ส่วนในระยะยาวกว่านั้น เราคาดว่าราคาน้ำมันจะปรับตัวตามเหตุการณ์ในกรณีใดกรณีหนึ่งที่กล่าวถึงข้างต้น โดยพัฒนาการของความขัดแย้งนี้ขึ้นอยู่กับมาตรการที่ผู้กำหนดนโยบายจะเลือกใช้

Top Picks

This page is left blank intentionally

บมจ. โทเทิ่ล แอ็คเซ็ส คอมมูนิเคชั่น

SCB หลักทรัพย์ไทยพาณิชย์

ซื้อ

ได้ประโยชน์มากที่สุดจากใบอนุญาต 3G-2.1Ghz

- **คาดว่าจะเห็นความคืบหน้าเกี่ยวกับการออกใบอนุญาต 3G-2.1Ghz ตั้งแต่เดือน เม.ย.เป็นต้นไป**
- **DTAC จะได้รับประโยชน์จากใบอนุญาต 3G-2.1Ghz มากที่สุด เพราะจ่ายค่าสัมปทานสูงที่สุด**
- **บริการ non-voice ยังมีโอกาสเติบโตได้อีกมาก**
- **แนะนำ "ซื้อ" ด้วยราคาเป้าหมาย 94 บาท**

คาดว่าจะเห็นความคืบหน้าเกี่ยวกับการออกใบอนุญาต 3G-2.1Ghz ตั้งแต่เดือน เม.ย.เป็นต้นไป เราคาดว่าจะเห็นความคืบหน้าเกี่ยวกับการออกใบอนุญาต 3G-2.1Ghz อย่างต่อเนื่อง เริ่มตั้งแต่การประกาศแผนแม่บทการบริหารคลื่นความถี่และแผนแม่บทกิจการโทรคมนาคมในราชกิจจานุเบกษาในเดือน เม.ย. ประกาศร่างสรุปข้อสนเทศการออกใบอนุญาต 3G (IM) ในเดือน พ.ค. และจัดประชาพิจารณ์ในเดือน มิ.ย. ต่อจากนั้นเราคาดว่า กสทช.จะนำสรุปข้อสนเทศ (IM) ประกาศลงในราชกิจจานุเบกษาในไตรมาส 3 ปี 2555 และจัดประมูลใบอนุญาตใหม่ในไตรมาส 4 ปี 2555

DTAC จะได้รับประโยชน์จากใบอนุญาต 3G-2.1Ghz มากที่สุด DTAC มีแนวโน้มที่จะได้รับประโยชน์จากใบอนุญาต 3G-2.1Ghz ใหม่มากที่สุด เนื่องจากปัจจุบันบริษัทจ่ายส่วนแบ่งรายได้ค่าสัมปทานสูงสุดที่ระดับ 30% เมื่อเทียบกับ ADVANC ที่ 24% (เฉลี่ย) และ TRUE ที่มีสัญญาให้บริการ 3G (ด้วยเงื่อนไขที่กว่าสัมปทาน) อยู่แล้ว การจ่ายค่าธรรมเนียมใบอนุญาตที่คาดว่าจะอยู่ที่ระดับ 6% ทำให้ DTAC น่าจะประหยัดต้นทุนต่อหน่วยได้มากที่สุด

บริการ non-voice ยังสามารถเติบโตได้อีกมาก รายได้จากการให้บริการข้อมูล หรือ non-voice ปรับตัวเพิ่มขึ้นถึง 35% จากไตรมาส 4 ปี 2553 สู่จำนวน 2.9 พันล้านบาทในไตรมาส 4 ปี 2554 หรือคิดเป็น 19.3% ของรายได้ค่าบริการรวม รายได้ค่าบริการด้านข้อมูล (mobile internet) เป็นปัจจัยสำคัญที่ช่วยสนับสนุนให้รายได้ค่าบริการ non-voice เติบโต โดยรายได้ส่วนนี้เติบโต 77% จากไตรมาส 4 ปี 2553 สู่จำนวนประมาณ 1.5 พันล้านบาท เมื่อเปรียบเทียบอัตราส่วนรายได้ค่าบริการ non-vice ต่อรายได้ค่าบริการทั้งหมดที่ระดับมากกว่า 35% ในมาเลเซีย สิงคโปร์ และอินโดนีเซีย แล้ว รายได้ค่าบริการ non-voice ของ DTAC ยังมีโอกาสเติบโตได้อีกมาก โดยได้รับการสนับสนุนจากความนิยมในอุปกรณ์ smart device ที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างมาก และการให้บริการ 3G ได้ในวงกว้างมากขึ้น

สัญญาณล่ม เกิดขึ้นแค่ชั่วคราว การเปลี่ยนโครงข่ายของ DTAC เพื่อเปลี่ยนอุปกรณ์ 2G ชุดเก่าที่ใช้งานมาแล้ว 18 ปี เป็นอุปกรณ์ใหม่ที่สามารถรองรับบริการ 3G หรือ LTE/4G และเพื่อประหยัดต้นทุนค่าสาธารณูปโภค ประสบปัญหาทางเทคนิคในเดือน ธ.ค.-ม.ค. ซึ่งน่าจะเกิดขึ้นเพียงชั่วคราว DTAC ได้เพิ่มขีดความสามารถของอุปกรณ์ในระบบการถ่ายโอนข้อมูลเป็นสองเท่าเพื่อป้องกันไม่ให้เกิดปัญหาซ้ำอีก และการเปลี่ยนโครงข่าย (network swap) จะช่วยปรับปรุงคุณภาพของบริการทั้งด้านเสียงและด้านข้อมูลให้ดีขึ้นได้อย่างมาก

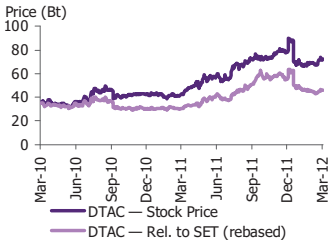
แนะนำ "ซื้อ" ด้วยราคาเป้าหมาย 94 บาท ตั้งแต่ต้นปี 2555 ราคาหุ้น DATC ปรับตัว Underperform หุ้นผู้ให้บริการโทรศัพท์เคลื่อนที่อื่นๆ และตลาด โดยปรับตัวเพิ่มขึ้นเพียง 9% เทียบกับ ADVANC ที่ +22% TRUE ที่ +23% และ SET index ที่ +16% เราประเมินมูลค่าของ DTAC ได้ที่ 94 บาท โดยอิงกับมูลค่าที่คำนวณได้จากวิธีส่วนลดกระแสเงินสด หรือ DCF (WACC 9.3% terminal growth 1%) โดยใช้สมมติฐานว่า DTAC ได้รับใบอนุญาต 3G-2.1Ghz ใหม่ช่วงปลายปี 2555 นอกจากนี้ปัจจุบัน DTAC ก็เทรดที่ EV/EBITDA ปี 2555 (7.7 เท่า) ถูกที่สุดด้วย เมื่อเทียบกับ ADVANC (8.7 เท่า) และ TRUE (8.6 เท่า) เรายืนยันคำแนะนำ "ซื้อ" DTAC โดยมีความคืบหน้าเกี่ยวกับการออกใบอนุญาต 3G-2.1Ghz เป็นปัจจัยสนับสนุนในไตรมาส 2 ปี 2555

Stock Data

Last close (Mar 16) (Bt)	76.00
12-m target price (Bt)	94.00
Upside (Downside) to TP (%)	23.68
Mkt cap (Btbn)	179.95
Mkt cap (US$mn)	5,856

Bloomberg code	DTAC TB
Reuters code	DTAC.BK
Risk rating	L
Mkt cap (%) SET	1.87
Sector % SET	10.75
Shares issued (mn)	2,368
Par value (Bt)	2
12-m high / low (Bt)	91 / 42
Avg. daily 6m (US$mn)	15.61
Foreign limit / actual (%)	49 / 49
Free float (%)	30.7
Dividend policy (%)	≥50

Price Performance



Source: SET, SCBS Investment Research

Share performance

	1M	3M	12M
Absolute	10.1	-15.1	81.0
Relative to SET	4.6	-26.2	52.5

Source: SET, SCBS Investment Research

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

Forecasts and valuation

Year to 31 Dec	Unit	2010	2011	2012F	2013F	2014F
Revenue	(Btmn)	72,351	79,298	81,751	85,809	89,998
EBITDA	(Btmn)	25,748	27,876	26,641	27,968	32,941
Core profit	(Btmn)	10,764	12,006	11,271	11,239	14,081
Reported profit	(Btmn)	10,892	11,813	11,271	11,239	14,081
Core EPS	(Bt)	4.55	5.07	4.76	4.75	5.95
DPS	(Bt)	3.77	17.84	4.76	4.75	5.95
P/E, core	(x)	16.72	14.99	15.97	16.01	12.78
EPS growth, core	(%)	62.14	11.54	-6.12	-0.28	25.29
P/BV, core	(x)	2.61	5.16	3.90	3.90	3.67
ROE	(%)	16.38	23.14	27.81	24.35	29.61
Dividend yield	(%)	4.96	23.47	6.26	6.25	7.82
EV/EBITDA	(x)	6.91	5.83	7.71	7.50	6.27

Source: SCBS Investment Research

Financial statement

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	2010	2011	2012F	2013F	2014F
Total revenue	72,351	79,298	81,751	85,809	89,998
Cost of goods sold	45,747	50,919	54,079	57,227	56,984
Gross profit	26,605	28,379	27,672	28,582	33,014
SG&A	11,819	11,717	12,228	13,293	14,052
Other income	410	420	430	440	450
Interest expense	1,010	431	1,265	1,706	1,836
Pre-tax profit	14,373	16,930	14,579	13,993	17,545
Corporate tax	3,670	4,960	3,353	2,799	3,509
Equity a/c profits	55	35	40	40	40
Minority interests	7	1	5	5	5
Core profit	10,764	12,006	11,271	11,239	14,081
Extra-ordinary items	127	-193	0	0	0
Net Profit	10,892	11,813	11,271	11,239	14,081
EBITDA	25,748	27,876	26,641	27,968	32,941
Core EPS (Bt)	4.55	5.07	4.76	4.75	5.95
Net EPS (Bt)	4.60	4.99	4.76	4.75	5.95
DPS (Bt)	3.77	17.84	4.76	4.75	5.95

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	4Q10	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11
Total revenue	18,933	19,675	19,717	19,598	20,308
Cost of goods sold	11,904	12,302	12,530	12,246	13,840
Gross profit	**7,029**	**7,373**	**7,187**	**7,352**	**6,468**
SG&A	3,074	2,739	2,876	3,038	3,063
Other income	312	110	149	186	253
Interest expense	238	126	126	104	74
Pre-tax profit	**4,030**	**4,619**	**4,333**	**4,396**	**3,583**
Corporate tax	1,069	1,404	1,307	1,334	915
Equity a/c profits	6	10	-0	9	16
Minority interests	1	1	1	-2	0
Core profit	**2,969**	**3,226**	**3,027**	**3,069**	**2,685**
Extra-ordinary items	-19	107	-0	4	-304
Net Profit	**2,950**	**3,333**	**3,027**	**3,073**	**2,381**
EBITDA	6,891	7,304	7,070	7,178	6,325
Core EPS (Bt)	**1.25**	**1.36**	**1.28**	**1.30**	**1.13**
Net EPS (Bt)	1.25	1.41	1.28	1.30	1.01

Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	2010	2011	2012F	2013F	2014F
Total current assets	21,500	31,125	15,096	15,239	15,956
Total fixed assets	77,813	72,722	87,028	90,951	91,655
Total assets	99,313	103,847	102,124	106,190	107,610
Total loans	10,701	4,589	30,179	34,367	31,067
Total current liabilities	25,200	64,850	27,754	27,146	33,025
Total long-term liabilities	5,235	4,109	28,207	32,907	25,601
Total liabilities	30,435	68,959	55,961	60,053	58,626
Paid-up capital	4,736	4,736	4,736	4,736	4,736
Total equity	68,878	34,888	46,164	46,136	48,984
BVPS (Bt)	29.09	14.73	19.50	19.48	20.69

Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	4Q10	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11
Total current assets	21,500	29,654	29,986	35,244	31,125
Total fixed assets	77,813	75,622	73,812	72,549	72,722
Total assets	**99,313**	**105,276**	**103,798**	**107,793**	**103,847**
Total loans	10,701	8,910	8,250	5,250	4,589
Total current liabilities	25,200	27,735	31,279	32,069	64,850
Total long-term liabilities	5,235	5,329	4,715	4,846	4,109
Total liabilities	**30,435**	**33,064**	**35,994**	**36,914**	**68,959**
Paid-up capital	4,736	4,736	4,736	4,736	4,736
Total equity	**68,878**	**72,212**	**67,804**	**70,878**	**34,888**
BVPS (Bt)	**29.09**	**30.50**	**28.64**	**29.93**	**14.73**

Cash Flow Statement (Btmn)

FY December 31	2010	2011	2012F	2013F	2014F
Core Profit	10,764	12,006	11,271	11,239	14,081
Depreciation and amortization	10,365	10,515	10,797	12,270	13,559
Operating cash flow	22,905	28,400	20,595	23,157	28,744
Investing cash flow	-3,776	-5,725	-25,104	-16,193	-14,262
Financing cash flow	-12,695	-13,350	-12,776	-7,078	-14,534
Net cash flow	6,435	9,326	-17,284	-114	-52

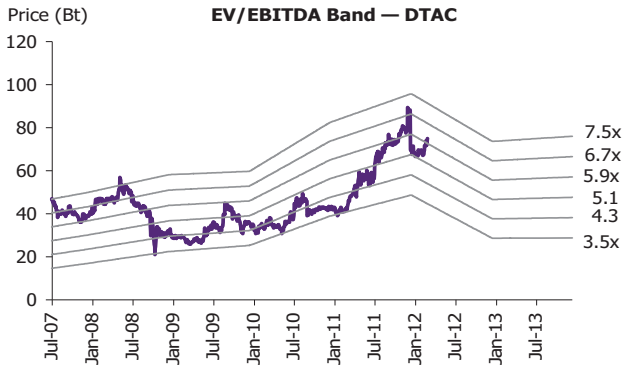
Main Assumptions

	2010	2011	2012F	2013F	2014F
Prepaid subscribers ('000)	19,294	20,817	22,117	23,417	24,617
Postpaid subscribers ('000)	2,326	2,399	2,449	2,499	2,549
Total subscribers ('000)	21,620	23,217	24,567	25,917	27,167
Net additions ('000)	1,963	1,596	1,350	1,350	1,250
Blended ARPU (Bt/sub/month)	213	212	209	211	214
Net IC (Btmn)	812	1,080	520	360	342

Key Financial Ratios

	2010	2011	2012F	2013F	2014F
Gross margin(%)	36.8	35.8	33.8	33.3	36.7
Operating margin(%)	20.4	21.0	18.9	17.8	21.1
EBITDA margin(%)	35.6	35.2	32.6	32.6	36.6
EBIT margin(%)	19.9	21.3	17.8	16.3	19.5
Net profit margin(%)	15.1	14.9	13.8	13.1	15.6
ROE (%)	15.8	33.9	24.4	24.4	28.8
ROA (%)	11.0	11.4	11.0	10.6	13.1
Net D/E (x)	(0.0)	(0.5)	0.6	0.6	0.5
Interest coverage (x)	15.2	40.3	12.5	9.2	10.6
Debt service coverage (x)	3.1	4.3	10.3	6.2	8.0
Payout Ratio (%)	82.0	357.6	100.0	100.0	100.0

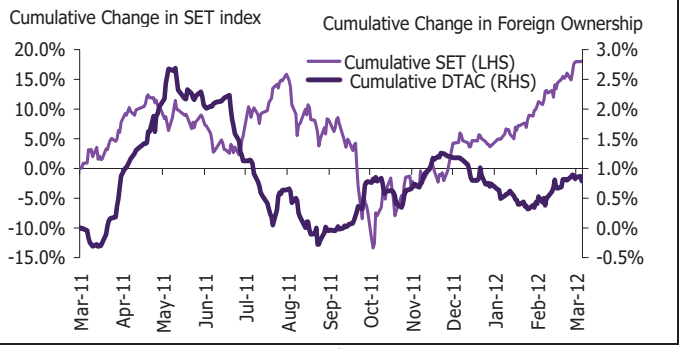
EV/EBITDA Band Chart



12-Month Cumulative directors trade

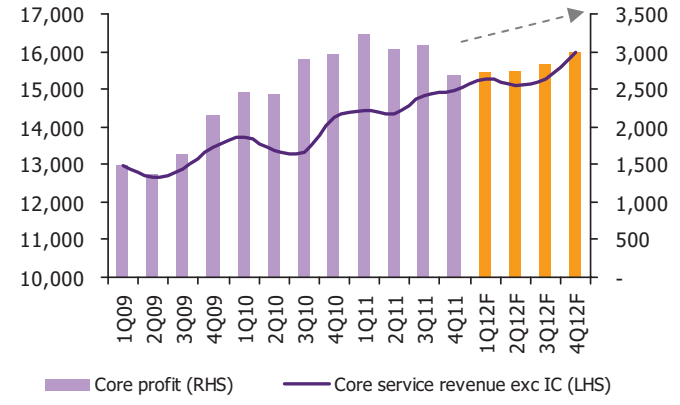
NA

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



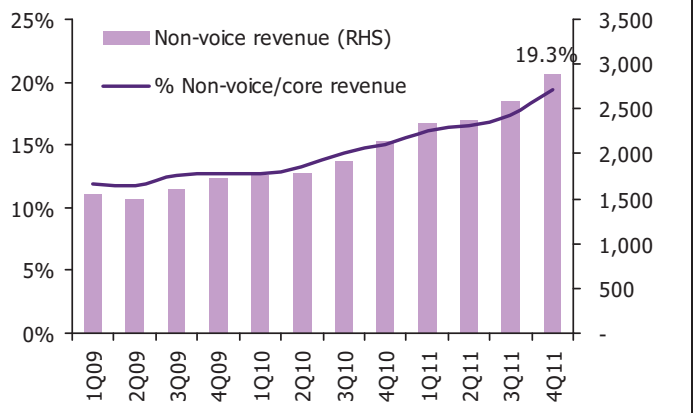
Source: SET, SCBS Investment Research

Figure 1: Quarterly performance (Btmn)



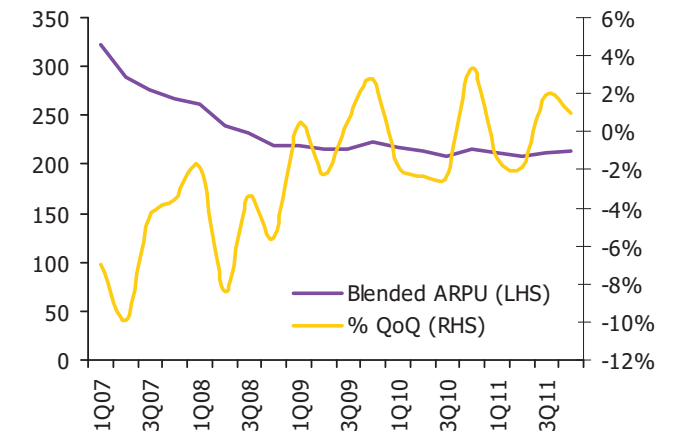
Source: Company reports and SCBS Investment Research

Figure 2: Non-voice revenue (Btmn)



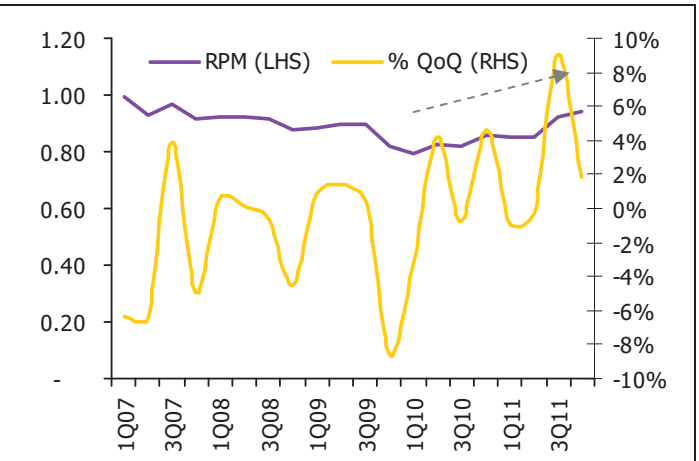
Source: Company reports and SCBS Investment Research

Figure 3: ARPU has stabilized



Source: Company reports

Figure 4: Average tariff (Bt/minute)



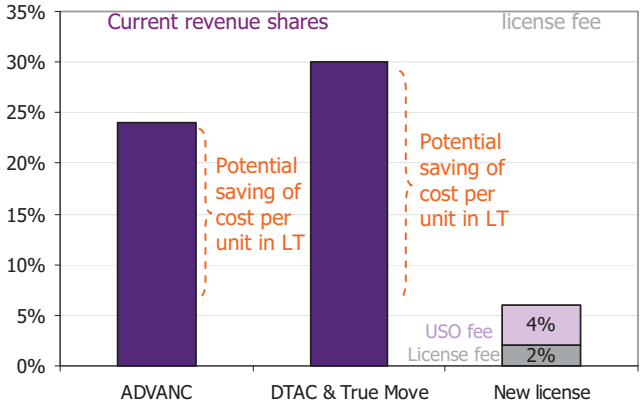
Source: Company reports

Figure 5: 3G timeline

	2012F
Feb	Public hearings of master plans (10 Feb)
Apr	Publish master plans in the Royal Gazette
Jun	3G Information Memorandum (IM) draft and public hearing
Aug	Publish 3G IM in the Royal Gazette
Oct	3G-2.1Ghz license auction

Source: SCBS Investment Research

Figure 6: Regulatory costs comparison



Source: SCBS Investment Research

This page is left blank intentionally

ซื้อ

แนวโน้มถูกนำมารวมใน SET 50 และ 3G-2.1Ghz เป็นปัจจัยกระตุ้น

- **สภาพคล่องการซื้อขายดีขึ้น และมีแนวโน้มถูกนำมารวมใน SET 50 ในงวดครึ่งหลังปี 55**
- **การซื้อหุ้น INTUCH เป็นวิธีเข้าซื้อหุ้น ADVANC ซึ่งจะได้รับประโยชน์จากการเปิดประมูลใบอนุญาต 3G-2.1Ghz ที่คาดว่าจะมีขึ้นในงวดครึ่งหลังปี 55 ได้ในราคาถูก**
- **INTUCH จะกลับมามองหาโอกาสลงทุนใหม่เพิ่มมากขึ้น**
- **แนะนำ "ซื้อ" โดยมีราคาเป้าหมายที่คำนวณด้วยวิธี SOTP ที่ 64 บาท**

สภาพคล่องการซื้อขายดีขึ้น และมีแนวโน้มถูกนำมารวมใน SET 50 ในงวดครึ่งหลังปี 55 หลังจากอัตรา free float ปรับเพิ่มขึ้นจากระดับ 4% สู่ระดับ 11.9% ในเดือน ส.ค. 2554 และระดับ 20.3% ในเดือน ม.ค. 2555 แล้ว สภาพคล่องการซื้อขายของ INTUCH ก็ปรับตัวดีขึ้นอย่างมาก จากที่มีมูลค่าการซื้อขายเฉลี่ยต่อวันในปี 2554 ที่ 113 ล้านบาท (3.7 ล้านดอลลาร์สหรัฐ) สู่มูลค่าการซื้อขายเฉลี่ยต่อวันตั้งแต่ต้นปี 2555 ที่ 749 ล้านบาท (24.3 ล้านดอลลาร์สหรัฐ) อัตรา free float มากกว่า 20% Market cap สูงเป็นอันดับ 14 และปริมาณการขายซื้อขายสูง ทำให้เราเชื่อว่า INTUCH จะถูกนำเข้ามารวมใน SET 50 สำหรับช่วงเดือน ก.ค.-ธ.ค. 2555

การซื้อหุ้น INTUCH เป็นวิธีเข้าซื้อหุ้น ADVANC ซึ่งจะได้รับประโยชน์จากใบอนุญาต 3G-2.1Ghz ได้ในราคาถูก เราคาดว่าจะเห็นความคืบหน้าหลายอย่างเกี่ยวกับ 3G-2.1Ghz เริ่มจาก กสทช.ประกาศแผนแม่บทในราชกิจจานุเบกษาในเดือน เม.ย. จัดประชาพิจารณ์สรุปข้อสนเทศ 3G (IM) ในเดือน มิ.ย. นำสรุปข้อสนเทศ (IM) ประกาศลงในราชกิจจานุเบกษาในเดือน ส.ค. และเปิดประมูลใบอนุญาตในเดือน ต.ค. 2555 ADVANC ซึ่ง INTUCH ถือหุ้นอยู่ 40.5% น่าจะชนะประมูลใบอนุญาต ซึ่งจะช่วยให้บริษัทสามารถประหยัดต้นทุนต่อหน่วยได้ในระยะยาวจากการเปลี่ยนมาจ่ายค่าธรรมเนียมใบอนุญาต 6% แทนการจ่ายส่วนแบ่งรายได้ค่าสัมปทาน 20-30% ADVANC สร้างส่วนแบ่ง 95% ใน NAV ของ INTUCH และปัจจุบันหุ้น INTUCH ก็เทรดอยู่ในระดับต่ำกว่า NAV อยู่ 14%

กลับมามองหาโอกาสลงทุนใหม่เพิ่มมากขึ้น ผู้บริหาร INTUCH กล่าวว่า ปัจจุบันบริษัทกำลังมองหาโอกาสลงทุนใหม่โดยมีเกณฑ์การลงทุนที่สำคัญ คือ ธุรกิจใหม่ต้องสามารถสร้างประโยชน์ต่อธุรกิจเดิม โดยจากประสบการณ์ที่ผ่านมา พบว่าการลงทุนใหม่สามารถช่วยหนุนให้ราคาหุ้น INTUCH เทรดที่ระดับ discount จาก NAV แคบลง ดังเห็นได้จากราคาหุ้น INTUCH ซึ่งเทรดที่ระดับ discount จาก NAV เพียง 6% ในเดือน ม.ค. 2547 หลังจากบริษัทประกาศการลงทุนใหม่ใน Thai Airasia (สายการบินต้นทุนต่ำ) และ Capital OK (ธุรกิจสินเชื่อภาคครัวเรือน) ในเดือน พ.ย. 2546 และเดือน ธ.ค. 2546 ตามลำดับ

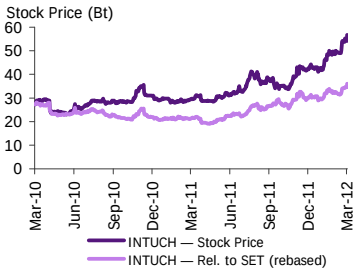
คงคำแนะนำ "ซื้อ" ด้วยราคาเป้าหมาย 64 บาท แนวโน้มที่ INTUCH จะถูกนำมารวมใน SET 50 สำหรับช่วงเดือน ก.ค.-ธ.ค. 2555 สภาพคล่องการซื้อขายที่ปรับตัวดีขึ้นอย่างมาก การกลับมาค้นหาโอกาสลงทุนใหม่ และผลตอบแทนจากเงินปันผลที่ดีในระดับ 6.3% ในปี 2555 ทำให้เราแนะนำ "ซื้อ" INTUCH เราประเมินราคาเป้าหมายของ INTUCH ที่คำนวณด้วยวิธี SOTP ไว้ที่ 64 บาท โดยอิงกับราคาเป้าหมายของ ADVANC ที่ 186 บาท ราคาเฉลี่ย 6 เดือนของ THCOM ที่ 10.7 บาท และใช้ discount 10% ซึ่งเป็นค่า discount เฉลี่ยในอดีต 10 ปีของบริษัทในระหว่างปี 2539-2548 ก่อน Temasek เข้าซื้อหุ้นส่วนใหญ่ของ INTUCH ในเดือน ม.ค. 2549 และหลังจากนั้นก็ทำ tender offer จนทำให้อัตรา free float ของ INTUCH ปรับลดลงเหลือ 4% และเป็นสาเหตุทำให้เกิดปัญหาสภาพคล่องการซื้อขาย

Stock Data

Last close (Mar 16) (Bt)	58.00
12-m target price (Bt)	64.00
Upside (Downside) to TP (%)	10.34
Mkt cap (Btbn)	185.97
Mkt cap (US$mn)	6,052

Bloomberg code	INTUCH TB
Reuters code	INTU.BK
Risk rating	M
Mkt cap (%) SET	1.93
Sector % SET	10.75
Shares issued (mn)	3,206
Par value (Bt)	1
12-m high / low (Bt)	58.5 / 28.5
Avg. daily 6m (US$mn)	14.16
Foreign limit / actual (%)	47 / 45
Free float (%)	20.4
Dividend policy (%)	≥ 40

Price Performance



Source: SET, SCBS Investment Research

Share performances

	1M	3M	12M
Absolute	16.6	34.1	95.0
Relative to SET	10.7	16.6	64.3

Source: SET, SCBS Investment Research

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

Forecasts and valuation

Year to 31 Dec	Unit	2010	2011	2012F	2013F	2014F
Revenue	(Btmn)	21,908	10,268	11,026	12,577	13,311
EBITDA	(Btmn)	21,670	10,047	10,804	12,352	13,079
Core profit	(Btmn)	21,655	10,031	10,790	12,340	13,068
Reported profit	(Btmn)	21,655	17,530	10,790	12,340	13,068
Core EPS	(Bt)	6.76*	3.13	3.37	3.85	4.08
DPS	(Bt)	6.77**	5.50**	3.37	3.85	4.00
P/E, core	(x)	8.57	18.52	17.24	15.07	14.23
EPS growth, core	(%)	178.44	-53.72	7.48	14.36	5.90
P/BV, core	(x)	12.95	12.96	12.97	12.97	12.76
ROE	(%)	150.91	69.91	75.21	86.08	90.41
Dividend yield	(%)	11.67	9.48	5.81	6.64	6.90
EV/EBITDA	(x)	8.48	17.52	16.99	14.86	14.02

Note Company-only financial statements, * including special DPS from ADVANC, ** including INTUCH special DPS
Source: SCBS Investment Research

Financial statement (company-only)

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	2010	2011	2012F	2013F	2014F
Total revenue	21,908	10,268	11,026	12,577	13,311
Cost of goods sold	0	0	0	0	0
Gross profit	**21,908**	**10,268**	**11,026**	**12,577**	**13,311**
SG&A	281	291	295	300	309
Other income	0	0	0	0	0
Interest expense	0	2	1	1	1
Pre-tax profit	**21,655**	**10,031**	**10,790**	**12,340**	**13,068**
Corporate tax	0	0	0	0	0
Equity a/c profits	0	0	0	0	0
Minority interests	0	0	0	0	0
Core profit	**21,655**	**10,031**	**10,790**	**12,340**	**13,068**
Extra-ordinary items	0	7,499	0	0	0
Net Profit	**21,655**	**17,530**	**10,790**	**12,340**	**13,068**
EBITDA	21,670	10,047	10,804	12,352	13,079
Core EPS (Bt)	**6.76**	**3.13**	**3.37**	**3.85**	**4.08**
Net EPS (Bt)	6.76	5.47	3.37	3.85	4.08
DPS (Bt)	6.77	5.50	3.37	3.85	4.00

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	4Q10	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11
Total revenue	7,582	4,954	25	5,270	20
Cost of goods sold	0	0	0	0	0
Gross profit	**7,582**	**4,954**	**25**	**5,270**	**20**
SG&A	86	58	61	69	102
Other income	10	9	11	17	19
Interest expense	-1	1	1	1	0
Pre-tax profit	**7,507**	**4,905**	**-26**	**5,216**	**-64**
Corporate tax	0	0	0	0	0
Equity a/c profits	0	0	0	0	0
Minority interests	1	0	0	0	0
Core profit	**7,507**	**4,905**	**-26**	**5,216**	**-64**
Extra-ordinary items	0	0	0	0	7,499
Net Profit	**7,507**	**4,905**	**-26**	**5,216**	**7,435**
EBITDA	7,506	4,909	-22	5,220	-60
Core EPS (Bt)	**2.35**	**1.53**	**(0.01)**	**1.63**	**(0.02)**
Net EPS (Bt)	2.35	1.53	(0.01)	1.63	2.32

Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	2010	2011	2012F	2013F	2014F
Total current assets	1,872	9,839	2,424	2,424	2,674
Total fixed assets	12,560	12,142	12,134	12,129	12,124
Total assets	**14,432**	**21,982**	**14,558**	**14,553**	**14,798**
Total loans	3	2	20	20	20
Total current liabilities	88	7,588	181	181	184
Total long-term liabilities	2	40	38	38	38
Total liabilities	**90**	**7,628**	**219**	**219**	**223**
Paid-up capital	3,201	3,206	3,206	3,206	3,206
Total equity	**14,342**	**14,354**	**14,338**	**14,334**	**14,576**
BVPS (Bt)	**4.48**	**4.48**	**4.47**	**4.47**	**4.55**

Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	4Q10	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11
Total current assets	1,872	6,717	1,831	1,973	9,839
Total fixed assets	12,560	12,559	12,558	12,560	12,142
Total assets	**14,432**	**19,276**	**14,389**	**14,532**	**21,982**
Total loans	3	3	2	2	2
Total current liabilities	88	33	32	74	7,588
Total long-term liabilities	2	37	38	39	40
Total liabilities	**90**	**70**	**70**	**113**	**7,628**
Paid-up capital	3,201	3,201	3,202	3,206	3,206
Total equity	**14,342**	**19,206**	**14,319**	**14,419**	**14,354**
BVPS (Bt)	**4.48**	**6.00**	**4.47**	**4.50**	**4.48**

Cash Flow Statement (Btmn)

FY December 31	2010	2011	2012F	2013F	2014F
Core Profit	21,655	10,031	10,790	12,340	13,068
Depreciation and amortization	14	14	14	11	9
Operating cash flow	21,680	25,069	3,376	12,348	13,079
Investing cash flow	162	-217	-5	-5	-5
Financing cash flow	-21,669	-17,440	-10,788	-12,345	-12,826
Net cash flow	173	7,412	-7,417	-2	248

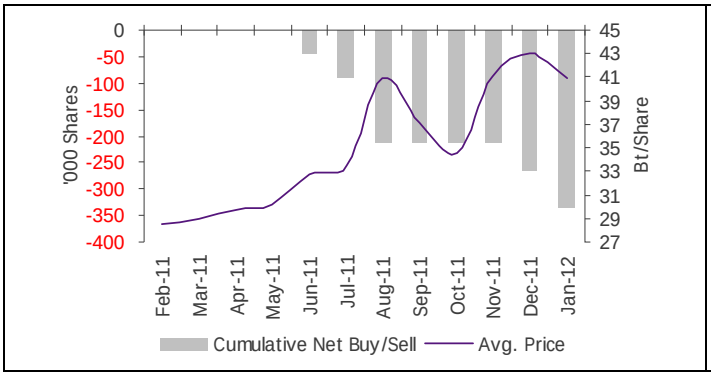
Main Assumptions

	2010	2011	2012F	2013F	2014F
ADVANC DPS (Bt)	12.92	8.43	10.54	10.38	11.06
THCOM DPS (Bt)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

Key Financial Ratios

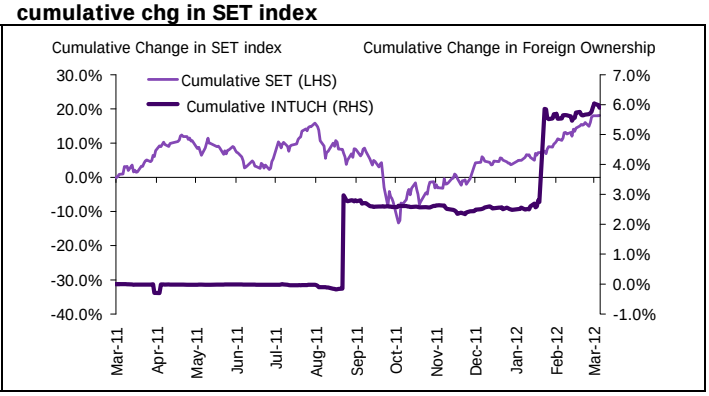
	2010	2011	2012F	2013F	2014F
Gross margin(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
Operating margin(%)	98.7	97.2	97.3	97.6	97.7
EBITDA margin(%)	98.9	97.8	98.0	98.2	98.3
EBIT margin(%)	98.8	97.7	97.9	98.1	98.2
Net profit margin(%)	98.8	170.7	97.9	98.1	98.2
ROE (%)	151.0	122.1	75.3	86.1	89.7
ROA (%)	150.0	79.7	74.1	84.8	88.3
Net D/E (x)	(0.1)	(0.7)	(0.2)	(0.2)	(0.2)
Interest coverage (x)	74,642	4,806	16,219	9,493	10,053
Debt service coverage (x)	74,692	3,921	8,329	580	614
Payout Ratio (%)	100	101	100	100	98

12-Month Cumulative directors trade



Source: SEC

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



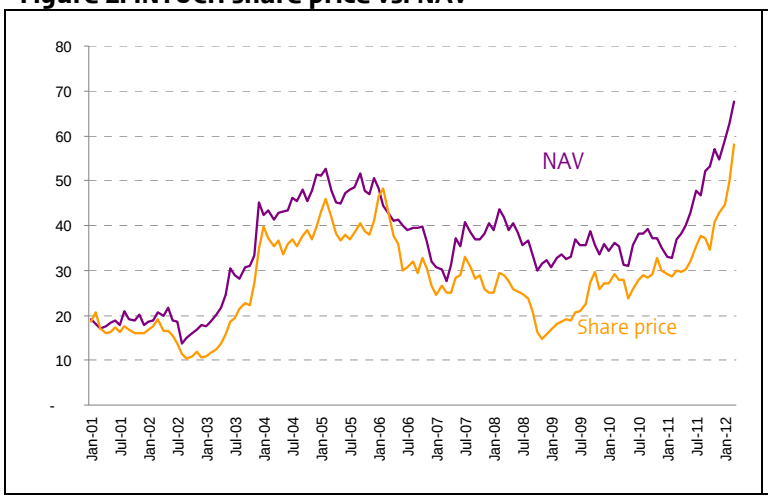
Source: SET, SCBS Investment Research

Figure 1: Market NAV

	% holding	Bt/share	Value (Btmn)	Per INTUCH share	Market price	NAV	Per INTUCH share
ADVANC	40.50%	186 (TP)	223,714	69.77	171.50	206,274	64.33
THCOM	41.1%	11 (6-month average)	4,960	1.55	16.70	7,530	2.35
4Q11 net cash excluding payment of extra dividend			2,315	0.72		2,315	0.72
Net asset value			230,989	72.04		216,118	67.40
After 10% discount			207,890	64.95			
INTUCH					58.00	Discount	-14%

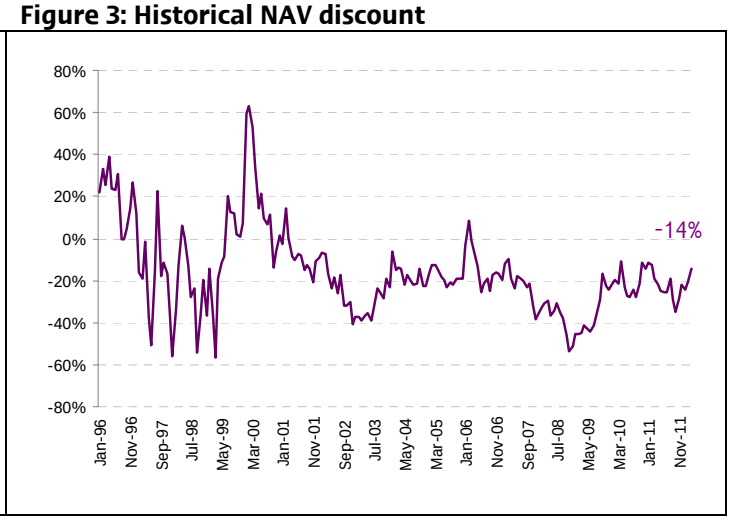
Source SCBS Investment Research

Figure 2: INTUCH share price vs. NAV



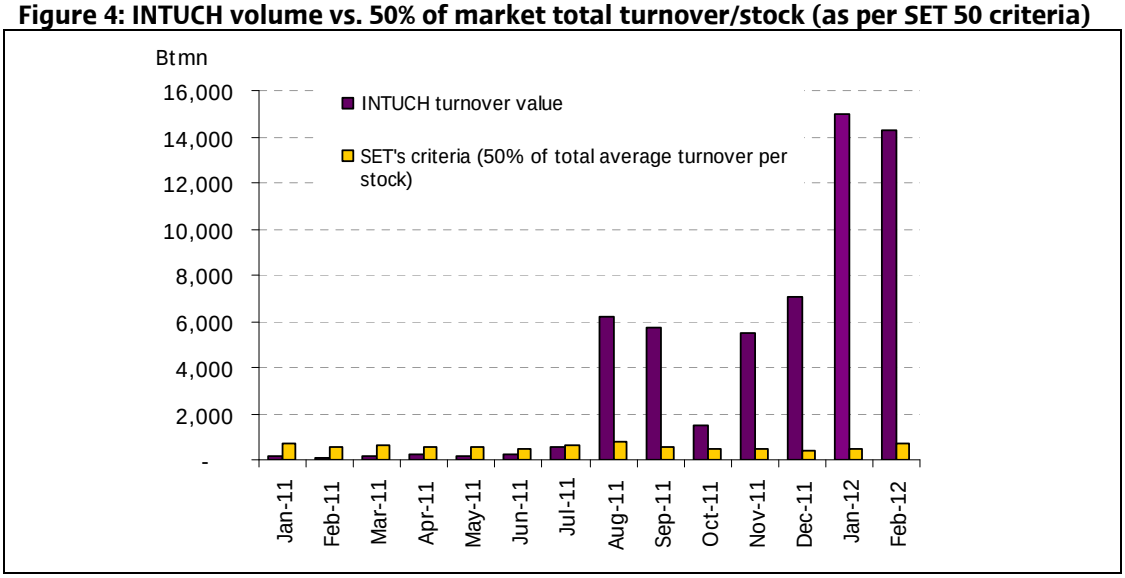
Source: SET, SCBS Investment Research

Figure 3: Historical NAV discount



Source: SET, SCBS Investment Research

Figure 4: INTUCH volume vs. 50% of market total turnover/stock (as per SET 50 criteria)



Source: SET and SCBS Investment Research

This page is left blank intentionally

ซื้อ

หุ้น Laggard play ในกลุ่มน้ำมันและปิโตรเคมีปลายน้ำ

- **ช่วงเวลาอันเลวร้ายผ่านพ้นไปแล้ว มีแนวโน้มดีขึ้นในปี 2555**
- **การขยายกำลังการผลิตเพิ่ม และต้นทุนที่ลดลง เป็นปัจจัยสำคัญที่ช่วยสนับสนุนผลการดำเนินงาน**
- **ยืนยันคำแนะนำ "ซื้อ" ด้วยราคาเป้าหมาย 6 บาท/หุ้น**

IRPC ยังคงเป็นหุ้น laggard play ในกลุ่มน้ำมันและปิโตรเคมีปลายน้ำ แม้แนวโน้มผลการดำเนินงานปรับตัวดีขึ้น แต่ IRPC ก็ดูเหมือนจะเป็นหุ้น laggard play ในกลุ่มผู้ผลิตน้ำมันและปิโตรเคมีปลายน้ำของไทยอย่างต่อเนื่อง โดยราคาหุ้นปรับตัวเพิ่มขึ้น 16% มาตั้งแต่ต้นปี 2555 เทียบกับราคาหุ้นอื่นๆ ในกลุ่มเดียวกันที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นเฉลี่ย 19-27% เราเชื่อว่านักลงทุนให้ความสนใจต่อ IRPC น้อยลง เพราะมี PTTGC เพิ่มเข้ามาและแนวโน้มของบริษัทปิโตรเคมีที่ใช้แนฟทาเป็นวัตถุดิบก็ถูกสั่นคลอนด้วยราคาวัตถุดิบที่ปรับตัวสูงขึ้นมาก โดยสำหรับเราแล้ว ความกังวลเกี่ยวกับเรื่องนี้ดูเหมือนจะมากจนเกินไป เพราะ IRPC หันมาผลิตผลิตภัณฑ์เกรดพิเศษ (specialty products) เพิ่มมากขึ้น ซึ่งราคามีความผันผวนน้อยกว่าผลิตภัณฑ์ทั่วไป นอกจากนี้ในฐานะผู้ผลิตครบวงจร IRPC จะสามารถป้องกันไม่ให้อัตรากำไรของบริษัทได้รับผลกระทบจากราคาวัตถุดิบ โดยเฉพาะแนฟทา ที่ปรับตัวสูงขึ้นได้ด้วย

คาดแนวโน้มดีขึ้นในปี 2555 แม้กำไรสุทธิปรับตัวลดลงในปี 2554 (-33% จากปี 2553) โดยมีสาเหตุมาจากขาดทุนจากการบริหารความเสี่ยงราคาน้ำมัน แต่เราคาดการณ์ถึงแนวโน้มที่ดีขึ้นในปี 2555 โดยได้รับปัจจัยหนุนจากอัตราการเดินเครื่องผลิตสูงขึ้นและประโยชน์ที่จะได้รับมากขึ้นจากโครงการ "Phoenix" กำลังการผลิตโพรพิลีนจะปรับเพิ่มขึ้นอีก 1 แสนตันต่อปี (+32% จากปีก่อน) จากโครงการเพิ่มกำลังการผลิตโพรพิลีนที่มีกำหนดเริ่มผลิตช่วงปลายไตรมาส 2 ปี 2555 แม้องค์กรอิสระให้ความคิดเห็นด้านลบต่อโครงการนี้ แต่ผู้บริหารยังคงมั่นใจว่าโครงการนี้จะเริ่มดำเนินงานได้ตามกำหนดที่วางแผนไว้ เนื่องจากบริษัทปฏิบัติตามกฎข้อบังคับใหม่ทั้งหมดครบแล้ว ซึ่งรวมถึงการประเมินผลกระทบทางสิ่งแวดล้อมและสุขภาพ (EHIA) ด้วย การขยายกำลังการผลิตผลิตภัณฑ์อื่นๆ เช่น น้ำมันหล่อลื่นเกรดพิเศษ (TDAE และ bright stock) น่าจะช่วยสนับสนุนให้อัตรากำไรของธุรกิจปิโตรเลียมปรับตัวเพิ่มขึ้น

ต้นทุนการผลิตที่ลดลง และรายได้จากนิคมอุตสาหกรรม น่าจะช่วยสร้าง Upside แนวโน้ม Upside เพิ่มเติมของกำไรน่าจะเกิดจากต้นทุนการผลิตต่อหน่วยที่ลดลง โดยต้นทุนการผลิตของ IRPC จะลดลงอย่างต่อเนื่องอันเป็นผลมาจากการเดินเครื่องโรงไฟฟ้าก๊าซธรรมชาติแห่งใหม่ของบริษัทได้ตลอดทั้งปี นอกจากนี้ยังจะมีความคืบหน้าในโครงการนิคมอุตสาหกรรมของบริษัทที่คาดว่าจะเริ่มสร้างส่วนแบ่งกำไรในปี 2555 ด้วย โครงการนี้ถูกพัฒนาบนที่ดินใกล้กับโรงงานของ IRPC ที่ระยอง ซึ่งเรียกว่า "Industrial Park" เรายังไม่รวมกำไรจากธุรกิจใหม่นี้เข้ามาไว้ในประมาณการของเรา โดยต้องการรอจนกว่าจะเห็นความชัดเจนกว่านี้

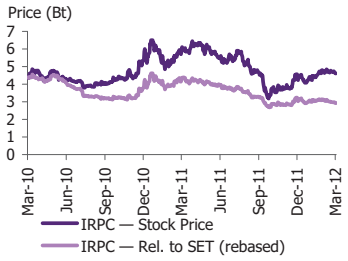
ประโยชน์จากโครงการ Phoenix จะมีให้เห็นมากขึ้น IRPC จะได้รับประโยชน์จากโครงการ Phoenix เพิ่มมากขึ้นอย่างต่อเนื่อง โดยในปี 2554 โครงการนี้ทำให้บริษัทมี EBITDA เพิ่ม 2.2 พันล้านบาท หรือคิดเป็น 23% ของ EBITDA ทั้งหมด และเพิ่มขึ้น 8.6% จากปี 2553 โดยส่วนใหญ่เกิดจากธุรกิจปิโตรเคมีและปิโตรเลียมและการประหยัดพลังงานได้ เราประเมินได้ว่าโครงการนี้ช่วยให้กำไรขั้นต้นจากการผลิตรวม (GIM) ปรับเพิ่มขึ้น 1.2 ดอลลาร์สหรัฐ/บาร์เรล และคาดว่า IRPC จะได้รับประโยชน์จากโครงการนี้อย่างเต็มที่ในปี 2559 หลังจากโครงการ Phoenix รวม 14 โครงการ โดยเฉพาะโครงการปรับปรุงโรงกลั่นของบริษัทให้ผลิตโพรพิลีนได้มากขึ้นแล้วเสร็จ ซึ่งจะช่วยให้บริษัทเดินเครื่องโรงกลั่นได้เกือบ 100% เทียบกับระดับประมาณ 80-85% ในปัจจุบัน

คงคำแนะนำ "ซื้อ" เพราะแนวโน้มผลการดำเนินงานเป็นบวก เรายืนยันคำแนะนำ "ซื้อ" IRPC ด้วยราคาเป้าหมาย 6 บาท และเชื่อว่าสถานการณ์เลวร้ายได้ผ่านพ้นไปแล้วในไตรมาส 4 ปี 2554 เนื่องจากปัจจุบันส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ปิโตรเคมีปรับตัวดีขึ้น นอกจากนี้แล้วก็จะไม่มีการหยุดซ่อมบำรุงใหญ่อีกจนกว่าจะถึงปี 2558 ซึ่งหมายความว่าอัตราการใช้กำลังการผลิตจะอยู่ที่ระดับ 80-85% ในระยะ 3 ปีข้างหน้า ปัจจัยเสี่ยงที่สำคัญ ได้แก่ ราคาน้ำมันและปิโตรเคมีผันผวน ค่าการกลั่นปรับตัวลดลงมาก ความต้องการผลิตภัณฑ์ของ IRPC ต่ำกว่าคาด และโครงการใหม่ล่าช้า

Stock Data

Last close (Mar 16) (Bt)	4.78
12-m target price (Bt)	6.00
Upside (Downside) to TP (%)	25.52
Mkt cap (Btbn)	97.68
Mkt cap (US$mn)	3,179
Bloomberg code	IRPC TB
Reuters code	IRPC.BK
Risk rating	M
Mkt cap (%) SET	1.02
Sector % SET	24.05
Shares issued (mn)	20,434
Par value (Bt)	1
12-m high / low (Bt)	6.5 / 3.1
Avg. daily 6m (US$mn)	13.89
Foreign limit / actual (%)	49 / 9
Free float (%)	46.0
Dividend policy (%)	≤ 25

Price Performance



Source: SET, SCBS Investment Research

Share performance

	1M	3M	12M
Absolute	2.1	7.7	-20.3
Relative to SET	-3.0	-6.4	-32.9

Source: SET, SCBS Investment Research

Forecasts and valuation

Year to 31 Dec	Unit	2010	2011	2012F	2013F	2014F
Revenue	(Btmn)	221,611	246,888	256,914	265,789	270,074
EBITDA	(Btmn)	8,703	11,000	15,270	18,298	19,069
Core profit	(Btmn)	3,997	5,855	7,593	9,897	10,344
Reported profit	(Btmn)	6,100	4,107	7,593	9,897	10,344
Core EPS	(Bt)	0.20	0.29	0.37	0.48	0.51
DPS	(Bt)	0.18	0.12	0.10	0.20	0.20
P/E, core	(x)	24.0	16.6	12.9	9.9	9.4
EPS growth, core	(%)	(26.9)	44.1	29.3	30.3	4.5
P/BV, core	(x)	1.3	1.3	1.2	1.1	1.0
ROE	(%)	5.5	7.8	9.7	11.7	11.3
Dividend yield	(%)	3.8	2.5	2.1	4.2	4.2
EV/EBITDA	(x)	13.9	10.9	8.5	7.0	6.7

Source: SCBS Investment Research

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

Financial statement

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	2010	2011	2012F	2013F	2014F
Total revenue	221,611	246,888	256,914	265,789	270,074
Cost of goods sold	212,319	235,491	240,867	246,770	250,440
Gross profit	**9,292**	**11,397**	**16,047**	**19,019**	**19,634**
SG&A	4,423	4,670	5,138	5,316	5,401
Other income	450	678	599	619	646
Interest expense	1,217	1,505	1,699	2,003	2,000
Pre-tax profit	**4,102**	**5,900**	**9,808**	**12,320**	**12,878**
Corporate tax	130	85	2,256	2,464	2,576
Equity a/c profits	29	51	51	51	51
Minority interests	(4)	(11)	(11)	(11)	(11)
Core profit	**3,997**	**5,855**	**7,593**	**9,897**	**10,344**
Extra-ordinary items	2,103	(1,749)	0	0	0
Net Profit	**6,100**	**4,107**	**7,593**	**9,897**	**10,344**
EBITDA	8,703	11,000	15,270	18,298	19,069
Core EPS (Bt)	**0.20**	**0.29**	**0.37**	**0.48**	**0.51**
Net EPS (Bt)	0.30	0.20	0.37	0.48	0.51
DPS (Bt)	0.18	0.12	0.10	0.20	0.20

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	4Q10	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11
Total revenue	56,271	60,414	67,636	67,535	51,303
Cost of goods sold	52,694	54,645	63,963	66,390	50,493
Gross profit	**3,577**	**5,769**	**3,673**	**1,145**	**811**
SG&A	1,345	1,023	1,101	1,182	1,364
Other income	26	205	114	183	176
Interest expense	292	309	347	418	431
Pre-tax profit	**1,966**	**4,642**	**2,339**	**(272)**	**(809)**
Corporate tax	56	33	25	39	(11)
Equity a/c profits	16	16	21	17	(3)
Minority interests	(1)	(2)	(1)	(5)	(3)
Core profit	**1,926**	**4,624**	**2,335**	**(299)**	**(804)**
Extra-ordinary items	304	(1,125)	646	122	(1,392)
Net Profit	**2,230**	**3,499**	**2,981**	**(177)**	**(2,195)**
EBITDA	3,111	5,782	3,553	1,098	566
Core EPS (Bt)	**0.10**	**0.23**	**0.11**	**(0.01)**	**(0.04)**
Net EPS (Bt)	0.11	0.17	0.15	(0.01)	(0.11)

Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	2010	2011	2012F	2013F	2014F
Total current assets	49,307	55,447	57,834	58,198	58,018
Total fixed assets	71,151	76,729	81,384	88,053	94,599
Total assets	**120,458**	**132,176**	**139,218**	**146,251**	**152,617**
Total loans	30,373	26,574	36,531	36,487	36,443
Total current liabilities	18,104	27,642	19,368	19,602	19,744
Total long-term liabilities	27,639	28,604	38,560	38,516	38,472
Total liabilities	**45,744**	**56,246**	**57,927**	**58,117**	**58,216**
Paid-up capital	20,170	20,434	20,434	20,434	20,434
Total equity	**74,670**	**75,878**	**81,227**	**88,058**	**94,315**
BVPS (Bt)	**3.70**	**3.71**	**3.97**	**4.31**	**4.62**

Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	4Q10	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11
Total current assets	49,307	61,479	64,018	64,580	55,447
Total fixed assets	71,151	71,630	72,064	72,665	76,729
Total assets	**120,458**	**133,109**	**136,082**	**137,245**	**132,176**
Total loans	30,373	30,780	29,376	33,749	26,574
Total current liabilities	18,104	26,919	29,285	31,898	27,642
Total long-term liabilities	27,639	27,688	27,076	27,231	28,604
Total liabilities	**45,744**	**54,607**	**56,361**	**59,129**	**56,246**
Paid-up capital	20,170	20,265	20,362	20,433	20,434
Total equity	**74,670**	**78,456**	**79,676**	**78,066**	**75,878**
BVPS (Bt)	**3.70**	**3.87**	**3.91**	**3.82**	**3.71**

Cash Flow Statement (Btmn)

FY December 31	2010	2011	2012F	2013F	2014F
Core Profit	3,997	5,855	7,593	9,897	10,344
Depreciation and amortization	3,384	3,594	3,763	3,976	4,190
Operating cash flow	6,326	12,859	868	15,464	16,193
Investing cash flow	(6,088)	(7,779)	(8,418)	(10,645)	(10,736)
Financing cash flow	(630)	(6,895)	7,723	(3,098)	(4,120)
Net cash flow	**(393)**	**(1,815)**	**173**	**1,721**	**1,337**

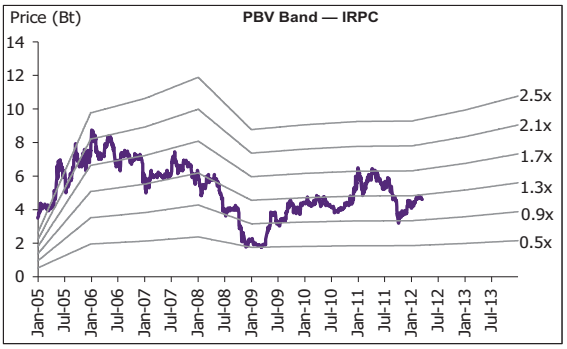
Main Assumptions

	2010	2011	2012F	2013F	2014F
Crude run (kbd)	174	160	174	176	183
Utilization rate (%) - petchem	88	84	95	97	97
Crack spread - ULG95 (US$/bbl)	10.3	12.5	13.5	15.0	12.0
Crack spread - diesel (US$/bbl)	11.3	17.0	17.5	18.0	15.0
Spread - PP (US$/t)	682	697	721	718	658
Spread - ABS (US$/t)	1,261	1,308	1,005	1,004	950

Key Financial Ratios

	2010	2011	2012F	2013F	2014F
Gross margin (%)	4.2	4.6	6.2	7.2	7.3
Operating margin (%)	2.2	2.7	4.2	5.2	5.3
EBITDA margin (%)	3.9	4.5	5.9	6.9	7.1
EBIT margin (%)	2.4	3.0	4.5	5.4	5.5
Net profit margin (%)	2.8	1.7	3.0	3.7	3.8
ROE (%)	5.5	7.8	9.7	11.7	11.3
ROA (%)	3.4	4.6	5.6	6.9	6.9
Net D/E (x)	0.3	0.3	0.4	0.3	0.3
Interest coverage (x)	7.2	7.3	9.0	9.1	9.5
Debt service coverage (x)	1.3	1.5	5.0	5.4	5.6
Payout Ratio (%)	59.1	59.5	26.9	41.3	39.5

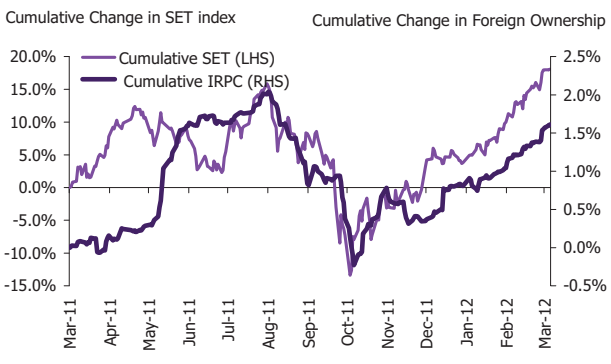
PBV Band Chart



12-Month Cumulative directors trade

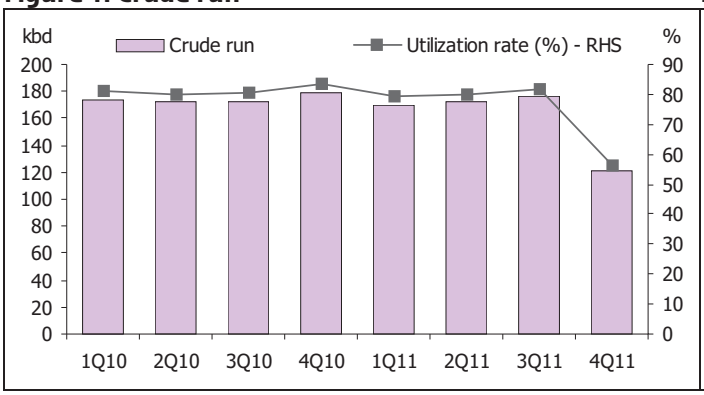
NA

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



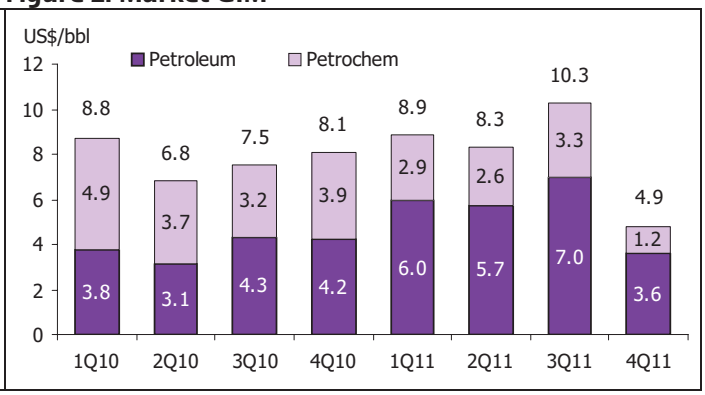
Source: SET, SCBS Investment Research

Figure 1: Crude run



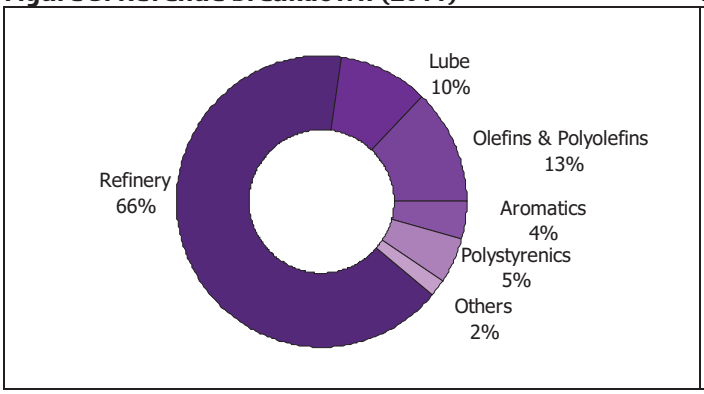
Source: IRPC, SCBS Investment Research

Figure 2: Market GIM



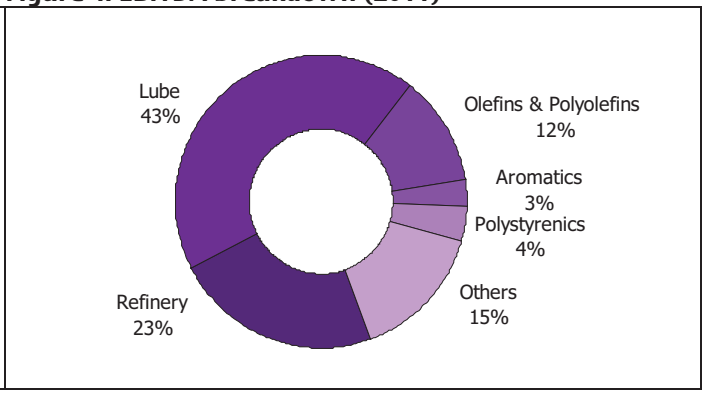
Source: IRPC, SCBS Investment Research

Figure 3: Revenue breakdown (2011)



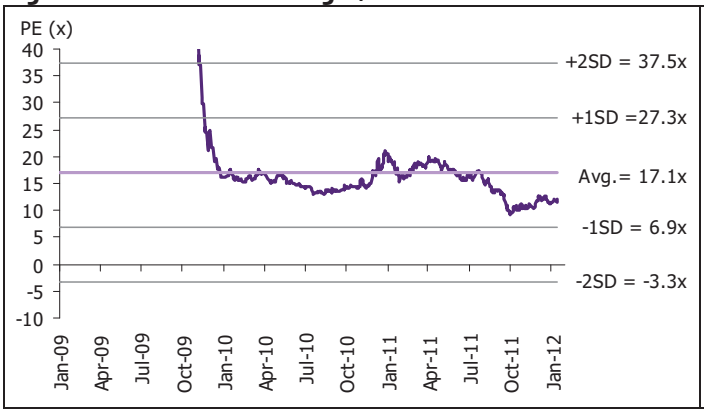
Source: IRPC, SCBS Investment Research

Figure 4: EBITDA breakdown (2011)



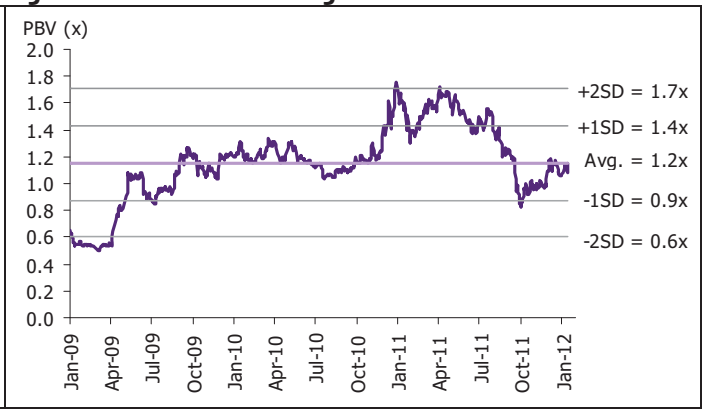
Source: IRPC, SCBS Investment Research

Figure 5: Historical trading P/E



Source: SCBS Investment Research

Figure 6: Historical trading PBV



Source: SCBS Investment Research

This page is left blank intentionally

บมจ. ปตท. โกลบอล เคมิคอล

SCB หลักทรัพย์ไทยพาณิชย์

ซื้อ

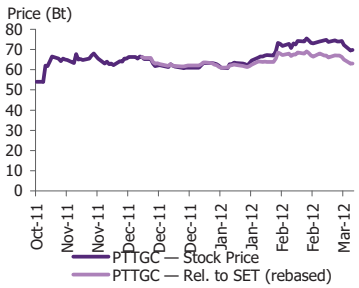
ผลการดำเนินงานมีแนวโน้มปรับตัวดีขึ้นหลังรวมกิจการ

- **เรายังคงมุมมองด้านบวกต่อแนวโน้มผลการดำเนินงานของ PTTGC**
- **กลยุทธ์ "3 เสาหลัก" จะช่วยสนับสนุนให้ผลการดำเนินงานในอนาคต**
- **ราคาหุ้นมีแนวโน้ม Upside มากกว่า 40% คงคำแนะนำ "ซื้อ"**

Stock Data

Last close (Mar 16) (Bt)	71.00
12-m target price (Bt)	105.00
Upside (Downside) to TP (%)	47.89
Mkt cap (Btbn)	319.97
Mkt cap (US$mn)	10,412
Bloomberg code	PTTGC TB
Reuters code	PTTG.BK
Risk rating	M
Mkt cap (%) SET	3.33
Sector % SET	5.80
Shares issued (mn)	4,507
Par value (Bt)	10
12-m high / low (Bt)	76 / 53.3
Avg. daily 6m (US$mn)	40.83
Foreign limit / actual (%)	37 / 24
Free float (%)	49.2
Dividend policy (%)	≥ 30

Price Performance



Source: SET, SCBS Investment Research

Share performance

	1M	3M	12M
Absolute	-4.4	–	–
Relative to SET	-9.2	–	–

Source: SET, SCBS Investment Research

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

หุ้นที่ได้ประโยชน์จากราคาน้ำมันที่สูงขึ้น PTTGC เป็นหนึ่งในหุ้น top picks ไตรมาส 2 ปี 2555 ของเรา โดยส่วนหนึ่งเป็นเพราะเรามองว่า PTTGC เป็นหุ้นที่จะได้รับประโยชน์จากราคาน้ำมันที่สูงขึ้น โดยมีสาเหตุมาจากการทำสัญญาซื้อวัตถุดิบสำหรับผลิตภัณฑ์สายโอเลฟินส์ จาก PTT โดยใช้สูตร netback ราคาน้ำมันที่สูงขึ้นมีแนวโน้มที่จะผลักดันให้ราคาผลิตภัณฑ์ปิโตรเคมีปรับตัวสูงขึ้น และหนุนให้ส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ของ PTTGC กว้างขึ้นในปี 2555 เนื่องจากราคาก๊าซที่ใช้เป็นวัตถุดิบตั้งต้นมีเสถียรภาพมากขึ้น นอกจากนี้ผู้ผลิตโอเลฟินส์ที่ใช้แนฟทาเป็นวัตถุดิบก็น่าจะลดอัตราการดำเนินงานลงด้วย เนื่องจากส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ปรับตัวลดลง นอกจากนี้แล้วแนวโน้มผลการดำเนินงานของ PTTGC ก็เป็นบวกด้วย โดยคาดว่ากำไรจากการดำเนินธุรกิจปกติในปี 2555 จะปรับตัวเพิ่มขึ้น 21% แม้กำไรปรับตัวเพิ่มขึ้นมามากแล้วถึง 191% ในปี 2554

แนวโน้มปี 2555 เราอิงประมาณการของเราบนสมมติฐานที่ว่าส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์โพลีเอทิลีนจะฟื้นตัวดีขึ้นตั้งแต่งวดครึ่งหลังปี 2555 เป็นต้นไป เพราะอุปสงค์ที่เพิ่มขึ้นโดยส่วนใหญ่มาจากจีนจะสามารถดูดซับอุปทานที่เพิ่มขึ้น นอกจากนี้เราก็คาดว่า PTTGC จะได้รับประโยชน์จากโครงการเพิ่มประสิทธิภาพการผลิตร่วม (synergy projects) ที่จะค่อยๆ เกิดขึ้นให้เห็น บวกกับส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์อะโรเมติกส์ที่ดีขึ้นด้วย ในด้านของปริมาณการผลิตนั้น ปริมาณการผลิตโอเลฟินส์ของ PTTGC น่าจะปรับตัวเพิ่มขึ้นจากปีก่อนโดยได้รับปัจจัยหนุนจากก๊าซที่ใช้เป็นวัตถุดิบมีมากขึ้นจากการเดินเครื่องผลิตตลอดทั้งปีของโรงแยกก๊าซแห่งที่ 6 อย่างไรก็ตาม ปริมาณการผลิตของบริษัทน่าจะลดลงในไตรมาส 1 ปี 2555 จากการหยุดซ่อมบำรุงโรงงานโอเลฟินส์และโรงงานอะโรเมติกส์ตามกำหนดเป็นเวลา 40 วัน

ยังคงเป็นปีที่ดีสำหรับผลิตภัณฑ์สายอะโรเมติกส์ ผลิตภัณฑ์อะโรเมติกส์จะเป็นปัจจัยสำคัญที่ช่วยสนับสนุนส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์โดยรวมอย่างต่อเนื่อง ภาพใน Figure 3 แสดงให้เห็นว่า พาราไซลีนและเบนซีนเป็นผลิตภัณฑ์เพียงไม่กี่อย่างที่มีส่วนต่างราคาดีขึ้นในไตรมาส 1 ปี 2555 หลังจากปรับตัวลดลงในไตรมาส 4 ปี 2554 ราคาพาราไซลีนและเบนซีนเฉลี่ยในไตรมาส 1 ปี 2555 ยังอยู่ในระดับที่ดี โดยปรับตัวเพิ่มขึ้น 10-18% จากไตรมาสก่อนหน้า เราเชื่อว่าส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ที่ดีเช่นนี้จะเกิดขึ้นต่อเนื่องในปี 2555 เพราะภาวะอุปสงค์/อุปทานค่อนข้างตึงตัว โดยเฉพาะพาราไซลีน โดยได้รับปัจจัยหนุนจากอุปสงค์ที่เพิ่มขึ้นจากโรงงาน PTA แห่งใหม่ นอกจากนี้เรายังคาดการณ์ด้วยว่าส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์เบนซีนจะยังอยู่ในระดับที่ดีหลังจากปรับตัวลดลงในปี 2554 โดยมีสาเหตุมาจากการชะลอตัวของอุตสาหกรรมยานยนต์และอิเลคทรอนิกส์อันเป็นผลมาจากภัยพิบัติทางธรรมชาติในญี่ปุ่นและไทย อุตสาหกรรมเหล่านี้น่าจะกลับมาดำเนินการผลิตได้ตามปกติในปลายไตรมาส 1 ปี 2555 ถึงไตรมาส 2 ปี 2555

3 เสาหลักที่เป็นตัวกำหนดทิศทางกลยุทธ์ ภายหลังการควบรวมธุรกิจโอเลฟินส์กับธุรกิจอะโรเมติกส์เข้าด้วยกัน PTTGC ก็กำหนดทิศทางกลยุทธ์ระยะยาวซึ่งเน้นไปที่ 3 เสาเหลัก คือ 1) การสร้างความแข็งแกร่งให้กับธุรกิจหลัก (ผลิตภัณฑ์ปิโตรเคมีขั้นต้นและขั้นกลางที่มีอยู่เดิม) 2) ต่อยอดผลิตภัณฑ์ (ผลิตภัณฑ์มูลค่าเพิ่ม เช่น โพลียูรีเทน) และ 3) ธุรกิจสีเขียวและแปรรูป (หลักๆ คือ เคมีภัณฑ์/พลาสติกชีวภาพ) ซึ่งจะต้องใช้เงินลงทุนรวม 4.5 พันล้านดอลลาร์สหรัฐในระยะ 5 ปีข้างหน้า โดยจะใช้แหล่งเงินทุนจากกระแสเงินสดภายในบริษัทกับเงินกู้ยืมใหม่อย่างละครึ่ง ซึ่งจะเป็นการลงทุนรอบใหม่ของ PTTGC หลังจากบริษัทเข้าลงทุนในโรงแครกเกอร์เอทิลีนและโรงงานที่ใช้เอทิลีนเป็นวัตถุดิบที่เริ่มเดินเครื่องผลิตในปี 2553

คงคำแนะนำ "ซื้อ" เพราะราคาหุ้นมี Upside สูง PTTGC เป็น Top pick ของเราในกลุ่มปิโตรเคมี และเราแนะนำ "ซื้อ" PTTGC ด้วยราคาเป้าหมาย 105 บาท/หุ้น โดยอิงกับ PBV ปี 2555 ที่ 1.8 เท่า ซึ่งให้ Upside มากกว่า 40% ความเสี่ยง Downside ต่อประมาณการของเรา คือ ส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ต่ำกว่าคาด การหยุดผลิตนอกแผน และต้นทุนการผลิตหลังควบรวมกิจการสูงกว่าคาด

Forecasts and Valuation

Year to 31 Dec	Unit	2010	2011	2012F	2013F	2014F
Revenue	(Btmn)	376,701	497,663	536,838	550,998	544,989
EBITDA	(Btmn)	30,929	51,341	65,756	67,336	69,186
Core profit	(Btmn)	10,712	31,245	37,664	38,804	40,336
Reported profit	(Btmn)	15,521	30,070	37,664	38,804	40,336
Core EPS	(Bt)	2.38	6.93	8.35	8.60	8.94
DPS	(Bt)	1.73	2.88	3.40	3.50	4.00
P/E, core	(x)	29.8	10.3	8.5	8.3	7.9
EPS growth, core	(%)	(0.5)	190.7	20.5	3.0	3.9
P/BV, core	(x)	1.4	1.6	1.4	1.3	1.2
ROE	(%)	5.5	14.3	17.0	15.7	14.8
Dividend yield	(%)	2.4	4.1	4.8	4.9	5.6
EV/EBITDA	(x)	13.6	8.0	6.1	5.5	4.6

Source: SCBS Investment Research

Financial statement

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	2010	2011	2012F	2013F	2014F
Total revenue	376,701	497,663	536,838	550,998	544,989
Cost of goods sold	348,147	452,626	474,709	487,253	479,798
Gross profit	**28,554**	**45,037**	**62,129**	**63,746**	**65,190**
SG&A	9,554	9,381	12,395	12,674	12,740
Other income	1,038	2,044	586	438	519
Interest expense	5,670	5,452	4,249	3,938	3,391
Pre-tax profit	**14,369**	**32,249**	**46,071**	**47,572**	**49,579**
Corporate tax	2,432	3,102	8,643	8,973	9,396
Equity a/c profits	427	2,262	2,219	2,247	2,276
Minority interests	(1,652)	(164)	(1,982)	(2,042)	(2,123)
Core profit	**10,712**	**31,245**	**37,664**	**38,804**	**40,336**
Extra-ordinary items	4,809	(1,175)	0	0	0
Net Profit	**15,521**	**30,070**	**37,664**	**38,804**	**40,336**
EBITDA	30,929	51,341	65,756	67,336	69,186
Core EPS (Bt)	**2.38**	**6.93**	**8.35**	**8.60**	**8.94**
Net EPS (Bt)	3.45	6.67	8.35	8.60	8.94
DPS (Bt)	1.73	2.88	3.40	3.50	4.00

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	4Q10	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11
Total revenue	103,703	104,713	132,931	155,189	104,830
Cost of goods sold	91,106	88,667	118,065	147,166	98,730
Gross profit	**12,597**	**16,046**	**14,866**	**8,024**	**6,101**
SG&A	3,956	1,874	2,704	2,023	2,780
Other income	464	263	958	445	378
Interest expense	1,912	1,226	1,712	1,300	1,213
Pre-tax profit	**7,193**	**13,209**	**11,409**	**5,146**	**2,485**
Corporate tax	627	1,698	882	281	241
Equity a/c profits	(1,053)	489	(375)	2,271	(123)
Minority interests	(1,322)	(118)	(1,014)	738	230
Core profit	**4,191**	**11,882**	**9,138**	**7,873**	**2,352**
Extra-ordinary items	1,308	(725)	(694)	482	(239)
Net Profit	**5,499**	**11,157**	**8,444**	**8,356**	**2,113**
EBITDA	11,940	17,664	16,372	10,412	6,892
Core EPS (Bt)	**0.93**	**2.64**	**2.03**	**1.75**	**0.52**
Net EPS (Bt)	1.22	2.48	1.87	1.85	0.47

Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	2010	2011	2012F	2013F	2014F
Total current assets	94,349	105,237	127,001	146,057	185,162
Total fixed assets	314,166	267,730	255,877	249,452	242,657
Total assets	**408,515**	**372,967**	**382,878**	**395,509**	**427,819**
Total loans	123,367	115,177	100,205	86,705	81,205
Total current liabilities	54,405	60,067	57,999	50,840	72,477
Total long-term liabilities	124,166	104,445	90,951	85,458	70,587
Total liabilities	**178,571**	**164,512**	**148,951**	**136,298**	**143,064**
Paid-up capital	44,949	45,108	45,108	45,108	45,108
Total equity	**229,944**	**208,454**	**233,927**	**259,211**	**284,754**
BVPS (Bt)	**49.41**	**44.01**	**49.21**	**54.37**	**59.56**

Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	4Q10	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11
Total current assets	94,349	98,651	115,054	113,471	105,237
Total fixed assets	314,166	232,907	310,519	231,017	267,730
Total assets	**408,515**	**331,559**	**425,573**	**344,487**	**372,967**
Total loans	123,367	103,388	129,970	110,688	115,177
Total current liabilities	54,405	46,946	51,485	67,630	60,067
Total long-term liabilities	124,166	102,538	128,881	90,838	104,445
Total liabilities	**178,571**	**149,484**	**180,366**	**158,468**	**164,512**
Paid-up capital	44,949	44,973	45,039	45,060	45,108
Total equity	**229,944**	**182,074**	**245,207**	**186,020**	**208,454**
BVPS (Bt)	**49.41**	**40.05**	**52.31**	**41.28**	**44.01**

Cash Flow Statement (Btmn)

FY December 31	2010	2011	2012F	2013F	2014F
Core Profit	10,712	31,245	37,664	38,804	40,336
Depreciation and amortization	10,891	13,641	15,436	15,826	16,216
Operating cash flow	44,740	37,897	30,417	52,666	79,196
Investing cash flow	(11,227)	(12,016)	(8,553)	(20,370)	(39,391)
Financing cash flow	(24,890)	(27,943)	(32,152)	(27,020)	(20,293)
Net cash flow	**8,623**	**(2,062)**	**(10,288)**	**5,276**	**19,513**

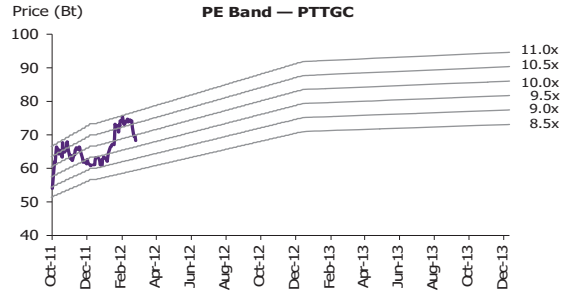
Main Assumptions

	2010	2011	2012F	2013F	2014F
Utilization rate - Olefins (%)	68	92	95	95	95
Utilization rate - Aromatics (%)	85	88	100	100	100
Utilization rate - Oil Refinery (%)	100	90	100	100	100
HDPE-naphtha spread (US$/t)	511	451	542	571	533
PX-condensate spread (US$/t)	396	616	650	630	520
Market GRM (US$/bbl)	5.1	6.4	7.1	7.3	7.4

Key Financial Ratios

	2010	2011	2012F	2013F	2014F
Gross margin(%)	7.6	9.0	11.6	11.6	12.0
Operating margin(%)	5.0	7.2	9.3	9.3	9.6
EBITDA margin(%)	8.2	10.3	12.2	12.2	12.7
EBIT margin(%)	5.3	7.6	9.4	9.3	9.7
Net profit margin(%)	4.1	6.0	7.0	7.0	7.4
ROE (%)	5.5	14.3	17.0	15.7	14.8
ROA (%)	3.0	8.0	10.0	10.0	9.8
Net D/E (x)	0.4	0.4	0.4	0.2	(0.0)
Interest coverage (x)	5.5	9.4	15.5	17.1	20.4
Debt service coverage (x)	1.3	2.6	3.1	3.4	6.3
Payout Ratio (%)	50.1	43.3	40.7	40.7	44.7

PE Band Chart

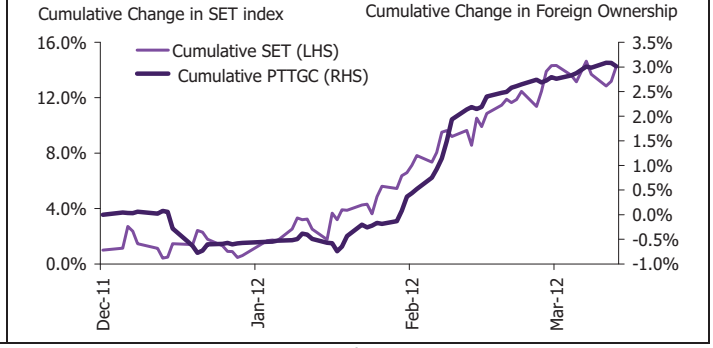


12-Month Cumulative directors trade

NA

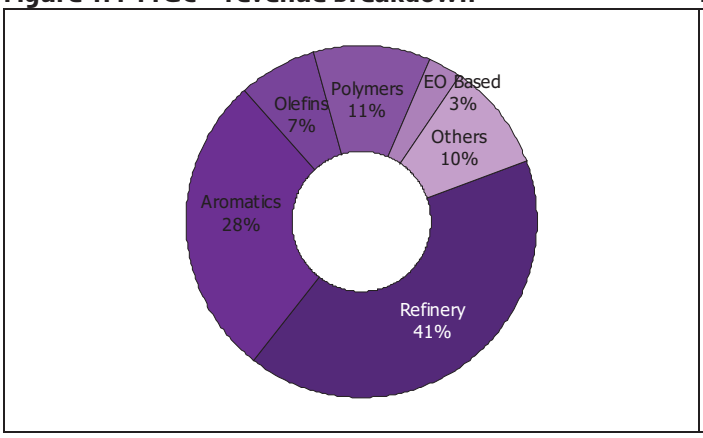
Source: SEC

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



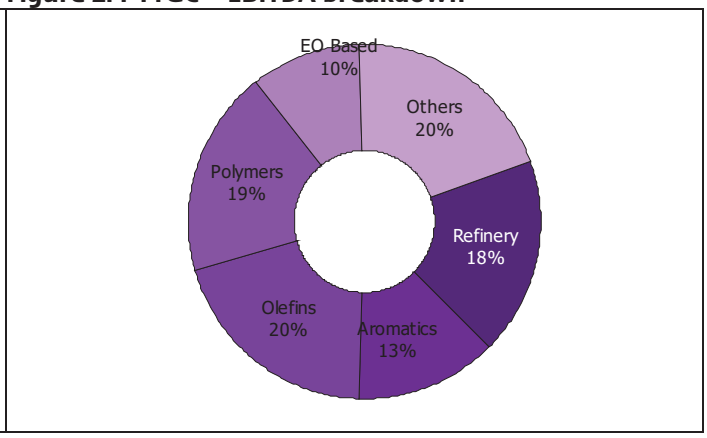
Source: SET, SCBS Investment Research

Figure 1: PTTGC – revenue breakdown



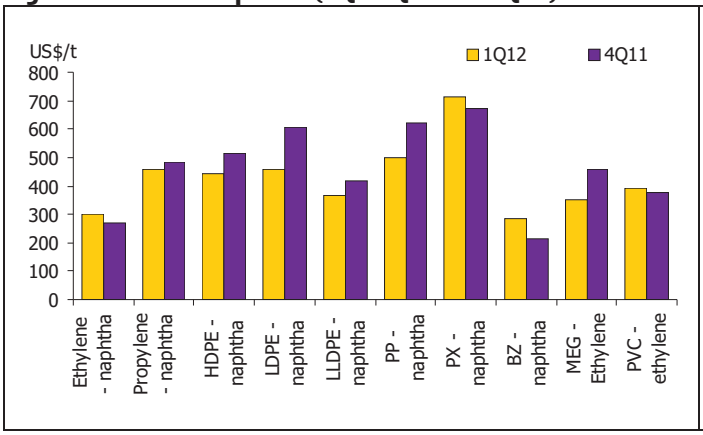
Source: PTTGC, SCBS Investment Research

Figure 2: PTTGC – EBITDA breakdown



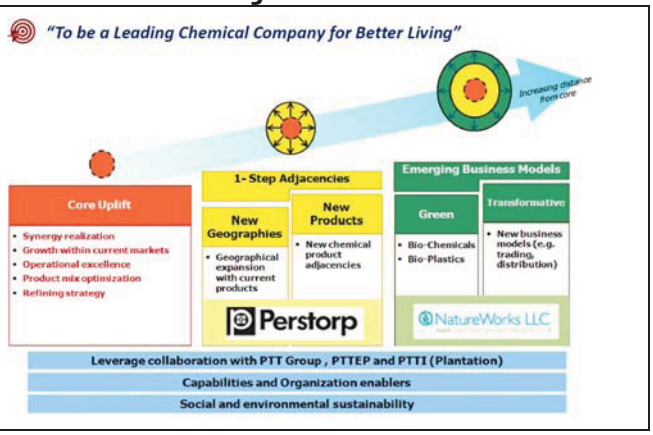
Source: PTTGC, SCBS Investment Research

Figure 3: Product spread (1Q12 QTD vs. 4Q11)



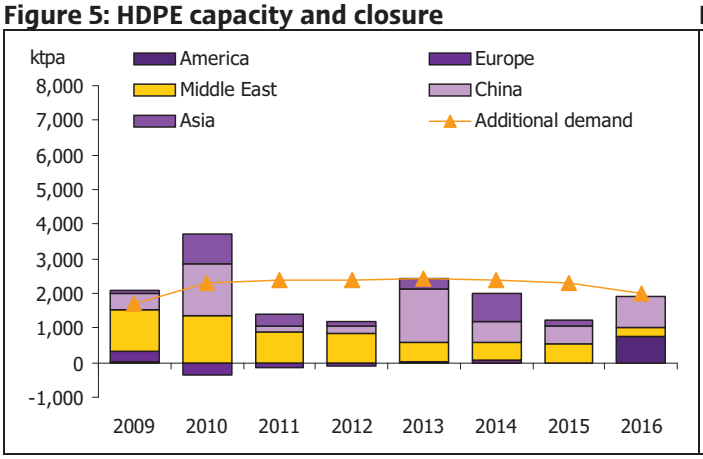
Source: Datastream, SCBS Investment Research

Figure 4: PTTGC – strategic direction



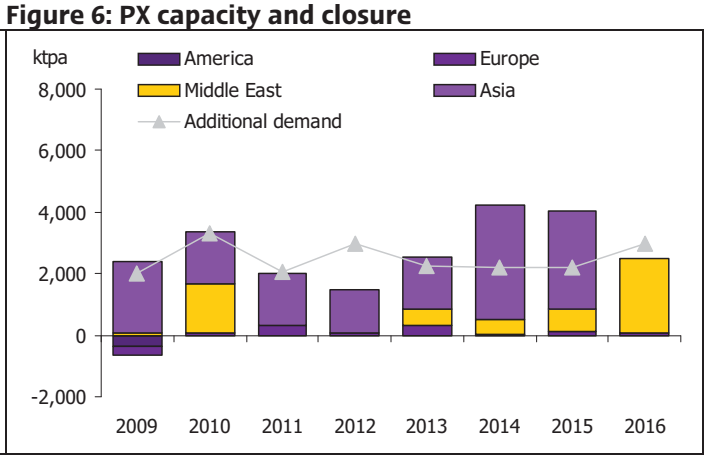
Source: PTTGC

Figure 5: HDPE capacity and closure



Source: CMAI, PTTGC, SCBS Investment Research

Figure 6: PX capacity and closure



Source: PCI, PTTGC, SCBS Investment Research

This page is left blank intentionally

ซื้อ

ยังคงรั้งตำแหน่งหุ้นน่าลงทุนในไตรมาส 2/55

- **แนวโน้มที่เป็นบวกของธุรกิจโรงกลั่นน้ำมันในภูมิภาคเอเชียเป็นปัจจัยสนับสนุน**
- **คาดผลการดำเนินงานที่แข็งแกร่งในไตรมาส 1/55 จะช่วยดึงดูดความสนใจของนักลงทุน**
- **TOP ยังเทรดที่ Valuation ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยในอดีตและจุดสูงสุดในปี 2554**

ยังคงน่าสนใจแม้ราคาหุ้นปรับตัวขึ้นมาแล้ว 24% TOP ยังคงเป็นหุ้นที่เราเด่นที่เราแนะนำให้ลงทุนในไตรมาส 2 ปี 2555 เนื่องจากผลการดำเนินงานของบริษัทมีแนวโน้มปรับตัวดีขึ้นและราคาน้ำมันที่สูงขึ้นน่าจะช่วยสนับสนุนให้บริษัทมีกำไรจากสต็อกน้ำมันเพิ่มขึ้น เราคาดว่าตลาดจะพุ่งความสนใจไปที่ผลการดำเนินงานที่แข็งแกร่งในไตรมาส 1 ปี 2555 ของบริษัท ซึ่งน่าจะมีกำไรพิเศษเกิดขึ้นอีกเหมือนในไตรมาส 1 ปี 2554 กระแสข่าวล่าสุดเกี่ยวกับแนวโน้มที่รัฐบาลจะปรับเพิ่มเกณฑ์การสำรองน้ำมันตามกฎหมายได้เข้าครอบงำแนวโน้มผลการดำเนินงานที่แข็งแกร่งของ TOP เราเชื่อว่านักลงทุนกังวลเกี่ยวกับเรื่องนี้มากเกินไป และยังคงคำแนะนำ “ซื้อ” TOP ด้วยราคาเป้าหมาย 95 บาท/หุ้น

ค่าการกลั่นน่าจะยังอยู่ในระดับที่ดีโดยได้รับปัจจัยหนุนจากอุปสงค์ที่แข็งแกร่งในภูมิภาคเอเชีย เราคาดว่าธุรกิจโรงกลั่นของ TOP จะยังมีแนวโน้มที่ดีโดยได้รับปัจจัยหนุนจากอุปสงค์ที่แข็งแกร่งในตลาดเอเชียเกิดใหม่โดยเฉพาะจีนและอินเดีย นอกจากนี้การปิดโรงกลั่นในยุโรปและสหรัฐฯ เพิ่มมากขึ้น โดยมีสาเหตุมาจากปัญหาสภาพคล่องก็จะเป็นปัจจัยสนับสนุนฝั่งอุปทาน รายงานของ FACTS Global Energy ระบุว่า กำลังการกลั่นเพิ่มเติมสุทธิในปี 2555 น่าจะมีน้อยกว่าที่กังวลกันมาก หรืออยู่ที่ระดับเพียง 0.4 ล้านบาร์เรลต่อวัน เทียบกับอุปสงค์ที่ขยายตัว 1 ล้านบาร์เรลต่อวัน เราคาดว่าค่าการกลั่นจะยังอยู่ในระดับสูงต่อไปในระยะ 2-3 ปีข้างหน้า โดยวัฏจักรของธุรกิจโรงกลั่นในปัจจุบันจะปรับตัวขึ้นถึงจุดสูงสุดในปี 2558 เมื่อโรงกลั่นใหม่ในตะวันออกกลางเริ่มเดินเครื่องผลิต

ส่วนต่างราคาพาราไซลีนยังคงดี เรายังคงมุมมองด้านบวกต่อแนวโน้มพาราไซลีนโดยได้รับปัจจัยหนุนจากแนวโน้มอุปสงค์/อุปทานที่ดี โดยเฉพาะอย่างยิ่งในปี 2555 เนื่องจากจะมีอุปสงค์พาราไซลีนจำนวนมากจากโรงงาน PTA ใหม่ๆ โดยเฉพาะตลาดภายในประเทศจีน สถานการณ์อุปทานพาราไซลีนตึงตัวจะเกิดขึ้นต่อเนื่องในระยะกลางโดยมีสาเหตุมาจากการขาดแคลนวัตถุดิบจากโรงกลั่นในตลาดภูมิภาค เราคาดว่าอุปสงค์/อุปทานของพาราไซลีนจะอยู่ในภาวะสมดุลในปี 2557 เป็นอย่างเร็ว เพราะจะมีวัตถุดิบเพิ่มมากขึ้นจากการขยายกำลังการกลั่นในตลาดภูมิภาค ทั้งนี้พาราไซลีนเป็นผลิตภัณฑ์ปิโตรเคมีเพียงไม่กี่อย่างที่ส่วนต่างราคาในไตรมาส 1 ปี 2555 ฟื้นตัวดีขึ้นจากไตรมาสก่อนหน้า

คาดผลการดำเนินงานไตรมาส 1/55 แข็งแกร่ง เราเชื่อว่ากำไรในไตรมาส 1 ปี 2555 ของ TOP น่าจะปรับตัวเพิ่มขึ้นมากเช่นเดียวกับไตรมาส 1 ปี 2554 เนื่องจากราคาน้ำมันปรับตัวเพิ่มขึ้นมาก ค่าการกลั่นดี และส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์พาราไซลีนกว้างขึ้น เมื่ออิงกับราคาน้ำมันในปัจจุบัน เราคาดว่า TOP จะมีกำไรจากสต็อกน้ำมันมากกว่า 5 ดอลลาร์สหรัฐ/บาร์เรล หรือประมาณ 3.8 พันล้านบาท เทียบกับระดับ 5.6 ดอลลาร์สหรัฐ/บาร์เรลในไตรมาส 1 ปี 2554

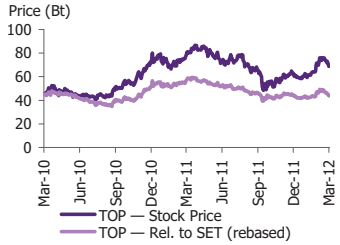
คงคำแนะนำ “ซื้อ” และราคาเป้าหมาย 95 บาท ราคาหุ้น TOP ฟื้นตัวกลับขึ้นมา 24% แล้วนับตั้งแต่ต้นปี 2555 แต่ยังต่ำกว่าจุดสูงสุดในปี 2554 อยู่ 16% ปัจจุบัน TOP เทรดที่ PBV ปี 2555 ที่น่าดึงดูดในระดับ 1.6 เท่า ซึ่งยังต่ำกว่า PBV เฉลี่ยนับตั้งแต่บริษัทนำหุ้นเข้าจดทะเบียนในตลาดฯ ในปี 2547 ที่ 1.7 เท่า และ PBV สูงสุดในปี 2554 ของบริษัทที่ 2.3 เท่า เนื่องจากเราพบเซอร์ไพรส์ที่เป็นบวกเพิ่มมากขึ้นเกี่ยวกับแนวโน้มเศรษฐกิจโลกและราคาน้ำมันก็มีแนวโน้มปรับเพิ่มขึ้นได้อีกโดยมีสาเหตุมาจากสถานการณ์ตึงเครียดต่อเนื่องในอิหร่าน ปัจจัยเหล่านี้น่าจะช่วยสนับสนุนค่าการกลั่นและส่วนต่างราคาพาราไซลีนให้อยู่ในระดับที่ดี ปัจจัยเสี่ยงที่สำคัญ คือ ความผันผวนของราคาน้ำมันที่จะส่งผลทำให้เกิดขาดทุนจากสต็อกน้ำมันและสินค้าคงคลังจำนวนมาก และราคาพาราไซลีนผันผวน ปัจจัยเสี่ยงอีกอย่างหนึ่ง คือ ต้นทุนการถือครองน้ำมันสูงขึ้นถ้ารัฐบาลเพิ่มระดับสำรองน้ำมันตามกฎหมาย

Stock Data

Last close (Mar 16) (Bt)	71.00
12-m target price (Bt)	95.00
Upside (Downside) to TP (%)	33.80
Mkt cap (Btbn)	144.84
Mkt cap (US$mn)	4,713

Bloomberg code	TOP TB
Reuters code	TOP.BK
Risk rating	M
Mkt cap (%) SET	1.51
Sector % SET	24.05
Shares issued (mn)	2,040
Par value (Bt)	10
12-m high / low (Bt)	87.3 / 46.8
Avg. daily 6m (US$mn)	24.84
Foreign limit / actual (%)	40 / 24
Free float (%)	50.0
Dividend policy (%)	≥ 25

Price Performance



Source: SET, SCBS Investment Research

Share performance

	1M	3M	12M
Absolute	-6.6	15.4	-11.8
Relative to SET	-11.3	0.4	-25.7

Source: SET, SCBS Investment Research

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

Forecasts and Valuation

Year to 31 Dec	Unit	2010	2011	2012F	2013F	2014F
Revenue	(Btmn)	318,391	446,241	433,743	446,189	446,206
EBITDA	(Btmn)	17,481	29,609	28,435	29,770	34,331
Core profit	(Btmn)	5,706	15,288	14,931	16,449	18,619
Reported profit	(Btmn)	8,956	14,853	14,931	16,449	18,619
Core EPS	(Bt)	2.80	7.49	7.32	8.06	9.13
DPS	(Bt)	2.00	3.00	3.00	3.30	3.70
P/E, core	(x)	25.4	9.5	9.7	8.8	7.8
EPS growth, core	(%)	(47.4)	167.9	(2.3)	10.2	13.2
P/BV, core	(x)	1.9	1.7	1.5	1.4	1.2
ROE	(%)	7.7	19.0	16.7	16.6	16.9
Dividend yield	(%)	2.8	4.2	4.2	4.6	5.2
EV/EBITDA	(x)	10.0	5.7	5.2	4.6	3.5

Source: SCBS Investment Research

Financial statement

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	2010	2011	2012F	2013F	2014F
Total revenue	318,391	446,241	433,743	446,189	446,206
Cost of goods sold	307,903	423,307	411,015	422,223	417,842
Gross profit	**10,488**	**22,933**	**22,728**	**23,967**	**28,363**
SG&A	2,380	2,460	2,391	2,459	2,459
Other income	2,711	2,532	1,200	1,200	1,200
Interest expense	1,796	2,126	1,843	1,815	1,778
Pre-tax profit	**9,023**	**20,879**	**19,695**	**20,892**	**25,326**
Corporate tax	3,035	5,274	4,426	4,091	6,344
Equity a/c profits	(72)	37	0	0	0
Minority interests	(209)	(354)	(338)	(352)	(363)
Core profit	**5,706**	**15,288**	**14,931**	**16,449**	**18,619**
Extra-ordinary items	3,250	(435)	0	0	0
Net Profit	**8,956**	**14,853**	**14,931**	**16,449**	**18,619**
EBITDA	17,481	29,609	28,435	29,770	34,331
Core EPS (Bt)	**2.80**	**7.49**	**7.32**	**8.06**	**9.13**
Net EPS (Bt)	4.39	7.28	7.32	8.06	9.13
DPS (Bt)	2.00	3.00	3.00	3.30	3.70

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	4Q10	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11
Total revenue	81,244	111,842	109,167	115,536	109,696
Cost of goods sold	76,211	101,090	103,926	111,743	106,548
Gross profit	**5,034**	**10,752**	**5,241**	**3,793**	**3,148**
SG&A	981	485	631	515	829
Other income	1,118	518	651	645	717
Interest expense	451	543	524	541	519
Pre-tax profit	**4,719**	**10,242**	**4,737**	**3,383**	**2,517**
Corporate tax	1,392	2,808	1,252	979	236
Equity a/c profits	(26)	24	26	(6)	(7)
Minority interests	(304)	(63)	(104)	(81)	(106)
Core profit	**2,997**	**7,396**	**3,407**	**2,317**	**2,168**
Extra-ordinary items	557	(168)	(163)	201	(305)
Net Profit	**3,554**	**7,228**	**3,245**	**2,518**	**1,862**
EBITDA	6,876	12,466	6,954	5,629	4,560
Core EPS (Bt)	**1.47**	**3.63**	**1.67**	**1.14**	**1.06**
Net EPS (Bt)	1.74	3.54	1.59	1.23	0.91

Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	2010	2011	2012F	2013F	2014F
Total current assets	74,724	84,149	92,266	104,558	118,092
Total fixed assets	72,424	70,938	62,666	58,653	54,476
Total assets	**147,148**	**155,087**	**154,932**	**163,211**	**172,568**
Total loans	44,024	42,933	39,019	36,516	34,013
Total current liabilities	27,374	26,900	21,511	22,020	21,833
Total long-term liabilities	44,204	43,153	39,239	36,736	34,234
Total liabilities	**71,577**	**70,053**	**60,750**	**58,757**	**56,067**
Paid-up capital	20,400	20,400	20,400	20,400	20,400
Total equity	**75,570**	**85,034**	**94,182**	**104,455**	**116,501**
BVPS (Bt)	**37.04**	**41.68**	**46.17**	**51.20**	**57.11**

Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	4Q10	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11
Total current assets	74,724	97,631	97,635	91,092	84,149
Total fixed assets	72,424	72,148	71,906	71,404	70,938
Total assets	**147,148**	**169,779**	**169,541**	**162,496**	**155,087**
Total loans	44,024	48,841	45,448	39,851	42,711
Total current liabilities	27,374	38,558	41,631	41,052	26,900
Total long-term liabilities	44,204	48,484	44,857	38,434	43,153
Total liabilities	**71,577**	**87,042**	**86,488**	**79,486**	**70,053**
Paid-up capital	20,400	20,400	20,400	20,400	20,400
Total equity	**75,570**	**82,737**	**83,053**	**83,010**	**85,034**
BVPS (Bt)	**37.04**	**40.56**	**40.71**	**40.69**	**41.68**

Cash Flow Statement (Btmn)

FY December 31	2010	2011	2012F	2013F	2014F
Core Profit	5,706	15,288	14,931	16,449	18,619
Depreciation and amortization	6,662	6,604	6,898	7,063	7,227
Operating cash flow	13,536	17,602	24,233	22,414	25,908
Investing cash flow	(4,030)	(5,580)	1,375	(3,050)	(3,050)
Financing cash flow	(4,907)	(7,110)	(9,696)	(8,679)	(9,076)
Net cash flow	**4,599**	**4,912**	**15,912**	**10,685**	**13,782**

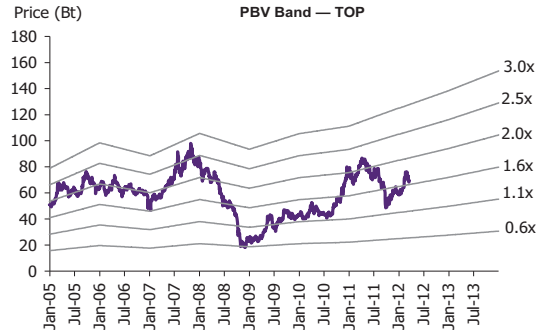
Main Assumptions

	2010	2011	2012F	2013F	2014F
Dubai crude oil (US$/bbl)	78	102	104	108	108
Avg. GIM (US$/bbl)	5.7	7.8	8.1	8.4	8.7
PX spread vs. ULG95 (US$/t)	296	525	500	450	450
Utilization rate - refinery (%)	95	100	100	100	100
Utilization rate - petchem (%)	85	86	86	86	86
FX (Bt/US$)	31.70	30.50	30.50	30.50	30.50

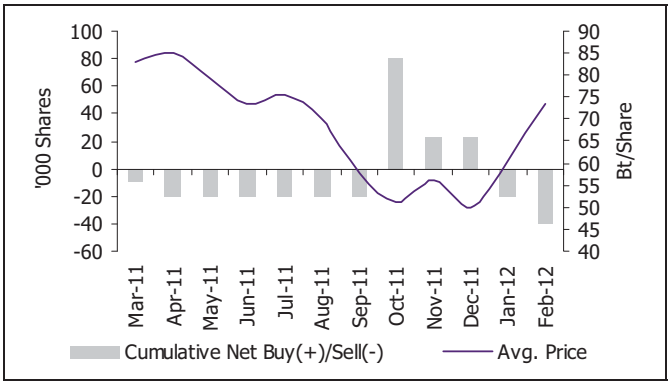
Key Financial Ratios

	2010	2011	2012F	2013F	2014F
Gross margin(%)	3.3	5.1	5.2	5.4	6.4
Operating margin(%)	2.5	4.6	4.7	4.8	5.8
EBITDA margin(%)	5.5	6.6	6.6	6.7	7.7
EBIT margin(%)	3.4	5.2	5.0	5.1	6.1
Net profit margin(%)	2.8	3.3	3.4	3.7	4.2
ROE (%)	7.7	19.0	16.7	16.6	16.9
ROA (%)	4.0	10.1	9.6	10.3	11.1
Net D/E (x)	0.4	0.3	0.0	-0.1	-0.2
Interest coverage (x)	9.7	13.9	15.4	16.4	19.3
Debt service coverage (x)	3.3	5.8	5.9	6.2	7.2
Payout Ratio (%)	45.6	41.2	41.0	40.9	40.5

PBV Band Chart

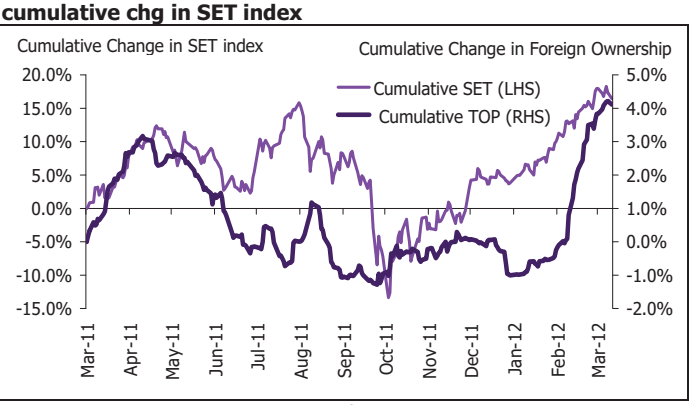


12-Month Cumulative directors trade



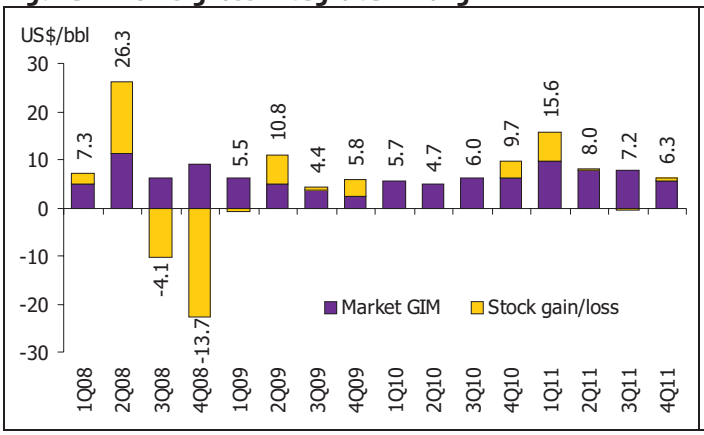
Source: SEC

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



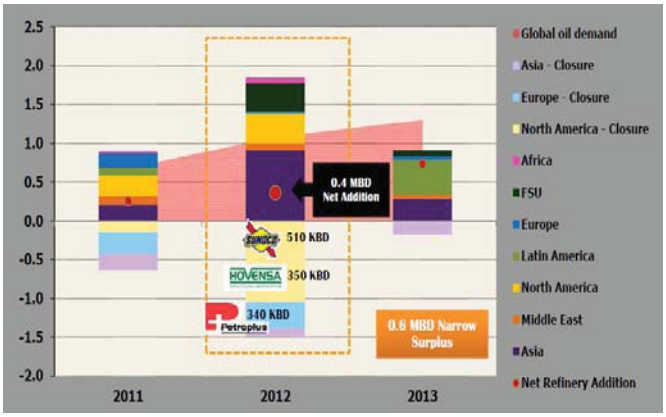
Source: SET, SCBS Investment Research

Figure 1: TOP's gross integrated margin



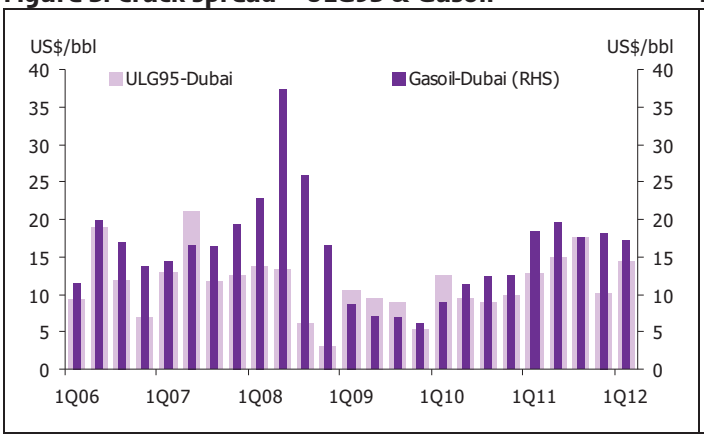
Source: Reuters, TOP, SCBS Investment Research

Figure 2: Net refinery addition and demand



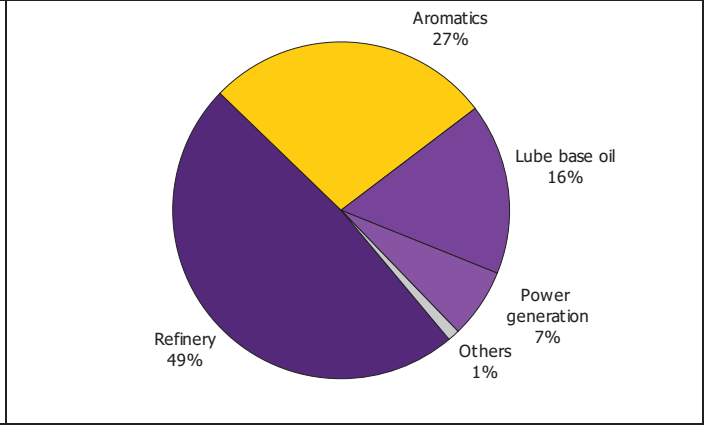
Source: FACTS Global Energy, KBC, Reuters, TOP

Figure 3: Crack spread – ULG95 & Gasoil



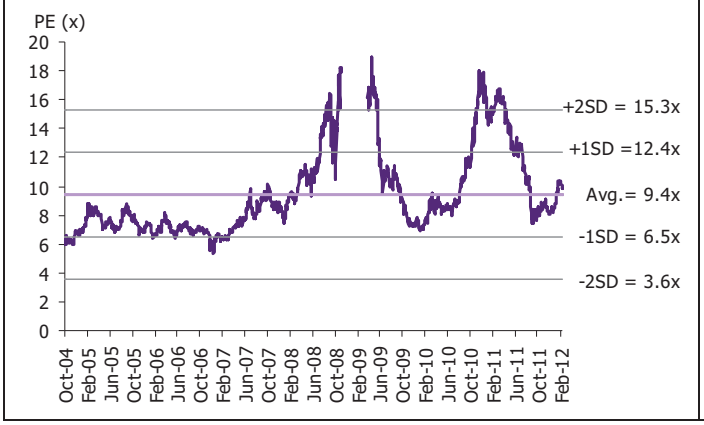
Source: Bloomberg Finance LP, SCBS Investment Research

Figure 4: Profit breakdown (2011)



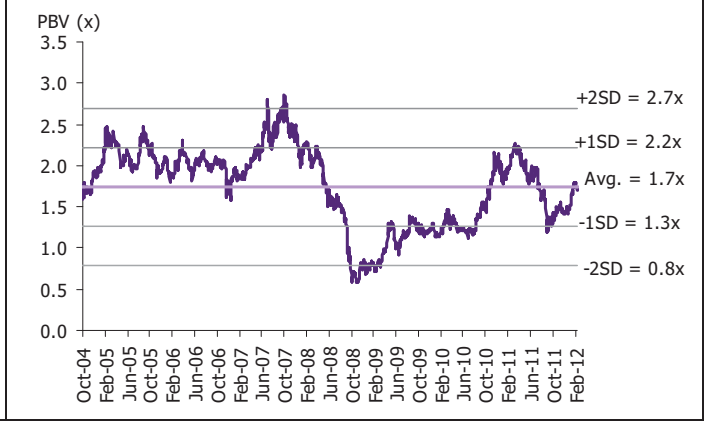
Source: BANPU, SCBS Investment Research

Figure 5: TOP's historical P/E



Source: SCBS Investment Research

Figure 6: TOP's historical PBV



Source: SCBS Investment Research

This page is left blank intentionally

กลุ่มอุตสาหกรรม

This page is left blank intentionally

ติดเครื่อง พร้อมเดินหน้า

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

- **สถานการณ์น้ำท่วมส่งผลกระทบทำให้ขาดทุนในไตรมาส 4/54 ตามคาด**
- **ช่วงเวลาอันเลวร้ายผ่านพ้นไปแล้ว ผลการดำเนินงานจะปรับตัวดีขึ้นในไตรมาส 1/55 เพราะการผลิตรถยนต์ฟื้นตัว**
- **SAT กับ STANLY เป็น Top picks**

ขาดทุนในไตรมาส 4/54 ตามคาด หุ้นกลุ่มยานยนต์ในการวิเคราะห์ของเรา (AH SAT และ STANLY) รายงานขาดทุนในไตรมาส 4 ปี 2554 ตามคาด เนื่องจากสถานการณ์น้ำท่วมทำให้เกิดปัญหาขาดแคลนชิ้นส่วนในการผลิตและหยุดการผลิตรถยนต์ชั่วคราว ผลการดำเนินงานของ SAT เป็นไปตามที่เราคาดการณ์ไว้ ในขณะที่ AH และ STANLY รายงานขาดทุนมากกว่าคาด โดย AH บันทึกขาดทุนจากการด้อยค่าของสินทรัพย์เนื่องจากโรงงานที่อยุธยาของบริษัทถูกน้ำท่วม ขณะที่ STANLY มีค่าใช้จ่ายเกี่ยวกับน้ำท่วมจำนวนมาก ปี 2554 เป็นปีที่ไม่ดีนักสำหรับกลุ่มยานยนต์ โดยครั้งแรกได้รับผลกระทบจากเหตุการณ์สึนามิในญี่ปุ่นในไตรมาส 2 ปี 2554 และหลังจากนั้นก็ได้รับผลกระทบจากสถานการณ์น้ำท่วมในไทยในไตรมาส 4 ปี 2554

ช่วงเวลาอันเลวร้ายผ่านพ้นไปแล้ว: การผลิตรถยนต์กลับสู่แนวโน้มขาขึ้น ข้อมูลที่เป็นบวกจากการรายงานของสภาอุตสาหกรรมแห่งประเทศไทย (ส.อ.ท.) เมื่อไม่นานนี้ ช่วยยืนยันการฟื้นตัวของอุตสาหกรรมยานยนต์ ยอดผลิตรถยนต์ในเดือน ม.ค. อยู่ที่ 1.4 แสนคัน ลดลง 4% จากช่วงเดียวกันของปีก่อน แต่เพิ่มขึ้น 41% จากเดือนก่อนหน้า ยอดผลิตรถยนต์ฟื้นตัวดีขึ้นอย่างต่อเนื่องหลังจากหยุดชะงักเพราะน้ำท่วม และสูงกว่ายอดผลิตรถยนต์เฉลี่ยต่อเดือนที่ 1.37 แสนคันในปี 2553 ซึ่งถือเป็นปีที่ดีสำหรับอุตสาหกรรมยานยนต์ ยอดผลิตรถยนต์ในเดือน ม.ค. คิดเป็นยอดผลิตรถยนต์เฉลี่ยทั้งปี 2555 ได้ที่ 1.7 ล้านคัน ใกล้เคียงกับประมาณการของเราที่ 1.85 ล้านคัน (+27% จากจำนวน 1.46 ล้านคันในปี 2554) ซึ่งชี้ให้เห็นว่ามีความเสี่ยงน้อยที่ยอดผลิตรถยนต์ในปี 2555 จะมีจำนวนไม่ถึงที่เราคาดการณ์ไว้

ความต้องการรถยนต์ในประเทศยังมีอยู่มาก เราเชื่อว่ามีความต้องการรถยนต์ในประเทศอยู่จำนวนมาก โดยคาดว่ายอดขายรถยนต์ในประเทศจะเพิ่มขึ้น 26% จากปีก่อน สู่จำนวน 1 ล้านคันในปีนี้ การส่งมอบรถยนต์ใหม่ต้องรอประมาณ 3 เดือน และรอนานสุด 9 เดือน เทียบกับ 1 เดือนในสถานการณ์ปกติ ระยะเวลารอที่นานขึ้นเป็นผลมาจากความต้องการซื้อที่สะสมมาตั้งแต่เกิดเหตุการณ์สึนามิในเดือน มี.ค. 2554 บวกกับความต้องการซื้อรถยนต์ใหม่และเปลี่ยนรถยนต์หลังน้ำท่วมในเดือน ต.ค.-พ.ย. 2554 จากการที่ผู้ซื้อเต็มใจที่จะรอเป็นหลักฐานที่ช่วยยืนยันว่าความต้องการรถยนต์ในปัจจุบันยังมีอยู่มาก นอกจากนี้เรายังคาดการณ์ด้วยว่านโยบายรัฐบาลในการลดภาษีสรรพสามิตให้แก่ผู้ซื้อรถคันแรกจะช่วยสนับสนุนให้ความต้องการรถยนต์ในประเทศปรับตัวเพิ่มขึ้น

ผลการดำเนินงานจะเริ่มเข้าสู่ช่วงขาขึ้นในไตรมาส 1/55 แนวโน้มอุตสาหกรรมที่เป็นบวกจะช่วยสนับสนุนให้กำไรของกลุ่มยานยนต์เติบโตอย่างแข็งแกร่ง และเราคาดว่าผลการดำเนินงานจะกลับสู่ช่วงขาขึ้นในไตรมาส 1 ปี 2555 เราเชื่อว่ายอดผลิตรถยนต์จำนวนมากจะช่วยหนุนให้รายได้เติบโตอย่างแข็งแกร่ง และจะสามารถชดเชยผลกระทบจากการขึ้นค่าจ้างขั้นต่ำในเดือน เม.ย. 2555 ได้ อันจะส่งผลทำให้กำไรของกลุ่มยานยนต์เติบโต 89% ในปี 2555 หลังจากลดลง 44% ในปี 2554

#1 top pick: SAT เราชอบปัจจัยพื้นฐานที่ดีของ SAT และคาดการณ์ถึงการฟื้นตัวของผลการดำเนินงานในรูป V shape ในปี 2555 การพูดคุยกับ SAT เมื่อไม่นานมานี้ทำให้เราพบว่าอัตราการใช้กำลังการผลิตของบริษัทปรับเพิ่มขึ้น และบริษัทคาดว่าจะอัตราการใช้กำลังการผลิตจะเพิ่มขึ้นถึงระดับ 85-90% ซึ่งเป็นระดับสูงตามปกติของบริษัทได้ในไตรมาส 1 ปี 2555 ปัจจุบัน SAT เทรดที่ PE ปี 2555 ระดับ 10 เท่า ต่ำกว่า PE เฉลี่ยในเดือน ก.ค./ส.ค. 2554 ที่ระดับประมาณ 13 เท่า ซึ่งเป็นช่วงที่ราคาหุ้น SAT ฟื้นตัวจากเหตุการณ์สึนามิในญี่ปุ่น ซึ่งหมายความว่าการฟื้นตัวหลังสถานการณ์น้ำท่วมคลี่คลายยังไม่ได้สะท้อนในราคาหุ้น

#2 top pick: STANLY เราเลือก STANLY เพราะราคาหุ้นยังปรับขึ้นไม่มาก เรารู้สึกว่าราคาหุ้น STANLY สะท้อนปัจจัยลบอันเป็นมาจากการปิดโรงงานของ Honda ที่เป็นลูกค้ารายใหญ่ และจำเป็นต้องใช้เวลาในการฟื้นฟูนานกว่าบริษัทผลิตรถยนต์รายอื่นๆ ไปเรียบร้อยแล้ว

ความเสี่ยง รัฐบาลอาจจะขึ้นภาษีสรรพสามิตซึ่งจะส่งผลทำให้ราคารถยนต์ในประเทศปรับเพิ่มขึ้นประมาณ 5% เรายังไม่มีรายละเอียดเกี่ยวกับเรื่องนี้ ดังนั้นจึงเร็วเกินไปที่จะนำปัจจัยนี้เข้ามารวมในประมาณการของเรา

Valuation summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					11A	12F	13F	11A	12F	13F	11A	12F	13F	11A	12F	13F	11A	12F	13F	11A	12F	13F
AH	Sell	13.30	12.0	(7.1)	n.m.	11.1	7.4	n.m.	n.m.	49.3	0.87	0.83	0.77	(1.4)	7.7	10.8	1.2	2.7	4.0	14.6	8.1	6.7
SAT	Buy	25.75	29.0	15.9	20.2	10.8	8.8	(46.5)	86.6	22.4	2.09	1.86	1.64	10.4	18.2	19.7	1.6	3.2	4.0	9.6	7.3	6.0
STANLY	Buy	175.00	184.0	9.2	12.9	8.7	7.6	(27.0)	47.7	14.2	1.50	1.35	1.21	12.1	16.3	16.7	2.7	4.0	4.6	5.4	3.9	3.2
Average					**16.5**	**10.2**	**8.0**	**(36.7)**	**67.2**	**28.6**	**1.49**	**1.35**	**1.21**	**7.0**	**14.1**	**15.7**	**1.9**	**3.3**	**4.2**	**9.9**	**6.4**	**5.3**

Source: SCBS Investment Research

Figure 1: Flooded by red ink in 4Q11

	Core earnings (Bt mn)					Growth		Core earnings (Bt mn)			% YoY Growth		
	4Q10	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	% YoY	% QoQ	2011	2012F	2013F	2011	2012F	2013F
AH	105	119	48	143	(371)	(451.8)	(359.9)	(61)	323	483	(117.0)	N.A.	49.3
SAT	171	206	102	233	(106)	(162.4)	(145.6)	434	810	991	(41.5)	86.6	22.4
STANLY*	346	344	234	451	(39)	(111.2)	(108.6)	1,040	1,536	1,754	(27.0)	47.7	14.2
Automotive sector	**622**	**669**	**384**	**827**	**(516)**	**(182.9)**	**(162.4)**	**1,414**	**2,670**	**3,228**	**(44.0)**	**88.8**	**20.9**

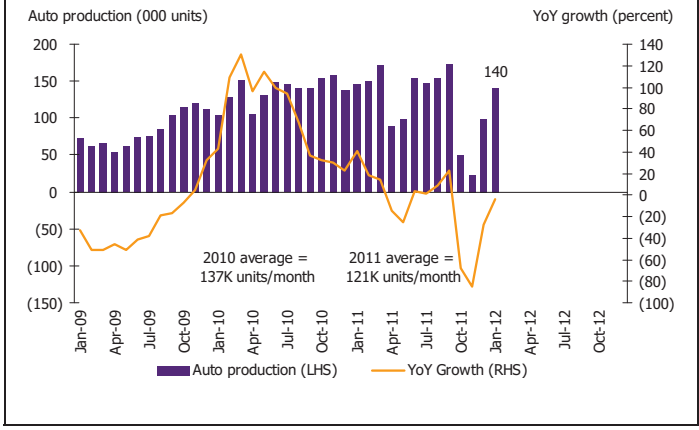
Source: SCBS Investment Research
*STANLY's fiscal year is end of March

Figure 2: January auto data

Units	Jan-12	Jan-11	% YoY	Dec 11	% MoM
Domestic auto sales	76,246	68,398	11.5%	54,575	39.7%
Auto export	54,191	68,082	-20.4%	35,046	54.6%
Auto production	140,404	146,234	-4.0%	99,426	41.2%

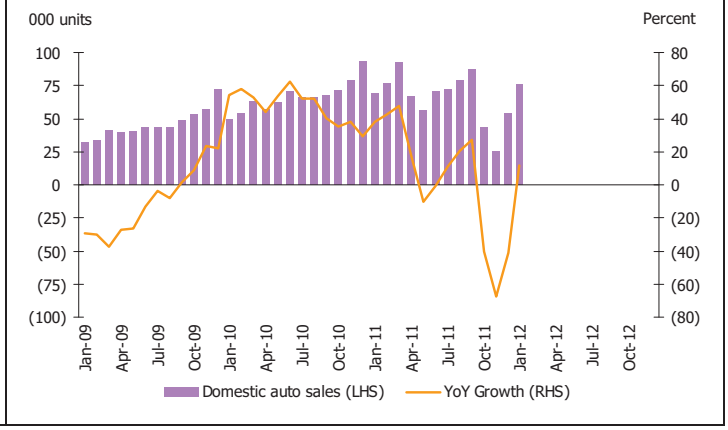
Source: The Federation of Thai Industries, Toyota Motor Thailand and SCBS Investment Research

Figure 3: January's auto production continued rising



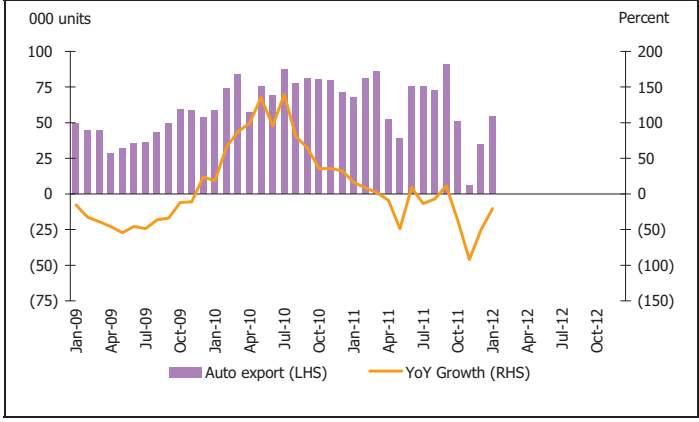
Source: The Federation of Thai Industries and SCBS Investment Research

Figure 4: January's domestic auto sales improved



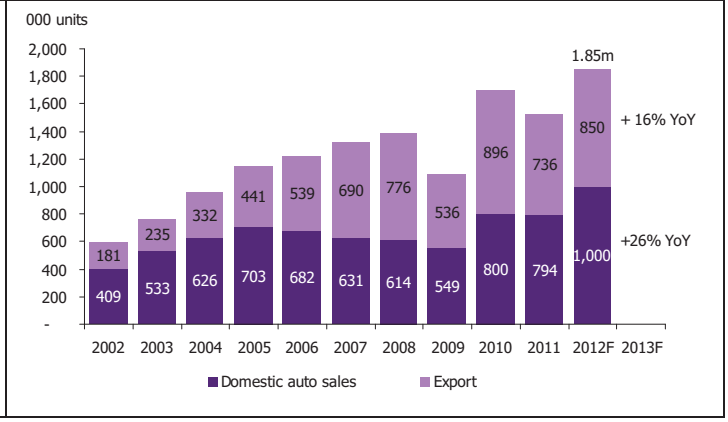
Source: The Federation of Thai Industries and SCBS Investment Research

Figure 5: January's auto exports improved



Source: The Federation of Thai Industries and SCBS Investment Research

Figure 6: 2012 auto production to grow to 1.85mn units



Source: SCBS Investment Research

เปลี่ยนมาเลือกหุ้นที่ราคายังปรับขึ้นไม่มากเป็น Top picks

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

- **แนวโน้มปี 2555: สินเชื่อขยายตัวดีต่อเนื่อง รายได้ค่าธรรมเนียมเพิ่มขึ้น ตั้งสำรองลดลง แต่ส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยสุทธิลดลง**
- **ไตรมาส 1/55: NPL เพิ่มขึ้น แต่ตั้งสำรองลดลง ส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยสุทธิลดลง สินเชื่อขยายตัวปานกลาง และเงินปันผลจากกองทุนวายุภักษ์ลดลงจากช่วงเดียวกันของปีก่อน**
- **Top picks: TISCO กับ TCAP เพราะราคาหุ้นยังปรับขึ้นไม่มาก**

คาดการณ์ผลการดำเนินงานไตรมาส 1/55 การสำรวจของ ธปท. พบว่าในไตรมาส 1 ปี 2555 ความต้องการสินเชื่อ SME ฟื้นตัวดีขึ้นจากไตรมาสก่อนหน้า และความต้องการสินเชื่อธุรกิจขนาดใหญ่อยู่ในระดับทรงตัวจากไตรมาสก่อนหน้า ส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยสุทธิน่าจะลดลงจากไตรมาสก่อนหน้าอันเป็นผลมาจากการลดอัตราดอกเบี้ยลง 0.125% (หลักๆ เป็นการลดอัตราดอกเบี้ยเงินกู้และอัตราดอกเบี้ยเงินฝากออมทรัพย์) หลังจากอัตราดอกเบี้ยนโยบายปรับลดลง 0.25% รายได้ค่าธรรมเนียมน่าจะฟื้นตัวดีขึ้นหลังจากได้รับผลกระทบจากสถานการณ์น้ำท่วมในไตรมาส 4 ปี 2554 กองทุนวายุภักษ์ประกาศจ่ายเงินปันผลจากผลการดำเนินงานงวดครึ่งหลังปี 2554 จำนวน 0.05 บาท/หุ้น ต่ำกว่าจำนวน 0.35 บาท/หุ้นในงวดครึ่งหลังปี 2553 โดยจะถูกรับรู้เป็นรายได้เงินปันผลในไตรมาส 1 ปี 2555 และจะส่งผลกระทบต่อ KTB มากที่สุด ตามมาด้วย SCB TCAP และ BAY

สินเชื่อขยายตัวดีต่อเนื่อง เราคาดว่าสินเชื่อจะขยายตัวดีต่อเนื่องที่ระดับ 12.6% ในปี 2555 แต่ชะลอตัวลงจากระดับ 15% ในปี 2554 ซึ่งเป็นระดับสูงสุดนับจากวิกฤตเศรษฐกิจปี 2540 เราปรับประมาณการอัตราการขยายตัวของสินเชื่อปี 2555 ของกลุ่มธนาคารเพิ่มขึ้นจาก 10% เป็น 12.6% เพราะมีแนวโน้มที่การลงทุนทั้งภาครัฐและภาคเอกชนจะปรับตัวเพิ่มขึ้น และยอดขายรถยนต์จะสูงขึ้น นอกจากนี้ยังจะมีปัจจัยสนับสนุนจากโครงการปล่อยกู้อัตราดอกเบี้ยต่ำให้แก่ผู้ประสบภัยน้ำท่วมวงเงิน 3 แสนล้านบาท และแผนของรัฐบาลที่จะกู้เงินไม่เกิน 3.5 แสนล้านบาทเพื่อใช้สนับสนุนโครงการป้องกันน้ำท่วมด้วย

ส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยสุทธิจะปรับตัวลดลง เราคาดว่าส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยสุทธิของกลุ่มธนาคารโดยรวมจะปรับตัวลดลงเฉลี่ย 0.16% ในปี 2555 แย่ลงจากที่ปรับตัวเพิ่มขึ้น 0.09% ในปี 2554 โดยมีสาเหตุหลักมาจาก 1) การนำส่งเงินเข้ากองทุนฟื้นฟูฯ และสถาบันคุ้มครองเงินฝาก เพิ่มขึ้นจาก 0.4% ของเงินฝาก และ 0% ของตั๋วแลกเงิน เป็น 0.47% ของเงินฝากและตั๋วแลกเงิน มีผลบังคับใช้ตั้งแต่เดือน ก.ค. 2555 และ 2) การลดอัตราดอกเบี้ยลง 0.125% หลังจากอัตราดอกเบี้ยนโยบายปรับลดลง 0.25%

รายได้ค่าธรรมเนียมจะฟื้นตัวดีขึ้น เราคาดว่ารายได้ค่าธรรมเนียมและรายได้จากธุรกิจประกันจะเติบโตในอัตราเร่งมากขึ้นในปี 2555 โดยมีสาเหตุมาจากฐานต่ำในปีก่อน (ได้รับผลกระทบจากสถานการณ์น้ำท่วมในไตรมาส 4 ปี 2554) โดยคาดว่าจะเห็นการฟื้นตัวจากค่าธรรมเนียมการโอน ค่าธรรมเนียมที่เกี่ยวข้องกับบัตร และรายได้จากธุรกิจประกัน ซึ่งได้รับผลกระทบหนักสุดจากสถานการณ์น้ำท่วม เราคาดการณ์ว่ารายได้ค่าธรรมเนียมจะฟื้นตัวกลับมามีอัตราเติบโต 14% ในปี 2555 จาก 9% ในปี 2554

ต้นทุนสินเชื่อลดลง เราคาดว่าธนาคารส่วนใหญ่จะมีต้นทุนสินเชื่อลดลงในปี 2555 เนื่องจากธนาคารส่วนใหญ่ตั้งสำรองตามหลักความระมัดระวังไว้แล้วในงวดครึ่งหลังปี 2554 ก่อนการจัดชั้นสินเชื่อที่ได้รับผลกระทบจากสถานการณ์น้ำท่วมเป็น NPL ในไตรมาส 1 ปี 2555 ส่งผลทำให้อัตราการตั้งสำรองเผื่อหนี้สงสัยจะสูญ (LLR coverage) ของกลุ่มธนาคารปรับตัวเพิ่มขึ้นจากระดับ 100% ณ ไตรมาส 3 ปี 2554 สู่ระดับ 108%

เปลี่ยนมาเลือกหุ้นที่ราคายังปรับขึ้นไม่มากเป็น Top picks เราเปลี่ยนมาเลือก TISCO กับ TCAP ที่ราคาหุ้นยังปรับขึ้นไม่มาก เป็น Top picks แทน BBL กับ KBANK โดยในส่วนของ TISCO นั้น เรามองเห็นแนวโน้ม Upside ในแง่ของการขยายสินเชื่อเช่าซื้อจากแนวโน้มที่ยอดขายรถยนต์ในปี 2555 จะมีจำนวนสูงกว่าที่ผู้เชี่ยวชาญในอุตสาหกรรมยานยนต์คาดการณ์ไว้ที่ 0.96-1 ล้านคัน (เพิ่มขึ้น 22-26%) ส่วน TCAP นั้น การดำเนินงานหลังควบรวมกิจการกับ SCIB ในด้านของค่าใช้จ่ายในการดำเนินงาน ต้นทุนเงินทุน และคุณภาพสินทรัพย์ ดูเหมือนจะปรับตัวดีขึ้นมากกว่าที่เราคาดการณ์ไว้

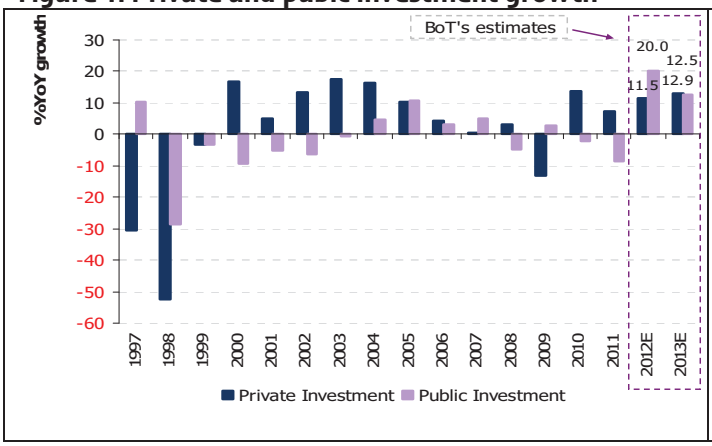
Valuation summary

	Rating	Price	Target	ETR	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)		
		(Bt/Sh)	(Bt/Sh)	(%)	11A	12F	13F	11A	12F	13F	11A	12F	13F	11A	12F	13F	11A	12F	13F
BAY	Neutral	26.75	25.00	(3.4)	17.5	12.9	10.8	5.4	35.7	19.1	1.59	1.47	1.35	9.2	11.8	13.0	2.6	3.1	3.7
BBL	Buy	185.50	194.00	8.2	13.0	11.0	9.5	11.2	17.7	16.0	1.45	1.34	1.22	11.5	12.6	13.5	3.1	3.6	4.2
KBANK	Buy	157.00	157.00	2.1	15.5	12.1	9.9	20.8	28.6	22.3	2.43	2.09	1.79	16.7	18.6	19.5	1.6	2.1	2.5
KK	Neutral	34.25	36.00	10.0	7.6	10.3	6.4	(10.2)	(26.0)	60.9	0.94	1.00	0.75	13.0	10.7	12.1	6.6	4.9	7.8
KTB	Neutral	18.40	18.00	1.8	12.1	10.2	8.9	14.2	18.9	14.6	1.59	1.44	1.30	13.3	14.8	15.4	3.3	3.9	4.5
LHBANK	Sell	1.40	1.30	(5.8)	32.4	29.2	23.7	(41.6)	10.8	23.2	1.21	1.18	1.14	5.1	4.1	4.9	1.2	1.4	1.7
TCAP	Buy	29.50	34.00	20.0	7.9	7.7	6.8	(11.3)	1.5	13.9	1.03	0.95	0.86	13.5	12.7	13.3	4.4	4.7	5.1
TISCO	Buy	39.25	43.00	15.3	8.7	8.7	7.7	13.1	0.6	12.9	1.76	1.60	1.43	21.1	19.3	19.6	5.7	5.8	6.5
TMB	Sell	1.76	1.40	(18.7)	19.1	17.5	17.6	25.2	9.2	(0.6)	1.47	1.38	1.31	7.9	8.1	7.7	1.6	1.7	1.7
Average					**14.7**	**13.2**	**11.2**	**7.7**	**10.5**	**20.1**	**1.61**	**1.47**	**1.32**	**13.3**	**13.3**	**13.9**	**3.3**	**3.4**	**4.2**

Source: SCBS Investment Research

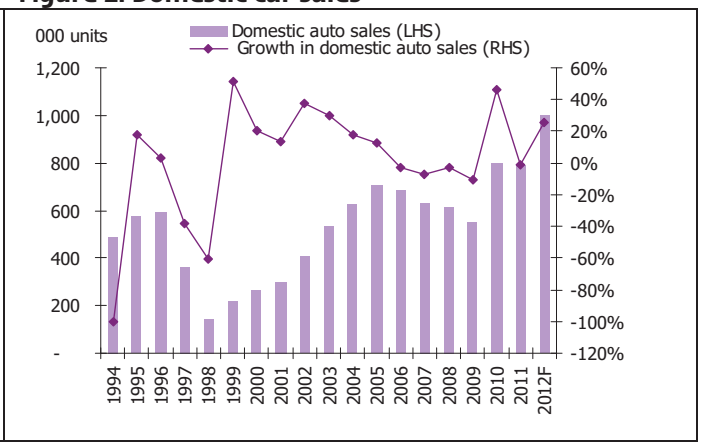
หมายเหตุสำคัญ: บริษัทหลักทรัพย์ ไทยพาณิชย์ จำกัด (SCBS) เป็นบริษัทย่อยที่ธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) (SCB) ถือหุ้นทั้งหมด ข้อมูลใด ๆที่เกี่ยวข้องกับ SCB มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ในการเปรียบเทียบเท่านั้น

Figure 1: Private and pubic investment growth



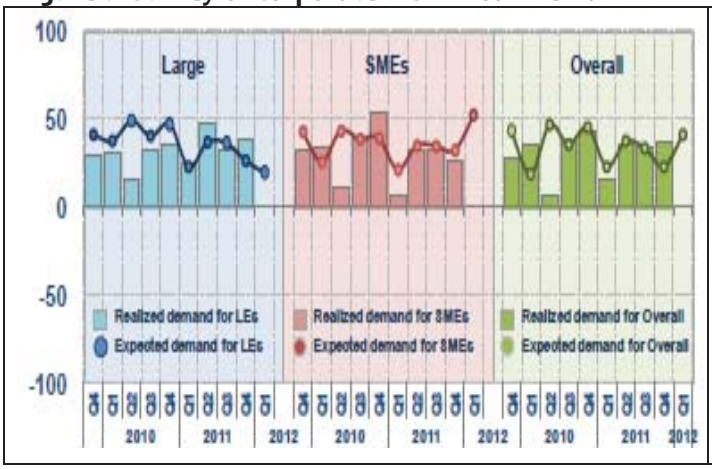
Source: BoT and SCBS Investment Research

Figure 2: Domestic car sales



Source: Toyota Motor Thailand and SCBS Investment Research

Figure 3: Survey of corporate & SME loan demand

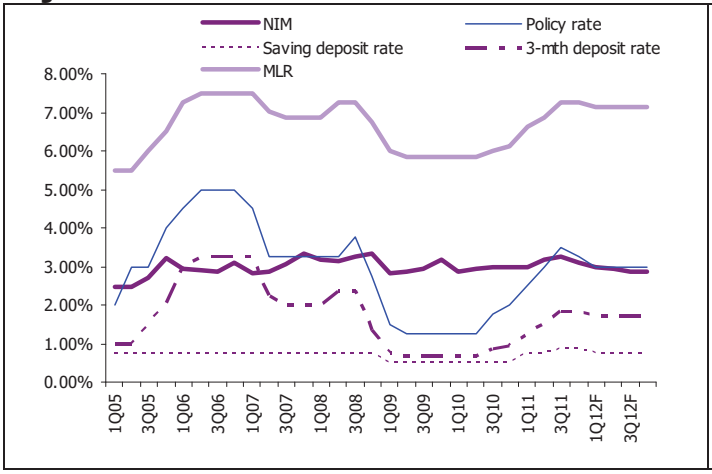


Source: BoT and SCBS Investment Research

Figure 4: Survey of consumer loan demand

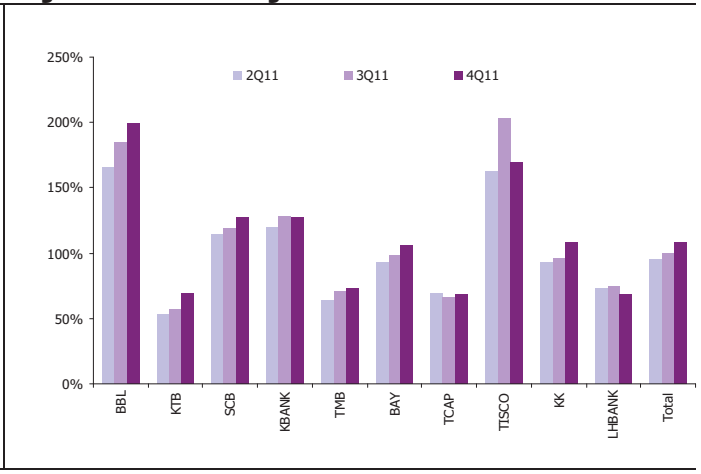
Source: BoT and SCBS Investment Research

Figure 5: NIM vs. interest rates



Source: BoT, Banks and SCBS Investment Research

Figure 6: LLR coverage



Source: Banks and SCBS Investment Research

ปีแห่งการฟื้นฟู

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

- **ปัจจัยบวก: การซ่อมแซมอสังหาริมทรัพย์ที่ได้รับความเสียหายจากน้ำท่วม และการลงทุนในระบบบริหารจัดการน้ำ**
- **กำไรจะเติบโต 20% ในปี 2555 โดยได้รับปัจจัยหนุนจากปริมาณขายที่เพิ่มขึ้นและอัตรากำไรที่ดีขึ้น**

DCC กับ SCC เป็น top picks ของเรา บริษัทในกลุ่มวัสดุก่อสร้างรายงานผลการดำเนินงานที่ปรับตัวแย่ลงในไตรมาส 4 ปี 2554 เพราะได้รับผลกระทบจากสถานการณ์น้ำท่วม การเติบโตของกำไรพบได้ในกลุ่มกระเบื้องเซรามิค - DRT (กำไรโต 2.5% จากช่วงเดียวกันของปีก่อน) และ DCC (กำไรโต 2.3% จากช่วงเดียวกันของปีก่อน) โดยได้รับปัจจัยหนุนจากปริมาณขายที่เพิ่มขึ้นในช่วงปลายไตรมาส 4 ปี 2555 หลังจากระดับน้ำแห้งลง ส่วนกลุ่มที่กำไรลดลงคือกลุ่มปูนซีเมนต์ – SCCC (กำไรลดลง 5% จากช่วงเดียวกันของปีก่อน) SCC (กำไรลดลง 45% จากช่วงเดียวกันของปีก่อน) และ TPIPL (เปลี่ยนมามีขาดทุนสุทธิ) โดยมีสาเหตุมาจากปริมาณขายที่ปรับลดลง ต้นทุนที่สูงขึ้นจากน้ำท่วม และปัญหาขาดแคลนวัตถุดิบ

ภาคเอกชน: การซ่อมแซมอสังหาริมทรัพย์ที่ได้รับความเสียหายจะเกิดขึ้นอย่างต่อเนื่อง ทางภาคเอกชน (อสังหาริมทรัพย์เพื่ออยู่อาศัย นิคมอุตสาหกรรม และอาคารพาณิชย์) กิจกรรมการก่อสร้างจะเกี่ยวข้องกับการซ่อมแซมอสังหาริมทรัพย์ที่ได้รับความเสียหายจากน้ำท่วม มากกว่าการลงทุนใหม่ แนวโน้มเช่นนี้เกิดขึ้นให้เห็นบ้างแล้วตั้งแต่ต้นไตรมาส 1 ปี 2555 เป็นต้นมา (ปริมาณขายปูนซีเมนต์และกระเบื้องเซรามิคมีอัตราเติบโตเป็นตัวเลขหนึ่งหลัก) และคาดว่าจะเกิดขึ้นให้เห็นมากยิ่งขึ้นในไตรมาส 2 ปี 2555 เจ้าของบ้านน่าจะใช้จ่ายเงินมากกว่า 1 แสนล้านบาทในการซ่อมแซมบ้านโดยอิงกับประมาณการของ ธปท.ที่ประเมินได้ว่ามีครัวเรือนประมาณ 2 ล้านครัวเรือนได้รับผลกระทบจากสถานการณ์น้ำท่วม โดยมีความเสียหายอยู่ที่ 50,000-100,000 บาท/ครัวเรือน ทั้งนี้ SCB EIC คาดการณ์ว่าการลงทุนภาคเอกชนจะปรับตัวเพิ่มขึ้น 11.4% ในปี 2555 ปรับตัวเร่งขึ้นจากที่เพิ่มขึ้น 7.2% ในปี 2554

ภาครัฐ: การลงทุนในระบบบริหารจัดการน้ำ ในฝั่งของภาครัฐ การลงทุนในระบบบริหารจัดการน้ำจะเป็นปัจจัยบวกที่สำคัญ เงินลงทุนระยะสั้นเพื่อป้องกันน้ำท่วมถูกกำหนดไว้ที่ 2.3 หมื่นล้านบาท (จะใช้ในปี 2555-56) โดยจะนำไปใช้ฟื้นฟูและพัฒนาโครงสร้างพื้นฐาน 1.7 หมื่นล้านบาท ระบบเตือนภัย 4.5 พันล้านบาท และที่เหลือจะนำไปจ่ายชดเชยให้กับพื้นที่ที่ถูกน้ำท่วม ส่วนเงินลงทุนระยะยาวเพื่อบริหารจัดการน้ำ ฟื้นฟู และซ่อมแซมความเสียหายจากน้ำท่วม ถูกกำหนดงบประมาณไว้ที่ 3.5 แสนล้านบาท (จะใช้ในปี 2555-57) โดยใช้แหล่งเงินทุนจาก พ.ร.ก.ฉุกเฉินที่อนุญาตให้รัฐบาลกู้เงินได้ 3.5 แสนล้านบาท โดยจะจัดสรรงบประมาณ 3 แสนล้านบาทมาใช้ลงทุนในโครงการบริหารจัดการน้ำในลุ่มแม่น้ำเจ้าพระยา และจะใช้งบประมาณอีก 4 หมื่นล้านบาทในการบริหารจัดการน้ำของ 17 ลุ่มน้ำที่เหลือ ส่วนงบที่เหลือจะนำมาใช้ในลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานที่เกี่ยวข้อง ความเสี่ยงที่สำคัญ คือ การปฏิบัติการจริง เนื่องจากที่ผ่านมาโครงการขนาดใหญ่มักเกิดความล่าช้าเป็นเวลานาน ทั้งนี้ SCB EIC คาดการณ์ว่าการลงทุนภาคเอกชนจะปรับตัวเพิ่มขึ้น 6.1% ในปี 2555 ฟื้นตัวจาก -8.7% ในปี 2554 โดยยังไม่ได้รวมแผนลงทุนระยะยาวของรัฐบาลเข้ามา

กำไรมีแนวโน้มเติบโตอย่างแข็งแกร่ง โดยได้รับปัจจัยหนุนจากปริมาณขายที่เพิ่มขึ้นและอัตรากำไรที่ดีขึ้น ในระยะสั้น เราคาดว่ากำไรของกลุ่มวัสดุก่อสร้างจะเติบโตอย่างแข็งแกร่ง โดยได้รับปัจจัยหนุนจากช่วง high season ในไตรมาส 1 ปี 2555 และช่วง low season ที่ดีกว่าคาดในไตรมาส 2 ปี 2555 อันเป็นผลมาจากความจำเป็นในการฟื้นฟูซ่อมแซมหลังน้ำท่วม เราคาดว่ากำไรจากการดำเนินธุรกิจปกติในปี 2555 ของกลุ่มวัสดุก่อสร้างจะเติบโต 20% จากปีก่อน (เทียบกับ 2% ในปี 2554) โดยได้รับปัจจัยหนุนจากปริมาณขายที่เพิ่มขึ้นและอัตรากำไรที่ดีขึ้น เราคาดว่าปริมาณขายกระเบื้องเซรามิคจะเติบโตสูงกว่า 10% ในปี 2555 (เทียบกับ 8% ในปี 2554) และปริมาณขายปูนซีเมนต์จะเติบโต 5% ในปี 2555 (เทียบกับ 3% ในปี 2554) โดยได้รับการสนับสนุนจากความต้องการซื้อสะสมและความจำเป็นในการฟื้นฟูซ่อมแซมหลังสถานการณ์น้ำท่วมสิ้นสุดลง เราคาดว่า EBITDA margin ของกลุ่มวัสดุก่อสร้างจะอยู่ที่ระดับ 15.7% ในปี 2555 (จากระดับ 14.7% ในปี 2554) อันเป็นผลมาจาก economies of scale ที่เกิดจากปริมาณขายปรับตัวเพิ่มขึ้น รวมถึงราคาขายผลิตภัณฑ์ที่ปรับขึ้นในอัตราที่เร็วกว่าต้นทุน

Top picks: DCC กับ SCC ผู้ประกอบการทุกรายในกลุ่มวัสดุก่อสร้างจะได้ประโยชน์จากความต้องการวัสดุก่อสร้างจำนวนมากหลังสถานการณ์น้ำท่วมสิ้นสุดลง แต่ระดับของประโยชน์ที่แต่ละบริษัทจะได้รับจะแตกต่างกัน แนวโน้มระยะสั้นดูเป็นบวกมากที่สุดต่อวัสดุก่อสร้าง ส่วนระยะกลางถึงยาวจะเป็นบวกต่อปูนซีเมนต์ เราเลือก DCC เป็น Top pick เนื่องจาก 1) DCC เป็นหุ้นตัวแทนที่ดีที่สุดในกลุ่มวัสดุก่อสร้างที่จะได้รับประโยชน์จากความจำเป็นในการฟื้นฟูซ่อมแซมในระยะสั้น (ยอดขาย 100% มาจากกระเบื้องเซรามิคปูพื้น/บุผนัง และยอดขาย 98% มาจากตลาดในประเทศ); 2) กำไรจากการดำเนินธุรกิจปกติปี 2555 มีแนวโน้มเติบโตสูงสุดที่ระดับ 33% และ 3) ผลตอบแทนจากเงินปันผลปี 2555 ที่คาดว่าจะอยู่ในระดับสูงถึง 6% นอกจากนี้เรายังชอบ SCC เพราะมีแนวโน้มที่จะมีเซอร์ไพรส์จากการเข้าซื้อและควบรวมกิจการในงวดครึ่งแรกปี 2555

Valuation summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					11A	12F	13F	11A	12F	13F	11A	12F	13F	11A	12F	13F	11A	12F	13F	11A	12F	13F
DCC	Buy	64.00	75.00	23.5	21.0	15.8	13.4	5.7	32.9	17.7	9.80	8.94	8.60	46.1	59.1	65.3	4.8	6.3	7.4	13.2	11.3	9.9
DRT	Neutral	5.90	6.50	17.2	13.0	11.0	9.5	(0.6)	18.2	15.8	2.90	2.81	2.58	23.5	26.3	28.4	6.4	7.0	8.1	7.7	7.0	6.2
SCC	Buy	353.00	410.00	19.5	15.9	13.2	10.9	(2.5)	19.8	21.0	2.60	2.35	2.08	16.6	18.6	20.2	3.5	3.4	4.1	11.4	9.6	8.0
SCCC	Buy	305.00	300.00	3.6	19.8	16.2	13.7	30.0	22.4	17.5	4.12	3.82	3.55	21.2	24.6	26.8	4.3	5.3	6.2	12.8	11.3	10.1
SSI	Neutral	0.79	0.90	14.9	n.m.	24.8	6.7	n.m.	n.m.	268.5	0.58	0.56	0.52	(24.1)	2.3	8.1	0.0	1.0	1.0	(22.3)	9.5	6.7
TPIPL	Neutral	15.40	17.50	15.0	12.3	11.2	10.0	30.7	10.0	11.7	0.51	0.48	0.46	4.4	4.4	4.7	1.0	1.3	1.5	6.4	5.9	5.3
Average					**16.4**	**15.4**	**10.7**	**12.7**	**20.6**	**58.7**	**3.42**	**3.16**	**2.97**	**14.6**	**22.6**	**25.6**	**3.3**	**4.1**	**4.7**	**4.9**	**9.1**	**7.7**

Source: SCBS Investment Research

Figure 1: Repairs per household related to flooding

Flooding level (meters)	Repairs covered	Expenses (Bt)
10.3-0.5	Floors, paint (inside), door, yard	30,000-110,000
20.5-0.8	Floors, paint (inside and outside), doors, yard, electrical system	40,000-130,000
30.8-1.0	Floors, paint (inside and outside), doors, windows, yard, electrical system	60,000-140,000
41.0-2.0	Floors, paint (inside and outside), doors, windows, yard, electrical system	65,000-145,000

Source: Prachachart Turakij and SCBS Investment Research
Note* Based on floor area of 60 sq.m.; Expenses depend on building material type

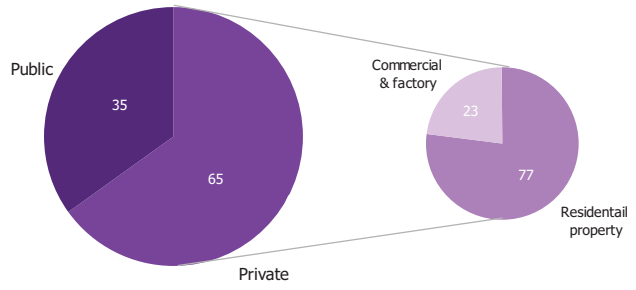
Figure 2: Government budget related to flooding in ST and LT

	Details	Amount (Bt mn)	
	ST plan for flood protection (Bt mn)	**2012**	**2013**
1	Rehabilitation & development of infrastructure (i.e. floodway)	12,610	4,516
2	Warning system	4,500	
3	Others (i.e. Compensation for flooding area)	1,000	
	Total	**18,110**	**4,516**

	LT investment in water management project (Bt mn)		**2012-14**
1	LT investment in water management project around the Chao Phraya River basin		300,000
	Upstream management (10 provinces)	**68,000**	
	(Chiangmai, Chiangrai, Sukhothai, Uttaradit, Tak, Nan, Phrae, Lampang, Lamphun, Phayao)		
	- Forest and land rehabilitation	*10,000*	
	- Reservoir construction	*50,000*	
	- Land development	*5,000*	
	- Others (i.e. warning system)	*3,000*	
	Midstream management (14 provinces)	**79,000**	
	(Phitsanulok, Nakhonsawan, Uthaithani, Phichit, Kamphaengphet, Chainat, Suphanburi, Ayutthaya, Prachinburi, Singburi, Angthong, Lopburi, Saraburi, Nakhonnayok)		
	- Protection of the economic corridor area	*10,000*	
	- Development of agricultural area affecting by floods	*60,000*	
	- Land development	*5,000*	
	- Others (i.e. warning system)	*4,000*	
	Downstream management (7 provinces)	**153,000**	
	(Nonthaburi, Samutsakhon, Samutprakan, Chachoengsao, Nakhonpathom, Pathumthani, Bangkok)		
	- Protection of the economic corridor area	*20,000*	
	- Development of floodway and flood division channel	*120,000*	
	- Land development	*10,000*	
	- Others (i.e. warning system)	*3,000*	
2	LT investment in the projects related to 17 related river basins		40,000
3	Related infrastructure		10,000
	Total		**350,000**

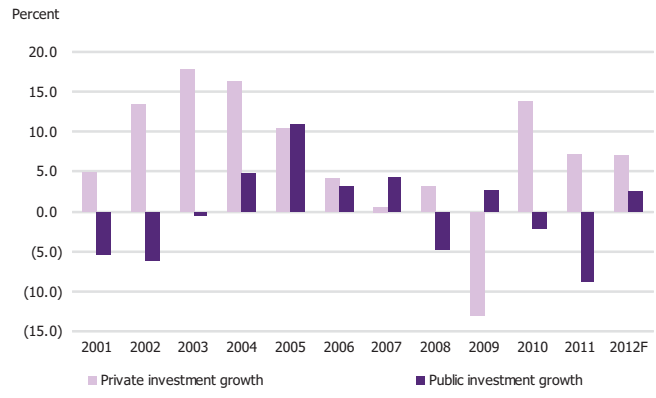
Source: The Nation, Thairath and SCBS Investment Research

Figure 3: Proportion of domestic cement consumption from each segment



Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 4: In 2012, private and public investment growth set to accelerate and turn to be positive



Source: SCB EIC and SCBS Investment Research

มองบวกแบบระมัดระวัง

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

- **กลุ่มรับเหมาก่อสร้างส่งท้ายปี 2554 ด้วยงานในมือสูงสุดเป็นประวัติการณ์ และมีแค่ STEC เพียงรายเดียวที่สามารถทำกำไรได้อีกเช่นเคย**
- **โครงการพลังงานที่ให้อัตรากำไรสูงของ STEC และโครงการในต่างประเทศของ ITD ช่วยลดผลกระทบจากการขึ้นค่าจ้างขั้นต่ำได้ในระดับหนึ่ง**
- **รัฐบาลน่าจะเร่งเดินหน้ากระบวนการประมูลโครงการระบบขนส่งมวลชน**
- **คงคำแนะนำ "ซื้อ" STEC**

สรุปผลการดำเนินงานไตรมาส 4/54: STEC รายงานกำไรสูงกว่าคาดอีกครั้ง ITD ดีขึ้น ส่วน CK แย่ลง กำไรจากการดำเนินธุรกิจปกติในไตรมาส 4 ปี 2554 ของ STEC ปรับตัวเพิ่มขึ้น 61% จากช่วงเดียวกันของปีก่อน เพราะรายได้สูงขึ้น และอัตรากำไรขั้นต้นแข็งแกร่งโดยอยู่ที่ระดับ 8.3% ในขณะที่ ITD รายงานขาดทุนน้อยกว่าคาด โดยมีขาดทุนจากการดำเนินธุรกิจปกติจำนวน 172 ล้านบาท (-0.04 บาท/หุ้น) ดีขึ้นทั้งเมื่อเทียบกับช่วงเดียวกันของปีก่อนและไตรมาสก่อนหน้า โดยมีสาเหตุมาจากโครงการในต่างประเทศมีความคืบหน้าอย่างรวดเร็วและอัตรากำไรขั้นต้นแข็งแกร่งที่ระดับ 8.5% CK สร้างความผิดหวังอีกครั้งด้วยขาดทุนจากการดำเนินธุรกิจปกติจำนวน 290 ล้านบาท (-0.18 บาท/หุ้น) ขาดทุนเพิ่มขึ้นทั้งจากช่วงเดียวกันของปีก่อนและไตรมาสก่อนหน้า อัตรากำไรขั้นต้นที่เพิ่มขึ้นอย่างมากสู่ระดับ 13.7% ไม่มากพอชดเชยค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารที่สูงขึ้นและการบันทึกผลขาดทุนที่โครงการโรงไฟฟ้าไซยะบุรี

งานในมือของ ITD ส่วนใหญ่เป็นโครงการในต่างประเทศ โครงการพลังงานที่ให้อัตรากำไรสูงของ STEC ช่วยสนับสนุน ในปีที่ผ่านมา STEC เซ็นสัญญาโครงการใหม่ มูลค่ารวม 2.5 หมื่นล้านบาท (สูงกว่าประมาณการของเราที่ 2 หมื่นล้านบาท) ในขณะที่ ITD และ CK เซ็นสัญญาโครงการใหม่ มูลค่าใกล้เคียงกับที่เราคาดการณ์ไว้ที่ 4.1 หมื่นล้านบาท และ 2 หมื่นล้านบาท ตามลำดับ ทั้งนี้ ณ สิ้นปี 2554 งานในมือของ STEC เพิ่มขึ้น 128% สู่จำนวน 4.8 หมื่นล้านบาท งานในมือของ ITD เพิ่มขึ้น 49% สู่จำนวน 1.29 แสนล้านบาท และงานในมือของ CK เพิ่มขึ้น 205% สู่จำนวน 3.9 หมื่นล้านบาท งานในมือ 70% ของ ITD เป็นโครงการในต่างประเทศ ส่วนงานในมือ 45% ของ STEC เป็นโครงการพลังงานของบริษัทเอกชนที่ให้อัตรากำไรสูงถึง 10-15% เทียบกับอัตรากำไรขั้นต้นระดับ 5-10% ของโครงการรัฐบาล ซึ่งจะช่วยลดผลกระทบจากการขึ้นค่าจ้างขั้นต่ำซึ่งส่งผลกระทบต่องานภาครัฐรุนแรงกว่า (เงินชดเชยค่างานก่อสร้างตามสัญญาปรับราคาได้ หรือ ค่า K ช่วยชดเชยได้เพียงส่วนหนึ่งเท่านั้น)

รัฐบาลน่าจะเร่งเดินหน้ากระบวนการประมูลโครงการระบบขนส่งมวลชน รัฐบาลได้รับอนุมัติให้กู้เงิน 3.5 แสนล้านบาทมาใช้ลงทุนในโครงการป้องกันน้ำท่วมแล้ว นอกจากนี้รัฐบาลก็ช่วยจัดหาแหล่งเงินทุนมาใช้สนับสนุนโครงการระบบขนส่งมวลชนในปัจจุบันของ รฟม.ได้สำเร็จแล้วด้วย นอกจากนี้ยังเร่งเดินหน้ากระบวนการประมูลโครงการรถไฟฟ้าสายสีม่วง สัญญาที่ 6 และเร่งเดินหน้ากระบวนการประมูลโครงการรถไฟสายสีแดงของ รฟท. ด้วย โดยน่าจะทราบผลในไม่ช้านี้ว่า รฟท. กับ STEC สามารถเจรจาราคาสำหรับสัญญาที่ 1 ได้สำเร็จหรือไม่ ความแข็งแกร่งของรัฐบาลชุดปัจจุบันนี้ทำให้รัฐบาลสามารถผลักดันให้โครงการใหญ่ๆ เดินหน้าได้เร็วขึ้น ดังนั้นเราจึงมองในด้านบวกมากขึ้นว่าน่าจะทราบผลการประมูลสัญญาโครงการรถไฟสายสีแดง 3 สัญญา มูลค่ารวม 6.5 หมื่นล้านบาทในไม่ช้านี้ และกระบวนการประมูลโครงการรถไฟฟ้าสายสีเขียว สีชมพู และสีส้ม มูลค่ารวม 1.5 แสนล้านบาท น่าจะเริ่มขึ้นในไม่ช้านี้

คาดบริษัทรับเหมาก่อสร้างทั้งสามรายจะกลับมามีกำไรในปีนี้ เมื่อพิจารณาจากความคืบหน้าที่ดีของรัฐบาลนี้และเนื่องจากเรามีมุมมองด้านบวกมากขึ้นเกี่ยวกับกรอบเวลา เราจึงปรับสมมติฐานมูลค่าโครงการใหม่ในปี 2555 ของ STEC และ CK เพิ่มขึ้นจากเดิม 2 หมื่นล้านบาท เป็น 3 หมื่นล้านบาท และ ITD จากเดิม 4 หมื่นล้านบาท เป็น 5 หมื่นล้านบาท และเนื่องจากงานส่วนใหญ่จะมีเข้ามาในงวดครึ่งหลังปี 2555 ดังนั้นเราคาดว่าโครงการเหล่านี้จะเริ่มสร้างส่วนแบ่งกำไรในปี 2556 สำหรับปี 2555 เราคาดว่ากำไรจากการดำเนินธุรกิจปกติของ STEC จะปรับตัวลดลง 7.2% สู่จำนวน 838 ล้านบาท โดยมีสาเหตุมาจากการขึ้นค่าจ้างขั้นต่ำ ส่วน CK กับ ITD นั้นเราคาดว่าจะมีกำไรจากการดำเนินธุรกิจปกติเล็กน้อย ฟื้นตัวดีขึ้นจากขาดทุนในปีที่ผ่านมา (ถ้าไม่มีการขึ้นค่าจ้างขั้นต่ำ กำไรจะสูงขึ้น)

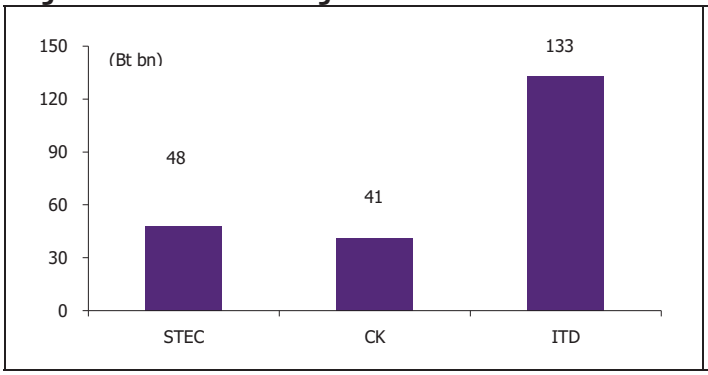
หุ้นรับเหมาก่อสร้างปรับตัว Underperform ในปีที่แล้ว แต่มีโอกาสให้เข้าเก็งกำไรได้มากขึ้นในปีนี้ ในปี 2554 ราคาหุ้นรับเหมาก่อสร้างทั้ง 3 ตัว ปรับตัวลดลงในช่วง 8-22% ซึ่งเราเชื่อว่าส่วนใหญ่เป็นการสะท้อนถึงผลกระทบด้านลบจากการขึ้นค่าจ้างขั้นต่ำ เรายังคงคำแนะนำหุ้นทั้งสามตัวนี้ไว้เหมือนเดิม โดยมองว่ามีโอกาสเก็งกำไร ITD และ CK จากการประกาศผลการประมูล แต่เนื่องจากมีความเสี่ยงที่เราจะปรับประมาณการกำไรหุ้นสองตัวนี้ลดลง (อัตรากำไรขั้นต้นยังผันผวน) ดังนั้นเราจึงคงคำแนะนำไว้เหมือนเดิม

Valuation Summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x) 11A	P/E (x) 12F	P/E (x) 13F	EPS growth (%) 11A	EPS growth (%) 12F	EPS growth (%) 13F	P/BV (x) 11A	P/BV (x) 12F	P/BV (x) 13F	ROE (%) 11A	ROE (%) 12F	ROE (%) 13F	Div. Yield (%) 11A	Div. Yield (%) 12F	Div. Yield (%) 13F	EV/EBITDA (x) 11A	EV/EBITDA (x) 12F	EV/EBITDA (x) 13F
CK	Sell	8.20	6.50	(18.3)	n.m.	37.4	37.9	42.5	n.m.	(1.5)	2.12	2.06	2.13	(10.9)	5.6	5.5	4.3	2.4	2.4	(44.3)	32.8	32.2
ITD	Neutral	3.98	4.20	8.0	n.m.	28.2	23.9	14.2	n.m.	18.3	2.07	1.93	1.87	(13.3)	7.1	8.0	0.0	2.5	2.5	24.9	19.0	16.5
STEC	Buy	13.60	16.00	21.3	17.9	19.2	15.2	103.6	(7.2)	26.3	2.86	2.78	2.63	17.9	14.7	17.8	4.0	3.6	4.6	14.0	9.6	7.7
Average					**17.9**	**28.3**	**25.7**	**53.4**	**(7.2)**	**14.4**	**2.35**	**2.26**	**2.21**	**(2.1)**	**9.1**	**10.4**	**2.8**	**2.9**	**3.2**	**(1.8)**	**20.5**	**18.8**

Source: SCBS Investment Research

Figure 1: Current Backlog



Source: Company, SCBS Investment Research

Figure 2: Company-specific projects in the pipeline

Project	Description	(Bt bn)
1) CK	Highway project	17
	Xayaburi project	76
2) STEC	Red Line #1	21
3) ITD	Dawei project in Myanmar	250
	Hongsa Lignite Mining	31
	Tanintharyi Dam, Myanma	30
	Bahrain Affordable Housing	17
	Aluminum Plant for SLACO	60

Source: Company, SCBS Investment Research

Figure 3: Mass transit projects worth combined Bt230bn in the bidding process

Lowest bidder announced – awaiting signing:

Line	Project description	Civil work (Btbn)	Winner – expect contract signing in 2Q12
Red Line #1	Bang Sue – Rangsit	35	STEC-UNIQ

Awaiting bid results:

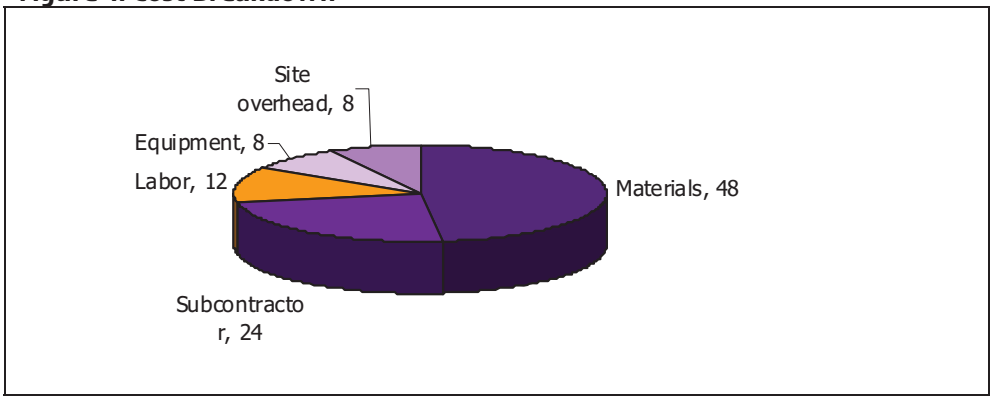
Line	Project description	Civil work (Btbn)	Potential winner – bid results expected in 2H12
Red Line#2	Elevated structure	10	ITD or CK
Red Line#3	Track work	20	ITD or CK
Total		**30**	

Bidding process could start in phases next year:

Line	Project description	Civil work (Btbn)	Possibly go up for bidding
Green Line	Morchit-Sapanmai	23	2H12
Pink Line	Kaerai-Pak Kred-Minburi	30	2H12
Orange Line	Talingchan- Minburi	97	2H12
Total		**150**	

Source: MRTA, CK, STEC, ITD, SCBS Investment Research

Figure 4: Cost Breakdown



Source: Company, SCBS Investment Research

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

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

หลังน้ำท่วม.. ความเชื่อมั่นของลูกค้าฟื้นฟูได้ยากกว่าสายการผลิต

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

- **สรุปผลการดำเนินงานไตรมาส 4/54: สถานการณ์น้ำท่วมส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงาน**
- **จะฟื้นฟูกำลังการผลิตให้กลับคืนมา 100% ได้ภายเดือน ก.ค. แต่จะต้องใช้เวลานานกว่านั้นจึงจะได้ออเดอร์กลับคืนมา**
- **มองข้ามการฟื้นฟูในงวดครึ่งแรกปี 55 โดยใช้ประมาณการกำไรงวดครึ่งหลังปี 55 มาคิดเป็นค่าเฉลี่ยทั้งปีในการคำนวณราคาเป้าหมายใหม่ของหุ้นที่ได้รับผลกระทบจากน้ำท่วม**
- **SVI เป็น top pick**

สรุปผลการดำเนินงานไตรมาส 4/54: สถานการณ์น้ำท่วมส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงาน สถานการณ์น้ำท่วมรุนแรงที่โรงงานของ KCE HANA SMT และ SVI ในเดือน ต.ค. 2554 ทำให้ผลการดำเนินงานไตรมาส 4 ปี 2554 ของบริษัทผลิตชิ้นส่วนอิเลคทรอนิกส์รวม 6 บริษัทในการวิเคราะห์ของเรา ติดลบด้วยขาดทุนสุทธิ 3.27 พันล้านบาท SMT และ SVI แย่ที่สุดโดยรายงานขาดทุนสุทธิ 1.7 พันล้านบาท และ 2.0 พันล้านบาท ตามลำดับ เนื่องจากทั้งสองบริษัทบันทึกค่าใช้จ่ายเกี่ยวกับความเสียหายจากน้ำท่วมทั้งหมดในไตรมาส 4 ปี 2554 ก่อนที่จะได้เงินชดเชยความเสียหายจากบริษัทประกันภัยที่คาดจะมีเข้ามาในปี 2555 KCE บันทึกเงินชดเชยจากประกันภัยไปแล้วในไตรมาส 4 ปี 2554 ในขณะที่ HANA ยังต้องบันทึกทั้งความเสียหายและเงินชดเชยจากประกันภัยเพิ่มในปี 2555 หากตัดรายการพิเศษ (รวมถึงความเสียหายจากน้ำท่วมและเงินชดเชยจากประกันภัย) ออกไป กำไรจากการดำเนินธุรกิจปกติในไตรมาส 4 ปี 2554 ของทั้งกลุ่มยังคงหดตัวลง 73% จากช่วงเดียวกันของปีก่อน สู่จำนวน 403 ล้านบาท

จะฟื้นฟูกำลังการผลิตให้กลับคืนมา 100% ได้ภายเดือน ก.ค. แต่จะต้องใช้เวลานานกว่านั้นจึงจะได้ออเดอร์กลับคืนมา โรงงานที่ได้รับผลกระทบจากน้ำท่วมทุกแห่งกลับมาเริ่มเดินเครื่องผลิตแล้วในเดือน ธ.ค. การฟื้นฟูกำลังการผลิตมีความคืบหน้าที่ดี โดยคาดว่าจะฟื้นฟูกำลังการผลิตให้กลับคืนมา 80-100% เหมือนก่อนน้ำท่วมได้ภายในไตรมาส 2-3 ปี 2555 ผู้บริหารของทุกบริษัทเชื่อว่าประกันภัยจะครอบคลุมความเสียหายและค่าใช้จ่ายในการเปลี่ยนเครื่องจักรทั้งหมด แต่จะต้องใช้เวลานานกว่านั้นจึงจะสามารถเรียกความเชื่อมั่นของลูกค้าให้กลับคืนมาได้ เราไม่คิดว่าออเดอร์ทั้งหมดจะกลับคืนมาในปีนี้ เนื่องจากลูกค้าบางส่วนเปลี่ยนไปสั่งออเดอร์กับซัพพลายเออร์รายอื่นในประเทศอื่นแทน ผู้บริหารเปิดเผยว่าลูกค้าบางส่วนยังรอดูสถานการณ์ในปีนี้ เรามองว่าบริษัทบางแห่งอาจจะต้องให้ส่วนลดแก่ลูกค้าเพื่อกระตุ้นให้ส่งออเดอร์กลับมา ซึ่งจะสร้างแรงกดดันมากขึ้นต่ออัตรากำไรที่จะหดตัวลงจากการขึ้นค่าจ้างในปีนี้อยู่แล้ว

ตัวเลขเดือน ม.ค.ของอุตสาหกรรมชิ้นส่วนอิเลคทรอนิกส์ยังคงปรับตัวลดลง เพราะความกังวลเกี่ยวกับเศรษฐกิจในยุโรป Semiconductor Industry Association (SIA) รายงานว่า ยอดขายอุปกรณ์เซมิคอนดักเตอร์ทั่วโลกในเดือน ม.ค. 2555 ลดลง 9% จากช่วงเดียวกันของปีก่อน และลดลง 3% จากเดือนก่อนหน้า สู่จำนวน 2.32 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐ เพราะถูกกดดันจากเศรษฐกิจโลกที่ปรับตัวแย่ลงและปัญหาขาดแคลนวัตถุดิบอันเป็นผลมาจากสถานการณ์น้ำท่วมในประเทศไทย อย่างไรก็ดี SIA คาดว่าอุตสาหกรรมชิ้นส่วนอิเลคทรอนิกส์จะฟื้นตัวในปีนี้ เพราะแนวโน้มเศรษฐกิจสหรัฐฯ ปรับตัวดีขึ้น และไม่น่าจะมีผลกระทบจากสถานการณ์น้ำท่วมในประเทศไทยเกิดขึ้นอีก SIA คาดการณ์ว่ายอดขายอุปกรณ์เซมิคอนดักเตอร์ทั่วโลกจะปรับตัวเพิ่มขึ้น 3.6% ในปี 2555 การฟื้นตัวของอุตสาหกรรมอาจจะไม่สะท้อนต่อกลุ่มชิ้นส่วนอิเลคทรอนิกส์ของไทยนัก เนื่องจากปี 2555 จะเป็นปีที่บริษัทผลิตชิ้นส่วนอิเลคทรอนิกส์ของไทยยังอยู่ในช่วงฟื้นฟูกำลังการผลิตและเรียกความเชื่อมั่นของลูกค้ากลับคืนมา

มองข้ามการฟื้นฟูในงวดครึ่งแรกปี 55 โดยใช้ประมาณการกำไรงวดครึ่งหลังปี 55 มาคิดเป็นค่าเฉลี่ยทั้งปีในการคำนวณราคาเป้าหมายใหม่ สำหรับบริษัทที่ได้รับผลกระทบจากน้ำท่วมนั้น เรามองว่าช่วงครึ่งแรกของปี 2555 ไม่ใช่ช่วงเวลาที่เป็นปกติเพราะเป็นช่วงของการฟื้นฟูกำลังการผลิต ดังนั้นเราจึงเลือกมองข้ามช่วงเวลานี้ไป และให้ความสำคัญกับช่วงครึ่งหลังของปี 2555 ซึ่งเป็นช่วงที่กำลังการผลิตฟื้นกลับคืนมา 100% และสามารถเดินเครื่องผลิตได้ตามปกติ เราใช้ตัวเลขเปอร์เซ็นต์ของสัดส่วนกำไรงวดครึ่งปีหลังเทียบกับกำไรทั้งปีเฉลี่ย 7 ปี (แต่ใช้ตัวเลขค่าเฉลี่ย 3 ปีสำหรับ SMT เพราะ SMT เพิ่งจดทะเบียนในตลาดฯ ในปี 2552) มาใช้เป็นเปอร์เซ็นต์ของกำไรครึ่งหลังปี 2555 แล้วคำนวณหากำไรทั้งปี 2555 เราพบว่าการคำนวณด้วยวิธีนี้มี SVI เพียงตัวเดียวที่ราคาหุ้นมี Upside ค่อนข้างมากเมื่อเทียบกับราคาเป้าหมาย ในขณะที่หุ้นอื่นๆ ที่เหลือมี Upside จำกัด

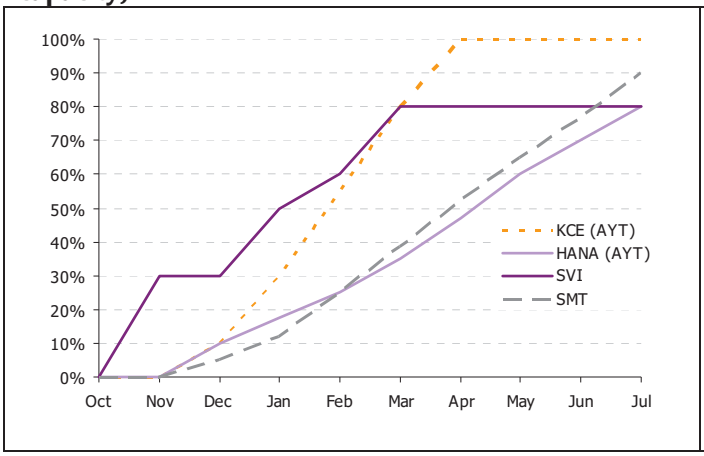
SVI เป็น top pick SVI ดำเนินธุรกิจที่เน้นตลาดเฉพาะกลุ่มด้วยบริการครบวงจรและมีความยืดหยุ่น ทำให้ลูกค้าเปลี่ยนไปใช้บริการของซัพพลายเออร์รายอื่นได้ยาก จุดแข็งนี้มีแนวโน้มที่จะทำให้ลูกค้าส่วนใหญ่กลับมาส่งออเดอร์ให้กับบริษัทเมื่อฟื้นฟูกำลังการผลิตได้ 100% ราคาหุ้นที่มีแนวโน้ม Upside สูงสุดเมื่อเทียบกับราคาเป้าหมาย ทำให้เราแนะนำ “ซื้อ” SVI เพียงตัวเดียวในกลุ่มชิ้นส่วนอิเลคทรอนิกส์

Valuation summary

	Rating	Price	Target	ETR	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
		(Bt/Sh)	(Bt/Sh)	(%)	11A	12F	13F	11A	12F	13F	11A	12F	13F	11A	12F	13F	11A	12F	13F	11A	12F	13F
CCET	Sell	2.8	1.8	(35.1)	33.1	17.8	12.2	(78.6)	86.5	46.1	0.67	0.66	0.64	2.0	3.7	5.3	5.7	2.8	4.1	9.5	7.7	6.6
DELTA	Neutral	23.5	21.0	(4.7)	11.1	10.3	9.4	(33.4)	7.8	9.4	1.48	1.38	1.30	13.5	13.9	14.2	5.1	6.0	6.4	5.9	5.6	5.1
HANA	Neutral	22.9	23.0	5.2	11.9	12.0	9.6	(37.5)	(0.9)	25.5	1.31	1.17	1.08	11.2	10.2	11.6	4.4	4.8	5.7	4.7	4.4	3.4
KCE	Neutral	5.1	5.3	7.8	8.4	9.0	6.3	(37.2)	(7.3)	43.0	0.96	0.87	0.80	11.1	10.1	13.1	2.0	3.9	5.9	7.1	7.0	5.8
SMT	Sell	9.0	4.0	(53.9)	26.2	47.7	22.0	(72.4)	(45.1)	116.8	3.50	1.40	1.43	8.7	4.3	6.5	2.2	1.7	2.2	8.0	9.6	8.0
SVI	Buy	3.8	4.0	14.4	10.6	13.7	9.4	(4.8)	(22.6)	46.3	5.87	1.79	1.64	33.6	19.9	18.2	0.0	8.0	5.9	7.3	8.2	6.0
Average					**16.9**	**18.4**	**11.5**	**(44.0)**	**3.1**	**47.9**	**2.30**	**1.21**	**1.15**	**13.4**	**10.3**	**11.5**	**3.2**	**4.5**	**5.0**	**7.1**	**7.1**	**5.8**

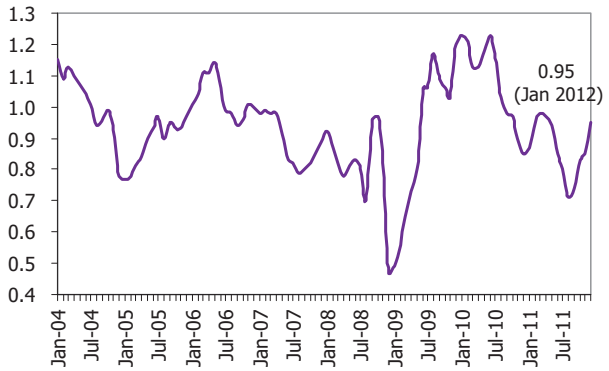
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: Capacity rebuild plan (% of pre-flood capacity)



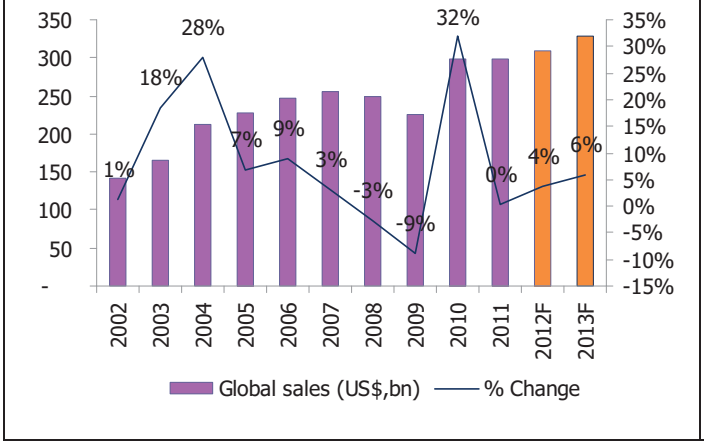
Source: Companies and SCBS Investment Research

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



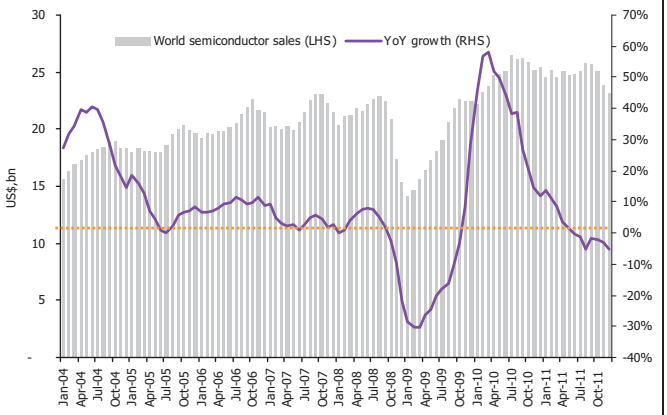
Source: SEMI

Figure 3: Worldwide semiconductor sales



Source: SIA

Figure 4: Worldwide semiconductor monthly sales



Source: SIA

Figure 5: SVI plant (as of mid-Feb)

Source: SCBS Investment Research

Figure 6: HANA plant (as of mid-Feb)

Source: SCBS Investment Research

คาดราคาน้ำมันมีแนวโน้มปรับขึ้นได้อีก

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

- **สถานการณ์ตึงเครียดในอิหร่านน่าจะกระตุ้นให้ราคาน้ำมันปรับขึ้นได้อีก**
- **กำลังการผลิตเพิ่มเติมสุทธิที่มีจำกัดและการปิดโรงกลั่นเพิ่มมากขึ้นจะช่วยสนับสนุนค่าการกลั่น**
- **กำไรในปี 2555 ของกลุ่มพลังงานน่าจะปรับตัวเพิ่มขึ้น 14% จากปีก่อน**

สรุปผลการดำเนินงานปี 2554 – ดีกว่าคาด ทั้ง ๆ ที่ปรับตัวแย่ลงในไตรมาส 4/54 กำไรปี 2554 ของบริษัทพลังงานในการวิเคราะห์ของเราปรับตัวเพิ่มขึ้น 14% จากปี 2553 โดยส่วนใหญ่ได้รับปัจจัยสนับสนุนจากราคาน้ำมันระดับสูงและกำไรจากสต็อกน้ำมันของโรงกลั่นน้ำมัน ผลการดำเนินงานของกลุ่มพลังงานน่าจะดีกว่านี้ถ้าโรงกลั่นน้ำมัน 2 แห่งไม่ได้หยุดผลิตตามแผนเพื่อปรับปรุงประสิทธิภาพโรงกลั่นตามมาตรฐานยูโร 4 (ESSO) และหยุดซ่อมบำรุงใหญ่ (IRPC) ซึ่งเป็นสาเหตุทำให้อัตรากำไรปรับตัวลดลง ผลการดำเนินงานโดยรวมดีกว่าคาดเพราะเราใช้สมมติฐานราคาน้ำมันตามหลักอนุรักษ์นิยม

แนวโน้มปี 2555 - กำไรน่าจะยังคงเติบโตที่ระดับ 14% จากปีก่อน เราคาดว่ากำไรปี 2555 ของกลุ่มพลังงานจะปรับตัวเพิ่มขึ้น 13.6% จากปีก่อน เนื่องจากราคาน้ำมันและค่าการกลั่นน่าจะยังอยู่ในระดับที่ดี เพราะมีความเสี่ยงที่จะเกิดปัญหาขาดแคลนอุปทานน้ำมันโดยมีสาเหตุมาจากสถานการณ์ตึงเครียดในอิหร่าน และกำลังการกลั่นเพิ่มเติมมีจำกัด นอกจากนี้เรายังคาดว่าจะเห็นปริมาณการผลิตปรับตัวเพิ่มขึ้นหลังจากโรงกลั่นหลายแห่งหยุดผลิตในปี 2554 โดยคาดว่า ESSO กับ IRPC จะรายงานกำไรปี 2555 เติบโตอย่างแข็งแกร่งหลังจากผลการดำเนินงานปี 2554 ออกมาน่าผิดหวัง

ราคาน้ำมัน - ยังคาดว่าจะปรับตัวเพิ่มขึ้นได้อีก ราคาน้ำมันดิบเบรนท์เฉลี่ยตั้งแต่ต้นปี 2555 ดีกว่าที่เราคาดการณ์ไว้อย่างมาก โดยเพิ่มขึ้นสู่ระดับ 116 ดอลลาร์สหรัฐ/บาร์เรล เทียบกับสมมติฐานของเราที่ 108 ดอลลาร์สหรัฐ/บาร์เรล และราคาเฉลี่ยในปี 2554 ที่ 111 ดอลลาร์สหรัฐ/บาร์เรล ราคาน้ำมันปรับตัวเพิ่มขึ้นท่ามกลางสถานการณ์ที่ตลาดมีความวิตกกังวลเกี่ยวกับแนวโน้มเศรษฐกิจโลกโดยมีสาเหตุมาจากวิกฤตหนี้ยุโรป เนื่องจากตลาดคาดการณ์ว่าจะเกิดปัญหาขาดแคลนอุปทานน้ำมันอันเป็นผลมาจากการคว่ำบาตรอิหร่าน เราเชื่อว่าราคาน้ำมันในปัจจุบันที่ระดับ 125 ดอลลาร์สหรัฐ/บาร์เรล สะท้อนแนวโน้ม Upside จากเหตุการณ์ดังกล่าวไปบ้างแล้ว เราเชื่อว่าตลาดยังคงคาดว่าจะเห็นราคาน้ำมันปรับขึ้นอีกในระยะสั้นโดยมีสาเหตุมาจากสถานการณ์ตึงเครียดที่เกิดขึ้นเป็นเวลานาน และแต่เรามองว่าการขาดแคลนอุปทานน้ำมันอาจจะไม่รุนแรงอย่างที่คาด ในขณะเดียวกันอุปสงค์น้ำมันที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นทั่วโลกในปี 2555 (+0.8 ล้านบาร์เรลต่อวัน) น่าจะได้รับการตอบสนองจากผลผลิตที่เพิ่มขึ้นจากกลุ่ม non-OPEC (+0.9 ล้านบาร์เรลต่อวัน) และการเพิ่มปริมาณการผลิตจากลิเบียสู่ระดับ 1.2 ล้านบาร์เรลต่อวันภายในไตรมาส 3 ปี 2555 เทียบกับปริมาณการผลิต 0.98 ล้านบาร์เรลต่อวันในเดือน ม.ค. 2555

โรงกลั่น – กำลังการผลิตเพิ่มเติมสุทธิที่มีจำกัด และการปิดโรงกลั่นเพิ่มมากขึ้นน่าจะช่วยสนับสนุนค่าการกลั่น แนวโน้มค่าการกลั่นในปี 2555 น่าจะยังสดใสเนื่องจากมีกำลังการกลั่นเพิ่มเติมสุทธิเพียง 0.4 ล้านบาร์เรลต่อวัน เทียบกับอุปสงค์ประมาณ 1 ล้านบาร์เรลต่อวัน โดยมีสาเหตุมาจากการปิดโรงกลั่นในยุโรปและสหรัฐฯ เพิ่มมากขึ้น สืบเนื่องมาจากปัญหาด้านสภาพคล่อง แม้ว่าจะมีกำลังการผลิตเข้ามาเพิ่มเติมโดยส่วนใหญ่อยู่ในภูมิภาคเอเชีย เราเชื่อว่าอุปสงค์น้ำมันดีเซลจะยังมีอยู่มาก โดยมีสาเหตุมาจากปัจจัยฤดูกาลในช่วงฤดูหนาวปี 2554-55 ซึ่งส่วนใหญ่มาจากจีนและญี่ปุ่นเพื่อใช้ผลิตไฟฟ้า

ถ่านหิน - อุปสงค์ที่แข็งแกร่งจะส่งผลดีต่อราคาถ่านหิน ราคาถ่านหินปรับตัวเพิ่มขึ้นในไตรมาส 1 ปี 2555 หลังจากปรับตัวลดลงในช่วงปลายไตรมาส 4 ปี 2554 โดยมีสาเหตุมาจากผลกระทบทางฤดูกาล อย่างไรก็ดี ราคาถ่านหินเฉลี่ยในไตรมาส 1 ปี 2555 ปรับตัวเพิ่มขึ้นจากไตรมาสก่อนหน้าเล็กน้อย สู่ระดับ 115.5 ดอลลาร์สหรัฐ/ตัน เราคาดว่าราคาถ่านหินน่าจะยืนอยู่ในระดับสูงกว่า 100 ดอลลาร์สหรัฐ/ตันในปี 2555 เนื่องจากมีอุปสงค์จำนวนมากจากญี่ปุ่นและจีน อีกทั้งราคาน้ำมันก็อยู่ในระดับสูง นอกจากนี้เรายังคาดการณ์ด้วยว่าจะเห็นอุปสงค์ถ่านหินเพื่อใช้ทดแทนพลังงานนิวเคลียร์เพิ่มมากขึ้นหลังจากเกิดเหตุภัยพิบัติในญี่ปุ่นในฤดูใบไม้ผลิปีที่ผ่านมา

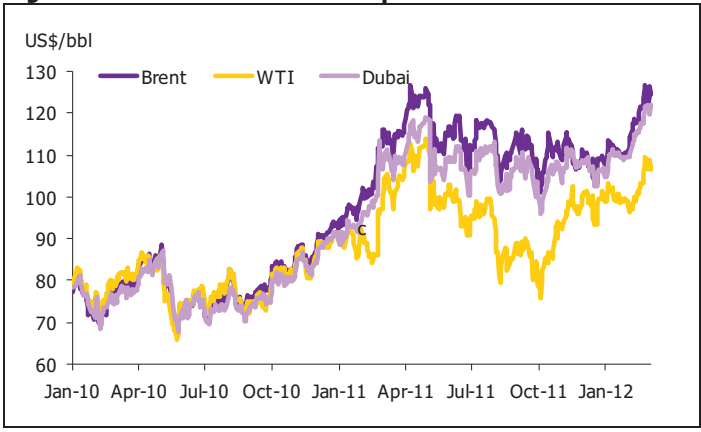
หุ้น Top picks ในกลุ่มพลังงาน เราชอบบริษัทที่ประกอบธุรกิจน้ำมันและก๊าซขั้นปลายซึ่งจะได้รับประโยชน์จากราคาน้ำมันและค่าการกลั่นที่สูงขึ้น Top picks ของเรา คือ TOP กับ IRPC

Valuation summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					11A	12F	13F	11A	12F	13F	11A	12F	13F	11A	12F	13F	11A	12F	13F	11A	12F	13F
BANPU	Buy	612.0	800.0	33.3	19.3	11.5	12.3	(12.6)	68.5	(6.9)	2.19	1.96	1.76	12.6	18.1	15.1	3.3	2.6	2.5	7.8	6.4	6.9
ESSO	Sell	13.70	11.00	(16.8)	50.5	12.1	9.9	(43.2)	315.9	22.8	1.93	1.69	1.50	3.8	14.9	16.1	0.7	2.9	3.6	18.1	8.2	7.9
IRPC	Buy	4.78	6.00	27.6	16.6	12.9	9.9	44.1	29.3	30.3	1.28	1.20	1.11	7.8	9.7	11.7	2.5	2.1	4.2	10.9	8.5	7.0
PTT	Buy	354.0	465.0	36.4	9.1	8.1	7.7	38.2	13.4	5.3	1.57	1.36	1.21	18.4	18.1	16.8	3.7	5.0	5.3	5.9	5.2	5.4
PTTEP	Buy	174.0	220.0	29.8	12.2	12.0	8.5	(2.9)	2.1	40.5	2.89	2.51	2.10	26.0	22.4	26.8	3.1	3.3	4.7	5.5	4.9	3.8
TOP	Buy	71.0	95.0	38.0	9.5	9.7	8.8	167.9	(2.3)	10.2	1.70	1.54	1.39	19.0	16.7	16.6	4.2	4.2	4.6	5.7	5.2	4.6
Average					**19.5**	**11.0**	**9.5**	**31.9**	**71.1**	**17.0**	**1.93**	**1.71**	**1.51**	**14.6**	**16.6**	**17.2**	**2.9**	**3.4**	**4.2**	**9.0**	**6.4**	**5.9**

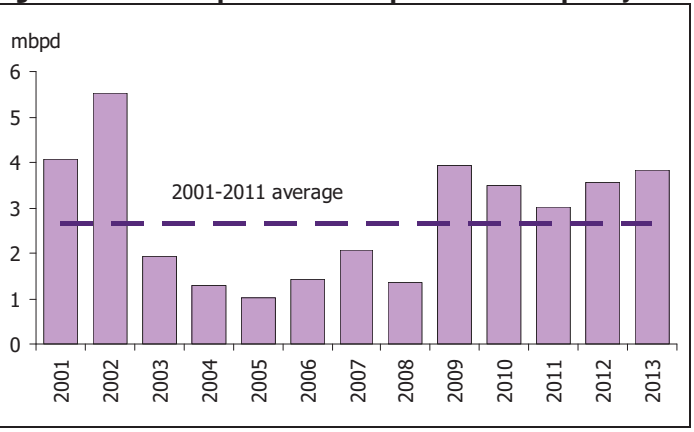
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: Benchmark crude oil price



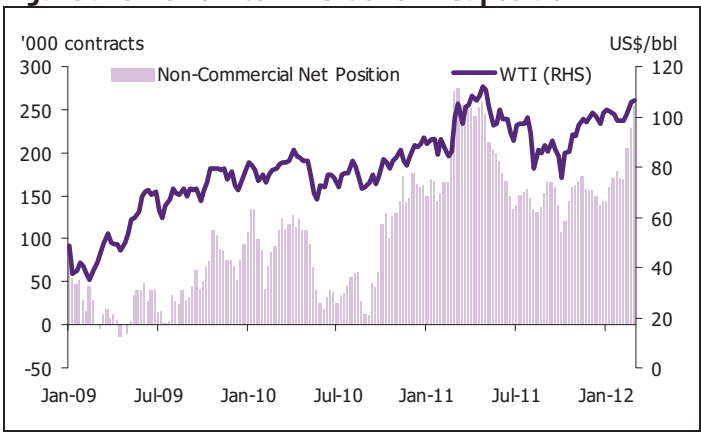
Source: Bloomberg Finance LP, SCBS Investment Research

Figure 2: OPEC surplus crude oil production capacity



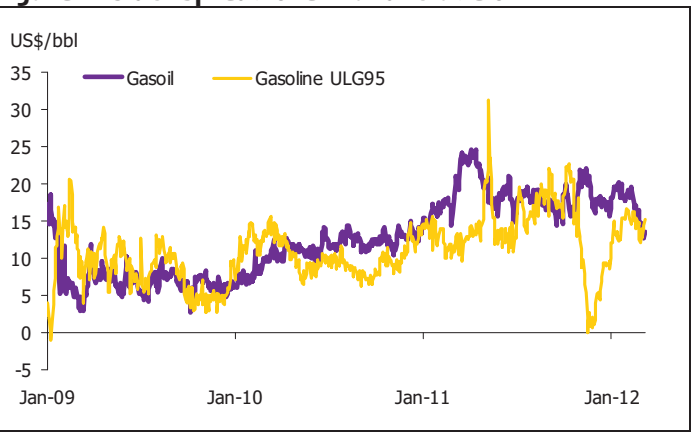
Source: EIA, SCBS Investment Research

Figure 3: CFTC non-commercial oil net position



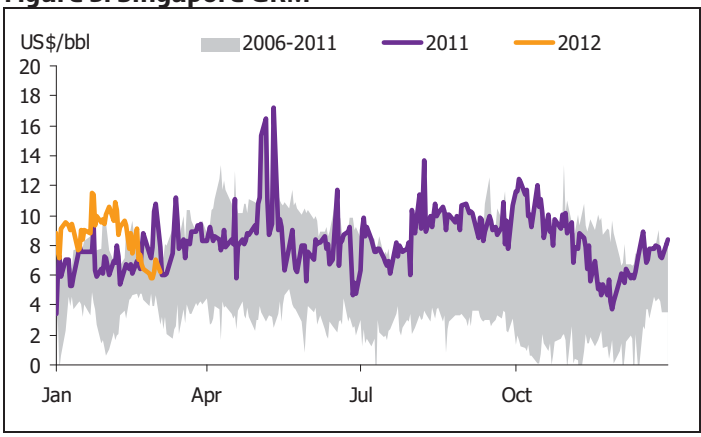
Source: CFTC, Bloomberg Finance LP, SCBS Investment Research

Figure 4: Crack spread over Dubai crude oil



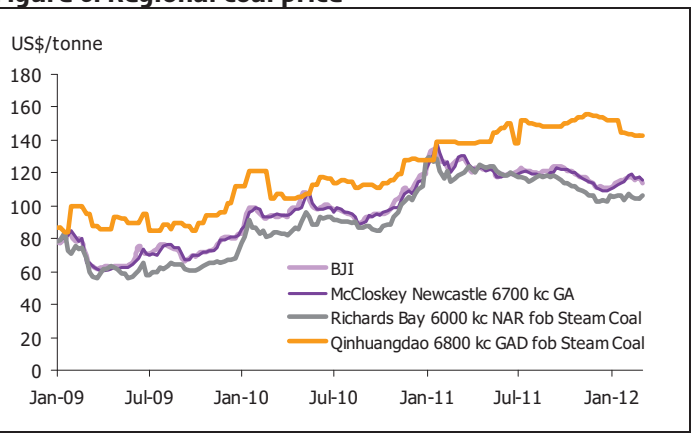
Source: Bloomberg Finance LP, SCBS Investment Research

Figure 5: Singapore GRM



Source: Reuters, SCBS Investment Research

Figure 6: Regional coal price



Source: BJI, Bloomberg Finance LP, SCBS Investment Research

ชอบหุ้นที่กระจายแหล่งรายได้และเกี่ยวข้องกับเศรษฐกิจในประเทศ

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

- **ผลการดำเนินงานไตรมาส 4/54 ปรับตัวแย่ลง เพราะผลกระทบจากสถานการณ์น้ำท่วม**
- **ผลการดำเนินงานไตรมาส 1/55 จะปรับตัวดีขึ้นจากแนวโน้มธุรกิจที่ดีขึ้นและความต้องการใช้บริการทางการแพทย์สะสม**
- **แนวโน้มไตรมาส 2/55 – Low season เพราะมีวันหยุดยาว**
- **ชอบหุ้นที่กระจายแหล่งรายได้และเกี่ยวข้องกับเศรษฐกิจในประเทศ BGH กับ KH เป็น Top picks**

ผลการดำเนินงานไตรมาส 4/54 ปรับตัวแย่ลง เพราะผลกระทบจากสถานการณ์น้ำท่วม หลังจากรายงานกำไรจากการดำเนินธุรกิจปกติสูงสุดเป็นประวัติการณ์ในไตรมาส 3 ปี 2554 หุ้นในกลุ่มการแพทย์ทุกตัวที่อยู่ในการวิเคราะห์ของเรา (BGH BH และ KH) ก็รายงานผลการดำเนินงานไตรมาส 4 ปี 2554 แย่ลงจากไตรมาสก่อนหน้า เนื่องจากธุรกิจได้รับผลกระทบจากสถานการณ์น้ำท่วม ส่วนปี 2554 กลุ่มการแพทย์รายงานกำไรเพิ่มขึ้น 45% จากปี 2553 โดยส่วนใหญ่เกิดจากกำไรที่เติบโตอย่างมากของ BGH อันเป็นผลมาจากการรวมผลการดำเนินงานของกลุ่มโรงพยาบาลพญาไท และกลุ่มโรงพยาบาลเปาโล เมโมเรียล เข้ามา

ผลการดำเนินงานไตรมาส 1/55 จะดีขึ้น โรงพยาบาลทั้งสามแห่งให้ข้อมูลในทางเดียวกันว่าธุรกิจปรับตัวดีขึ้นหลังสถานการณ์น้ำท่วมคลี่คลายลง ในขณะที่เรามีความกังวลต่อ BH จากการเตือนภัยก่อการร้ายในประเทศไทย เนื่องจากรายได้ประมาณ 60% ของ BH มาจากผู้ป่วยต่างชาติ อย่างไรก็ดี ธุรกิจของ BH ยังไม่ได้รับผลกระทบมากนักจากเหตุการณ์นี้นับถึงปัจจุบัน เราประเมินในเบื้องต้นได้ว่าโรงพยาบาลทั้งสามแห่งจะรายงานกำไรไตรมาส 1 ปี 2555 เพิ่มขึ้นทั้งจากช่วงเดียวกันของปีก่อนและจากไตรมาสก่อนหน้า โดยได้รับปัจจัยหนุนจากการดำเนินธุรกิจได้ดีขึ้นและประโยชน์จากการลดอัตราภาษีเงินได้นิติบุคคล

แนวโน้มไตรมาส 2/55 – Low season เพราะมีวันหยุดยาว ธุรกิจโรงพยาบาลจะเข้าสู่ช่วง low season ในไตรมาส 2 ปี 2555 เพราะมีวันหยุดยาวในประเทศไทย (เทศกาลสงกรานต์) นอกจากผู้ป่วยไทยจะมีเข้ามาน้อยแล้ว จำนวนผู้ป่วยต่างชาติก็จะปรับตัวลดลงด้วย เพราะไตรมาส 2 ไม่ใช่ฤดูกาลท่องเที่ยว ปริมาณผู้ป่วยทั้งในประเทศและต่างประเทศจะฟื้นตัวในไตรมาส 3 ปี 2555 เพราะเป็นช่วงที่มีผู้ป่วยไข้หวัดจำนวนมากสืบเนื่องมาจากการเปลี่ยนแปลงสภาพอากาศเข้าสู่ฤดูฝนในไทยและเป็นช่วงเริ่มต้นของฤดูกาลท่องเที่ยว

ชอบหุ้นที่กระจายแหล่งรายได้และเกี่ยวข้องกับเศรษฐกิจในประเทศ จากเหตุการณ์ที่ผ่านมาเมื่อไม่นานนี้ เช่น สถานการณ์ตึงเครียดทางการเมืองในปี 2553 และอุทกภัยครั้งใหญ่ในไตรมาส 4 ปี 2554 ทำให้เห็นได้ชัดเจนว่าการกระจายแหล่งรายได้เป็นสิ่งสำคัญ เพราะช่วยลดความเสี่ยงทางธุรกิจจากการมีรายได้กระจุกตัวอยู่ที่ใดที่หนึ่งมากเกินไป สำหรับกลุ่มการแพทย์ BGH มีการกระจายแหล่งรายได้มากที่สุด โดยประกอบกิจการโรงพยาบาล 25 แห่งทั่วประเทศ ส่วน KH มีโรงพยาบาลอยู่ 6 แห่ง ขณะที่ BH มีโรงพยาบาลอยู่เพียงแห่งเดียว ในระยะสั้น แนวโน้มของประเทศไทยจะถูกปกคลุมด้วยการเตือนภัยก่อการร้ายจากหลายๆ ประเทศ แม้ BH อ้างว่าธุรกิจของบริษัทโดยเฉพาะบริการผู้ป่วยต่างชาติไม่ได้รับผลกระทบจากการเตือนภัยก่อการร้าย แต่สถานการณ์ที่เป็นลบอาจจะส่งผลทำให้ผู้ป่วยที่มีแนวโน้มเข้ามาใช้บริการทางการแพทย์ในไทยเลื่อนการเข้ารับการรักษาพยาบาลในไทยออกไป ถ้าสถานการณ์เช่นนี้เกิดขึ้นเป็นเวลานาน ความกังวลที่เรามีต่อ BH จะลดน้อยลงถ้าแผนขยายธุรกิจของบริษัทไปสู่ทำเลที่ตั้งอีกที่หนึ่ง และ/หรือ ผู้ป่วยอีกกลุ่มหนึ่ง มีความคืบหน้าให้เห็น

BGH กับ KH เป็น Top picks เราชอบ BGH กับ KH เพราะทั้งสองบริษัทมีการกระจายแหล่งรายได้ผ่านทางเครือข่ายโรงพยาบาลและมีรายได้จากตลาดในประเทศสูงกว่าต่างประเทศ BGH มีปัจจัยพื้นฐานแข็งแกร่งที่สุดอันเป็นผลมาจากการมีเครือข่ายโรงพยาบาลใหญ่ที่สุดในประเทศไทย การครอบคลุมผู้ป่วยได้ในวงกว้างช่วยให้ BGH สามารถตอบสนองความต้องการรักษาพยาบาลในประเทศได้ดีกว่าโรงพยาบาลอื่นๆ ในขณะเดียวกันก็มีการกระจายรายได้ไปยังโรงพยาบาลหลายๆ แห่งด้วย อันจะส่งผลทำให้กำไรเติบโตอย่างแข็งแกร่งในปี 2555-56 ขณะเดียวกันเราชอบ KH ตรงที่มีการปรับเปลี่ยนสถานะในตลาดมาให้ความสำคัญกับผู้ป่วยที่ให้ผลตอบแทนสูงเพิ่มมากขึ้น คือ ผู้ป่วยคนไทยที่มีรายได้ปานกลางถึงสูง และผู้ป่วยต่างชาติ ผ่านโรงพยาบาลใหม่ของบริษัทคือ The World Medical Center ที่คาดว่าจะเปิดให้บริการในเดือน ต.ค. 2555 ซึ่งจะช่วยลดช่องว่างระหว่าง KH กับ BGH และ BH อันจะส่งผลทำให้มีการปรับมุมมองต่อ KH ในเชิงบวกมากขึ้น การเติบโตของผู้ป่วยเงินสดและการปรับวิธีการจ่ายค่ารักษาพยาบาลในระบบประกันสังคมเป็นปัจจัยสำคัญที่จะช่วยสนับสนุนผลการดำเนินงานของ KH

Valuation Summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					11A	12F	13F	11A	12F	13F	11A	12F	13F	11A	12F	13F	11A	12F	13F	11A	12F	13F
BGH	Buy	89.00	95.00	8.5	35.2	25.7	21.6	35.8	36.9	18.8	4.12	3.77	3.43	15.7	15.3	16.6	1.2	1.7	2.1	17.2	14.4	12.6
BH	Neutral	56.75	50.00	(9.7)	32.6	26.9	23.4	16.6	20.9	15.2	7.31	6.51	5.74	23.6	25.6	26.1	1.9	2.2	2.5	14.0	12.5	11.3
KH	Buy	7.55	7.75	5.3	22.4	19.1	16.3	5.3	17.2	17.1	4.18	3.70	3.32	18.5	20.6	21.5	2.6	2.6	3.1	8.9	9.0	8.1
Average					**30.1**	**23.9**	**20.4**	**19.2**	**25.0**	**17.0**	**5.20**	**4.66**	**4.16**	**19.3**	**20.5**	**21.4**	**1.9**	**2.2**	**2.6**	**13.4**	**12.0**	**10.7**

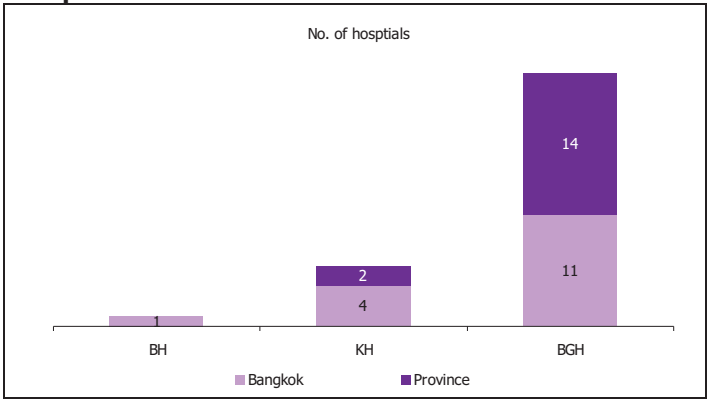
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: All three hospitals reported slow 4Q11 earnings due to the flooding

	Core earnings (Bt mn)					Growth		Core earnings (Bt mn)			% YoY Growth		
	4Q10	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	% YoY	% QoQ	2011	2012F	2013F	2011	2012F	2013F
BGH	466	836	908	1,273	891	91.1	(30.0)	3,907	5,348	6,355	72.2	36.9	18.8
BH	343	405	382	444	279	(18.5)	(37.1)	1,510	1,827	2,105	16.6	20.9	15.2
KH	153	143	174	195	161	4.9	(17.5)	673	789	923	5.3	17.2	17.1
Sector	**962**	**1,384**	**1,464**	**1,912**	**1,330**	**38.3**	**(30.4)**	**6,090**	**7,963**	**9,383**	**44.9**	**30.8**	**17.8**

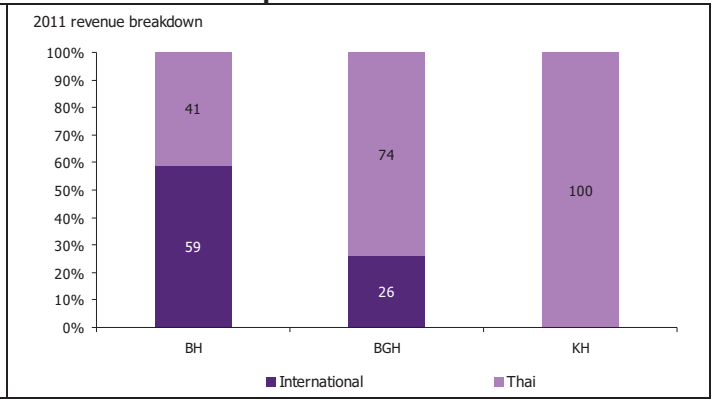
Source: SCBS Investment Research

Figure 2: BGH's portfolio is diversified by a large hospital network



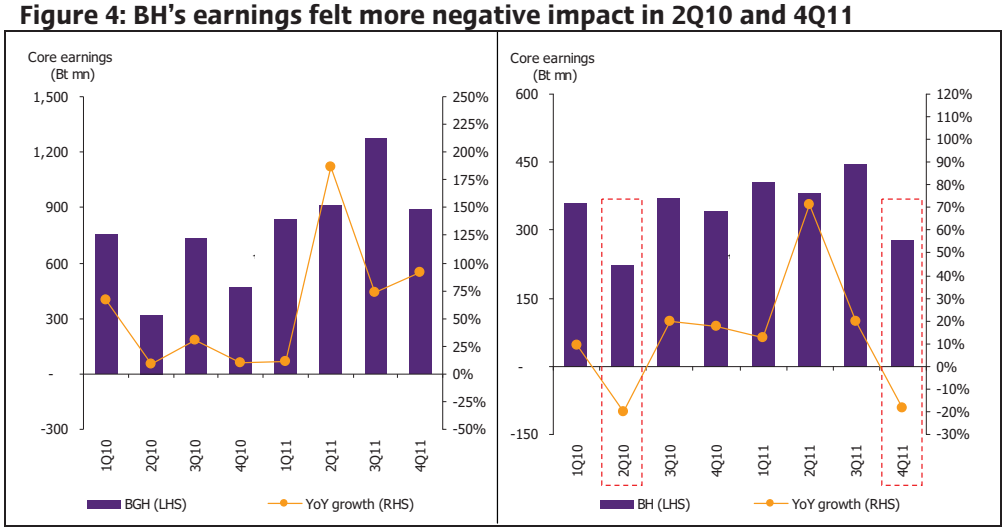
Source: Company data and SCBS Investment Research

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



Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 4: BH's earnings felt more negative impact in 2Q10 and 4Q11



Source: Company data and SCBS Investment Research

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

นรฤทธิ์ วิสิฐนรภัทร
ผู้ช่วยนักวิเคราะห์
0-2949-1008
norarit.wisitnorapatt@scb.co.th

วัฏจักรการลงทุนต่อเนื่อง

- **คาดยอดขายที่ดินปี 2555 เติบโต 10-15% โดยได้รับปัจจัยหนุนจากการลงทุนอย่างต่อเนื่อง**
- **AMATA กับ HEMRAJ เป็นผู้นำตลาด**
- **แผนบริหารจัดการน้ำของรัฐบาลจัดทำเสร็จแล้ว และเริ่มดำเนินการแล้ว**
- **ชอบ AMATA กับ HEMRAJ เพราะไม่ได้รับผลกระทบจากน้ำท่วม**

สรุปผลการดำเนินงานปี 2554 CBRE รายงานว่ายอดขายที่ดินนิคมอุตสาหกรรมในประเทศไทยมีจำนวนรวมทั้งสิ้น 5,757 ไร่ในปี 2554 เพิ่มขึ้น 59% จากปี 2553 สูงที่สุดนับตั้งแต่ปี 2543 AMATA HEMRAJ และ ROJNA มียอดขายที่ดินรวมกันประมาณ 3,835 ไร่ ครองส่วนแบ่งตลาดประมาณ 67% ลูกค้ารายใหญ่ยังคงอยู่ในอุตสาหกรรมยานยนต์และอุตสาหกรรมต่อเนื่อง ซึ่งเป็นผลจากการย้ายฐานการผลิตและการขยายกำลังการผลิตของนักลงทุนญี่ปุ่น ในด้านของผลการดำเนินงานนั้น AMATA กับ HEMRAJ มีผลการดำเนินงานที่ดีในปีที่ผ่านมาโดยได้รับปัจจัยหนุนจากการโอนที่ดินเพิ่มขึ้น แต่ผลการดำเนินงานของ ROJNA กับ TICON ได้รับผลกระทบจากสถานการณ์น้ำท่วม และรายงานขาดทุนสุทธิจำนวนมากในไตรมาส 4 ปี 2554 โดยมีสาเหตุมาจากค่าใช้จ่ายเกี่ยวกับความเสียหายของสินทรัพย์และการหยุดดำเนินงาน

คาดยอดขายที่ดินเพิ่มขึ้นในปี 2555 เราคาดว่ายอดขายที่ดินนิคมอุตสาหกรรมจะเพิ่มขึ้นสู่จำนวน 6,000-6,500 ไร่ในปี 2555 เพิ่มขึ้น 10-15% จากปีก่อน เนื่องจากวัฏจักรการลงทุนน่าจะเกิดขึ้นต่อเนื่อง เรายังคงมุมมองที่ว่าความต้องการที่ดินส่วนใหญ่จะอยู่ในพื้นที่ที่น้ำไม่ท่วมทางภาคตะวันออกและตะวันออกเฉียงเหนือของไทย ยอดขายที่ดินที่เราคาดการณ์ไว้ในปี 2555 ส่วนใหญ่มาจาก AMATA ซึ่งตั้งเป้ายอดขายที่ดินในปีนี้ไว้ที่ 3,000 ไร่ (เพิ่มขึ้นเป็นสองเท่าจากปีก่อน) ตามมาด้วย HEMRAJ ซึ่งตั้งป้ายอดขายที่ดินในปีนี้ไว้ที่ 1,700 ไร่ (ทรงตัวจากปีก่อน)

การฟื้นฟูความเชื่อมั่นของนักลงทุนมีความคืบหน้า:

- นิคมอุตสาหกรรมที่ถูกน้ำท่วมทั้ง 7 แห่งได้ปรับปรุงนิคมฯเรียบร้อยแล้ว และนักลงทุนบางส่วนก็กลับมาเปิดดำเนินงานแล้ว แต่อัตราการผลิตยังอยู่ในระดับต่ำ
- ผู้ประกอบการนิคมอุตสาหกรรม 6 รายวางแผนใช้งบลงทุนรวม 4.4 พันล้านบาทเพื่อก่อสร้างพนังกั้นน้ำ โดยบางรายเริ่มก่อสร้างแล้ว และจะแล้วเสร็จภายในไตรมาส 3 ปี 2555
- รัฐบาลจัดตั้งกองทุนประกันภัยพิบัติเสร็จแล้ว ในขณะที่เบี้ยประกันที่ปรับขึ้นอยู่ในอัตราที่ยอมรับได้ และกองทุนนี้จะคุ้มครองความเสียหายจากน้ำท่วม
- ครม.ตั้งงบประมาณจำนวน 1.8 หมื่นล้านบาทสำหรับแผนป้องกันน้ำท่วมระยะสั้น โดยส่วนใหญ่จะดำเนินการเสร็จภายในสิ้นปีนี้
- ศาลรัฐธรรมนูญตัดสินว่า พ.ร.ก.กู้เงิน 3.5 แสนล้านบาทเพื่อสนับสนุนโครงการป้องกันน้ำท่วมไม่ขัดรัฐธรรมนูญ เปิดทางให้รัฐบาลเดินหน้าโครงการตามแผนบริหารจัดการทรัพยากรน้ำซึ่งได้จัดทำเสร็จแล้ว
- รัฐบาลเดินทางโรดโชว์ในญี่ปุ่น เกาหลี และจีน ในเดือนนี้ เพื่อเรียกความเชื่อมั่นของนักลงทุนกลับมา

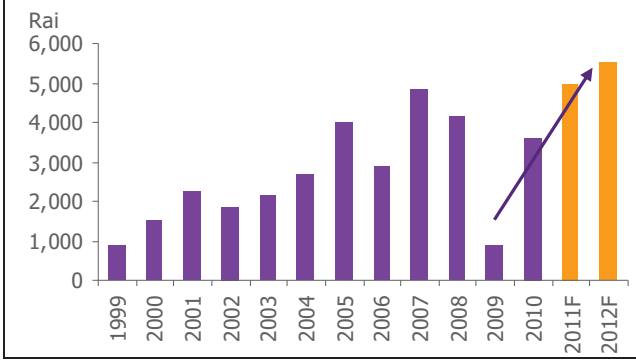
Top picks: AMATA: ได้ประโยชน์จากการย้ายการลงทุนออกจากอยุธยา; คาดว่าจะมียอดขายที่ดินเพิ่มขึ้นต่อเนื่องในปีนี้และปีหน้า AMATA กำลังเจรจากับนักลงทุนกลุ่มหนึ่งที่น่าจะซื้อที่ดินจากบริษัทรวม 2,000-3,000 ไร่ และในไม่ช้านี้ก็น่าจะได้เซ็นสัญญาขายที่ดินล็อตใหญ่กับ Bridgestone ที่วางแผนขยายกำลังการผลิตในไทย ใบอนุญาตพัฒนาที่ดินในเวียดนามและการขายที่ดินของบริษัทร่วมทุนกับ Holley ได้เร็วกว่าคาด เป็นแนวโน้ม Upside **HEMRAJ:** บริษัทจะได้รับประโยชน์จากการย้ายกิจการออกจากอยุธยา ขณะเดียวกันบริการสาธารณูปโภค และโรงงาน/คลังสินค้าให้เช่า ก็มีแนวโน้มเติบโตอย่างแข็งแกร่ง แม้โครงการโรงไฟฟ้า Gheco-One มีแนวโน้มที่จะเลื่อนกำหนดเริ่มเดินเครื่องผลิตเชิงพาณิชย์ออกไปเป็นปลายเดือน เม.ย.-พ.ค. หรือเลื่อนออกไป 1-2 เดือน ซึ่งถือเป็นปัจจัยลบระยะสั้น แต่เรายังคงมองแนวโน้มระยะกลางของ HEMRAJ ในด้านบวก

Valuation summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x) 11A	P/E (x) 12F	P/E (x) 13F	EPS growth (%) 11A	EPS growth (%) 12F	EPS growth (%) 13F	P/BV (x) 11A	P/BV (x) 12F	P/BV (x) 13F	ROE (%) 11A	ROE (%) 12F	ROE (%) 13F	Div. Yield (%) 11A	Div. Yield (%) 12F	Div. Yield (%) 13F	EV/EBITDA (x) 11A	EV/EBITDA (x) 12F	EV/EBITDA (x) 13F
AMATA	Buy	17.00	22.50	36.5	19.5	13.0	12.3	34.0	49.3	5.5	2.69	2.38	2.17	14.5	19.4	18.4	2.8	4.1	4.3	15.9	11.8	11.6
HEMRAJ	Buy	2.66	3.10	21.2	46.6	10.8	9.8	(56.6)	333.2	10.2	2.83	2.29	2.03	6.1	23.5	22.1	1.0	4.6	5.1	26.7	7.1	6.9
ROJNA	Neutral	6.10	7.30	23.8	n.m.	15.9	13.7	n.m.	n.m.	15.7	1.12	0.98	0.95	(12.3)	6.6	7.0	(6.5)	4.1	4.7	(32.7)	23.4	20.5
TICON	Neutral	12.80	11.80	(0.7)	22.2	11.3	9.6	(52.0)	96.1	17.8	1.69	1.55	1.47	7.7	14.5	15.7	1.6	7.1	8.3	15.3	10.1	8.3
Average					**29.4**	**12.7**	**11.4**	**(24.9)**	**159.6**	**12.3**	**2.08**	**1.80**	**1.66**	**4.0**	**16.0**	**15.8**	**(0.3)**	**5.0**	**5.6**	**6.3**	**13.1**	**11.8**

Source: SCBS Investment Research

Figure 1: Growing land sales



Source: CBRE, SCBS Investment Research

Figure 2: Flood dike construction at ROJNA

Source: Bangkok Turakij Online

Figure 3: Flood dike plans for six developers

	Wall distance (km)	Budget (Btmn)	Height (meters)	Completion date
Saha Rattananakorn	13.0	240	6.50	Aug 31
Bang Pa-in	11.0	700	6.00	Jul 31
Hi-Tech	13.0	350	5.40	Aug 31
ROJNA	77.6	2,233	6.05	Sep 30
NNCL	18.0	540	5.50	Aug 30
Bang Kadi	8.85	580	5.00	Aug 31

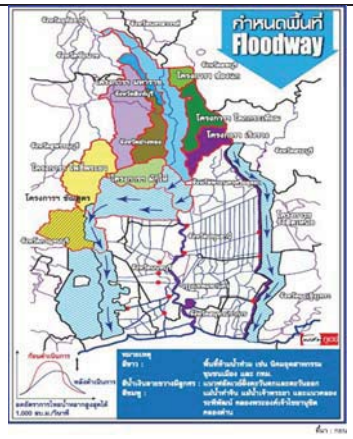
Source: Krungthep Turakij

Figure 4: Short-term plan for flood protection

Plan	Purpose	Time Frame
Establish a centralized national water way and dam management plan	To improve the systems that govern water and dam management	May 2012
Refurbishing and upgrading existing water management infrastructure	Repair and upgrade the existing water management infrastructure in preparation for future usage	December 2011
Develop an effective monitoring, forecast, data collection, and warning system	To build an effective crisis alert and management team	March 2012
Develop a crisis management plan to include all necessary steps in a locally affected areas.	Setup an appropriate emergency plan before, during, and after the disaster	March 2012
Determine areas to be used as flood- meadow and water- meadow to support the agriculture function	Designate a water management system to diversify at risk areas	March 2012
Develop integrated management systems	To establish an agency as a central single command authority	April 2012

Source: Strategic Committee for Water Resource Management (SCWRM)

Figure 5: Floodway plan



Source: Strategic Committee for Water Resource Management (SCWRM)

ภาวะอุตสาหกรรมที่เป็นบวกช่วยดึงดูดเม็ดเงินโฆษณาให้ไหลเข้ามา

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

- **ผลการดำเนินงานไตรมาส 4/54 ปรับตัวแย่ลงจากสถานการณ์น้ำท่วม**
- **แนวโน้มอุตสาหกรรมดีขึ้น เพราะเม็ดเงินโฆษณาไหลกลับ**
- **ชอบ MAJOR เพราะแนวโน้มผลการดำเนินงานแข็งแกร่งและเงินปันผลสูง**

ผลการดำเนินงานไตรมาส 4/54 ปรับตัวแย่ลงจากสถานการณ์น้ำท่วม กลุ่มสื่อรายงานผลการดำเนินงานไตรมาส 4 ปี 2554 ปรับตัวแย่ลงจากช่วงเดียวกันของปีก่อนและไตรมาสก่อนหน้า เพราะสถานการณ์น้ำท่วมส่งผลกระทบต่อการใช้จ่ายเม็ดเงินโฆษนา กำลังซื้อของผู้บริโภค และความเชื่อมั่น บริษัทที่มีผลการดำเนินงานโดดเด่นในปี 2554 คือ MAJOR ซึ่งรายงานกำไรเติบโตสูงที่สุด โดยได้รับปัจจัยหนุนจากโปรแกรมภาพยนตร์ที่น่าสนใจและอัตรากำไรที่ดีขึ้น ขณะที่ MCOT เป็นบริษัทที่มีผลการดำเนินงานแย่สุด โดยกำไรลดลง 5% จากผลกระทบของสถานการณ์น้ำท่วมในไตรมาส 4 ปี 2554

ผู้ประกอบการสถานีโทรทัศน์ (BEC และ MCOT): เม็ดเงินโฆษณากลับมาในไตรมาส 1/55 และเข้าสู่ช่วง high season ของธุรกิจในไตรมาส 2/55 แนวโน้มเศรษฐกิจของประเทศที่ปรับตัวดีขึ้นหลังจากสถานการณ์น้ำท่วมคลี่คลายลงส่งผลทำให้อุตสาหกรรมโฆษณาฟื้นตัวดีขึ้นตั้งแต่ในเดือน ม.ค. ซึ่งเกิดขึ้นเร็วกว่าที่เราคาดการณ์ไว้ว่าจะฟื้นตัวในไตรมาส 2 ปี 2555 ล่าสุด Nielsen รายงานรายจ่ายโฆษณา (ADEX) ในเดือน ก.พ. ที่ 8.4 พันล้านบาท เพิ่มขึ้น 7% จากช่วงเดียวกันของปีก่อน และ 4% จากเดือนก่อนหน้า โดยประเด็นที่น่าสนใจคือรายจ่ายโฆษณาทางโทรทัศน์ ซึ่งขยายตัวเพิ่มขึ้น 6% จากเดือนก่อนหน้า การฟื้นตัวกลับคืนมาของเม็ดเงินโฆษณาเปิดโอกาสให้ผู้ประกอบการสถานีโทรทัศน์ขึ้นอัตราค่าโฆษณา ซึ่งเป็นปัจจัยสำคัญที่จะช่วยกระตุ้นให้รายได้โฆษณาปรับตัวเพิ่มขึ้น BEC จะขึ้นอัตราค่าโฆษณารายการบางรายการ และลดการให้ส่วนลดแก่ลูกค้าที่ซื้อเวลาโฆษณาของละครช่วงไพรม์ไทม์ในเดือน มี.ค. ซึ่งหมายความว่าอัตราค่าโฆษณาจะปรับเพิ่มขึ้น MCOT ประกาศขึ้นอัตราค่าโฆษณาอีก 5-10% มีผลในเดือน มี.ค. เราเชื่อว่าภาวะอุตสาหกรรมที่เป็นบวกจะช่วยดึงดูดเม็ดเงินโฆษณาให้ไหลเข้ามามากขึ้นได้อย่างต่อเนื่อง เพราะไตรมาส 2 ที่โดยปกติแล้วเป็นช่วงที่มีการใช้จ่ายเม็ดเงินโฆษณาสูงกว่าไตรมาส 1 กำลังจะมาถึง

โรงภาพยนตร์ (MAJOR): เศรษฐกิจที่ดีขึ้นจะช่วยกระตุ้นให้มีความต้องการดูภาพยนตร์เพิ่มมากขึ้น MAJOR เริ่มต้นปีนี้ได้ดี โดยยอดขายตั๋วในเดือน ม.ค. ปรับตัวเพิ่มขึ้น 35% จากช่วงเดียวกันของปีก่อน เนื่องจากผู้ชมภาพยนตร์ฟื้นตัวเพิ่มขึ้น และสาขาที่ปิดไปเพราะน้ำท่วมก็กลับมาเปิดให้บริการได้ทันเวลากับโปรแกรมภาพยนตร์ที่น่าสนใจเข้าฉายพอดี ทั้งนี้นอกจากจำนวนผู้ชมภาพยนตร์ที่ฟื้นตัวเพิ่มขึ้นจะส่งผลดีต่อยอดขายตั๋วแล้ว ภาวะเศรษฐกิจและความเชื่อมั่นผู้บริโภคที่ปรับตัวดีขึ้นก็จะช่วยกระตุ้นให้ผู้โฆษณาใช้จ่ายเม็ดเงินโฆษณาซึ่งก็จะส่งผลดีต่อรายได้โฆษณาด้วย

Top pick คือ MAJOR เราชอบ MAJOR มากที่สุดในกลุ่มสื่อ เนื่องจากกำไรมีแนวโน้มเติบโตอย่างแข็งแกร่งที่ระดับ 23% ในปี 2555 โดยได้รับปัจจัยหนุนจาก: 1) จำนวนโรงภาพยนตร์ที่เพิ่มขึ้นในศูนย์การค้าขนาดใหญ่ เช่น IKEA (เปิดเดือน พ.ค.) และซีคอนสแควร์ บางแค (เปิดเดือน ส.ค.) 2) การปรับราคาตั๋วโดยเฉลี่ยเพิ่มขึ้น 3-5% โดยเพิ่มจำนวนโรงภาพยนตร์ระบบดิจิตอลจาก 130 โรงในปี 2554 เป็น 200 โรงในปีนี้ นอกจากนี้ MAJOR ยังเป็นหุ้นที่จ่ายปันผลดีด้วย โดยคาดว่าจะจ่ายเงินปันผลสำหรับปี 2555 จำนวน 0.98 บาท/หุ้น หรือคิดเป็นอัตราผลตอบแทน 6% แนวโน้ม Upside จะมาจากรายได้โฆษณาที่มากกว่าคาด โดยเฉพาะจากโรงภาพยนตร์ที่ IKEA ซึ่งเป็นศูนย์การค้าขนาดใหญ่ที่บางนา ที่สามารถเดินทางไปได้ง่ายทั้งจากใจกลางเมืองกรุงเทพฯและปริมณฑล เราเชื่อว่านอกจากโรงภาพยนตร์ที่ IKEA จะมีผู้ชมภาพยนตร์จำนวนมากแล้วยังจะเป็นแม่เหล็กดึงดูดโฆษณาได้ด้วย รายได้โฆษณาที่แข็งแกร่งจะช่วยสนับสนุนให้กำไรปรับตัวขึ้นได้ดีเนื่องจากอัตรากำไรขั้นต้นจากโฆษณาสูงมากที่ประมาณ 90%

ชอบ BEC มากกว่า MCOT แต่มองบวกน้อยลงเพราะราคาหุ้นมี Upside จำกัด ในกลุ่มผู้ประกอบการสถานีโทรทัศน์ เราชอบ BEC มากกว่า MCOT เพราะ BEC มีโปรแกรมรายการที่น่าสนใจกว่า ทำให้สามารถดึงดูดส่วนแบ่งผู้ชมและฟื้นตัวได้เร็วกว่าเมื่อเม็ดเงินโฆษณาไหลกลับเข้ามา นอกจากนี้ BEC ยังมีความเสี่ยงเกี่ยวกับหลักเกณฑ์น้อยกว่า MCOT ด้วย แต่ด้วยราคาหุ้นที่มีแนวโน้ม Upside จำกัดเมื่อเทียบกับราคาเป้าหมายของเรา ทำให้เราปรับคำแนะนำสำหรับ BEC ลดลงสู่ Neutral สิ่งที่สร้างความวิตกกังวลในระยะสั้นต่อผู้ประกอบการสถานีโทรทัศน์ทั้งสองราย คือ การเข้ามาของสื่อใหม่ๆ เช่น เคเบิ้ลทีวี / ทีวีดาวเทียม กรอบเวลาจากคณะกรรมการกิจการกระจายเสียง กิจการโทรทัศน์ และกิจการโทรคมนาคมแห่งชาติ (กสทช.) ระบุว่า แผนแม่บทการบริหารคลื่นความถี่และแผนแม่บทกิจการกระจายเสียงและกิจการโทรทัศน์ (ปี 2555-2559) จะมีผลบังคับใช้ในเดือน มี.ค. หลังจากนั้นก็จะออกใบอนุญาตให้กับผู้ประกอบการเคเบิ้ลทีวี/ทีวีดาวเทียมในงวดครึ่งหลังปี 2555

Valuation Summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					11A	12F	13F	11A	12F	13F	11A	12F	13F	11A	12F	13F	11A	12F	13F	11A	12F	13F
BEC	Neutral	51.00	48.00	(2.0)	28.9	24.8	21.8	6.9	16.6	13.5	12.70	11.60	10.68	44.7	48.9	50.9	3.3	3.8	4.3	13.4	13.6	12.6
MAJOR	Buy	17.40	19.00	14.8	19.6	15.9	14.4	22.1	22.9	10.7	2.50	2.47	2.43	13.2	15.6	17.0	4.7	5.7	6.3	9.1	8.0	7.4
MCOT	Neutral	28.50	28.00	5.4	14.4	12.5	12.7	(4.7)	15.2	(1.5)	2.56	2.49	2.42	17.7	20.1	19.3	7.0	7.2	7.1	7.2	7.5	7.7
Average					**21.0**	**17.7**	**16.3**	**8.1**	**18.2**	**7.6**	**5.92**	**5.52**	**5.18**	**25.2**	**28.2**	**29.1**	**5.0**	**5.6**	**5.9**	**9.9**	**9.7**	**9.2**

Source: SCBS Investment Research

Figure 1: 4Q11 earnings were dragged by the floods

	Core earnings (Bt mn)					Growth		Core earnings (Bt mn)			% YoY Growth		
	4Q10	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	% YoY	% QoQ	2011	2012F	2013F	2011	2012F	2013F
BEC	891	837	1,020	984	689	(22.7)	(30.0)	3,530	4,115	4,670	6.9	16.6	13.5
MAJOR	126	180	306	205	82	(34.6)	(59.8)	773	951	1,053	26.2	23.1	10.7
MCOT	377	364	499	361	132	(64.9)	(63.3)	1,356	1,562	1,538	(4.7)	15.2	(1.5)
Media sector	**1,394**	**1,381**	**1,825**	**1,550**	**904**	**(35.2)**	**(41.7)**	**5,659**	**6,629**	**7,262**	**6.0**	**17.1**	**9.6**

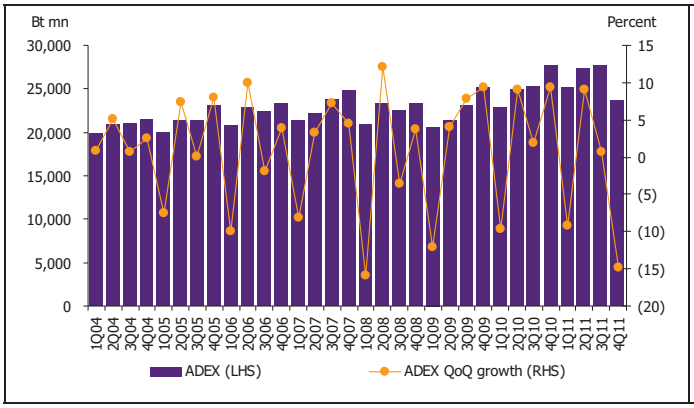
Source: SCBS Investment Research

Figure 2: ADEX in February improved MoM from after the land dried out

	Feb-12	Feb-11	YoY	Jan-12	MoM	2M12	2M11	YoY
TV	5,091	4,836	5.3%	4,806	5.9%	9,896	9,763	1.4%
Radio	452	406	11.3%	437	3.4%	894	794	12.6%
Newspaper	1,213	1,100	10.3%	1,112	9.1%	2,324	2,164	7.4%
Magazine	317	422	-24.9%	214	48.1%	602	819	-26.5%
Cinema	613	432	41.9%	748	-18.0%	1,361	1,023	33.0%
Outdoor	355	347	2.3%	356	-0.3%	710	694	2.3%
TRANSIT	167	172	-2.9%	200	-16.5%	361	377	-4.2%
IN STORE	103	89	15.7%	143	-28.0%	246	190	29.5%
Internet	48	36	33.3%	38	26.3%	86	65	32.3%
Total	**8,359**	**7,840**	**6.6%**	**8,054**	**3.8%**	**16,480**	**15,889**	**3.7%**

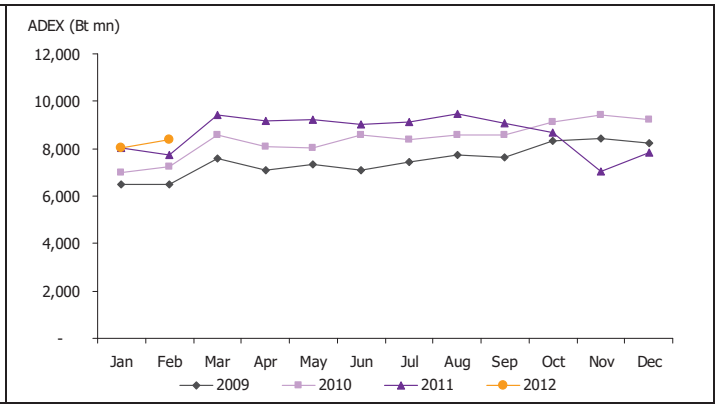
Source: Nielsen Company and SCBS Investment Research

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



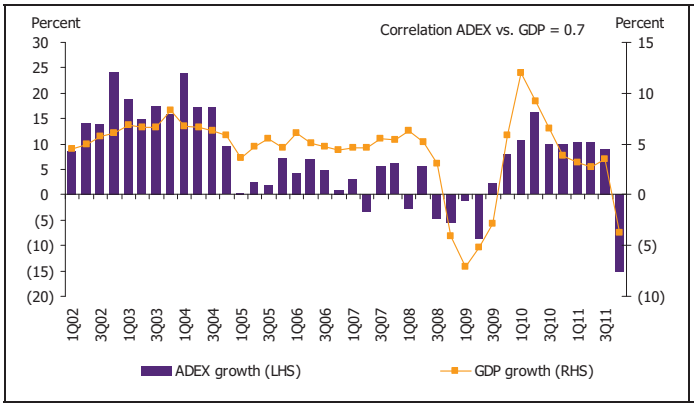
Source: Nielsen Company and SCBS Investment Research

Figure 4: Recovery of ADEX in continued

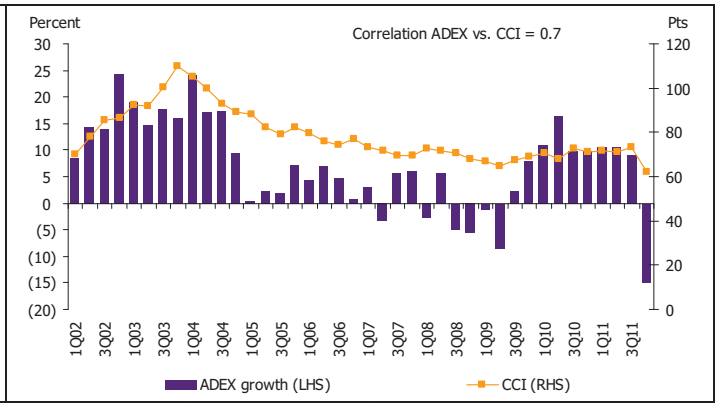


Source: Nielsen Company and SCBS Investment Research

Figure 5: Positive backdrop of improving economy and consumer confidence to support ad industry



Source: Bank of Thailand, Nielsen Company and SCBS Investment Research



Source: University of the Thai Chamber of Commerce, Nielsen Company and SCBS Investment Research

รอวัฏจักรขาขึ้นกลับมาในงวดครึ่งหลังปี 55

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

- **เรายังคงคาดว่าวัฏจักรขาขึ้นของอุตสาหกรรมปิโตรเคมีจะเริ่มขึ้นในงวดครึ่งหลังปี 55**
- **ส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ปิโตรเคมีฟื้นตัวเล็กน้อยในไตรมาส 1/55 แต่ยังคงลดลงจากไตรมาสก่อน**
- **PTTGC ยังคงเป็น Top pick ในกลุ่มปิโตรเคมีของเรา เพราะ Valuation ถูกกว่าหุ้นกลุ่มเดียวกันในตลาดภูมิภาค**

สรุปผลการดำเนินงานปี 2554 – กำไรเพิ่มขึ้นเพราะส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์แข็งแกร่ง บริษัทปิโตรเคมีในการวิเคราะห์ของ SCBS รายงานกำไรสุทธิปี 2554 เพิ่มขึ้นเฉลี่ย 114% จากปี 2553 โดยได้รับปัจจัยหนุนจากส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ (รวมกำไรจากสินค้าคงคลัง) ที่แข็งแกร่งโดยเฉพาะอย่างยิ่งในงวดครึ่งแรกปี 2554 การเข้าซื้อสินทรัพย์ใหม่ และปริมาณการผลิตที่สูงขึ้น ทั้งๆ ที่ผลการดำเนินงานงวดครึ่งหลังปี 2554 ปรับตัวแย่ลงเพราะส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ปรับตัวลดลงอย่างมากโดยมีสาเหตุมาจากความกังวลของตลาดเกี่ยวกับแนวโน้มเศรษฐกิจโลกและราคาน้ำมันผันผวน เหตุการณ์สำคัญสำหรับอุตสาหกรรมปิโตรเคมีในปี 2554 คือ การควบรวมกิจการของ PTTCH กับ PTTAR เป็น PTTGC ในเดือน ต.ค. จนกลายเป็นบริษัทปิโตรเคมีที่มี market cap ใหญ่สุดในตลาดไทย

แนวโน้มปี 2555- กำลังการผลิตที่ขยายใหญ่ขึ้นของ IVL เป็นปัจจัยสนับสนุนสำคัญของกลุ่มปิโตรเคมี แม้ส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ปิโตรเคมีอาจจะทรงตัวหรือลดลงเล็กน้อยจากปีก่อน แต่เราคาดว่าบริษัทปิโตรเคมีจะรายงานกำไรจากการดำเนินธุรกิจปกติในปี 2555 เพิ่มขึ้นเฉลี่ย 27% จากปีก่อน และรายงานกำไรสุทธิปี 2555 เพิ่มขึ้นเฉลี่ย 15% จากปีก่อน โดยมีสาเหตุหลักมาจากปริมาณการผลิตที่สูงขึ้นและการรวมผลการดำเนินงานของสินทรัพย์ที่ซื้อมาในปี 2554 เข้ามาตลอดทั้งปี โดยเฉพาะอย่างยิ่ง IVL เราคาดว่ากำไรจากการดำเนินธุรกิจปกติปี 2555 ของ IVL จะเพิ่มขึ้น 54% จากปีก่อน เนื่องจากกำลังการผลิตของบริษัทจะเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องจาก 6 ล้านตันต่อปี ณ สิ้นปี 2554 เป็น 7.5 ล้านตันต่อปี ณ สิ้นปี 2555 โดยอิงกับโครงการขยายกำลังการผลิตที่บริษัทประกาศและการเข้าซื้อสินทรัพย์ใหม่ IVL จะสามารถได้รับประโยชน์จากส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ที่ดีขึ้นของผลิตภัณฑ์สาย PET/โพลีเอสเตอร์หลังจากบริษัทเข้าซื้อกิจการ Old World Industries ซึ่งเป็นผู้ผลิต MEG รายใหญ่แห่งหนึ่งของโลก ส่วน PTTGC นั้น ปัจจัยที่จะช่วยสนับสนุนผลการดำเนินงานปี 2555 คือ การหยุดโรงงานน้อยลงเมื่อเทียบกับปี 2554 และส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์พาราไซลีนที่ดี

ส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ปิโตรเคมีฟื้นตัวเล็กน้อยในไตรมาส 1/55 เราเชื่อว่าไตรมาสที่เลวร้ายสุดสำหรับราคาและส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ปิโตรเคมีได้ผ่านพ้นไปแล้วในไตรมาส 4 ปี 2554 ซึ่งเป็นช่วงที่ผู้ซื้อไม่ต้องการที่จะเพิ่มระดับสินค้าคงคลังก่อนสิ้นปี 2554 เนื่องจากเกรงว่าจะเกิดเหตุการณ์ซ้ำรอยเหมือนกับปี 2551 ดังนั้นอุปสงค์ตามฤดูกาลในช่วงปลายไตรมาส 3 ปี 2554 ถึงต้นไตรมาส 4 ปี 2554 จึงแย่กว่าที่คาดการณ์ไว้มาก ส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ปิโตรเคมีฟื้นตัวอย่างช้าๆ ในไตรมาส 1 ปี 2555 หลังเทศกาลหยุดยาวของจีนซึ่งเป็นผู้ซื้อรายใหญ่ในภูมิภาคเอเชียแปซิฟิก อย่างไรก็ตาม ส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ปิโตรเคมีเฉลี่ยตั้งแต่ต้นไตรมาส 1 ปี 2555 ยังต่ำกว่าระดับในไตรมาส 4 ปี 2554 ยกเว้นเอทิลีน พาราไซลีน เบนซีน และ PVC โดยดูเหมือนว่าความกังวลเกี่ยวกับความไม่แน่นอนของเศรษฐกิจโลกอันเป็นผลมาจากวิกฤตหนี้ที่เกิดขึ้นยืดเยื้อในยุโรปซึ่งตลาดคาดว่าจะมีผลกระทบต่อเนื่องมาถึงกลุ่มประเทศเศรษฐกิจเกิดใหม่ ยังคงเป็นปัจจัยสำคัญที่คอยกดดันอยู่ นอกจากนี้แล้วนโยบายการเงินผ่อนคลายในจีนก็ดูเหมือนว่าจะมีผลกระทบต่ออุตสาหกรรมปิโตรเคมีน้อยกว่าที่คาดการณ์ไว้ก่อนหน้านี้

ยังคงคาดว่าวัฏจักรขาขึ้นของอุตสาหกรรมปิโตรเคมีจะเริ่มขึ้นในงวดครึ่งหลังปี 55 เรายังคงคาดว่าอุปสงค์ที่น้อยกว่าคาดเป็นสาเหตุที่ทำให้วัฏจักรขาขึ้นของอุตสาหกรรมปิโตรเคมีเลื่อนออกไปจากเดิมที่คาดว่าจะเกิดขึ้นอย่างเร็วในงวดครึ่งแรกปี 2555 เป็นงวดครึ่งหลังปี 2555 โดยอิงกับสมมติฐานว่าเศรษฐกิจโลกกลับมาเติบโตในระยะยาวหลังจากสะดุดลงโดยมีสาเหตุมาจากความกังวลว่าเศรษฐกิจสหรัฐฯ จะเข้าสู่ภาวะถดถอยและปัญหาหนี้สินในยุโรป ปัจจัยสำคัญที่จะส่งผลกระทบต่ออุปสงค์ ยังคงเป็นภาวะเศรษฐกิจกับนโยบายคุมเข้มสินเชื่อของจีน และอุปทานจากญี่ปุ่นกลับสู่ตลาดภายหลังการฟื้นฟูสายการผลิตในโรงงานที่ได้รับความเสียหาย ผลิตภัณฑ์ที่เราชอบ คือ พาราไซลีน ซึ่งน่าจะโดดเด่นกว่าผลิตภัณฑ์ปิโตรเคมีอื่นๆ โดยได้รับปัจจัยหนุนจากอุปสงค์ที่สูงขึ้นจากโรงงาน PTA แห่งใหม่ และ MEG เพราะอุปทานเพิ่มเติมที่มีจำกัด

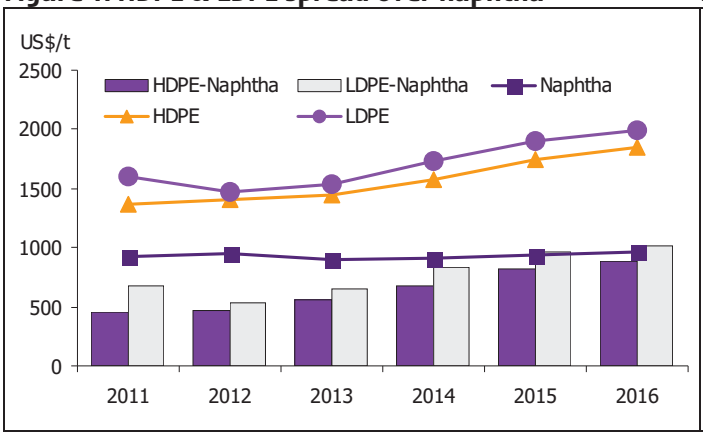
PTTGC ยังคงเป็น Top pick ของกลุ่มปิโตรเคมี ราคาหุ้น PTTGC ปรับตัวเพิ่มขึ้นมาแล้ว 20% นับตั้งแต่เริ่มต้นปี 2555 และปรับตัวขึ้นมาแล้ว 38% นับตั้งแต่เริ่มการซื้อขายในตลาดฯ เมื่อปลายเดือน ต.ค. 2554 หลังจากควบรวมกิจการเสร็จ แต่ Valuation ยังถูก โดยเทรดที่ P/E ปี 2555 ระดับ 9 เท่า เทียบกับ P/E เฉลี่ยของหุ้นกลุ่มเดียวกันในตลาดภูมิภาคที่ 11-12 เท่า เราเชื่อว่าราคาหุ้นปัจจุบันยังไม่ได้สะท้อนถึงโครงสร้างธุรกิจที่ดีขึ้นและความสามารถในการแข่งขันด้านต้นทุนวัตถุดิบของบริษัท เรายังคงยืนยันมุมมองของเราว่าแนวโน้มผลการดำเนินงานของ PTTGC แข็งแกร่งโดยได้รับปัจจัยหนุนจากส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ในระดับที่ดีและประโยชน์จากการควบรวมกิจการ

Valuation summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x) 11A	12F	13F	EPS growth (%) 11A	12F	13F	P/BV (x) 11A	12F	13F	ROE (%) 11A	12F	13F	Div. Yield (%) 11A	12F	13F	EV/EBITDA (x) 11A	12F	13F
IVL	Buy	39.25	46.00	19.7	18.3	12.1	10.1	4.8	51.4	19.2	3.17	2.69	2.26	22.4	24.2	24.2	1.8	2.5	3.1	13.4	8.7	7.2
PTTGC	Buy	71.00	105.00	52.7	10.3	8.5	8.3	190.7	20.5	3.0	1.61	1.44	1.31	14.3	17.0	15.7	4.1	4.8	4.9	8.0	6.1	5.5
Average					**14.3**	**10.3**	**9.2**	**97.7**	**36.0**	**11.1**	**2.39**	**2.07**	**1.78**	**18.3**	**20.6**	**20.0**	**2.9**	**3.7**	**4.0**	**10.7**	**7.4**	**6.4**

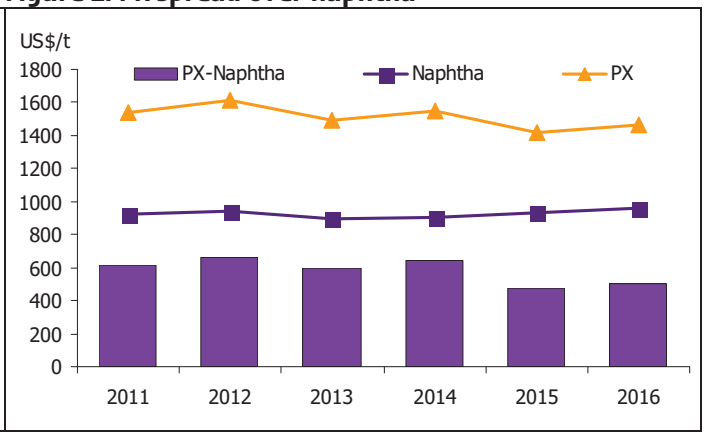
Source: SCBS Investment Research, Bloomberg

Figure 1: HDPE & LDPE spread over naphtha



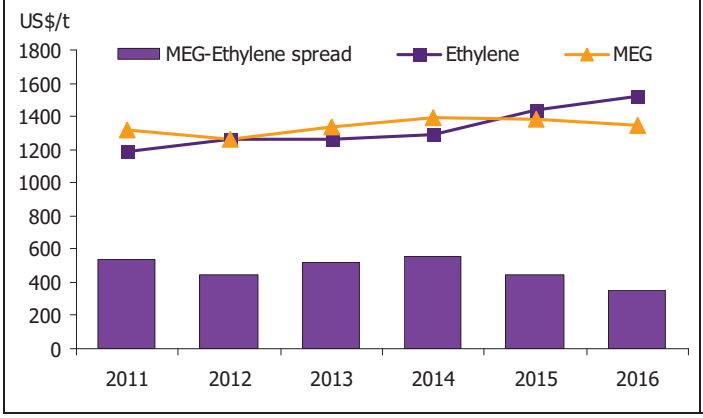
Source: CMAI (Jan 2012), PTTGC, SCBS Investment Research

Figure 2: PX spread over naphtha



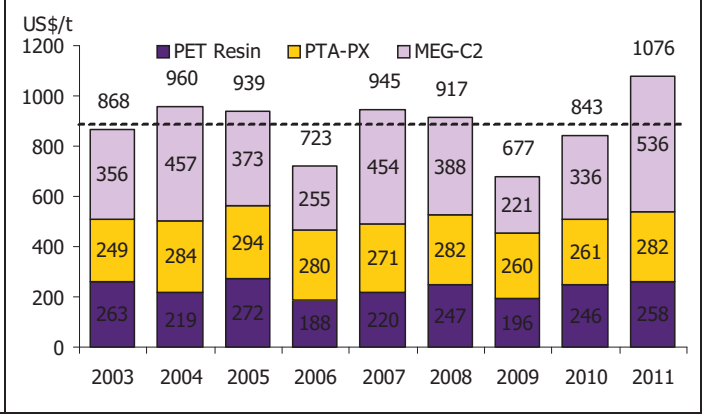
Source: CMAI (Jan 2012), PTTGC, SCBS Investment Research

Figure 3: MEG vs. ethylene spread



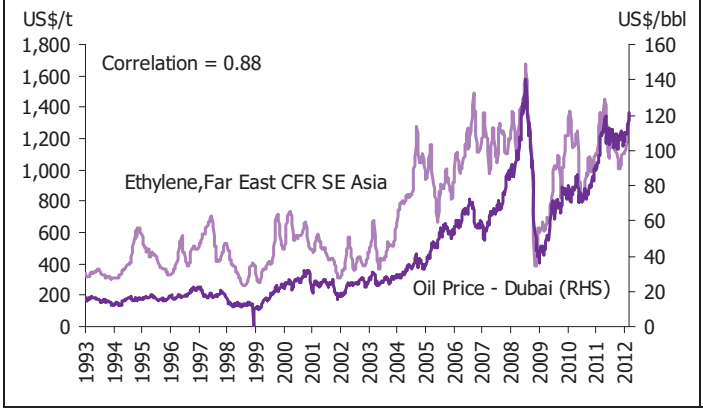
Source: CMAI (Jan 2012), PTTGC, SCBS Investment Research

Figure 4: Global polyester value chain delivered spreads



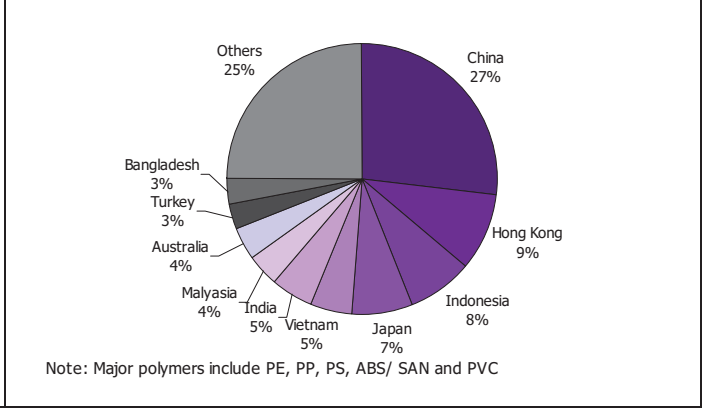
Source: SBA CCI, CMAI, IVL, SCBS Investment Research

Figure 5: Petrochemical industry cycle



Source: Datastream, SCBS Investment Research

Figure 6: Thailand's major polymers exports (Aug 2011)



Source: Customs Department, SCBS Investment Research

ชอบคอนโดและโครงการแนวราบระดับกลาง-บน

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

- **Presales คอนโดฟื้นตัวอย่างรวดเร็ว โดยเห็นได้จากโครงการเปิดใหม่หลายโครงการสามารถขายได้หมดในเวลาไม่กี่วัน ซึ่งเป็นปรากฏการณ์ที่ไม่พบมาตั้งแต่ปลายปี 2553**
- **Presales โครงการแนวราบระดับกลาง-บน ฟื้นตัวเร็วกว่าคาดในเดือน ก.พ.**
- **Presales โครงการแนวราบระดับล่างยังดูเปราะบาง**
- **Top picks: QH และ SPALI**

ผลการดำเนินงานปี 2554 สะดุดในไตรมาส 4/54 ยอด Presales ทั้งหมดในปี 2554 ของผู้ประกอบการพัฒนาโครงการที่อยู่อาศัย 7 รายใหญ่ ปรับตัวลดลง 14% จากปี 2553 สู่จำนวน 1.23 แสนล้านบาท โดยมีสาเหตุหลักมาจากยอด Presales คอนโดที่ปรับตัวลดลงอย่างมาก ขณะที่ Presales โครงการแนวราบยังอยู่ในระดับทรงตัวทั้งๆ ที่ได้รับผลกระทบอย่างหนักจากสถานการณ์น้ำท่วมในไตรมาส 4 ปี 2554 นอกจากนี้ผลการดำเนินงานยังอ่อนตัวลงเพราะมีการโอนบ้านเดี่ยวและทาวน์เฮ้าส์น้อยลงด้วย LPN SIRI และ SPALI ได้รับผลกระทบน้อยที่สุดโดยได้รับการสนับสนุนจากยอดขายคอนโดที่รอรับรู้เป็นรายได้ของบริษัท

สัญญาณฟื้นตัวปรากฏให้เห็นเร็วกว่าคาด สัญญาณฟื้นตัวในตลาดอสังหาริมทรัพย์เริ่มปรากฏให้เห็นแล้ว ซึ่งทำให้เราค่อนข้างแปลกใจพอสมควร โดยคอนโดเปิดใหม่หลายโครงการสามารถขายได้หมดในเวลาไม่กี่วัน (โครงการ *HQ* และ *Dcondo กะทู้-ป่าตอง* ของ SIRI) และโครงการอื่นๆ ก็สามารถขายได้สูงถึง 60-80% ในเวลา 1 หรือ 2 เดือน (*The Coast Bangkok* ของ Bangkok Grand Estate, *Aspire พระราม 9* ของ AP, *Dcondo รามคำแหง 64* และ *THE BASE พระราม 9-รามคำแหง* ของ SIRI รวมถึง *Lumpini Mega City บางนา เฟส 1* ของ LPN) ซึ่งนับเป็นปรากฏการณ์ที่ไม่พบมาตั้งแต่ปลายปี 2553

ชอบคอนโด... เราชอบกลุ่มคอนโด เพราะฟื้นตัวอย่างรวดเร็ว ยอด Presales คอนโดในช่วง 2 เดือนแรกของปี 2555 เทียบกับยอด Presales ทั้งปี 2554 ของผู้ประกอบการรายใหญ่ ได้แก่ SIRI AP SPALI และ LPN อยู่ในระดับที่น่าประทับใจที่ 75% 40% 24% และ 21% ตามลำดับ ซึ่งช่วยสนับสนุนการคาดการณ์ของเราที่ว่ายอด Presales จะเติบโตอย่างแข็งแกร่งในปีนี้

...และโครงการแนวราบระดับกลาง-บน นอกจากนี้เรายังชอบโครงการแนวราบระดับกลาง-บนด้วย เพราะมีสัญญาณฟื้นตัว ยอด Presales โครงการบ้านเดี่ยวและทาวน์เฮ้าส์ระดับกลาง-บนปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็วในเดือน ก.พ. โดย Presales เฉลี่ยต่อเดือนปรับตัวเพิ่มขึ้นสู่ระดับ 85-134% ของ Presales เฉลี่ยต่อเดือนในปีก่อนจากระดับ 52-85% ในเดือน ม.ค. ผู้ประกอบการเปิดเผยว่า Presales มีมากที่สุดในโครงการที่ตั้งอยู่ในพื้นที่ที่น้ำไม่ท่วม ในขณะที่ Presales ในโครงการที่ตั้งอยู่ในพื้นที่น้ำท่วมยังอยู่ในระดับต่ำ เรายังคงมีความกังวลว่าโครงการแนวราบระดับล่างจะฟื้นตัวช้า เนื่องจากลูกค้าเป้าหมายมีรายได้เข้ามาน้อยลง ส่งผลทำให้กำลังซื้อลดลง ยอดขายโครงการแนวราบระดับล่างยังอยู่ในระดับต่ำเพียง 42% เมื่อเทียบกับยอดขายเฉลี่ยต่อเดือนในปีก่อน

ปัจจัยพื้นฐานฝั่งอุปทานปรับตัวดีขึ้น ภาวะอุปสงค์/อุปทานใกล้สมดุลในปี 2554 เพราะอุปทานลดลงในอัตราที่เร็วกว่าอุปสงค์ ซึ่งช่วยลดความวิตกกังวลเกี่ยวกับภาวะอุปทานล้นตลาด โครงการเปิดใหม่ในเดือน ม.ค. 2555 ยังคงมีน้อยโดยเฉพาะโครงการแนวราบ ซึ่งอาจจะเป็นผลกระทบต่อเนื่องมาจากสถานการณ์น้ำท่วม

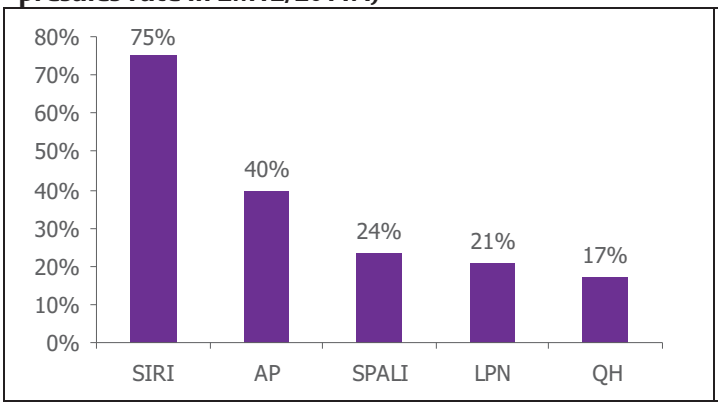
Top picks ยังคงเป็น QH SPALI เราเลือก SPALI เพราะปัจจัยพื้นฐานแข็งแกร่ง และกำไรมีแนวโน้มเติบโตได้ดี โดยได้รับปัจจัยหนุนจากยอดขายคอนโดที่รอรับรู้เป็นรายได้และโครงการในต่างจังหวัด ขณะเดียวกันเราก็ชอบ QH เพราะ Valuation ถูก

Forecasts and valuation

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					11A	12F	13F	11A	12F	13F	11A	12F	13F	11A	12F	13F	11A	12F	13F	11A	12F	13F
AP	Buy	5.90	6.40	13.3	10.0	8.3	5.9	(35.1)	20.4	41.6	1.56	1.38	1.18	15.3	17.6	21.7	3.7	4.8	6.8	13.3	12.0	8.9
LH	Neutral	6.85	7.20	11.0	17.9	17.0	14.9	2.1	5.5	14.3	2.34	2.32	2.28	13.5	13.7	15.4	5.6	5.9	6.7	14.5	19.3	17.7
LPN	Neutral	15.20	13.50	(6.6)	11.7	10.3	8.6	20.7	13.9	20.5	3.15	2.67	2.24	28.9	28.0	28.5	4.3	4.6	5.5	8.9	8.6	7.3
PS	Neutral	14.90	16.00	10.1	11.6	11.3	8.2	(18.8)	2.4	37.9	1.94	1.73	1.49	17.6	16.1	19.5	2.7	2.7	3.8	12.7	13.4	9.2
QH	Buy	1.84	3.40	87.7	20.3	17.2	11.5	(56.8)	18.1	49.8	1.18	1.14	1.07	5.8	6.8	9.6	0.5	2.9	4.4	31.2	29.1	20.9
SIRI	Buy	2.08	2.40	22.9	6.9	6.5	5.1	(9.7)	5.3	27.3	1.29	1.16	1.02	19.2	18.8	21.2	6.7	7.5	9.5	11.0	10.8	9.5
SPALI	Buy	15.30	17.30	17.9	10.2	9.4	8.5	0.2	8.8	10.0	2.44	2.14	1.88	25.6	24.3	23.4	4.4	4.8	5.3	8.3	7.8	7.3
Average					**12.7**	**11.4**	**9.0**	**(13.9)**	**10.6**	**28.8**	**1.99**	**1.79**	**1.59**	**18.0**	**17.9**	**19.9**	**4.0**	**4.7**	**6.0**	**14.3**	**14.4**	**11.5**

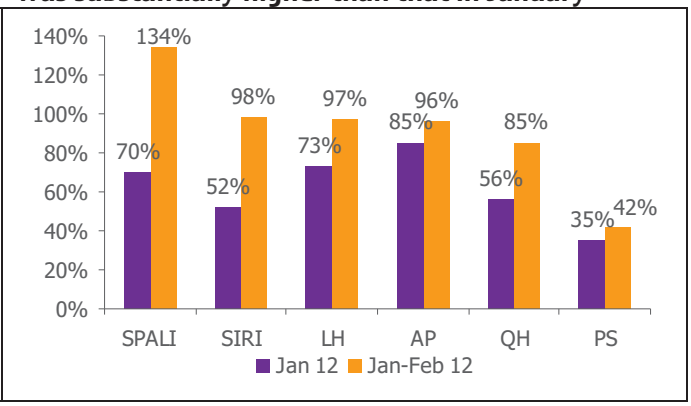
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: Condo recovery on the fast track (high presales rate in 2M12/2011A)



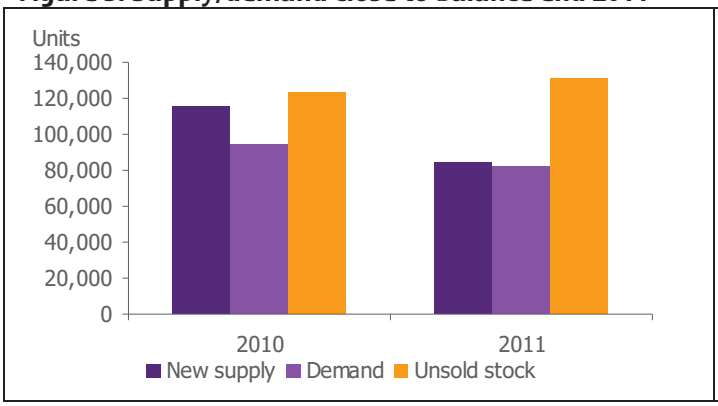
Source: Company

Figure 2: Average monthly presales in 2M12/2011A was substantially higher than that in January



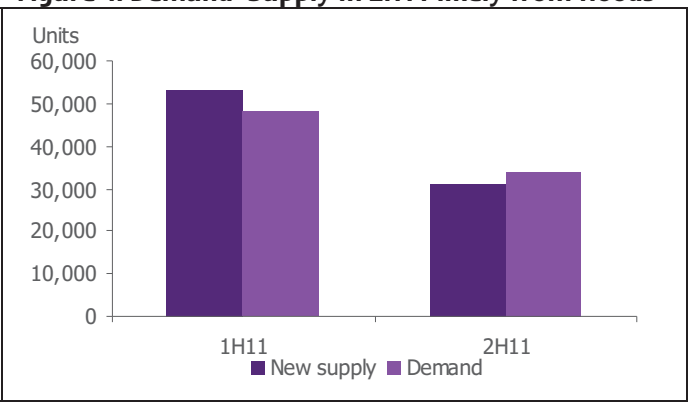
Source: Company

Figure 3: Supply/demand close to balance end 2011



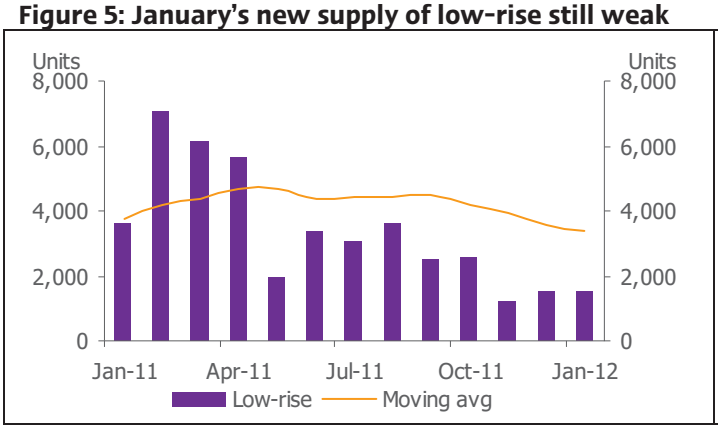
Source: AREA

Figure 4: Demand>Supply in 2H11 likely from floods



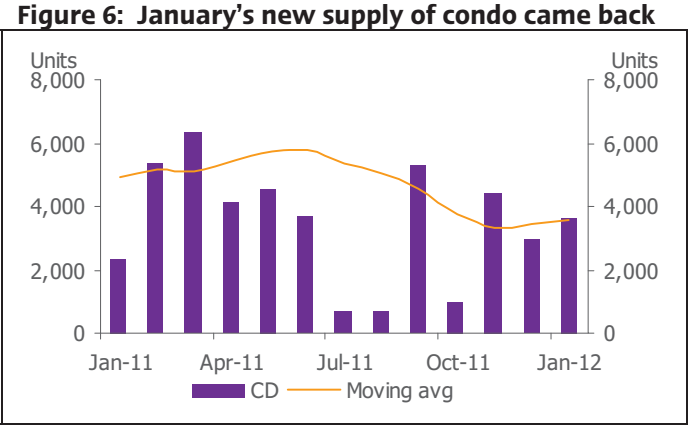
Source: AREA

Figure 5: January's new supply of low-rise still weak



Source: AREA

Figure 6: January's new supply of condo came back



Source: AREA

Valuation ปัจจุบันไม่น่าดึงดูด

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

- **กลุ่มค้าปลีกปรับตัว Outperform ตลาดตั้งแต่ต้นปี 55 หลังจากผลการดำเนินงานไตรมาส 4/54 ออกมาดีกว่าคาด**
- **เครื่องชี้เศรษฐกิจในระยะหลังนี้เป็นบวก ยกเว้นรายได้เกษตรกรที่ปรับตัวลดลงต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 3 (-11.4% ในเดือน ก.พ.)**
- **แนะนำ Neutral สำหรับ CPALL HMPRO และ MAKRO เพราะราคาหุ้นมี Upside จำกัด**
- **BIGC เป็นหุ้นที่เราแนะนำ "ซื้อ" เพียงตัวเดียว เพราะเทรดที่ PER ต่ำสุดในกลุ่มค้าปลีก และมีโอกาสที่ผลการดำเนินงานจะสร้างเซอร์ไพรส์**

สรุปผลการดำเนินงานไตรมาส 4/54 กำไรของ BIGC กับ MAKRO สูงกว่าที่เราและตลาดคาดการณ์ไว้ ขณะที่กำไรของ HMPRO สูงกว่าคาดเล็กน้อย ส่วนกำไรของ CPALL เป็นไปตามคาด ในด้านของเงินปันผล CPALL สร้างเซอร์ไพรส์ด้วยการประกาศจ่ายหุ้นปันผลที่อัตราส่วน 1 หุ้นเดิมต่อ 1 หุ้นปันผล นอกจากนี้ MAKRO ก็ประกาศจ่ายเงินปันผลสูงกว่าคาดด้วย โดยอัตราการจ่ายเงินปันผลในปี 2554 ปรับเพิ่มขึ้นเป็น 96% สำหรับทั้งปี 2554 BIGC รายงานกำไรจากการดำเนินธุรกิจปกติเติบโตสูงที่สุดที่ 65% ตามมาด้วย MAKRO ที่ 49% HMPRO 22% และ CPALL 15% สถานะที่แข็งแกร่งของกลุ่มค้าปลีกและผลการดำเนินงานที่ดีกว่าคาดส่งผลทำให้ราคาหุ้นกลุ่มค้าปลีกปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างมากโดยตั้งแต่ต้นปีนี้ราคาหุ้นกลุ่มค้าปลีกปรับตัวเพิ่มขึ้นมาแล้ว 17-37% เทียบกับ SET ที่ปรับตัวเพิ่มขึ้น 12%

เครื่องชี้เศรษฐกิจเป็นบวก ยกเว้นรายได้เกษตรกร การอุปโภคบริโภคภาคเอกชนในเดือน ม.ค. ปรับตัวเพิ่มขึ้น 0.4% จากเดือนก่อนหน้า และ 2.6% จากช่วงเดียวกันของปีก่อน ขณะที่ดัชนีผลผลิตภาคอุตสาหกรรมปรับตัวลดลง 15.2% ดีกว่าที่ปรับตัวลดลง 25.3% ในเดือน ธ.ค. ดัชนีความเชื่อมั่นผู้บริโภคปรับตัวเพิ่มขึ้นในเดือน ก.พ. สู่ระดับสูงสุดในรอบ 5 เดือน แต่เราค่อนข้างกังวลเกี่ยวกับดัชนีรายได้เกษตรกรที่ปรับตัวลดลง 11.2% ในเดือน ม.ค. หลังจากเพิ่มขึ้น 15.8% ในเดือน ธ.ค. 2554 การปรับตัวลดลงมีสาเหตุมาจากราคาผลิตภัณฑ์ทางการเกษตร (เช่น ยาง น้ำมันปาล์ม หมู และไก่) ปรับตัวลดลง เราเชื่อว่าราคาอาหารน่าจะปรับตัวลดลงในเดือนต่อๆ ไป ก่อนที่จะปรับตัวเพิ่มขึ้นในไตรมาส 3-4 ปี 2555 หลังจากราคาน้ำมันดิบปรับตัวเพิ่มขึ้นและผลผลิตเนื้อสัตว์มีน้อยลง

คาดกำไรปี 2555 โตเฉลี่ย 31% (หลังจากโต 38% ในปีนี้) หลังจากบริษัทในกลุ่มค้าปลีกประกาศผลการดำเนินงานไตรมาส 4 ปี 2554 เราก็ปรับเปลี่ยนประมาณการกำไรของเราดังนี้: 1) ปรับประมาณการกำไรปี 2556/57 ของ HMPRO เพิ่มขึ้นอีก 8%/12% หลังจากปรับสมมติฐานจำนวนสาขาใหม่เพิ่มขึ้น (8 สาขาต่อปี เทียบกับสมมติฐานเดิมที่ 5 สาขาต่อปี) 2) ปรับประมาณการกำไรปี 2555/56 ของ BIGC เพิ่มขึ้นอีก 35%/48% เพื่อสะท้อนถึงประโยชน์ที่มีมากกว่าคาดจากการรวมกิจการกับ Carrefour 3) ปรับประมาณการกำไรปี 2556/57 ของ MAKRO เพิ่มขึ้นอีก 3%/4% หลังจากปรับสมมติฐานจำนวนสาขาใหม่เพิ่มขึ้น (ออกรายงานไปเมื่อวันที่ 2 มี.ค.) และ 4) คงประมาณการกำไร CPALL ไว้เหมือนเดิม สำหรับปี 2555 เราคาดว่า HMPRO จะรายงานกำไรเติบโตสูงที่สุดที่ระดับ 41% (โดยได้รับปัจจัยหนุนหลักๆ จากความต้องการปรับปรุงซ่อมแซมบ้านหลังน้ำท่วม) รองลงมาคือ CPALL ที่ 38% (ส่วนหนึ่งมีสาเหตุมาจากฐานต่ำของปีก่อน เนื่องจาก CPALL ได้รับผลกระทบจากน้ำท่วมหนักสุด) ส่วน MAKRO กับ BIGC นั้นเราคาดว่ากำไรจะเติบโต 24% และ 22% ตามลำดับ

มีแค่ BIGC ที่ Valuation ดูน่าสนใจ ราคาหุ้นกลุ่มค้าปลีกที่ปรับตัวขึ้นมาแรงในระยะหลังนี้ทำให้ Valuation ดูน่าสนใจน้อยลง เมื่อดูที่ PER ปี 2555 เราพบว่า CPALL เทรดที่ PER สูงสุดที่ระดับ 27.4 เท่า และมีความเป็นไปได้น้อยลงที่ผลการดำเนินงานจะสร้างเซอร์ไพรส์เนื่องจากเงินเฟ้อหมวดอาหารปรับตัวลดลง รองลงมาคือ HMPRO เทรดที่ PER 26.7 เท่า (เรามองว่าสะท้อนถึงประโยชน์ที่จะได้รับจากความต้องการปรับปรุงซ่อมแซมบ้านหลังน้ำท่วมไปเรียบร้อยแล้ว) MAKRO เทรดที่ PER 23 เท่า และก็มีความเป็นไปได้น้อยลงที่ผลการดำเนินงานจะสร้างเซอร์ไพรส์เนื่องจากเงินเฟ้อหมวดอาหารปรับตัวลดลงเช่นเดียวกัน BIGC เทรดที่ระดับต่ำสุดในกลุ่มค้าปลีกที่ PER เพียง 20 เท่า และมีโอกาสที่ผลการดำเนินงานจะสร้างเซอร์ไพรส์ด้วย (ประมาณการกำไรปี 2555 ของเราสูงกว่าตลาดคาดอยู่ 10% และเราเชื่อว่าตลาดคาดการณ์ประโยชน์จากการควบรวมกิจการกับ Carrefour ในด้านต่ำเกินไป)

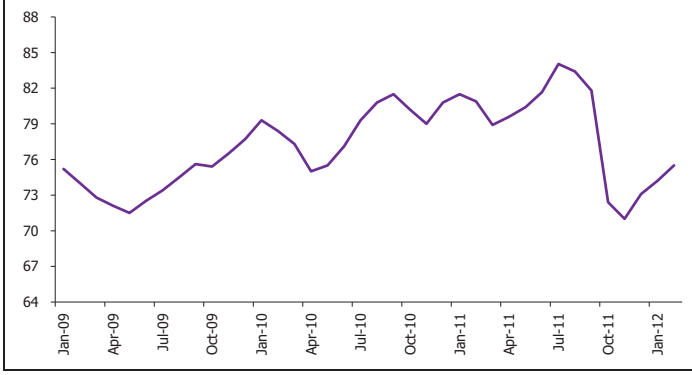
CPALL HMPRO และ MAKRO มี Upside จำกัด หลังจากปรับประมาณการและราคาเป้าหมายใหม่เพื่อสะท้อนผลการดำเนินงานไตรมาส 4 ปี 2554 ราคาหุ้น CPALL HMPRO และ MAKRO ก็ยังมีแนวโน้ม Upside จำกัดเมื่อเทียบกับราคาเป้าหมายของเรา ทำให้เราปรับคำแนะนำสำหรับหุ้นเหล่านี้ลงจาก "ซื้อ" เป็น "Neutral" โดยเหลือ BIGC เพียงตัวเดียวที่เรายังแนะนำ "ซื้อ"

Valuation Summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x) 11A	12F	13F	EPS growth (%) 11A	12F	13F	P/BV (x) 11A	12F	13F	ROE (%) 11A	12F	13F	Div. Yield (%) 11A	12F	13F	EV/EBITDA (x) 11A	12F	13F
BIGC	Buy	179.00	200.00	14.0	27.1	22.3	17.7	64.9	21.5	25.7	6.10	5.19	4.42	24.1	25.2	26.9	1.8	2.2	2.8	14.8	11.4	9.6
CPALL	Neutral	65.00	68.00	7.5	37.5	27.2	22.3	15.1	37.9	22.0	13.59	10.97	9.36	39.7	44.7	45.4	1.9	2.9	3.8	19.0	14.9	12.5
HMPRO	Neutral	13.30	13.50	4.1	38.6	27.3	20.4	21.6	41.3	34.1	9.53	7.17	6.20	27.9	30.0	32.6	1.1	2.6	3.4	19.9	15.5	12.2
MAKRO	Neutral	332.00	330.00	3.0	28.5	23.0	18.7	48.6	23.8	23.5	8.23	7.50	6.91	29.6	34.1	38.6	3.2	3.6	4.2	14.6	12.8	10.8
Average					**32.9**	**25.0**	**19.8**	**37.5**	**31.1**	**26.3**	**9.36**	**7.71**	**6.72**	**30.3**	**33.5**	**35.9**	**2.0**	**2.8**	**3.6**	**17.1**	**13.7**	**11.3**

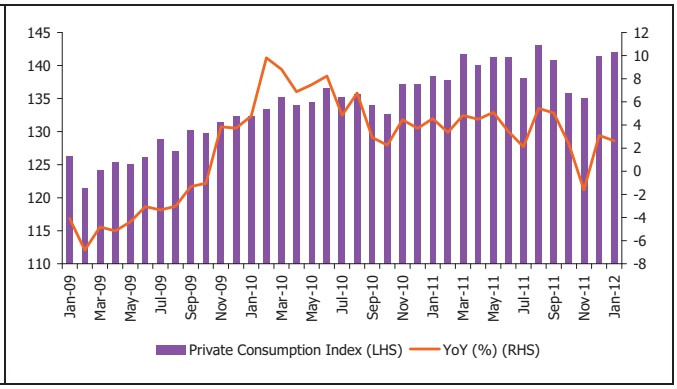
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: Consumer Confidence Index rose in February to the highest level in five months.



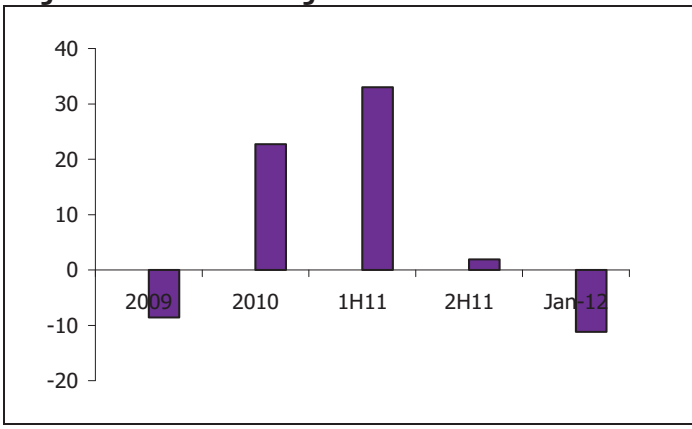
Source: BOT, SCBS Investment Research

Figure 2: Private consumption in January rose 0.4% MoM and 2.6% YoY



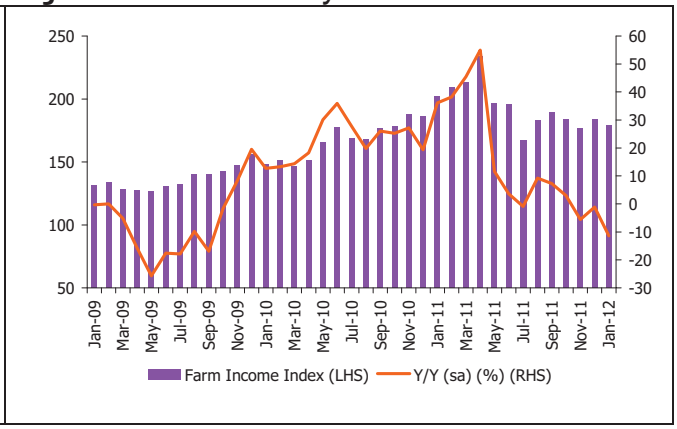
Source: BOT, SCBS Investment Research

Figure 3: Farm Income growth decelerated in 2H11



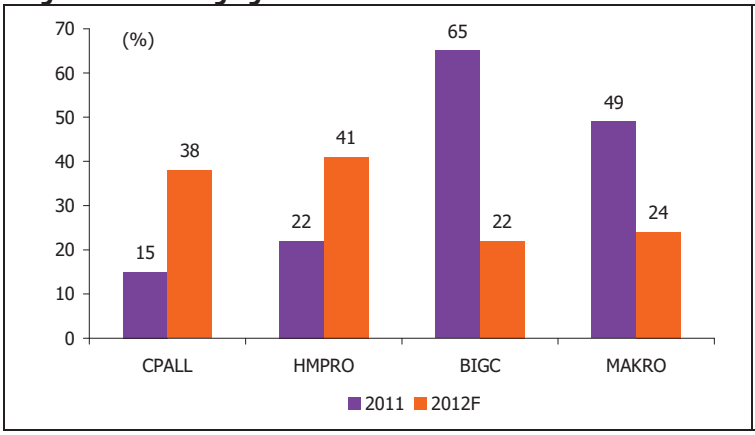
Source: Company, SCBS Investment Research

Figure 4: ...and in January declined 11.2% YoY



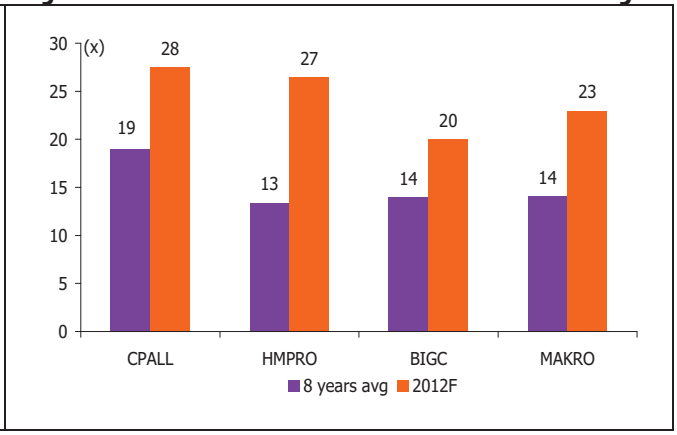
Source: Company, SCBS Investment Research

Figure 5: Earnings growth for 2011A and 2012F



Source: Company, SCBS Investment Research

Figure 6: Thai retailer 2012F PER vs. historical avg.



Source: Company, SCBS Investment Research

ราคาหุ้นสูงกว่ามูลค่า และแนวโน้มธุรกิจไม่สดใส

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

- **ธุรกิจหลักทรัพย์: มีการแข่งขันด้านราคาค่อนข้างสูงหลังจากเริ่มเปิดเสรีอัตราค่าคอมมิชชั่นอย่างสมบูรณ์ในเดือน ม.ค. 2555 ซึ่งจะส่งผลทำให้เงินปันผลในปี 2555 ปรับตัวลดลง**
- **ธุรกิจเงินทุน: ฟื้นตัวจากจุดต่ำสุดที่ได้รับผลกระทบจากสถานการณ์น้ำท่วม และมีแนวโน้ม Upside จากการขึ้นค่าจ้าง**

ธุรกิจหลักทรัพย์: มีการแข่งขันด้านราคาค่อนข้างสูง เราพบว่ามีการแข่งขันด้านราคาเพิ่มมากขึ้นหลังจากเริ่มเปิดเสรีอัตราค่าคอมมิชชั่นอย่างสมบูรณ์ในเดือน ม.ค. 2555 ความพยายามในการเปิดเสรีครั้งก่อนส่งผลทำให้มีสงครามราคาเกิดขึ้น ทำให้ตลาดหลักทรัพย์ฯจำเป็นต้องกลับมาใช้อัตราค่าคอมมิชชั่นคงที่แบบเดิม หากมีการแข่งขันด้านราคาอย่างรุนแรงเกิดขึ้นอีก การเปิดเสรีอัตราค่าคอมมิชชั่นอย่างสมบูรณ์ก็จะสร้างความเสี่ยง downside ต่อประมาณการปี 2555 ของเรา เราตั้งสมมติฐานมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดฯ เฉลี่ยต่อวันในกรณีฐานไว้ที่ 2.6 หมื่นล้านบาทในปี 2555 เทียบกับ 2.56 หมื่นล้านบาทในปี 2554

เปลี่ยนมาใช้ Valuation สิ้นปี 2555 เราเปลี่ยนมาใช้ฐานสิ้นปี 2555 ในการประเมินราคาเป้าหมายของ ASP และ MBKET โดย Valuation ของเราอิงกับประมาณการเงินปันผลปี 2555 โดยใช้ cost of equities 10% และอัตราเติบโตระยะยาว 2% เรามองว่าหุ้นหลักทรัพย์เป็นหุ้นที่น่าสนใจในแง่เงินปันผล เพราะมีอัตราการจ่ายเงินปันผลสูงถึง 90-100% เราเชื่อว่าราคาหุ้นปัจจุบันสะท้อนเงินปันผลจากผลการดำเนินงานงวดครึ่งหลังปี 2554 ไปหมดแล้ว เนื่องจากผลตอบแทนจากเงินปันผล ณ ราคาหุ้นปัจจุบันของ ASP และ MBKET อยู่ที่ระดับ 4.8% และ 5.5% ตามลำดับ ปัจจุบันมีการเปิดเสรีอัตราค่าคอมมิชชั่นอย่างสมบูรณ์แล้ว ทำให้เราไม่คิดว่าเงินปันผลปี 2555 จะอยู่ในระดับสูง

PHATRA-KK valuation เมื่อวันที่ 9 ธ.ค. 2554 คณะกรรมการของ KK และ PHATRA ได้อนุมัติให้รวมกิจการของสองบริษัท โดย KK จะทำคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ทั้งหมดของ PHATRA เพื่อเพิกถอนหุ้นของ PHATRA ออกจากการเป็นหลักทรัพย์จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (Delisting Tender Offer) จากผู้ถือหุ้นทุกรายของ PHATRA โดยธนาคารจะชำระค่าตอบแทนให้แก่ผู้ถือหุ้นของ PHATRA ที่ตอบรับคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ดังกล่าวเป็นหุ้นสามัญเพิ่มทุนของธนาคารที่อัตราส่วนการแลกเปลี่ยนหุ้นเท่ากับ 1 หุ้นของ PHATRA ต่อ 0.9135 หุ้นของ KK การรวมกิจการครั้งนี้คาดว่าจะแล้วเสร็จในไตรมาส 3 ปี 2555 (เดือน ส.ค.) เมื่ออิงกับอัตราส่วนแลกหุ้นที่ 1 หุ้น PHATRA ต่อ 0.9135 หุ้น KK ราคาเป้าหมายของ KK หลังรวมกิจการที่ 36 บาท จะคิดเป็นราคาเป้าหมายของ PHATRA ได้ที่ 33 บาท

ธุรกิจเงินทุน: ฟื้นตัวจากจุดต่ำสุดที่ได้รับผลกระทบจากสถานการณ์น้ำท่วม ผลกระทบอย่างหนักจากสถานการณ์น้ำท่วมทำให้ทั้ง KTC และ AEONT รายงานขาดทุนจำนวนมากในไตรมาส 4 ปี 2554/ไตรมาส 3 ปีบัญชี 2554 และยังคาดว่าจะตั้งสำรองจำนวนมากในไตรมาส 1 ปี 2555/ไตรมาส 4 ปีบัญชี 2554 ด้วยแม้จะน้อยกว่าไตรมาสก่อนหน้า ในฐานะบริษัทที่ปล่อยสินเชื่ออุปโภคบริโภคชั้นนำ KTC และ AEONTS น่าจะได้รับประโยชน์จากการขึ้นค่าจ้าง และการปรับฐานเงินเดือนขั้นต่ำของข้าราชการที่จบปริญญาตรีเป็น 15,000 บาท การปรับค่าจ้างขั้นต่ำใน 7 จังหวัด (รวมถึงภูเก็ต กรุงเทพฯ และปริมณฑล) เพิ่มขึ้นอีก 36-40% จาก 215-221 บาท เป็น 300 บาท/วัน มีผลตั้งแต่เดือน เม.ย. 2555 จะทำให้กลุ่มลูกค้าเป้าหมายในการปล่อยสินเชื่อส่วนบุคคลของสองบริษัทนี้ขยายใหญ่ขึ้น เรายังคงมุมมองของเราที่ว่าตลาดบัตรเครดิตถึงจุดอิ่มตัวแล้ว และกำลังเผชิญกับการแข่งขันอย่างรุนแรงจากธนาคารพาณิชย์ การควบคุมค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานเป็นจุดโฟกัสหลักสำหรับบริษัทที่เน้นปล่อยสินอุปโภคบริโภคในปีนี้

การเก็งกำไรประเด็นเข้าซื้อและรวมกิจการกระตุ้นให้ราคาหุ้นปรับขึ้น ราคาหุ้น KTC ปรับตัวขึ้นแรงและสูงกว่ามูลค่าเหมาะสมอย่างมาก โดยมีสาเหตุมาจากการเก็งกำไรประเด็นเข้าซื้อและรวมกิจการ

Valuation summary

	Rating	Price	Target	ETR	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)		
		(Bt/Sh)	(Bt/Sh)	(%)	11A	12F	13F	11A	12F	13F	11A	12F	13F	11A	12F	13F	11A	12F	13F
AEONTS	Sell	29.75	28.00	(0.0)	12.0	8.5	8.1	(35.5)	40.9	5.1	1.18	1.07	1.00	9.9	13.1	12.8	4.2	5.9	6.2
ASP	Sell	2.34	2.50	15.5	9.8	10.4	11.0	(32.8)	(6.5)	(5.2)	1.24	1.23	1.23	12.2	11.9	11.2	9.2	8.6	8.2
KTC	Sell	18.70	14.00	(23.7)	n.m.	28.4	11.2	n.m.	n.m.	153.0	0.99	0.96	0.89	(28.4)	3.4	8.2	0.0	1.4	3.6
MBKET	Sell	15.10	14.20	1.6	13.2	13.3	13.1	(18.8)	(0.6)	1.1	1.95	1.96	1.95	14.4	14.7	14.9	7.7	7.5	7.6
PHATRA	Sell	30.75	35.00	19.9	7.7	8.2	8.0	(17.2)	(5.8)	2.4	1.80	1.65	1.51	22.2	20.9	19.7	8.4	6.1	6.2
Average					**10.7**	**13.8**	**10.3**	**(26.1)**	**7.0**	**31.3**	**1.43**	**1.37**	**1.32**	**6.1**	**12.8**	**13.4**	**5.9**	**5.9**	**6.4**

Source: SCBS Investment Research

Figure 1: Target price sensitivity to turnover

	MBKET	ASP
Target price at 2012F various daily mkt. turnover		
Bt22bn	13.9	2.6
Bt24bn	16.3	2.9
Bt26bn — base case	14.2	2.5
Bt28bn	21.0	3.4
Bt30bn	23.3	3.7
2012F EPS (Bt) at various daily mkt. turnover		
Bt22bn	0.85	0.19
Bt24bn	0.99	0.20
Bt26bn — base case	1.14	0.22
Bt28bn	1.28	0.24
Bt30bn	1.43	0.26
2012F DPS (Bt) at 2011F various daily mkt. turnover		
Bt22bn	0.85	0.17
Bt24bn	0.99	0.18
Bt26bn — base case	1.14	0.20
Bt28bn	1.28	0.22
Bt30bn	1.43	0.24
Dividend payout		
2012F	100%	90%
Implied target PE (x)	**12.5**	**11.3**
Cost of equity	10.00%	10.00%
Sustainable growth	2.00%	2.00%

Source: SCBS Investment Research

Figure 2: Earnings forecasts

	Net profit (Btmn)			Growth		
	2011	2012F	2013F	2011	2012F	2013F
PHATRA	835	787	805	-17%	-6%	2%
MBKET	654	650	657	-19%	-1%	1%
ASP	505	472	448	-33%	-7%	-5%
Total	1,994	1,909	1,910	-22%	-4%	0%

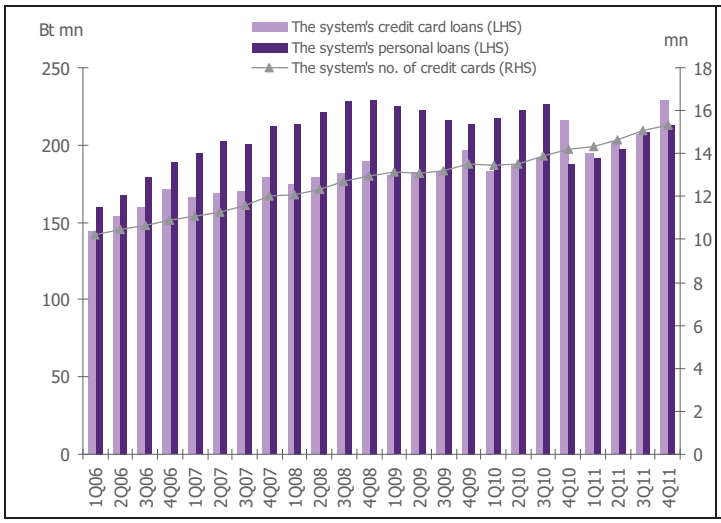
Source: SCBS Investment Research

Figure 3: Key assumptions

	Market share			Commission rate			Fee income (Bt mn)			Investment gain (Bt mn)		
	2011	2012F	2013F	2011	2012F	2013F	2011	2012F	2013F	2011	2012F	2013F
PHATRA	4.76%	4.75%	4.75%	0.16%	0.15%	0.15%	318	300	300	746	700	700
MBKET	11.86%	11.80%	11.80%	0.15%	0.15%	0.15%	45	45	45	49	25	25
ASP	4.83%	4.80%	4.80%	0.19%	0.18%	0.17%	283	280	280	155	150	150

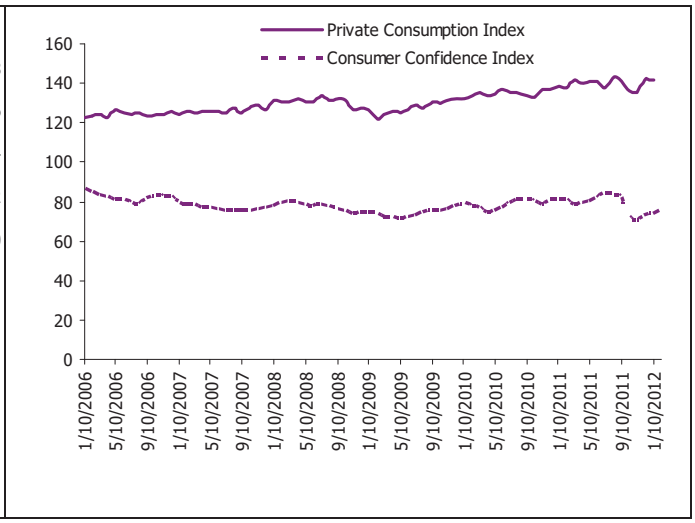
Source: SCBS Investment Research

Figure 4: Credit card numbers & loans, personal loans



Source: BoT and SCBS Investment Research

Figure 5: Private Consumption and Consumer Confidence indices



Source: BoT and SCBS Investment Research

ความสนใจยังคงอยู่ที่ใบอนุญาต 3G-2.1Ghz

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

- **สรุปผลการดำเนินงานไตรมาส 4/54: ไม่ได้รับผลกระทบจากสถานการณ์น้ำท่วม แต่มีแรงกดดันระยะสั้นจากการจ่ายส่วนแบ่งรายได้ค่าสัมปทานเพิ่มและค่าใช้จ่ายที่ไม่ใช่เงินสด**
- **รายได้ค่าบริการ non-voice ยังสามารถเติบโตได้อีกมาก**
- **คาดว่าจะเห็นคืบหน้าหลายอย่างด้วยกันในไตรมาส 2/55 ก่อนที่จะเปิดประมูลใบอนุญาต 3G-2.1Ghz ในงวดครึ่งหลังปี 55**
- **DTAC กับ INTUCH เป็น Top picks เพราะเป็นผู้ได้รับประโยชน์รายใหญ่จากใบอนุญาต 3G-2.1Ghz**

สรุปผลการดำเนินงานไตรมาส 4/54: ผลการดำเนินงานไตรมาส 4 ปี 2554 ของบริษัทในกลุ่มสื่อสารถูกกดดันจาก: 1) ค่าใช้จ่ายพิเศษ โดยเฉพาะการปรับปรุงรายการสินทรัพย์ภาษีเงินได้รอการตัดบัญชีที่เป็นผลสืบเนื่องมาจากการลดอัตราภาษี 2) DTAC กับ TrueMove ต้องจ่ายส่วนแบ่งรายได้ค่าสัมปทานเพิ่มขึ้น และ 3) ค่าใช้จ่ายจำนวนมากในการเริ่มให้บริการ 3G ของ TRUE ในขณะที่รายได้ค่าบริการโดยรวมยังคงเติบโตได้ดีที่ระดับ 10% จากปี 2553 สู่จำนวน 4.8 หมื่นล้านบาทโดยไม่ได้รับผลกระทบจากสถานการณ์น้ำท่วม

รายได้ค่าบริการ non-voice ยังสามารถเติบโตได้อีกมาก รายได้จากการให้บริการข้อมูล หรือ non-voice ของอุตสาหกรรมโทรศัพท์เคลื่อนที่โดยรวมปรับตัวเพิ่มขึ้น 39% จากไตรมาส 4 ปี 2553 สู่จำนวน 9.9 พันล้านบาทในไตรมาส 4 ปี 2554 หรือคิดเป็น 21% ของรายได้ค่าบริการรวม รายได้ค่าบริการ non-voice ในปี 2554 ปรับตัวเพิ่มขึ้น 35% สู่จำนวน 3.5 หมื่นล้านบาท หรือคิดเป็น 19% ของรายได้รวม บริการสื่อสารข้อมูลผ่านเครือข่ายโทรศัพท์เคลื่อนที่ (Mobile Data) เป็นปัจจัยสำคัญที่ช่วยสนับสนุนให้รายได้ค่าบริการ non-voice เติบโต แม้ผู้ให้บริการเพิ่งเปิดให้บริการ 3G บนคลื่นความถี่ 850-900Mhz ในพื้นที่จำกัดในงวดครึ่งหลังปี 2554 เมื่อเปรียบเทียบอัตราส่วนรายได้ค่าบริการ non-vice ต่อรายได้ค่าบริการทั้งหมดที่ระดับมากกว่า 35% ในมาเลเซีย สิงคโปร์ และอินโดนีเซีย แล้ว รายได้ค่าบริการ non-voice ในประเทศไทยยังมีโอกาสเติบโตได้อีกมาก โดยได้รับการสนับสนุนจากการขยายโครงข่าย 3G และความนิยมในอุปกรณ์ smart device ที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างมาก นอกจากนี้แล้วยังมีความต้องการใช้บริการ 3G จำนวนมากเพื่อทดแทนการขาดแคลนอินเตอร์เน็ตความเร็วสูงผ่านโครงข่ายโทรศัพท์พื้นฐานในหลายๆ พื้นที่ด้วย เนื่องจากประเทศไทยมีผู้ใช้บริการอินเตอร์เน็ตความเร็วสูงในสัดส่วนเพียง 18.5% ณ ไตรมาส 3 ปี 2554

คาดว่าจะเห็นความคืบหน้าเกี่ยวกับหลักเกณฑ์ใหม่อย่างต่อเนื่อง และจะเปิดประมูลใบอนุญาต 3G-2.1Ghz ในงวดครึ่งหลังปี 555 เราคาดว่าจะเห็นความคืบหน้าหลายอย่างเกี่ยวกับใบอนุญาต 3G-2.1Ghz ในไตรมาส 2 ปี 2555 เริ่มจาก กสทช.ประกาศแผนแม่บทในราชกิจจานุเบกษาในเดือน เม.ย. ร่างสรุปข้อสนเทศ 3G (IM) ในเดือน พ.ค. และจัดประชาพิจารณ์ในเดือน มิ.ย. ต่อจากนั้นเราคาดว่า กสทช.จะนำสรุปข้อสนเทศ (IM) ประกาศลงในราชกิจจานุเบกษาในเดือน ส.ค. และจัดประมูลใบอนุญาตใหม่ในเดือน ต.ค. 2555 เราคาดว่าผู้ให้บริการโทรศัพท์เคลื่อนที่ทั้ง 3 รายจะเข้าร่วมการประมูลครั้งนี้ และได้รับใบอนุญาต 3G-2.1Ghz ใหม่ ซึ่งจะส่งผลดีในแง่ของ: 1) ทำให้สามารถดำเนินธุรกิจได้อย่างต่อเนื่องหลังจากสัมปทานหมดอายุ 2) ประหยัดต้นทุนต่อหน่วยได้ในระยะยาว จากปัจจุบันที่จ่ายส่วนแบ่งรายได้ค่าสัมปทานในอัตรา 20-30% มาเป็นจ่ายค่าธรรมเนียมใบอนุญาต 6% และ 3) โอกาสขยายธุรกิจอินเตอร์เน็ตไร้สายความเร็วสูง

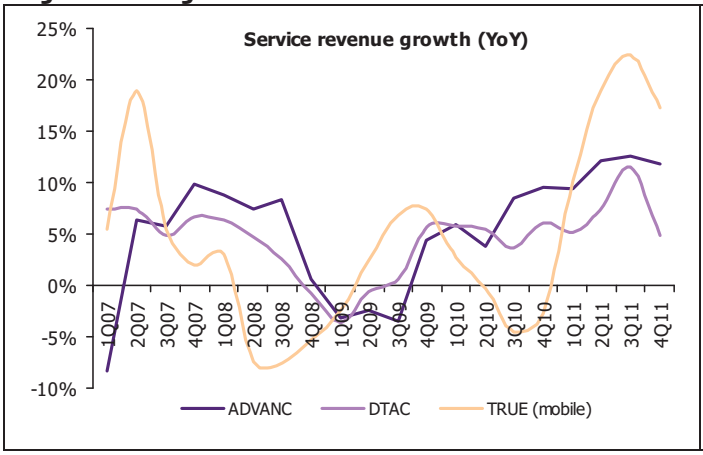
DTAC กับ INTUCH เป็น Top picks เราเลือก DTAC เป็น Top pick เพราะเทรดที่ EV/EBITDA ถูกสุดที่ระดับ 7.4 เท่าในปี 2555 ราคาหุ้นปรับตัวเพิ่มขึ้นมาเพียง 6% นับจากต้นปี 2555 และคาดว่าจะประหยัดต้นทุนต่อหน่วยได้มากที่สุดหลังจากโอนย้ายลูกค้าจากสัมปทานของบริษัทไปใช้บริการภายใต้ใบอนุญาตใหม่ เนื่องจาก DTAC จ่ายส่วนแบ่งรายได้สูงที่สุด ADVANC จะได้รับประโยชน์จากใบอนุญาต 3G-2.1Ghz ใหม่เช่นเดียวกัน แต่เราชอบ INTUCH ที่เป็นบริษัทแม่มากกว่า และเลือกให้เป็น Top pick อีกตัวหนึ่ง เพราะมองว่าการซื้อ INTUCH เป็นวิธีเข้าซื้อหุ้น ADVANC ทางอ้อมได้ในราคาถูก และแนวโน้มที่ INTUCH จะถูกนำเข้ามารวมใน SET 50 ในงวดครึ่งหลังปี 2555 ก็จะเป็นปัจจัยอีกอย่างหนึ่งที่ช่วยกระตุ้นให้ราคาหุ้นปรับตัวเพิ่มขึ้นด้วย

Valuation summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x) 11A	P/E (x) 12F	P/E (x) 13F	EPS growth (%) 11A	EPS growth (%) 12F	EPS growth (%) 13F	P/BV (x) 11A	P/BV (x) 12F	P/BV (x) 13F	ROE (%) 11A	ROE (%) 12F	ROE (%) 13F	Div. Yield (%) 11A	Div. Yield (%) 12F	Div. Yield (%) 13F	EV/EBITDA (x) 11A	EV/EBITDA (x) 12F	EV/EBITDA (x) 13F
ADVANC	Buy	171.50	186.00	14.6	19.2	16.3	16.5	20.2	18.0	(1.5)	12.92	11.66	11.81	65.6	75.3	71.0	4.9	6.1	6.1	9.0	8.7	9.1
CSL	Neutral	6.30	7.00	20.2	9.5	9.3	8.0	13.0	1.9	15.6	3.30	3.05	2.85	34.5	34.1	36.6	8.6	9.0	10.6	4.9	5.0	4.4
DTAC	Buy	76.00	94.00	29.9	15.0	16.0	16.0	11.5	(6.1)	(0.3)	5.16	3.90	3.90	23.1	27.8	24.4	23.5	6.3	6.2	5.8	7.7	7.5
INTUCH	Buy	58.00	64.00	16.2	18.5	17.2	15.1	(53.7)	7.5	14.4	12.95	12.97	12.97	69.9	75.2	86.1	9.5	5.8	6.6	17.5	17.0	14.9
SAMART	Buy	9.55	10.50	16.2	11.8	9.5	9.6	74.0	23.8	(1.6)	2.00	1.83	1.70	17.6	20.2	18.3	5.4	6.3	6.3	5.9	5.3	5.2
SAMTEL	Buy	14.30	17.00	23.8	11.5	8.8	9.6	98.4	30.6	(8.0)	3.87	3.11	2.64	37.1	39.2	29.8	4.6	4.9	4.7	7.6	6.5	6.2
TRUE	Buy	3.86	4.30	11.4	n.m.	n.m.	n.m.	(212.6)	(3.3)	14.8	2.69	3.68	5.36	(33.8)	(31.0)	(37.1)	0.0	0.0	0.0	7.5	8.6	7.6
Average*					**13.4**	**12.0**	**12.0**	**0.7**	**10.8**	**3.2**	**4.99**	**4.54**	**4.71**	**24.0**	**27.6**	**23.8**	**7.8**	**5.4**	**5.7**	**6.8**	**7.0**	**6.7**

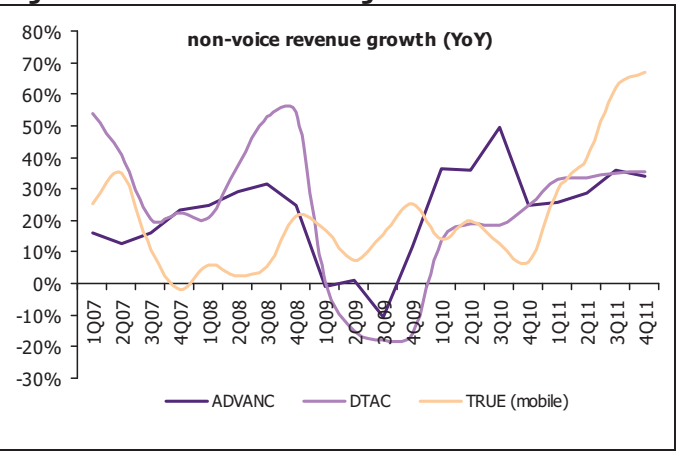
Note * Excluding INTUCH, for which we use the company-only financial statements.
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: YoY growth of service revenue excl. IC



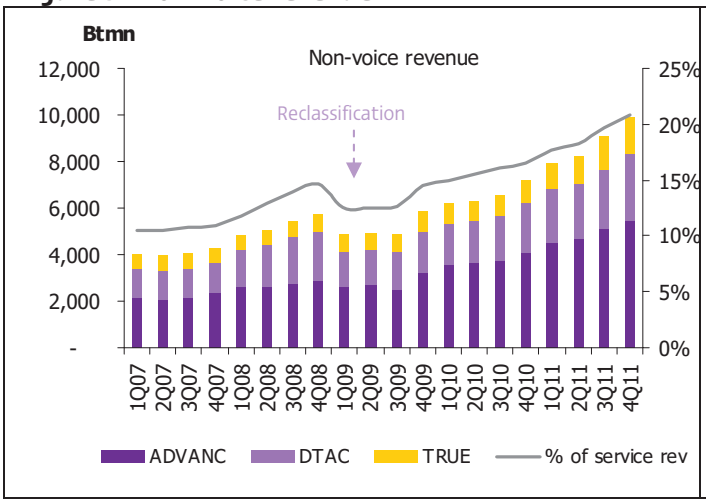
Source: Operators

Figure 2: Non-voice revenue growth



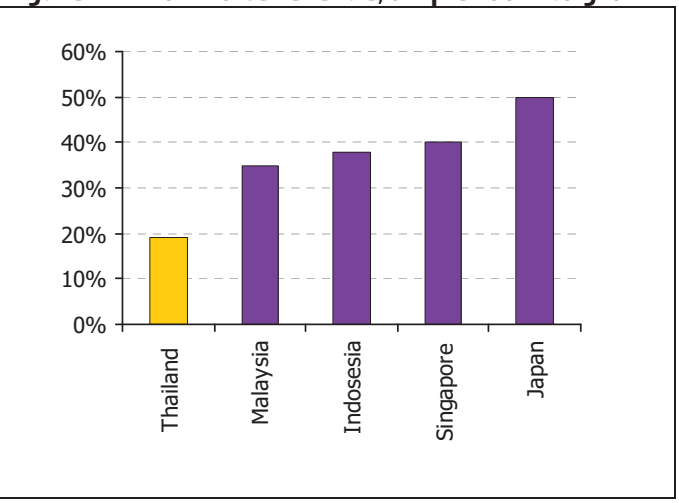
Source: Operators

Figure 3: Non-voice revenue



Source: Operators

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



Source: GSMCOM, operators and SCBS Research Investment

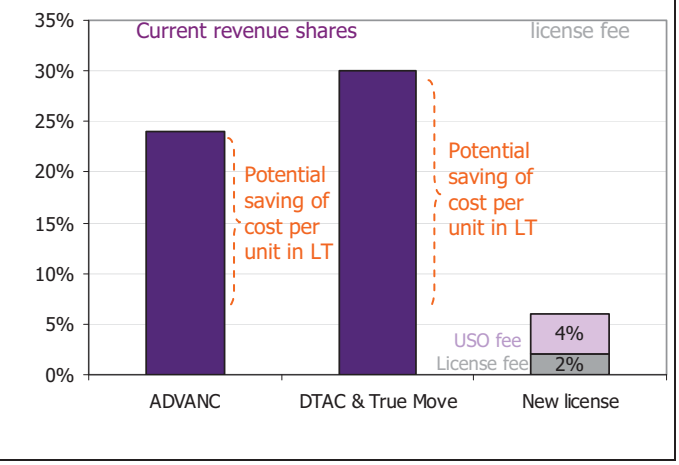
Figure 5: 3G timeline

2012F

Feb	Public hearings of master plans (10 Feb)
Apr	Publish master plans in the Royal Gazette
Jun	3G Information Memorandum (IM) draft and public hearing
Aug	Publish 3G IM in the Royal Gazette
Oct	3G-2.1Ghz license auction

Source: SCBS Investment Research

Figure 6: Regulatory cost comparison



Source: SCBS Investment Research

การจราจรฟื้นตัวต่อเนื่อง

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

- **การขนส่งทางอากาศ: ไตรมาส 2 เป็นช่วง low season แต่ปริมาณการจราจรจะแข็งแกร่งโดยมีสาเหตุมาจากฐานต่ำของปีก่อน**
- **การขนส่งทางบก: ปัจจัยสนับสนุนระยะสั้นมาจากความคืบหน้าของสัมปทานใหม่ในไตรมาส 2/55**
- **การขนส่งทางเรือ: อัตราค่าระวางจะปรับตัวเพิ่มขึ้น แต่ยังอยู่ในระดับต่ำ; สถานการณ์อุปทานเรือล้นตลาดเกิดขึ้นยืดเยื้อในปี 2555**
- **เราเลือก AOT เป็น Top pick จากความคืบหน้าในการขึ้นค่าธรรมเนียมการใช้สนามบินในไตรมาส 2/55 และปัจจัยพื้นฐานที่แข็งแกร่งในระยะยาว**

สรุปผลการดำเนินงานไตรมาส 4/54 ในไตรมาส 4 ปี 2554 บริษัทส่วนใหญ่ในกลุ่มขนส่งมีผลการดำเนินงานปรับตัวแย่ลง ยกเว้น AOT (ปริมาณการจราจรเพิ่มขึ้น และค่าเสื่อมราคาลดลง) และ BTS (ดีขึ้นทุกธุรกิจทั้ง ธุรกิจระบบขนส่งมวลชน ธุรกิจสื่อโฆษณา และธุรกิจอสังหาริมทรัพย์) บริษัทที่มีผลการดำเนินงานแย่ลง แต่ยังสามารถทำกำไรได้ คือ BECL (จ่ายส่วนแบ่งรายได้ให้กับ กทพ. เพิ่มขึ้นตั้งแต่เดือน มี.ค. 2554 และได้รับผลกระทบด้านลบจากสถานการณ์น้ำท่วม) และ PSL (อัตราค่าระวางลดลง และต้นทุนทางการเงินสูงขึ้น) ส่วนบริษัทที่มีผลการดำเนินงานแย่ลงจนขาดทุน คือ THAI (cabin factor และ passenger yield ต่ำ เพราะเกิดเหตุการณ์น้ำท่วม) BMCL (รายได้ไม่มากพอครอบคลุมค่าใช้จ่ายในการดำเนินงาน) TTA (รายได้ไม่มากพอครอบคลุมค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารและต้นทุนทางการเงิน) และ RCL (ปริมาณการขนส่งต่ำ และต้นทุนค่าน้ำมันสูง)

การขนส่งทางอากาศ (ท่าอากาศยาน/สายการบิน): ปริมาณการจราจรจะแข็งแกร่งกว่าช่วง low season ตามปกติ โดยปกติแล้วไตรมาสที่ 2 มักจะเป็นไตรมาสที่ไม่ดีนักสำหรับการท่องเที่ยว อย่างไรก็ดี ปริมาณการจราจรในไตรมาส 2 ปี 2555 มีแนวโน้มที่จะแข็งแกร่งกว่าปกติ โดยได้รับปัจจัยหนุนจากฐานปริมาณการจราจรระดับต่ำในปีก่อนอันเป็นผลมาจาก: 1) เหตุการณ์แผ่นดินไหวในญี่ปุ่นในไตรมาส 2 ปี 2554; และ 2) สถานการณ์น้ำท่วมในไตรมาส 4 ปี 2554 ส่วนระยะยาว ปริมาณการจราจรน่าจะปรับตัวเพิ่มขึ้นได้อีก โดยได้รับปัจจัยหนุนจาก 1) ฐานต่ำจากเหตุการณ์ภัยพิบัติ; และ 2) ประเทศไทยถือเป็นแหล่งท่องเที่ยวที่คุ้มค่าเงิน ทั้งนี้เมื่ออิงกับข้อมูลจาก ททท. จำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติน่าจะปรับเพิ่มขึ้น 7% สู่จำนวนมากกว่า 20 ล้านคนในปี 2555 โดยส่วนใหญ่จะมาจากภูมิภาคเอเชียตะวันออก และอาเซียน (50% ของนักท่องเที่ยวต่างชาติทั้งหมด) และจำนวนทริปภายในประเทศก็น่าจะเพิ่มขึ้นไม่เกิน 9% สู่จำนวน 107 ล้านทริป

การขนส่งทางบก (ทางด่วน/ระบบขนส่งมวลชน): ปัจจัยสนับสนุนระยะสั้นมาจากสัมปทานใหม่ ปริมาณการจราจรในไตรมาส 2 ปี 2555 น่าจะปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง โดยได้รับปัจจัยหนุนจากยอดขายรถยนต์จำนวนมากสำหรับธุรกิจทางด่วน และฐานต่ำสืบเนื่องมาจากการเปิดให้บริการส่วนต่อขยายรถไฟฟ้าสายสีเขียวเข้ม (อ่อนนุช-แบริ่ง) ตั้งแต่เดือน ส.ค. 2554 สำหรับธุรกิจระบบขนส่งมวลชน และที่น่าสนใจกว่านั้นคือ ปัจจัยสนับสนุนในไตรมาส 2 ปี 2555 จะอยู่ที่ความคืบหน้าของสัญญาสัมปทานใหม่ ที่เรายังไม่ได้นำมารวมไว้ในประมาณการของเรา ซึ่งได้แก่ 1) แนวโน้มการเซ็นสัญญาทางด่วนเส้นใหม่ (ศรีรัช –วงแหวนรอบนอกกรุงเทพมหานคร) ซึ่ง BECL ชนะการประมูล; และ 2) แนวโน้มการเซ็นสัญญางานระบบไฟฟ้าและการให้บริการเดินรถไฟฟ้าสายสีม่วง (บางใหญ่ – บางซื่อ) ซึ่ง BMCL ชนะการประมูล

การขนส่งทางเรือ (เรือเทกอง/เรือคอนเทนเนอร์): อุปทานล้นตลาดเป็นเวลานาน อัตราค่าระวางในระยะหลังนี้ปรับตัวลดลงสู่ระดับใกล้กับระดับวิกฤตปี 2551 อัตราค่าระวางมีแนวโน้มที่จะฟื้นตัวดีขึ้นในระยะสั้น แต่การฟื้นตัวน่ายังอ่อนแอและเปราะบาง อัตราค่าระวางในปี 2555 น่าจะอยู่ในระดับต่ำอย่างต่อเนื่อง โดยได้รับผลกระทบจากสถานการณ์อุปทานเรือล้นตลาดที่เกิดขึ้นเป็นเวลานาน (อุปทานจำนวนมากจากการส่งมอบเรือใหม่ท่ามกลางสถานการณ์ที่มีความต้องการขนส่งสินค้าทางเรือน้อยลง) ทั้งนี้เมื่ออิงกับข้อมูลจาก Clarksons (ณ เดือน ธ.ค. 2554) คาดว่า oversupply gap (ส่วนต่างระหว่างอัตราการเติบโตของปริมาณเรือกับอัตราการเติบโตของความต้องการขนส่งสินค้าทางเรือ) ของธุรกิจเรือเทกอง จะอยู่ที่ระดับ 5.6% ในปี 2555 (เทียบกับระดับ 8.2% ในปี 2554) ส่วน oversupply gap ของธุรกิจเรือคอนเทนเนอร์ คาดว่าจะอยู่ที่ระดับ -0.1% ในปี 2555 (เทียบกับ 0% ในปี 2554) แต่สถานการณ์โดยรวมของธุรกิจเรือคอนเทนเนอร์แย่กว่าแนวโน้มอุปสงค์และอุปทานอย่างมาก โดยมีสาเหตุมาจากการนำเรือคอนเทนเนอร์ที่จอดทิ้งไว้กลับมาใช้งานจำนวนมาก (5% ของระวางบรรทุกทั่วโลกตอนต้นปี 2555 เทียบกับ 10% ตอนต้นปี 2553)

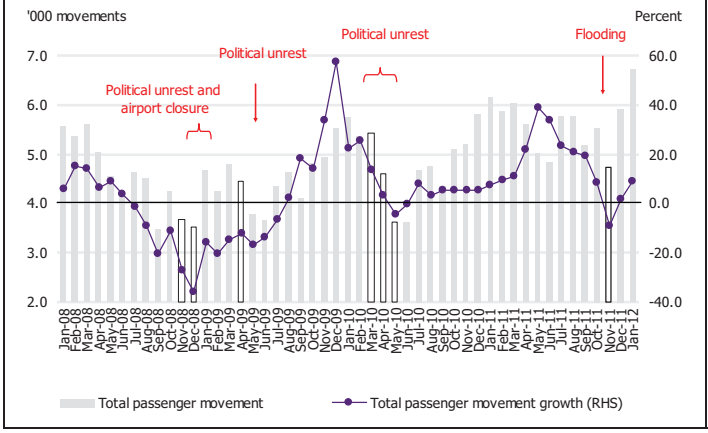
AOT เป็น Top pick ของเรา เราเลือก AOT เป็น Top pick เพราะ: 1) ปัจจัยสนับสนุนระยะสั้นจากความคืบหน้าในการขึ้นค่าธรรมเนียมการใช้สนามบิน (มีแนวโน้มทำให้ประมาณการกำไรและราคาเป้าหมายของเราปรับขึ้นได้อีก 27% ซึ่งยังไม่ได้รวมอยู่ในประมาณการของเรา) โดยจะต้องรอการอนุมัติจากกรมการบินพลเรือนในไตรมาส 2 ปี 2555 และค่าธรรมเนียมการใช้สนามบินที่ปรับใหม่จะมีผลบังคับใช้ในเดือน มิ.ย. 2556; และ 2) กำไรจากการดำเนินธุรกิจปกติของบริษัทมีแนวโน้มเติบโตสูงที่ระดับเฉลี่ย 20% ต่อปีในระหว่างปีบัญชี 2554-56 โดยได้รับปัจจัยหนุนจากปริมาณการจราจรทางอากาศที่ฟื้นตัวดีขึ้น และประโยชน์จากการลดอัตราภาษีเงินได้นิติบุคคล

Valuation summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x) 11A	P/E (x) 12F	P/E (x) 13F	EPS growth (%) 11A	EPS growth (%) 12F	EPS growth (%) 13F	P/BV (x) 11A	P/BV (x) 12F	P/BV (x) 13F	ROE (%) 11A	ROE (%) 12F	ROE (%) 13F	Div. Yield (%) 11A	Div. Yield (%) 12F	Div. Yield (%) 13F	EV/EBITDA (x) 11A	EV/EBITDA (x) 12F	EV/EBITDA (x) 13F
AOT	Buy	58.00	57.00	0.8	21.5	17.4	13.7	106.5	23.6	26.8	1.16	1.11	1.05	5.4	6.5	7.8	1.4	2.6	3.3	7.6	7.4	7.7
BECL	Buy	21.30	24.00	18.8	12.8	11.1	9.2	(27.9)	15.4	20.1	0.88	0.80	0.77	6.8	7.5	8.5	6.1	6.1	6.1	6.2	5.7	4.9
BMCL	Neutral	0.61	0.65	6.6	n.m.	n.m.	n.m.	(1.5)	14.7	11.2	3.76	7.65	92.13	(45.9)	(68.1)	(169.3)	0.0	0.0	0.0	88.1	52.6	44.1
BTS	Buy	0.78	0.88	16.3	n.m.	46.7	34.9	n.m.	n.m.	34.0	1.07	1.17	1.15	(0.9)	2.5	3.3	4.6	3.4	1.4	40.3	27.0	22.4
PSL	Neutral	16.30	17.50	9.0	42.1	117.0	33.5	(48.6)	(64.1)	249.7	1.10	1.10	1.08	2.7	0.9	3.3	3.3	1.6	1.8	13.4	16.2	13.4
RCL	Sell	6.80	6.50	(4.4)	n.m.	n.m.	99.0	(294.2)	50.5	n.m.	0.44	0.47	0.47	(15.8)	(8.2)	0.5	0.0	0.0	0.3	(23.7)	23.3	8.1
THAI	Buy	25.50	29.00	15.7	n.m.	17.8	13.4	n.m.	n.m.	33.0	0.88	0.84	0.80	(7.2)	4.8	6.1	0.0	2.0	2.6	8.9	6.5	6.3
TTA	Neutral	20.20	22.00	10.1	n.m.	79.3	23.8	n.m.	n.m.	234.0	0.46	0.47	0.46	(2.2)	0.6	1.9	2.5	1.2	1.1	10.0	8.5	7.7
Average					**25.5**	**48.2**	**32.5**	**(53.1)**	**8.1**	**87.0**	**1.22**	**1.70**	**12.24**	**(7.1)**	**(6.7)**	**(17.2)**	**2.2**	**2.1**	**2.1**	**18.9**	**18.4**	**14.3**

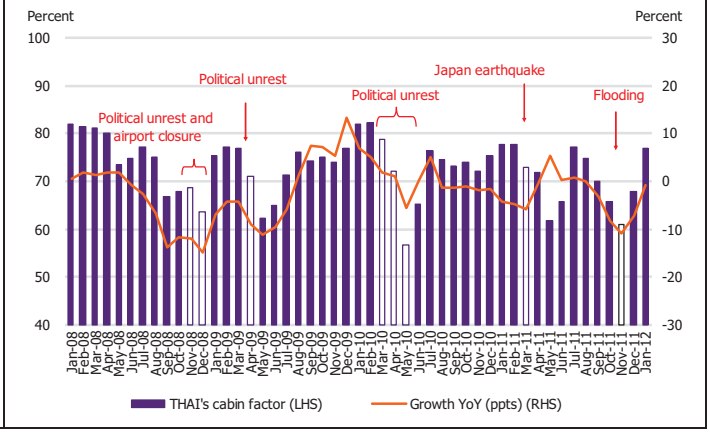
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: AOT passenger movement



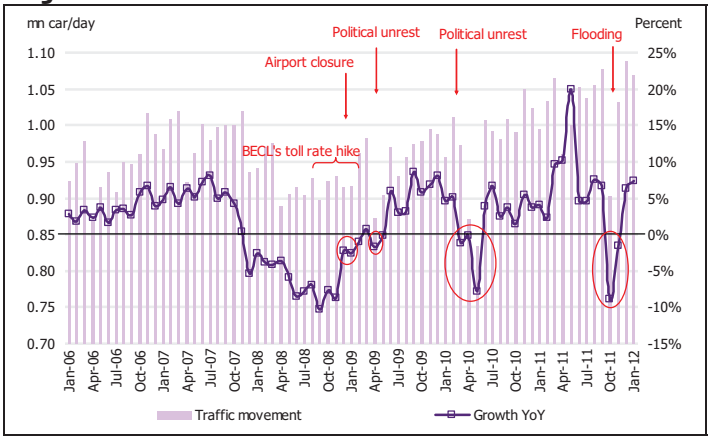
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 2: THAI cabin factor



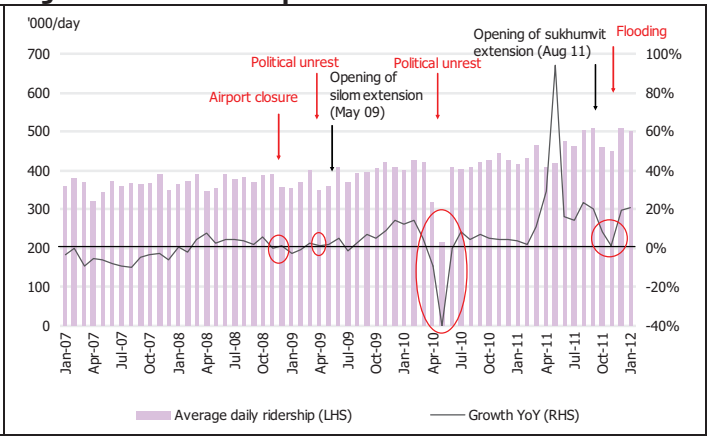
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 4: BECL traffic movement



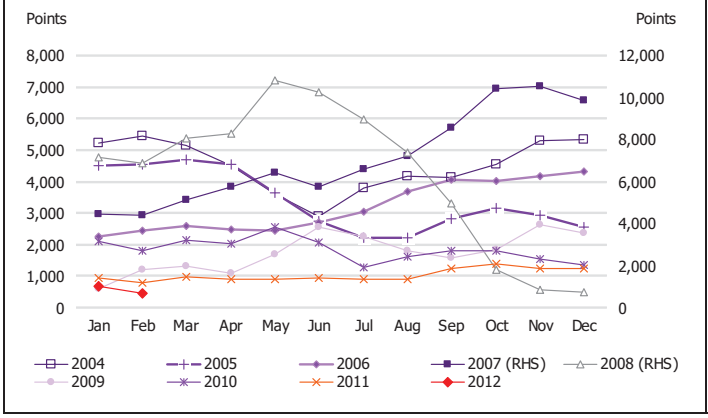
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 3: BTS ridership



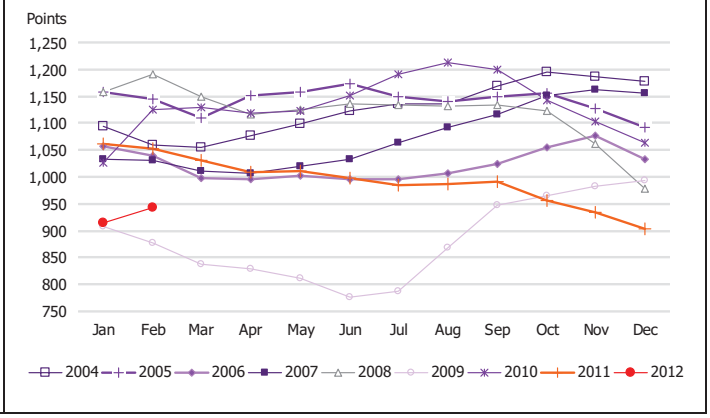
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 5: Bulk shipping freight rate (BDI)



Source: Bloomberg and SCBS Investment Research

Figure 6: Container freight rate (CCFI)



Source: SSE and SCBS Investment Research

ขาดปัจจัยกระตุ้นราคาหุ้นในระยะสั้น

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

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

- **ผลการดำเนินงานน่าจะฟื้นตัวดีขึ้นได้อย่างมากในปี 2555**
- **ขาดปัจจัยกระตุ้นราคาหุ้นในระยะสั้น**
- **ประเด็นที่น่าสนใจ คือ การต่ออายุสัญญาซื้อขายไฟฟ้า และโรงไฟฟ้าแห่งใหม่ของ EGCO**

สรุปผลการดำเนินงานปี 2554 – สร้างความผิดหวังต่อเนื่อง ผลการดำเนินงานปี 2554 ของบริษัทสาธารณูปโภคในการวิเคราะห์ของ SCBS ยังออกมาน่าผิดหวังอย่างต่อเนื่อง โดยกำไรลดลงเฉลี่ย 22.1% จากปี 2553 นำโดย GLOW ที่กำไรสุทธิปรับตัวลดลงเพราะราคาก๊าซธรรมชาติปรับตัวลดลงอย่างมากในขณะที่อัตราค่าไฟฟ้าถูกตรึงไว้ นอกจากนี้รายได้จากการขายไฟฟ้าในธุรกิจโรงไฟฟ้าพลังงานร่วม (cogeneration) ก็ได้รับผลกระทบจากสถานการณ์น้ำท่วมในไตรมาส 4 ปี 2554 ด้วย ขณะที่ผลการดำเนินงานของบริษัทอื่นๆ ยังคงได้รับการคุ้มครองจากสัญญาซื้อขายไฟฟ้าระยะยาว แต่ก็ยังได้รับผลกระทบจากรายการพิเศษ ได้แก่ ค่าใช้จ่ายเพิ่มเติมในการปรับโครงสร้างธุรกิจและโครงสร้างทางการเงินของสินทรัพย์ที่ซื้อมา

แนวโน้มปี 2555 – คาดผลการดำเนินงานฟื้นตัวดีขึ้นมาก เราคาดว่าผลการดำเนินงานของบริษัทสาธารณูปโภคโดยเฉพาะกลุ่มโรงไฟฟ้าจะฟื้นตัวดีขึ้นมากถึง 41% ในปี 2555 นำโดย GLOW อีกครั้งหลังจากโครงการโรงไฟฟ้า GHECO-One เริ่มเดินเครื่องผลิตได้อย่างเร็วในไตรมาส 2 ปี 2555 อย่างไรก็ตาม เรื่องนี้ยังมีความเสี่ยง เนื่องจากหน่วยงานกำกับดูแลที่เกี่ยวข้องและหน่วยงานภาครัฐยังไม่ได้ออกใบอนุญาตดำเนินงานให้กับโรงไฟฟ้าแห่งนี้ หลังจากองค์กรอิสระไม่ได้แสดงความคิดเห็นเชิงบวกต่อ GHECO-One ผู้ประกอบการโรงไฟฟ้า IPP อื่นๆ น่าจะรายงานกำไรเพิ่มขึ้น 12-19% จากปีก่อน เนื่องจากเราไม่คิดว่าจะมีค่าใช้จ่ายพิเศษเหมือนกับปี 2554

ขาดปัจจัยกระตุ้นราคาหุ้นในระยะสั้น เราไม่คิดว่าจะมีปัจจัยใดๆ มากระตุ้นให้ราคาหุ้นกลุ่มนี้ปรับตัวเพิ่มขึ้นในระยะสั้น เนื่องจากจะมีแค่กำลังการผลิตที่จะทยอยปรับเพิ่มขึ้นผ่านการลงทุนใหม่ในโรงไฟฟ้าขนาดเล็กมาก โดยเฉพาะโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ อย่างไรก็ดี เหตุการณ์สำคัญที่อาจจะเกิดขึ้นในงวดครึ่งหลังปี 2555 คือ การต่อสัญญาซื้อขายไฟฟ้าที่กำลังจะหมดอายุของโรงไฟฟ้าในระยองของ EGCO และการตัดสินใจของ กฟผ.ว่าจะเปิดประมูลโครงการก่อสร้างโรงไฟฟ้า IPP แห่งใหม่ในภาคใต้ หรือจะอนุญาตให้ EGCO สร้างโรงไฟฟ้าขึ้นมาแทนโรงไฟฟ้าเดิมเพื่อสร้างความมั่นใจว่าโรงไฟฟ้าใหม่จะเริ่มเดินเครื่องผลิตได้ตามต้องการในงวดครึ่งหลังปี 2559 ซึ่งจะเป็นการส่งสัญญาณทิศทางยุทธศาสตร์ของ กฟผ. เกี่ยวกับอุปทานไฟฟ้าของประเทศไทย เนื่องจากโรงไฟฟ้า IPP แห่งใหม่ที่ชนะการประมูลยังไม่สามารถเริ่มเดินเครื่องผลิตได้ตามกำหนดเวลา

EGCO มีความได้เปรียบในการสร้างโรงไฟฟ้าใหม่ในภาคใต้ เรามีมุมมองด้านบวกว่า EGCO มีความได้เปรียบทางการแข่งขันในแง่ของการก่อสร้างโรงไฟฟ้าใหม่ เพราะบริษัทมีทำเลที่ตั้งโรงไฟฟ้าที่ดี โดยตั้งอยู่ใกล้กับโรงแยกก๊าซและเครือขายสายส่งไฟฟ้าของ กฟผ. และความได้เปรียบที่สำคัญกว่านั้น คือ ความสัมพันธ์อันแน่นแฟ้นที่บริษัทมีกับชุมชนโดยรอบ ซึ่งกลายเป็นปัจจัยหลักที่จะนำมาซึ่งความสำเร็จในการสร้างโรงไฟฟ้าแห่งใหม่ในประเทศไทย

TTW: ผลการดำเนินงานปี 2554 เป็นไปตามคาด TTW รายงานกำไรสุทธิปี 2554 เพิ่มขึ้น 2.4% จากปี 2553 โดยได้รับปัจจัยหนุนจากยอดขายน้ำประปาที่เพิ่มขึ้น 1.3% จากปี 2553 และการขึ้นอัตราค่าน้ำประปาของ PTW อีก 3.4% และ TTW อีก 2.6% แต่กำไรสุทธิถูกฉุดลงด้วยขาดทุนจำนวน 111 ล้านบาทจากหุ้นที่บริษัทถืออยู่ 30% ใน CK Power

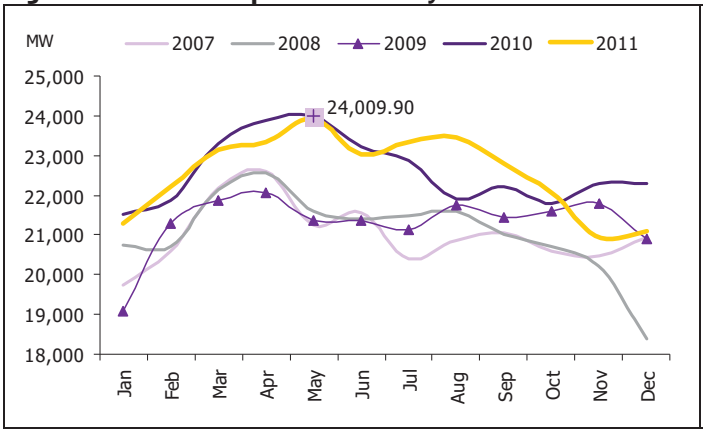
TTW: แนวโน้มดีขึ้นในปี 2555 เราคาดว่ากำไรสุทธิปี 2555 ของ TTW จะเติบโต 5% โดยได้รับปัจจัยหนุนจากความต้องการน้ำประปาเพิ่มมากขึ้นและการขึ้นอัตราค่าน้ำประปา แม้สิทธิประโยชน์ทางภาษีจากบีโอไอจะสิ้นสุดลงในช่วงกลางปีนี้ แนวโน้ม Upside จะมาจากส่วนแบ่งกำไรที่เพิ่มขึ้นจาก CK Power หลังจากบริษัทเพิ่มทุนและซื้อหุ้นใน South East Asia Energy (SEAN) เพิ่มภายในไตรมาส 1 ปี 2555 และแนวโน้มการเข้าซื้อบริษัทผลิตน้ำประปาขนาดเล็กในนิคมอุตสาหกรรม

Valuation summary

	Rating	Price	Target	ETR	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
		(Bt/Sh)	(Bt/Sh)	(%)	11A	12F	13F	11A	12F	13F	11A	12F	13F	11A	12F	13F	11A	12F	13F	11A	12F	13F
EGCO	Buy	95.0	120.0	31.8	10.1	8.5	8.4	(27.6)	19.1	0.5	0.86	0.82	0.78	8.8	9.9	9.5	5.5	5.5	5.5	19.8	9.0	13.4
GLOW	Buy	57.5	70.0	26.1	19.3	11.3	11.7	7.1	70.7	(2.8)	2.44	2.18	2.00	12.8	20.3	17.9	3.5	4.3	4.7	14.1	8.3	8.3
RATCH	Buy	42.0	52.0	29.2	12.5	11.3	10.4	(5.8)	10.8	8.3	1.27	1.22	1.16	10.3	11.0	11.4	5.4	5.4	5.4	7.8	24.7	5.8
TTW	Buy	5.75	6.80	25.8	10.9	10.4	10.0	2.4	4.9	3.5	2.25	2.14	2.03	21.5	21.2	20.8	7.3	7.6	8.1	6.9	7.2	6.5
Average					**13.2**	**10.4**	**10.1**	**(6.0)**	**26.4**	**2.4**	**1.71**	**1.59**	**1.49**	**13.3**	**15.6**	**14.9**	**5.4**	**5.7**	**5.9**	**12.2**	**12.3**	**8.5**

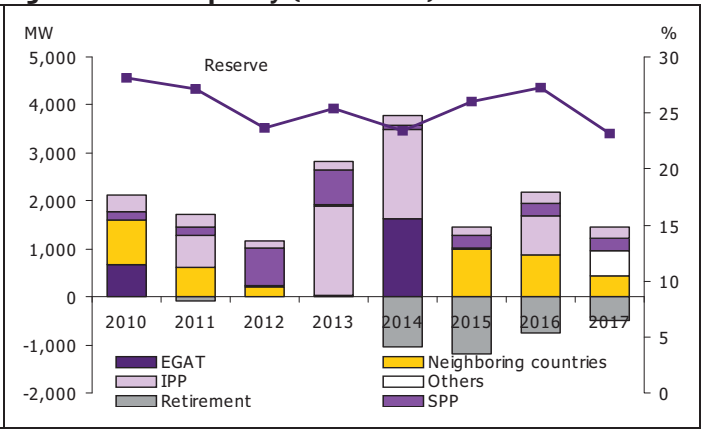
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: Thailand's peak electricity demand



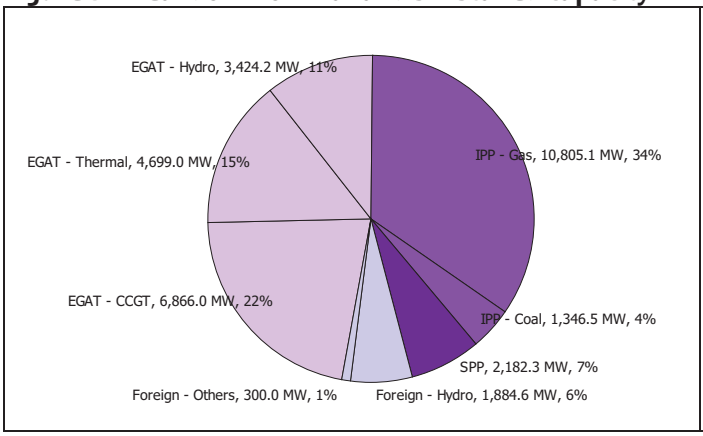
Source: EGAT, EPPO, SCBS Investment Research

Figure 2: New capacity (2010-2017)



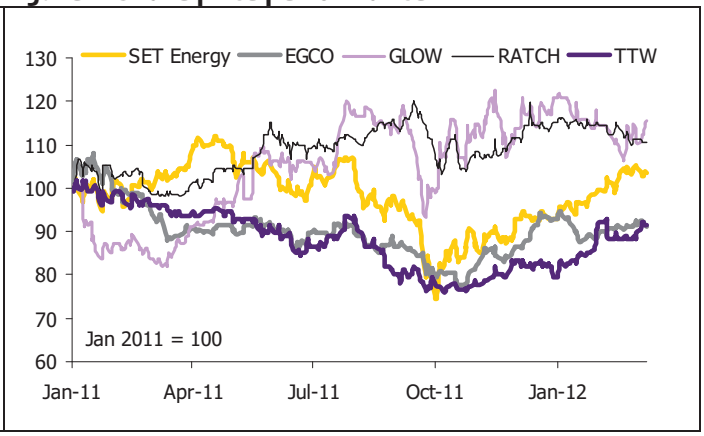
Source: EPPO (PDP 2010), SCBS Investment Research

Figure 3: Breakdown of Thailand's installed capacity



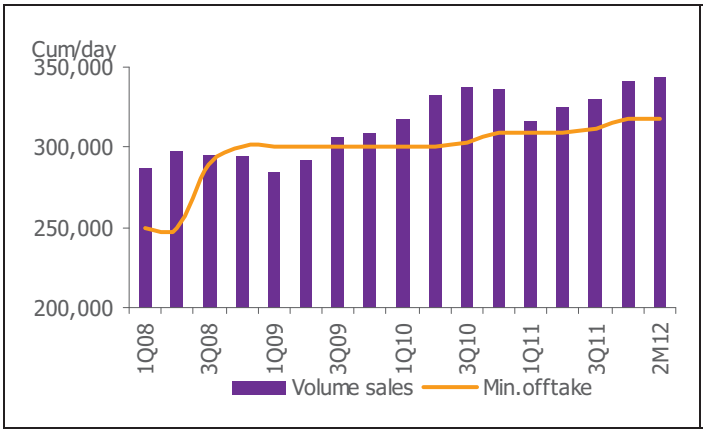
Source: EGAT, SCBS Investment Research

Figure 4: Share price performance



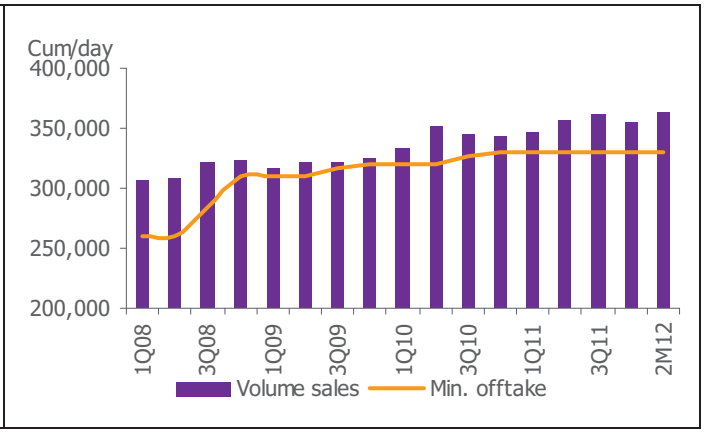
Source: Bloomberg Finance LP, SCBS Investment Research

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



Source: TTW, SCBS Investment Research

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



Source: TTW, SCBS Investment Research

ราคาปิด: 16 มี.ค. 55

Company	Rec.	Price	12-mth	%	12-mth	Core Profit (Btm)			Core EPS (Bt)			EPS growth (%)			PER (x)			BVPS(Bt)			P/BV (x)			ROE (%)		
		(Bt)	Target Price	Up/(Down)	BB-CON	11A	12F	13F	11A	12F	13F	11A	12F	13F	11A	12F	13F	11A	12F	13F	11A	12F	13F	11A	12F	13F
Agribusiness				**18.8**		**1,203**	**1,597**	**1,778**							**10.5**	**7.9**	**7.1**				**2.14**	**1.77**	**1.53**	**21%**	**24%**	**23%**
GFPT	Buy	10.10	12.00	18.8	12.8	1,203	1,597	1,778	0.96	1.27	1.42	3%	33%	11%	10.5	7.9	7.1	4.7	5.7	6.6	2.14	1.77	1.53	21%	24%	23%
Automotive				**6.0**		**1,414**	**2,670**	**3,228**							**16.5**	**10.2**	**8.0**				**1.49**	**1.35**	**1.21**	**7%**	**14%**	**16%**
AH	Sell	13.30	12.00	(9.8)	14.4	-61	323	483	-0.23	1.20	1.80	n.m.	n.m.	49%	n.m.	11.1	7.4	15.3	16.1	17.3	0.87	0.83	0.77	-1%	8%	11%
SAT	Buy	25.75	29.00	12.6	29.0	434	810	991	1.28	2.38	2.92	-46%	87%	22%	20.2	10.8	8.8	12.3	13.9	15.7	2.09	1.86	1.64	10%	18%	20%
STANLY	Buy	175.00	184.00	5.1	201.7	1,040	1,536	1,754	13.58	20.05	22.89	-27%	48%	14%	12.9	8.7	7.6	116.5	129.5	144.4	1.50	1.35	1.21	12%	16%	17%
Banking				**(1.0)**		**129,761**	**151,373**	**178,239**							**14.7**	**13.2**	**11.2**				**1.61**	**1.47**	**1.32**	**13%**	**13%**	**14%**
Large Banks																										
BBL	Buy	185.50	194.00	4.6	193.7	27,338	32,177	37,316	14.32	16.86	19.55	11%	18%	16%	13.0	11.0	9.5	127.7	138.9	151.7	1.45	1.34	1.22	12%	13%	13%
KBANK	Buy	157.00	157.00	-	160.0	24,226	31,158	38,117	10.12	13.02	15.93	21%	29%	22%	15.5	12.1	9.9	64.7	75.2	87.9	2.43	2.09	1.79	17%	19%	20%
KTB	Neutral	18.40	18.00	(2.2)	19.3	17,027	20,253	23,211	1.52	1.81	2.08	14%	19%	15%	12.1	10.2	8.9	11.6	12.8	14.1	1.59	1.44	1.30	13%	15%	15%
SCB	No rec	143.50			147.0	36,273	39,160	46,584	10.67	11.52	13.70	50%	8%	19%	13.4	12.5	10.5	54.7	62.5	71.6	2.62	2.29	2.00	21%	20%	20%
Mid/small banks																										
BAY	Neutral	26.75	25.00	(6.5)	26.8	9,264	12,573	14,976	1.53	2.07	2.47	5%	36%	19%	17.5	12.9	10.8	16.9	18.2	19.8	1.59	1.47	1.35	9%	12%	13%
KK	Neutral	34.25	36.00	5.1	36.4	2,859	2,757	3,507	4.51	3.34	5.37	-10%	-26%	61%	7.6	10.3	6.4	36.6	34.1	45.8	0.94	1.00	0.75	13%	11%	12%
LHBANK	Sell	1.40	1.30	(7.1)	1.4	496	549	677	0.04	0.05	0.06	-42%	11%	23%	32.4	29.2	23.7	1.2	1.2	1.2	1.21	1.18	1.14	5%	4%	5%
TCAP	Buy	29.50	34.00	15.3	30.7	5,003	5,080	5,787	3.75	3.81	4.34	-11%	2%	14%	7.9	7.7	6.8	28.7	31.2	34.1	1.03	0.95	0.86	13%	13%	13%
TISCO	Buy	39.25	43.00	9.6	39.5	3,267	3,288	3,711	4.49	4.52	5.10	13%	1%	13%	8.7	8.7	7.7	22.3	24.5	27.4	1.76	1.60	1.43	21%	19%	20%
TMB	Sell	1.76	1.40	(20.5)	1.5	4,009	4,378	4,354	0.09	0.10	0.10	25%	9%	-1%	19.1	17.5	17.6	1.2	1.3	1.3	1.47	1.38	1.31	8%	8%	8%
Commerce				**5.2**		**17,881**	**23,472**	**29,270**							**32.9**	**25.0**	**19.8**				**9.36**	**7.71**	**6.72**	**30%**	**33%**	**36%**
BIGC	Buy	179.00	200.00	11.7	152.0	5,289	6,429	8,082	6.60	8.02	10.09	65%	22%	26%	27.1	22.3	17.7	29.3	34.5	40.5	6.10	5.19	4.42	24%	25%	27%
CPALL	Neutral	65.00	68.00	4.6	62.1	7,792	10,743	13,109	1.73	2.39	2.92	15%	38%	22%	37.5	27.2	22.3	4.8	5.9	6.9	13.59	10.97	9.36	40%	45%	45%
HMPRO	Neutral	13.30	13.50	1.5	12.0	2,005	2,841	3,808	0.34	0.49	0.65	22%	41%	34%	38.6	27.3	20.4	1.4	1.9	2.1	9.53	7.17	6.20	28%	30%	33%
MAKRO	Neutral	332.00	330.00	(0.6)	321.6	2,795	3,459	4,271	11.64	14.41	17.79	49%	24%	23%	28.5	23.0	18.7	40.3	44.2	48.0	8.23	7.50	6.91	30%	34%	39%
Construction Materials				**13.8**		**34,479**	**41,308**	**49,493**							**16.4**	**13.5**	**11.5**				**3.99**	**3.68**	**3.46**	**22%**	**27%**	**29%**
Cement																										
SCC	Buy	353.00	410.00	16.1	394.4	26,706	31,987	38,706	22.25	26.66	32.25	-2%	20%	21%	15.9	13.2	10.9	135.8	150.2	169.4	2.60	2.35	2.08	17%	19%	20%
SCCC	Buy	305.00	300.00	(1.6)	298.3	3,548	4,342	5,102	15.43	18.88	22.18	30%	22%	18%	19.8	16.2	13.7	73.9	79.8	86.0	4.12	3.82	3.55	21%	25%	27%
TPIPL	Neutral	15.40	17.50	13.6	17.5	2,525	2,777	3,103	1.25	1.38	1.54	31%	10%	12%	12.3	11.2	10.0	30.4	31.8	33.1	0.51	0.48	0.46	4%	4%	5%
Ceramics																										
DCC	Buy	64.00	75.00	17.2	68.7	1,242	1,651	1,943	3.05	4.05	4.76	6%	33%	18%	21.0	15.8	13.4	6.5	7.2	7.4	9.80	8.94	8.60	46%	59%	65%
DRT	Neutral	5.90	6.50	10.2	6.9	458	552	639	0.45	0.54	0.62	-1%	18%	16%	13.0	11.0	9.5	2.0	2.1	2.3	2.90	2.81	2.58	23%	26%	28%
Electronic Components				**(13.4)**		**5,697**	**5,935**	**7,331**							**17.0**	**18.5**	**11.5**				**2.31**	**1.22**	**1.16**	**13%**	**10%**	**11%**
CCET	Sell	2.84	1.75	(38.4)	1.9	347	647	945	0.09	0.16	0.23	-79%	86%	46%	33.4	17.9	12.2	4.2	4.3	4.4	0.67	0.66	0.65	2%	4%	5%
DELTA	Neutral	24.30	21.00	(13.6)	21.1	2,641	2,847	3,114	2.12	2.28	2.50	-33%	8%	9%	11.5	10.6	9.7	15.9	17.0	18.1	1.53	1.43	1.34	13%	14%	14%
HANA	Neutral	22.70	23.00	1.3	20.6	1,597	1,559	1,925	1.92	1.91	2.39	-38%	-1%	25%	11.8	11.9	9.5	17.5	19.6	21.2	1.29	1.16	1.07	11%	10%	12%
KCE	Neutral	5.20	5.30	1.9	4.9	287	266	381	0.61	0.56	0.81	-37%	-7%	43%	8.5	9.2	6.4	5.3	5.9	6.4	0.98	0.88	0.81	11%	10%	13%
SMT	Sell	8.95	4.00	(55.3)	5.8	136	79	172	0.34	0.19	0.41	-72%	-45%	117%	26.0	47.4	21.9	2.6	6.4	6.3	3.48	1.40	1.42	9%	4%	6%
SVI	Buy	3.78	4.00	5.8	3.8	689	537	794	0.35	0.27	0.40	-5%	-23%	46%	10.7	13.8	9.4	0.6	2.1	2.3	5.90	1.80	1.65	34%	20%	18%
Energy & Utilities				**27.8**		**211,564**	**239,751**	**270,171**							**15.9**	**10.5**	**9.5**				**1.77**	**1.60**	**1.45**	**15%**	**16%**	**16%**
Oil & Gas and Coal																										
BANPU	Buy	612.00	800.00	30.7	757.8	8,618	14,522	13,518	31.71	53.44	49.74	-13%	69%	-7%	19.3	11.5	12.3	279.3	312.7	347.0	2.19	1.96	1.76	13%	18%	15%
PTT	Buy	354.00	465.00	31.4	395.6	110,480	125,472	132,123	38.72	43.93	46.26	38%	13%	5%	9.1	8.1	7.7	225.7	259.4	292.7	1.57	1.36	1.21	18%	18%	17%
PTTEP	Buy	174.00	220.00	26.4	188.0	47,190	48,171	67,662	14.21	14.51	20.38	-3%	2%	40%	12.2	12.0	8.5	60.2	69.2	82.8	2.89	2.51	2.10	26%	22%	27%
Refineries																										
BCP	Buy	22.70	24.00	5.7	24.6	6,888	4,198	4,417	5.00	3.05	3.21	244%	-39%	5%	4.5	7.4	7.1	21.6	23.2	25.1	1.05	0.98	0.90	26%	14%	13%
ESSO	Sell	13.70	11.00	(19.7)	11.3	940	3,909	4,800	0.27	1.13	1.39	-43%	316%	23%	50.5	12.1	9.9	7.1	8.1	9.1	1.93	1.69	1.50	4%	15%	16%
IRPC	Buy	4.78	6.00	25.5	5.1	5,855	7,593	9,897	0.29	0.37	0.48	44%	29%	30%	16.6	12.9	9.9	3.7	4.0	4.3	1.28	1.20	1.11	8%	10%	12%
TOP	Buy	71.00	95.00	33.8	77.1	15,288	14,931	16,449	7.49	7.32	8.06	168%	-2%	10%	9.5	9.7	8.8	41.7	46.2	51.2	1.70	1.54	1.39	19%	17%	17%
Utilities																										
EGCO	Buy	95.00	120.00	26.3	101.8	4,968	5,916	5,947	9.44	11.24	11.30	-28%	19%	1%	10.1	8.5	8.4	110.1	116.2	122.2	0.86	0.82	0.78	9%	10%	9%
GLOW	Buy	57.50	70.00	21.7	60.5	4,349	7,422	7,212	2.97	5.07	4.93	7%	71%	-3%	19.3	11.3	11.7	23.5	26.4	28.7	2.44	2.18	2.00	13%	20%	18%
RATCH	Buy	42.00	52.00	23.8	48.3	4,876	5,404	5,853	3.36	3.73	4.04	-6%	11%	8%	12.5	11.3	10.4	33.0	34.5	36.3	1.27	1.22	1.16	10%	11%	11%
TTW	Buy	5.75	6.80	18.3	6.8	2,113	2,215	2,293	0.53	0.56	0.57	2%	5%	4%	10.9	10.4	10.0	2.6	2.7	2.8	2.25	2.14	2.03	21%	21%	21%
Finance & Securities				**(2.9)**		**992**	**2,951**	**3,256**							**10.7**	**13.8**	**10.3**				**1.43**	**1.37**	**1.32**	**6%**	**13%**	**13%**
Credit card																										
AEONTS	Sell	29.75	28.00	(5.9)	28.0	619	871	916	2.47	3.49	3.66	-35%	41%	5%	12.0	8.5	8.1	25.3	27.7	29.6	1.18	1.07	1.00	10%	13%	13%
KTC	Sell	18.70	14.00	(25.1)	14.6	-1,621	170	430	-6.29	0.66	1.67	n.m.	n.m.	153%	n.m.	28.4	11.2	18.9	19.5	20.9	0.99	0.96	0.89	-28%	3%	8%
Securities																										
ASP	Sell	2.34	2.50	6.8	2.3	505	472	448	0.24	0.22	0.21	-33%	-7%	-5%	9.8	10.4	11.0	1.9	1.9	1.9	1.24	1.23	1.23	12%	12%	11%
MBKET	Sell	15.10	14.20	(6.0)	14.5	654	650	657	1.15	1.14	1.15	-19%	-1%	1%	13.2	13.3	13.1	7.7	7.7	7.7	1.95	1.96	1.95	14%	15%	15%
PHATRA	Sell	30.75	35.00	13.8	36.2	835	787	805	3.97	3.74	3.83	-17%	-6%	2%	7.7	8.2	8.0	17.1	18.6	20.4	1.80	1.65	1.51	22%	21%	20%
Food & Beverage				**20.0**		**14,283**	**23,092**	**27,306**							**17.5**	**11.9**	**10.1**				**3.92**	**2.49**	**3.55**	**23%**	**26%**	**29%**
CPF	Buy	37.50	45.00	20.0	40.9	14,283	23,092	27,306	2.15	3.14	3.72	23%	46%	18%	17.5	11.9	10.1	9.6	15.1	10.6	3.92	2.49	3.55	23%	26%	29%

Company	Rec.	Price (Bt)	12-mth Target Price	% Up/(Down)	12-mth BB-CON	Core Profit (Btm) 11A	12F	13F	Core EPS (Bt) 11A	12F	13F	EPS growth (%) 11A	12F	13F	PER (x) 11A	12F	13F	BVPS(Bt) 11A	12F	13F	P/BV (x) 11A	12F	13F	ROE (%) 11A	12F	13F
Health Care Services				**2.5**		**6,090**	**7,963**	**9,383**							**30.1**	**23.9**	**20.4**				**5.20**	**4.66**	**4.16**	**19%**	**20%**	**21%**
BGH	Buy	89.00	95.00	6.7	84.4	3,907	5,348	6,355	2.53	3.46	4.11	36%	37%	19%	35.2	25.7	21.6	21.6	23.6	25.9	4.12	3.77	3.43	16%	15%	17%
BH	Neutral	56.75	50.00	(11.9)	54.6	1,510	1,827	2,105	1.74	2.11	2.43	17%	21%	15%	32.6	26.9	23.4	7.8	8.7	9.9	7.31	6.51	5.74	24%	26%	26%
KH	Buy	7.55	7.75	2.6	8.2	673	789	923	0.34	0.40	0.46	5%	17%	17%	22.4	19.1	16.3	1.8	2.0	2.3	4.18	3.70	3.32	18%	21%	21%
Information & Communication Technology				**12.0**		**45,136**	**50,183**	**52,032**							**14.2**	**12.8**	**12.5**				**6.13**	**5.74**	**5.89**	**31%**	**34%**	**33%**
Mobile																										
ADVANC	Buy	171.50	186.00	8.5	165.9	26,553	31,322	30,859	8.93	10.54	10.38	20%	18%	-1%	19.2	16.3	16.5	13.3	14.7	14.5	12.92	11.66	11.81	66%	75%	71%
DTAC	Buy	76.00	94.00	23.7	79.5	12,006	11,271	11,239	5.07	4.76	4.75	12%	-6%	0%	15.0	16.0	16.0	14.7	19.5	19.5	5.16	3.90	3.90	23%	28%	24%
TRUE	Buy	3.86	4.30	11.4	3.7	-5,399	-5,579	-4,752	-0.37	-0.38	-0.33	-213%	-3%	15%	n.m.	n.m.	n.m.	1.4	1.0	0.7	2.69	3.68	5.36	-34%	-31%	-37%
Internet																										
CSL	Neutral	6.30	7.00	11.1	6.7	395	403	466	0.67	0.68	0.78	13%	2%	16%	9.5	9.3	8.0	1.9	2.1	2.2	3.30	3.05	2.85	34%	34%	37%
Other																										
INTUCH	Buy	58.00	64.00	10.3	58.3	10,031	10,790	12,340	3.13	3.37	3.85	-54%	7%	14%	18.5	17.2	15.1	4.5	4.5	4.5	12.95	12.97	12.97	70%	75%	86%
SAMART	Buy	9.55	10.50	9.9	11.5	799	992	976	0.81	1.01	0.99	74%	24%	-2%	11.8	9.5	9.6	4.8	5.2	5.6	2.00	1.83	1.70	18%	20%	18%
SAMTEL	Buy	14.30	17.00	18.9	16.7	751	984	905	1.24	1.62	1.49	98%	31%	-8%	11.5	8.8	9.6	3.7	4.6	5.4	3.87	3.11	2.64	37%	39%	30%
Insurance				**(1.6)**		**3,417**	**3,695**	**4,631**							**16.1**	**14.9**	**11.9**				**4.09**	**3.35**	**2.71**	**28%**	**25%**	**25%**
BLA	Sell	45.75	45.00	(1.6)	49.9	3,417	3,695	4,631	2.85	3.08	3.86	22%	8%	25%	16.1	14.9	11.9	11.2	13.7	16.9	4.09	3.35	2.71	28%	25%	25%
Media & Publishing				**(3.6)**		**5,659**	**6,629**	**7,262**							**21.0**	**17.7**	**16.3**				**5.92**	**5.52**	**5.18**	**25%**	**28%**	**29%**
TV broadcasting																										
BEC	Neutral	51.00	48.00	(5.9)	46.8	3,530	4,115	4,670	1.77	2.06	2.34	7%	17%	13%	28.9	24.8	21.8	4.0	4.4	4.8	12.70	11.60	10.68	45%	49%	51%
MCOT	Neutral	28.50	28.00	(1.8)	31.2	1,356	1,562	1,538	1.97	2.27	2.24	-5%	15%	-2%	14.4	12.5	12.7	11.1	11.4	11.8	2.56	2.49	2.42	18%	20%	19%
Cinema																										
MAJOR	Buy	17.40	19.00	9.2	18.1	773	951	1,053	0.89	1.09	1.21	22%	23%	11%	19.6	15.9	14.4	7.0	7.0	7.2	2.50	2.47	2.43	13%	16%	17%
Petrochemicals & Chemicals				**36.5**		**41,399**	**53,281**	**57,424**							**14.3**	**10.3**	**9.2**				**2.39**	**2.07**	**1.78**	**18%**	**21%**	**20%**
IVL	Buy	39.25	46.00	17.2	46.9	10,154	15,618	18,620	2.14	3.24	3.87	5%	51%	19%	18.3	12.1	10.1	12.4	14.6	17.3	3.17	2.69	2.26	22%	24%	24%
PTTGC	Buy	71.00	105.00	47.9	81.0	31,245	37,664	38,804	6.93	8.35	8.60	191%	21%	3%	10.3	8.5	8.3	44.0	49.2	54.4	1.61	1.44	1.31	14%	17%	16%
Property Development				**10.5**		**15,518**	**23,994**	**29,174**							**17.7**	**15.4**	**13.2**				**2.09**	**1.89**	**1.74**	**10%**	**15%**	**17%**
Contractors																										
CK	Sell	8.20	6.50	(20.7)	8.2	-671	363	357	-0.41	0.22	0.22	42%	n.m.	-1%	n.m.	37.4	37.9	3.9	4.0	3.8	2.12	2.06	2.13	-11%	6%	6%
ITD	Neutral	3.98	4.20	5.5	3.6	-1,256	591	699	-0.30	0.14	0.17	14%	n.m.	18%	n.m.	28.2	23.9	1.9	2.1	2.1	2.07	1.93	1.87	-13%	7%	8%
STEC	Buy	13.60	16.00	17.6	16.5	904	838	1,059	0.76	0.71	0.89	104%	-7%	26%	17.9	19.2	15.2	4.8	4.9	5.2	2.86	2.78	2.63	18%	15%	18%
Industrial Estate																										
AMATA	Buy	17.00	22.50	32.4	20.1	932	1,392	1,469	0.87	1.30	1.38	34%	49%	6%	19.5	13.0	12.3	6.3	7.2	7.8	2.69	2.38	2.17	15%	19%	18%
HEMRAJ	Buy	2.66	3.10	16.5	2.9	554	2,400	2,645	0.06	0.25	0.27	-57%	333%	10%	46.6	10.8	9.8	0.9	1.2	1.3	2.83	2.29	2.03	6%	24%	22%
ROJNA	Neutral	6.10	7.30	19.7	6.4	-838	445	515	-0.72	0.38	0.44	n.m.	n.m.	16%	n.m.	15.9	13.7	5.4	6.2	6.4	1.12	0.98	0.95	-12%	7%	7%
TICON	Neutral	12.80	11.80	(7.8)	14.0	436	884	1,041	0.58	1.13	1.33	-52%	96%	18%	22.2	11.3	9.6	7.6	8.3	8.7	1.69	1.55	1.47	8%	14%	16%
Residential																										
AP	Buy	5.90	6.40	8.5	6.4	1,547	1,999	2,831	0.59	0.71	1.00	-35%	20%	42%	10.0	8.3	5.9	3.8	4.3	5.0	1.56	1.38	1.18	15%	18%	22%
LH	Neutral	6.85	7.20	5.1	7.3	3,828	4,037	4,615	0.38	0.40	0.46	2%	5%	14%	17.9	17.0	14.9	2.9	3.0	3.0	2.34	2.32	2.28	13%	14%	15%
LPN	Neutral	15.20	13.50	(11.2)	15.2	1,909	2,174	2,619	1.29	1.47	1.77	21%	14%	20%	11.7	10.3	8.6	4.8	5.7	6.8	3.15	2.67	2.24	29%	28%	28%
PS	Neutral	14.90	16.00	7.4	14.8	2,834	2,903	4,003	1.28	1.31	1.81	-19%	2%	38%	11.6	11.3	8.2	7.7	8.6	10.0	1.94	1.73	1.49	18%	16%	19%
QH	Buy	1.84	3.40	84.8	2.0	767	907	1,358	0.09	0.11	0.16	-57%	18%	50%	20.3	17.2	11.5	1.6	1.6	1.7	1.18	1.14	1.07	6%	7%	10%
SIRI	Buy	2.08	2.40	15.4	2.2	2,003	2,267	2,887	0.30	0.32	0.40	-10%	5%	27%	6.9	6.5	5.1	1.6	1.8	2.0	1.29	1.16	1.02	19%	19%	21%
SPALI	Buy	15.30	17.30	13.1	16.2	2,568	2,794	3,075	1.50	1.63	1.79	0%	9%	10%	10.2	9.4	8.5	6.3	7.2	8.1	2.44	2.14	1.88	26%	24%	23%
Property Fund						**3,181**	**4,204**	**4,346**													**1.03**	**1.03**	**1.02**			
Commercial																										
CPNRF	Buy	13.50	14.60	8.1	14.8	1,919	1,917	2,017	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	10.8	11.0	11.1	1.24	1.23	1.22	n.a.	n.a.	n.a.
Industrial																										
TFUND	Sell	10.40	11.30	8.7		721	639	746	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	10.9	11.0	11.0	0.96	0.95	0.95	n.a.	n.a.	n.a.
TLOGIS	Buy	10.90	13.00	19.3		144	227	217	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	10.7	10.8	10.8	1.02	1.01	1.01	n.a.	n.a.	n.a.
WHAPF	Buy	10.60	14.00	32.1		125	99	104	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	11.4	11.4	11.5	0.93	0.93	0.92	n.a.	n.a.	n.a.
Office																										
QHPF	Buy	8.65	10.70	23.7		18	977	888	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
POPF	Buy	10.20	11.90	16.7		255	345	373	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	10.0	10.1	10.1	1.02	1.01	1.01	n.a.	n.a.	n.a.
Steel				**13.9**		**-5,411**	**579**	**2,135**													**0.58**	**0.56**	**0.52**	**-24%**	**2%**	**8%**
SSI	Neutral	0.79	0.90	13.9	0.8	-5,411	579	2,135	-0.30	0.03	0.12	n.m.	n.m.	269%	n.m.	24.8	6.7	1.4	1.4	1.5	0.58	0.56	0.52	-24%	2%	8%
Transportation & Logistics				**6.9**		**-3,692**	**8,635**	**13,527**							**25.5**	**48.2**	**32.5**				**1.22**	**1.70**	**12.24**	**-7%**	**-7%**	**-17%**
Aviation																										
AOT	Buy	58.00	57.00	(1.7)	55.6	3,848	4,758	6,032	2.69	3.33	4.22	107%	24%	27%	21.5	17.4	13.7	50.1	52.4	55.2	1.16	1.11	1.05	5%	6%	8%
THAI	Buy	25.50	29.00	13.7	26.8	-5,066	3,120	4,151	-2.32	1.43	1.90	n.m.	n.m.	33%	n.m.	17.8	13.4	29.0	30.5	31.9	0.88	0.84	0.80	-7%	5%	6%
Mass Transit																										
BMCL	Neutral	0.61	0.65	6.6	0.7	-1,154	-984	-874	-0.10	-0.08	-0.07	-1%	15%	11%	n.m.	n.m.	n.m.	0.2	0.1	0.0	3.76	7.65	92.13	-46%	-68%	-169%
BTS	Buy	0.78	0.88	12.8	0.9	-270	954	1,278	-0.01	0.02	0.02	n.m.	n.m.	34%	n.m.	46.7	34.9	0.7	0.7	0.7	1.07	1.17	1.15	-1%	3%	3%

ราคาปิด: 16 มี.ค. 55

Company	Rec.	Price	12-mth	%	12-mth	Core Profit (Btm)			Core EPS (Bt)			EPS growth (%)			PER (x)			BVPS(Bt)			P/BV (x)			ROE (%)		
		(Bt)	Target Price	Up/(Down)	BB-CON	11A	12F	13F	11A	12F	13F	11A	12F	13F	11A	12F	13F	11A	12F	13F	11A	12F	13F	11A	12F	13F
Shipping																										
PSL	Neutral	16.30	17.50	7.4	18.1	403	145	507	0.39	0.14	0.49	-49%	-64%	250%	42.1	117.0	33.5	14.8	14.9	15.1	1.10	1.10	1.08	3%	1%	3%
RCL	Sell	6.80	6.50	(4.4)	7.3	-2,051	-1,015	57	-2.47	-1.22	0.07	-294%	51%	n.m.	n.m.	n.m.	99.0	15.5	14.5	14.6	0.44	0.47	0.47	-16%	-8%	0%
TTA	Neutral	20.20	22.00	8.9	20.0	-681	180	602	-0.96	0.25	0.85	n.m.	n.m.	234%	n.m.	79.3	23.8	43.7	43.3	44.1	0.46	0.47	0.46	-2%	1%	2%
Tollroads																										
BECL	Buy	21.30	24.00	12.7	22.9	1,279	1,477	1,774	1.66	1.92	2.30	-28%	15%	20%	12.8	11.1	9.2	24.3	26.5	27.6	0.88	0.80	0.77	7%	8%	9%
SCBS Coverage		**1189.56**		**14.2**		**525,391**	**647,109**	**745,641**	**72.50**	**89.52**	**103.16**	**12.2%**	**23.5%**	**15.2%**	**16.4**	**13.3**	**11.5**				**2.2**	**2.0**	**1.8**	**15%**	**17%**	**18%**

Company	Rec.	Price (Bt)	12-mth Target Price	% Up/(Down)	12-mth BB-CON	DPS (Bt) 11A	DPS (Bt) 12F	DPS (Bt) 13F	Dividend Yield (%) 11A	Dividend Yield (%) 12F	Dividend Yield (%) 13F	EV/EBITDA (x) 11A	EV/EBITDA (x) 12F	EV/EBITDA (x) 13F	EBITDA Growth (%) 10A	EBITDA Growth (%) 11A	EBITDA Growth (%) 12F	Net Debt (Btm) 11A	Net Debt (Btm) 12F	Net Debt (Btm) 13F	Shares (m Shrs.)	Mkt. Cap. (Btm)
Agribusiness				**18.8**					**3.27**	**4.26**	**4.95**	**6.52**	**5.45**	**4.90**	**13.49**	**10.67**	**9.85**	**2,813**	**1,566**	**979**		**12,664**
GFPT	Buy	10.10	12.00	18.8	12.8	0.33	0.43	0.50	3.27	4.26	4.95	6.52	5.45	4.90	13.49	10.67	9.85	2,813	1,566	979	1,254	12,664
Automotive				**6.0**					**1.85**	**3.32**	**4.20**	**9.54**	**6.26**	**5.13**	**72.53**	**-25.50**	**47.20**	**5,402**	**4,747**	**2,545**		**25,175**
AH	Sell	13.30	12.00	(9.8)	14.4	0.16	0.36	0.54	1.20	2.71	4.05	13.58	7.56	6.25	131.07	-42.98	79.17	4,776	4,758	4,429	227	3,013
SAT	Buy	25.75	29.00	12.6	29.0	0.42	0.83	1.02	1.63	3.24	3.96	9.62	7.34	5.98	53.59	-13.69	30.70	2,676	2,655	1,986	340	8,753
STANLY	Buy	175.00	184.00	5.1	201.7	4.75	7.02	8.01	2.72	4.01	4.58	5.41	3.89	3.17	32.93	-19.83	31.73	(2,049)	(2,665)	(3,871)	77	13,409
Banking				**(1.0)**					**3.27**	**3.44**	**4.16**											**1,768,131**
Large Banks																						
BBL	Buy	185.50	194.00	4.6	193.7	5.73	6.74	7.82	3.09	3.63	4.22							-	-	-	1,909	354,090
KBANK	Buy	157.00	157.00	-	160.0	2.50	3.25	3.98	1.59	2.07	2.54							-	-	-	2,393	375,742
KTB	Neutral	18.40	18.00	(2.2)	19.3	0.61	0.72	0.83	3.31	3.94	4.51							-	-	-	11,180	205,707
SCB	No rec	143.50			147.0	3.67	4.61	5.48	2.56	3.21	3.82							-	-	-	3,399	487,784
Mid/small banks																						
BAY	Neutral	26.75	25.00	(6.5)	26.8	0.70	0.83	0.99	2.62	3.10	3.69							-	-	-	6,074	162,483
KK	Neutral	34.25	36.00	5.1	36.4	2.25	1.67	2.68	6.58	4.87	7.83							-	-	-	635	21,737
LHBANK	Sell	1.40	1.30	(7.1)	1.4	0.02	0.02	0.02	1.23	1.37	1.69										11,484	16,078
TCAP	Buy	29.50	34.00	15.3	30.7	1.30	1.40	1.50	4.41	4.75	5.08							-	-	-	1,333	39,328
TISCO	Buy	39.25	43.00	9.6	39.5	2.24	2.26	2.55	5.72	5.75	6.49							-	-	-	728	28,571
TMB	Sell	1.76	1.40	(20.5)	1.5	0.03	0.03	0.03	1.57	1.71	1.71							-	-	-	43,529	76,611
Commerce				**5.2**					**2.01**	**2.83**	**3.58**	**16.95**	**13.61**	**11.23**	**19.55**	**34.74**	**23.36**	**1,774**	**-5,009**	**-19,521**		**592,828**
BIGC	Buy	179.00	200.00	11.7	152.0	3.30	4.01	5.04	1.84	2.24	2.82	14.82	11.41	9.63	0.76	68.24	28.44	29,078	27,099	22,576	801	143,448
CPALL	Neutral	65.00	68.00	4.6	62.1	1.25	1.90	2.50	1.92	2.92	3.85	19.03	14.94	12.49	27.99	13.95	25.41	-24,095	-28,292	-34,554	4,493	292,055
HMPRO	Neutral	13.30	13.50	1.5	12.0	0.15	0.34	0.46	1.11	2.56	3.43	19.31	15.31	12.02	27.70	24.73	26.64	1,026	1,357	-147	5,838	77,645
MAKRO	Neutral	332.00	330.00	(0.6)	321.6	10.50	12.00	14.00	3.16	3.61	4.22	14.63	12.80	10.76	21.75	32.03	12.94	-4,236	-5,173	-7,396	240	79,680
Construction Materials				**13.8**					**4.00**	**4.67**	**5.47**	**10.33**	**9.00**	**7.92**	**10.91**	**13.40**	**11.05**	**139,936**	**127,930**	**111,326**		**557,026**
Cement																						
SCC	Buy	353.00	410.00	16.1	394.4	12.50	11.99	14.51	3.54	3.40	4.11	11.36	9.56	8.01	-1.78	-2.79	17.17	132,383	124,393	111,751	1,200	423,600
SCCC	Buy	305.00	300.00	(1.6)	298.3	13.00	16.05	18.86	4.26	5.26	6.18	12.82	11.27	10.15	-3.30	17.53	11.95	2,659	1,519	398	230	70,150
TPIPL	Neutral	15.40	17.50	13.6	17.5	0.15	0.21	0.23	0.97	1.34	1.50	6.44	5.92	5.25	17.46	42.90	1.55	3,995	1,622	-987	2,019	31,093
Ceramics																						
DCC	Buy	64.00	75.00	17.2	68.7	3.05	4.05	4.76	4.76	6.32	7.44	13.16	11.26	9.95	14.83	-1.71	15.56	211	-82	-240	408	26,112
DRT	Neutral	5.90	6.50	10.2	6.9	0.38	0.41	0.48	6.44	7.02	8.13	7.86	6.98	6.24	27.32	11.09	9.03	687	478	405	1,029	6,071
Electronic Components				**(13.4)**					**3.19**	**4.48**	**4.96**	**7.15**	**7.11**	**5.83**	**27.15**	**-22.53**	**-2.75**	**2,850**	**-86**	**-1,789**		**73,684**
CCET	Sell	2.84	1.75	(38.4)	1.9	0.16	0.08	0.12	5.63	2.79	4.08	9.51	7.75	6.65	-6.21	-32.68	13.89	12,908	11,147	10,738	4,078	11,580
DELTA	Neutral	24.30	21.00	(13.6)	21.1	1.20	1.40	1.50	4.94	5.76	6.17	6.19	5.91	5.39	56.00	-23.97	6.17	-8,490	-8,215	-8,400	1,247	30,311
HANA	Neutral	22.70	23.00	1.3	20.6	1.00	1.10	1.30	4.41	4.85	5.73	4.39	4.25	3.37	24.53	-25.13	0.46	-5,800	-6,128	-7,080	805	18,271
KCE	Neutral	5.20	5.30	1.9	4.9	0.10	0.20	0.30	1.92	3.85	5.77	7.09	6.99	5.76	32.91	-20.55	-4.76	4,626	4,192	3,922	464	2,413
SMT	Sell	8.95	4.00	(55.3)	5.8	0.20	0.15	0.20	2.23	1.68	2.18	8.31	9.55	7.90	44.84	-43.11	-14.15	150	98	322	417	3,734
SVI	Buy	3.78	4.00	5.8	3.8	0.00	0.30	0.22	0.00	7.94	5.82	7.41	8.21	5.89	10.85	10.24	-18.10	-544	-1,180	-1,291	1,951	7,374
Energy & Utilities				**27.8**					**4.22**	**4.43**	**4.94**	**9.73**	**8.50**	**6.83**	**-5.00**	**31.01**	**20.06**	**605,628**	**334,286**	**306,484**		**2,294,277**
Oil & Gas and Coal																						
BANPU	Buy	612.00	800.00	30.7	757.8	20.00	16.00	15.00	3.27	2.61	2.45	7.77	6.43	6.95	-15.97	117.74	12.00	65,262	48,447	34,657	272	166,310
PTT	Buy	354.00	465.00	31.4	395.6	13.00	17.75	18.75	3.67	5.01	5.30	5.94	5.20	5.39	21.18	23.79	-1.94	280,829	98,261	110,185	2,856	1,011,130
PTTEP	Buy	174.00	220.00	26.4	188.0	5.40	5.80	8.20	3.10	3.33	4.71	5.48	4.92	3.84	28.38	14.32	7.35	79,945	56,064	62,999	3,320	577,677
Refineries																						
BCP	Buy	22.70	24.00	5.7	24.6	1.65	1.30	1.30	7.27	5.73	5.73	4.41	5.72	5.54	-3.92	87.67	-20.41	14,551	15,991	17,612	1,377	31,256
ESSO	Sell	13.70	11.00	(19.7)	11.3	0.10	0.40	0.50	0.73	2.92	3.65	18.09	8.20	7.89	-48.74	8.16	98.68	37,623	29,161	24,502	3,461	47,414
IRPC	Buy	4.78	6.00	25.5	5.1	0.12	0.10	0.20	2.51	2.09	4.18	10.93	8.52	7.01	-13.58	26.39	38.83	22,580	32,363	30,598	20,434	97,677
TOP	Buy	71.00	95.00	33.8	77.1	3.00	3.00	3.30	4.23	4.23	4.65	5.69	5.23	4.55	-20.32	69.38	-3.97	23,641	3,815	-9,373	2,040	144,842
Utilities																						
EGCO	Buy	95.00	120.00	26.3	101.8	5.25	5.25	5.25	5.53	5.53	5.53	19.82	8.97	13.40	-16.77	-39.80	101.52	1,372	-3,159	-7,367	526	50,014
GLOW	Buy	57.50	70.00	21.7	60.5	2.00	2.50	2.70	3.48	4.35	4.70	14.13	8.34	8.26	16.78	4.71	63.28	56,368	51,331	45,940	1,463	84,115
RATCH	Buy	42.00	52.00	23.8	48.3	2.25	2.25	2.25	5.36	5.36	5.36	7.80	24.73	5.76	-11.68	24.61	-77.49	20,750	-2,662	-6,502	1,450	60,900
TTW	Buy	5.75	6.80	18.3	6.8	0.42	0.43	0.46	7.29	7.55	8.06	6.90	7.22	6.55	9.60	4.08	2.83	2,707	4,674	3,232	3,990	22,943
Finance & Securities				**(2.9)**					**5.91**	**5.90**	**6.35**											**32,273**
Credit card																						
AEONTS	Sell	29.75	28.00	(5.9)	28.0	1.24	1.74	1.83	4.16	5.86	6.16										250	7,438
KTC	Sell	18.70	14.00	(25.1)	14.6	0.00	0.26	0.67	0.00	1.41	3.57										258	4,821
Securities																						
ASP	Sell	2.34	2.50	6.8	2.3	0.22	0.20	0.19	9.23	8.63	8.18										2,106	4,927
MBKET	Sell	15.10	14.20	(6.0)	14.5	1.17	1.14	1.15	7.75	7.55	7.63										571	8,619
PHATRA	Sell	30.75	35.00	13.8	36.2	2.58	1.87	1.91	8.39	6.08	6.23										210	6,467
Food & Beverage				**20.0**					**3.20**	**4.18**	**4.76**	**16.35**	**8.88**	**7.26**	**6.01**	**12.49**	**78.57**	**45,108**	**34,809**	**26,018**		**290,360**
CPF	Buy	37.50	45.00	20.0	40.9	1.20	1.57	1.78	3.20	4.18	4.76	16.35	8.88	7.26	6.01	12.49	78.57	45,108	34,809	26,018	7,743	290,360

Company	Rec.	Price (Bt)	12-mth Target Price	% Up/(Down)	12-mth BB-CON	DPS (Bt) 11A	DPS (Bt) 12F	DPS (Bt) 13F	Dividend Yield (%) 11A	Dividend Yield (%) 12F	Dividend Yield (%) 13F	EV/EBITDA (x) 11A	EV/EBITDA (x) 12F	EV/EBITDA (x) 13F	EBITDA Growth (%) 10A	EBITDA Growth (%) 11A	EBITDA Growth (%) 12F	Net Debt (Btm) 11A	Net Debt (Btm) 12F	Net Debt (Btm) 13F	Shares (m Shrs.)	Mkt. Cap. (Btm)
Health Care Services				**2.5**					**1.94**	**2.19**	**2.56**	**14.98**	**12.89**	**11.52**	**6.84**	**23.82**	**15.31**	**16,781**	**16,237**	**12,720**		**193,944**
BGH	Buy	89.00	95.00	6.7	84.4	1.10	1.56	1.85	1.24	1.75	2.08	17.20	14.42	12.65	10.19	56.26	19.87	12,117	12,828	9,873	1,545	137,546
BH	Neutral	56.75	50.00	(11.9)	54.6	1.10	1.25	1.45	1.94	2.21	2.55	16.26	14.58	13.19	9.81	14.96	8.95	4,244	3,196	2,759	728	41,336
KH	Buy	7.55	7.75	2.6	8.2	0.20	0.20	0.23	2.65	2.62	3.06	11.48	9.67	8.71	0.52	0.24	17.12	420	214	88	1,995	15,062
Information & Communication Technology				**12.0**					**8.07**	**5.49**	**5.79**	**8.33**	**8.41**	**7.84**	**35.26**	**8.89**	**6.03**	**55,599**	**135,376**	**160,395**		**953,619**
Mobile																						
ADVANC	Buy	171.50	186.00	8.5	165.9	8.43	10.54	10.38	4.92	6.14	6.05	8.99	8.74	9.07	12.92	8.98	2.85	-608	-467	11,299	2,973	509,886
DTAC	Buy	76.00	94.00	23.7	79.5	17.84	4.76	4.75	23.47	6.26	6.25	5.83	7.71	7.50	26.34	8.26	-4.43	-17,384	25,490	29,792	2,368	179,954
TRUE	Buy	3.86	4.30	11.4	3.7	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	7.51	8.57	7.56	-6.08	-7.00	7.13	72,392	100,999	111,270	14,503	55,982
Internet																						
CSL	Neutral	6.30	7.00	11.1	6.7	0.54	0.57	0.67	8.57	9.05	10.63	4.88	5.04	4.42	14.71	11.05	-5.58	-223	-315	-464	595	3,745
Other																						
INTUCH	Buy	58.00	64.00	10.3	58.3	5.50	3.37	3.85	9.48	5.81	6.64	17.53	16.99	14.86	178.07	-53.64	7.54	-9,818	-2,383	-2,381	3,206	185,972
SAMART	Buy	9.55	10.50	9.9	11.5	0.52	0.60	0.60	5.45	6.28	6.28	5.94	5.34	5.20	7.04	40.56	14.74	7,467	7,997	7,489	986	9,413
SAMTEL	Buy	14.30	17.00	18.9	16.7	0.66	0.70	0.67	4.62	4.90	4.69	7.62	6.49	6.24	13.83	54.00	19.98	3,772	4,054	3,391	606	8,666
Insurance				**(1.6)**					**1.57**	**1.68**	**2.11**											**54,900**
BLA	Sell	45.75	45.00	(1.6)	49.9	0.72	0.77	0.96	1.57	1.68	2.11										1,200	54,900
Media & Publishing				**(3.6)**					**5.01**	**5.56**	**5.89**	**9.98**	**9.74**	**9.28**	**17.59**	**3.42**	**4.48**	**-4,440**	**-4,368**	**-5,415**		**136,927**
TV broadcasting																						
BEC	Neutral	51.00	48.00	(5.9)	46.8	1.68	1.95	2.22	3.29	3.83	4.35	13.44	13.64	12.58	17.94	7.84	-2.31	-5,833	-6,636	-7,498	2,000	102,000
MCOT	Neutral	28.50	28.00	(1.8)	31.2	2.00	2.05	2.01	7.02	7.18	7.07	7.25	7.52	7.74	12.85	-0.48	1.57	-1,083	-96	-157	687	19,582
Cinema																						
MAJOR	Buy	17.40	19.00	9.2	18.1	0.82	0.98	1.09	4.71	5.65	6.26	9.25	8.05	7.51	22.00	2.90	14.19	2,475	2,364	2,240	882	15,345
Petrochemicals & Chemicals				**36.5**					**2.92**	**3.67**	**3.99**	**10.80**	**7.43**	**6.39**	**6.92**	**48.80**	**33.44**	**128,702**	**94,881**	**54,326**		**508,931**
IVL	Buy	39.25	46.00	17.2	46.9	0.70	1.00	1.20	1.78	2.55	3.06	13.57	8.73	7.24	17.94	31.60	38.80	36,131	11,994	1,215	4,814	188,960
PTTGC	Buy	71.00	105.00	47.9	81.0	2.88	3.40	3.50	4.06	4.79	4.93	8.04	6.13	5.54	-4.10	66.00	28.08	92,572	82,887	53,111	4,507	319,972
Property Development				**10.5**					**2.97**	**4.41**	**5.29**	**5.10**	**15.52**	**13.31**	**22.13**	**2.44**	**35.24**	**173,237**	**179,467**	**191,438**		**304,819**
Contractors																						
CK	Sell	8.20	6.50	(20.7)	8.2	0.35	0.20	0.20	4.27	2.44	2.44	-78.94	57.44	52.78	n.m.	n.m.	n.m.	17,839	18,461	21,815	1,653	13,551
ITD	Neutral	3.98	4.20	5.5	3.6	0.00	0.10	0.10	0.00	2.51	2.51	15.90	12.61	11.64	-14.33	35.90	40.84	27,688	32,874	43,210	4,194	16,691
STEC	Buy	13.60	16.00	17.6	16.5	0.55	0.49	0.62	4.03	3.64	4.60	13.89	9.64	7.69	11.05	35.28	47.68	-507	-122	1,065	1,186	16,132
Industrial Estate																						
AMATA	Buy	17.00	22.50	32.4	20.1	0.47	0.70	0.74	2.76	4.12	4.35	13.59	9.91	9.70	83.11	38.61	25.66	5,691	3,712	2,629	1,067	18,139
HEMRAJ	Buy	2.66	3.10	16.5	2.9	0.03	0.12	0.14	1.04	4.65	5.12	24.66	6.53	6.36	114.77	-34.01	273.80	4,448	4,127	4,762	9,705	25,816
ROJNA	Neutral	6.10	7.30	19.7	6.4	-0.40	0.25	0.29	0.00	4.09	4.73	-23.74	19.06	16.29	17.46	n.m.	n.m.	11,045	14,685	13,722	1,161	7,081
TICON	Neutral	12.80	11.80	(7.8)	14.0	0.20	0.91	1.07	1.56	7.07	8.33	14.65	9.59	7.87	31.10	-15.02	35.27	7,670	5,640	5,018	781	9,997
Residential																						
AP	Buy	5.90	6.40	8.5	6.4	0.22	0.28	0.40	3.73	4.80	6.80	11.60	10.36	7.71	10.02	-18.76	9.07	13,786	13,009	12,762	2,822	16,650
LH	Neutral	6.85	7.20	5.1	7.3	0.38	0.40	0.46	5.57	5.88	6.72	13.94	18.50	16.97	-2.13	21.69	-23.57	25,504	26,857	28,868	10,026	68,678
LPN	Neutral	15.20	13.50	(11.2)	15.2	0.65	0.69	0.83	4.28	4.55	5.48	8.19	7.82	6.64	11.98	18.59	2.28	305	-239	-561	1,476	22,431
PS	Neutral	14.90	16.00	7.4	14.8	0.40	0.41	0.56	2.68	2.75	3.79	11.68	12.34	8.41	-4.20	-9.62	-5.71	18,258	18,084	13,957	2,209	32,920
QH	Buy	1.84	3.40	84.8	2.0	0.01	0.05	0.08	0.50	2.91	4.35	29.46	27.68	19.95	-1.04	-54.64	9.50	21,488	22,565	22,603	8,477	15,598
SIRI	Buy	2.08	2.40	15.4	2.2	0.14	0.16	0.20	6.73	7.48	9.53	9.19	9.01	7.98	24.80	4.42	6.52	15,595	16,945	18,861	7,150	14,872
SPALI	Buy	15.30	17.30	13.1	16.2	0.67	0.73	0.81	4.40	4.79	5.27	7.27	6.80	6.35	5.10	6.88	1.56	4,427	2,868	2,727	1,717	26,263
Property Fund									**6.54**	**7.71**	**8.21**											**47,972**
Commercial																						
CPNRF	Buy	13.50	14.60	8.1	14.8	1.00	1.05	1.11	7.38	7.81	8.22	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	1,636	22,090
Industrial																						
TFUND	Sell	10.40	11.30	8.7		0.70	0.65	0.79	6.75	6.20	7.61	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	924	9,614
TLOGIS	Buy	10.90	13.00	19.3		0.79	0.91	0.87	7.29	8.33	7.96	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	238	2,589
WHAPF	Buy	10.60	14.00	32.1		0.44	0.70	0.73	4.18	6.58	6.90	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	311	3,297
Office																						
QHPF	Buy	8.65	10.70	23.7		n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	797	6,894
POPF	Buy	10.20	11.90	16.7		0.72	0.98	1.06	7.09	9.60	10.38	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	342	3,488
Steel				**13.9**					**0.00**	**1.01**	**1.01**	**-22.32**	**9.45**	**6.69**	**n.m.**	**n.m.**	**n.m.**	**43,718**	**41,407**	**40,311**		**14,365**
SSI	Neutral	0.79	0.90	13.9	0.8	0.00	0.01	0.01	0.00	1.01	1.01	-22.32	9.45	6.69	n.m.	n.m.	n.m.	43,718	41,407	40,311	18,184	14,365
Transportation & Logistics				**6.9**					**2.23**	**2.11**	**2.07**	**19.15**	**18.40**	**14.32**	**-12.29**	**13.05**	**28.61**	**240,200**	**260,049**	**286,029**		**243,696**
Aviation																						
AOT	Buy	58.00	57.00	(1.7)	55.6	0.80	1.48	1.90	1.38	2.56	3.28	7.61	7.42	7.71	6.07	23.65	1.12	36,139	34,518	43,037	1,429	82,857
THAI	Buy	25.50	29.00	13.7	26.8	0.00	0.50	0.67	0.00	1.96	2.61	8.92	6.51	6.35	5.00	-40.13	49.32	125,215	141,271	154,574	2,183	55,661
Mass Transit																						
BMCL	Neutral	0.61	0.65	6.6	0.7	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	88.10	52.57	44.10	n.m.	147.66	71.82	15,591	16,168	16,638	11,950	7,290
BTS	Buy	0.78	0.88	12.8	0.9	0.04	0.03	0.01	4.56	3.44	1.43	42.59	26.98	22.39	n.m.	8.35	65.59	30,290	33,958	35,702	57,188	44,607

ราคาปิด: 16 มี.ค. 55

Company	Rec.	Price	12-mth	%	12-mth	DPS (Bt)			Dividend Yield (%)			EV/EBITDA (x)			EBITDA Growth (%)			Net Debt (Btm)			Shares	Mkt. Cap.
		(Bt)	Target Price	Up/(Down)	BB-CON	11A	12F	13F	11A	12F	13F	11A	12F	13F	10A	11A	12F	11A	12F	13F	(m Shrs.)	(Btm)
Shipping																						
PSL	Neutral	16.30	17.50	7.4	18.1	0.55	0.26	0.29	3.35	1.60	1.79	13.42	16.23	13.35	-49.47	-15.42	-16.77	2,651	2,771	6,421	1,040	16,944
RCL	Sell	6.80	6.50	(4.4)	7.3	0.00	0.00	0.02	0.00	0.00	0.25	-23.68	23.29	8.10	n.m.	n.m.	n.m.	4,817	6,066	6,476	829	5,636
TTA	Neutral	20.20	22.00	8.9	20.0	0.50	0.25	0.21	2.48	1.24	1.05	10.01	8.47	7.67	-21.58	-22.75	27.11	9,596	11,382	12,516	708	14,302
Tollroads																						
BECL	Buy	21.30	24.00	12.7	22.9	1.30	1.30	1.30	6.10	6.11	6.11	6.24	5.74	4.92	-1.44	-10.00	2.06	15,902	13,916	10,665	770	16,401
SCBS Coverage		**1189.56**		**14.2**					**3.8%**	**3.9%**	**4.4%**	**10.92**	**9.49**	**8.61**				**1,457,308**	**1,221,292**	**1,165,846**		**8,057,618**

Disclaimer: ข้อมูลในรายงานนี้เป็นข้อมูลที่มีการเปิดเผยต่อสาธารณะ ซึ่งนักลงทุนสามารถเข้าถึงได้โดยทั่วไป และเป็นข้อมูลที่เชื่อว่าน่าจะเชื่อถือได้ แต่ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ไทยพาณิชย์ จำกัด ("บริษัท") มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความถูกต้อง หรือสมบูรณ์ของข้อมูลดังกล่าวแต่อย่างใด ความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานนี้เป็นเพียงการนำเสนอในมุมมองของบริษัท และเป็นความคิดเห็น ณ วันที่ที่ปรากฏในรายงานเท่านั้น ซึ่งอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว โดยบริษัทไม่จำเป็นต้องแจ้งให้สาธารณชนหรือนักลงทุนทราบ รายงานนี้จัดทำขึ้นเพื่อเผยแพร่ข้อมูลให้แก่นักลงทุนเท่านั้น บริษัทไม่รับผิดชอบต่อการนำข้อมูลหรือความคิดเห็นใดๆไปใช้ในทุกกรณี ดังนั้นนักลงทุนจึงควรใช้ดุลพินิจในการพิจารณาตัดสินใจก่อนการลงทุน นอกจากนี้ บริษัท และ/หรือ บริษัทในเครือของบริษัทอาจมีส่วนเกี่ยวข้องหรือผลประโยชน์ใดๆ กับบริษัทใดๆ ที่ถูกกล่าวถึงในรายงานนี้ก็ได้

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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