

แนวโน้มตลาดหุ้นไทยไตรมาส 3/59



ด้วย“ฟาร์ม”มันใจ!

SCBS Market Strategy Reports



2558



2557



2556



ดูข้อมูลผลงานสิทธิ์และปฏิเสธความรับผิดชอบสำหรับบทวิเคราะห์
ในส่วนท้ายของรายงานฉบับนี้

Research Group

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

เลขานุการ

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

วิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐาน

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

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

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

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

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

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

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

ผู้ช่วยนักวิเคราะห์
ชานันท์ ปิยะพานูปัต
chananthorn.pichayapanupat@scb.co.th, (662) 949-1016

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

กลยุทธ์การลงทุน

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

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

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

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

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

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

Research Support

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

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

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

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

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

สารบัญ

ด้วย“ฟาร์ม”มันใจ	1
------------------------	---

Top Picks

บมจ. อีออน ธนสินทรัพย์ (ไทยแลนด์) (AEONTS)	29
บมจ. ซีพี ออลล์ (CPALL).....	33
บมจ. เจริญโภคภัณฑ์อาหาร (CPF).....	37
บมจ. สยามโกลบอลเฮ้าส์ (GLOBAL).....	41
บมจ. พี.ซี.เอส. แมชั่น กรุ๊ป โฮลดิ้ง (PCSGH).....	45
บมจ. สมบูรณ์ เอ็ดดูเทนซ์ เทคโนโลยี (SAT).....	49

กลุ่มอุตสาหกรรม

สายการบิน	53
ยานยนต์	55
ธนาคาร	57
พาณิชย์	59
วัสดุก่อสร้าง	61
ชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์	63
เงินทุน.....	65
อาหาร	67
การแพทย์	69
นิคมอุตสาหกรรม	71
ประกัน	73
สื่อ	75
พัฒนาโครงการที่อยู่อาศัย	77
หลักทรัพย์	79
สื่อสาร	81
ท่องเที่ยว	83
SCBS Stock Universe	85



This page is left blank intentionally



ด้วย“ฟาร์ม”มั่นใจ!

อิสระ อรดีดลเชษฐ์

นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

isara.ordeedolchest@scb.co.th

0-2949-1009

วสินท ฐพันธ์

นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

pornthep.jubandhu@scb.co.th

0-2949-1015

วโรฤทธิ์ จีระชน

นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

varorith.chirachon@scb.co.th

0-2949-1014

เหมือนมาส บุญออก

ผู้ช่วยนักวิเคราะห์

mueanmas.boonngork@scb.co.th

0-2949-1018

ชณันธร พิชะพานุพัฒน์

ผู้ช่วยนักวิเคราะห์

chananthorn.pichayapanupat@

scb.co.th

0-2949-1016

กลยุทธ์การลงทุนประจำไตรมาส 2/59 ของเราซึ่งอิงกับการฟื้นตัวภายในประเทศดูเหมือนจะให้การได้ดี แม้ SET แกว่งตัวในกรอบจำกัด ในขณะที่ยังมีความไม่แน่นอนเกี่ยวกับภาวะเศรษฐกิจโลก ปัจจัยเสี่ยงทางการเมืองต่างประเทศ และกรอบเวลาที่เฟดจะขึ้นดอกเบี้ย แต่เราเชื่อว่าเศรษฐกิจไทยที่ปรับตัวดีขึ้นทั้งภายในและภายนอกจะช่วยลดผลกระทบที่อาจเกิดขึ้น เรายังคงแนะนำให้ซื้อหุ้นที่ได้รับประโยชน์โดยตรงจากการใช้จ่ายอุปโภคบริโภคที่ฟื้นตัวขึ้นอย่างชัดเจน

เคลื่อนไหวแบบ Sideways ด้วย upside ที่น่าพอใจ เนื่องจากตลาดการเงินและเศรษฐกิจโลกยังไม่ฟื้นตัวดีขึ้นอย่างชัดเจน เราจึงคาดว่า SET จะเคลื่อนไหวแบบ sideways (ไร้แนวโน้ม) ต่อไป โดยในระหว่างนี้ ราคาพลังงานทั่วโลกที่ฟื้นตัวขึ้นน่าจะช่วยจำกัดความเสี่ยงของตลาด เนื่องจาก valuation ของตลาดหุ้นไทยดูแพงขึ้นอย่างมาก ดังนั้นเราจึงแนะนำให้ซื้อหุ้นที่กำไรมีแนวโน้มเติบโตดี นอกจากนี้ปัจจัยสนับสนุนทางเศรษฐกิจมหภาคก็เป็นส่วนสำคัญที่เราใช้ประกอบการพิจารณาเลือกหุ้นในไตรมาสนี้ด้วย

คาดการณ์ผลกระทบจากปัจจัยเกี่ยวกับเฟด ปัจจัยเฟดเป็นหนึ่งในปัจจัยสำคัญมากที่สุดตัวหนึ่งที่ส่งผลทำให้ตลาดผันผวน เรามองว่าต้นทุนเงินทุนที่ค่อยๆ เพิ่มสูงขึ้นไม่ได้กระตุ้นให้ความผันผวนเพิ่มขึ้นโดยตรง ในทางกลับกัน ความแตกต่างทางเศรษฐกิจและนโยบายเป็นสาเหตุสำคัญที่ส่งผลทำให้เศรษฐกิจและตลาดการเงินผันผวน ปัจจุบันเรามองเห็นสัญญาณบางอย่างที่หนุนให้เราเชื่อว่าความแตกต่างดังกล่าวลดน้อยลง ในขณะที่เฟดมีแนวโน้มที่จะขึ้นอัตราดอกเบี้ยได้ช้าและน้อยมาก ซึ่งหมายความว่าตลาดจะอ่อนไหวต่อปัจจัยเฟดลดน้อยลงในอนาคต

ในที่สุดเศรษฐกิจไทยก็เริ่มฟื้นตัวขึ้นจริง เรามองว่าภาวะเศรษฐกิจไทยเป็นปัจจัยสำคัญในการกำหนดทิศทางการเคลื่อนไหวของตลาดหุ้นไทย GDP ไตรมาส 1/59 ที่ขยายตัว 3.2% YoY สูงกว่าคาดเป็นสัญญาณที่ดี ในขณะที่เราเชื่อว่าปัจจัยหลักๆ ที่ช่วยกระตุ้นให้เศรษฐกิจเติบโตอย่างรายได้จากการท่องเที่ยว และการลงทุนภาครัฐ จะช่วยกระตุ้นแรงส่งทางเศรษฐกิจอย่างต่อเนื่อง ขณะเดียวกันมีแนวโน้มสูงมากที่การอุปโภคบริโภคภาคเอกชนจะเร่งตัวขึ้นเพื่อสนับสนุนให้เศรษฐกิจเติบโตอย่างมีเสถียรภาพมากขึ้น โดยได้รับปัจจัยหนุนจากรายได้เกษตรกรที่แข็งแกร่งมากขึ้น

หุ้น top picks ประจำไตรมาส 3/59 อิงกับการเติบโตของอุปสงค์ในประเทศ โดยได้รับปัจจัยกระตุ้นจากรายได้เกษตรกรที่ดีขึ้น การเติบโตของค่าจ้าง และการเคลื่อนย้ายกำลังแรงงานมายังกลุ่มที่จ่ายค่าจ้างสูงขึ้น หุ้น top picks ของเราที่อิงกับอุปสงค์ในประเทศ ได้แก่ AEONTS CPALL CPF GLOBAL PCSGH และ SAT

- **AEONTS:** สินเชื่อจะเติบโตเพิ่มขึ้นจาก 7% ในปี 2558 สู่ 8% ในปี 2559 และ 10% ในปี 2560 ต้นทุนเงินทุนจะลดลงเพราะได้รับการปรับอันดับความน่าเชื่อถือเพิ่มขึ้น ตั้งเป้าเพิ่มสัดส่วนรายได้จากบริษัทย่อยใน CLMV สู่ 10% ภายในปี 2563
- **CPALL:** หุ้น laggard play ในกลุ่มพาณิชย์ ได้รับประโยชน์จากมาตรการกระตุ้นการใช้จ่าย รายได้เกษตรกรที่ดีขึ้น และการแข่งขันกีฬาระดับโลก (UEFA cup เดือนมิ.ย.-ก.ค.; โอลิมปิกเดือน ส.ค.) คาดกำไรเติบโต 20% ในปี 2559
- **CPF:** ราคาหุ้นที่ปรับตัวลดลงในระยะหลังนี้เปิดโอกาสให้ซื้อ ตลาดกังวลเกี่ยวกับ Brexit (คาดการณ์ผลกระทบน้อยมาก) และต้นทุนอาหารสัตว์ที่สูงขึ้น (เก็บสต็อกล่วงหน้า 6 เดือน) มากเกินไป
- **GLOBAL:** จะรายงานกำไรเติบโตสูงที่สุดในกลุ่มพาณิชย์ในปี 2559 และปี 2560 โดยได้รับปัจจัยหนุนจากมาตรการกระตุ้นการใช้จ่ายและแนวโน้มรายได้เกษตรกรที่ดีขึ้น อัตรากำไรขั้นต้นจะเพิ่มขึ้นสู่ 18.6%
- **PCSGH:** อุปสงค์รถยนต์ในประเทศที่ปรับตัวขึ้นบ่งชี้ว่าตลาดรถยนต์ในประเทศอยู่ในช่วงปลายของขาลงแล้ว ความเสี่ยง/ผลตอบแทนดูน่าสนใจด้วย upside 32% สู่ราคาเป้าหมาย และให้ผลตอบแทนจากเงินปันผล 5-6% ในปี 2559-2560
- **SAT:** วัฏจักรขาขึ้นของอุปสงค์รถยนต์ในประเทศส่งสัญญาณว่าการผลิตรถยนต์จะเติบโต 7% และกำไรจะเติบโต 27% ในปี 2560 ราคาหุ้นปัจจุบันให้ upside 36% สู่ราคาเป้าหมายกลางปี 2560 ของเรา และให้ผลตอบแทนจากเงินปันผล 5%

Top picks ไตรมาส 3/59 – Valuation Summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F
AEONTS	Buy	95.25	115.0	24.7	9.7	8.9	8.1	1	9	10	2.0	1.7	1.5	22	21	20	3.6	3.9	4.3	0.0	0.0	0.0
CPALL	Buy	49.25	60.0	23.7	32.3	27.0	22.4	39	20	21	10.6	8.8	7.2	36	36	35	1.8	1.9	2.2	18.5	16.7	14.8
CPF	Buy	27.75	38.0	39.5	80.5	22.7	18.9	(63)	255	20	1.2	1.1	1.1	2	5	6	2.7	2.6	2.6	18.5	14.1	13.8
GLOBAL	Buy	13.50	15.0	11.6	56.9	40.5	33.9	24	40	20	3.3	3.1	2.9	6	8	9	0.3	0.4	0.5	27.5	21.6	18.7
PCSGH	Buy	5.30	7.0	37.0	15.4	16.4	12.7	(29)	(6)	29	1.7	1.6	1.6	11	10	13	7.5	4.9	6.3	6.5	6.7	5.7
SAT	Buy	13.20	18.0	40.7	8.8	9.3	7.3	(1)	(6)	27	1.0	1.0	0.9	12	11	13	4.5	4.3	5.5	4.1	4.0	3.1
Average					33.9	20.8	17.2	(5)	52	21	3.3	2.9	2.5	15	15	16	3.4	3.0	3.6	12.5	10.5	9.4

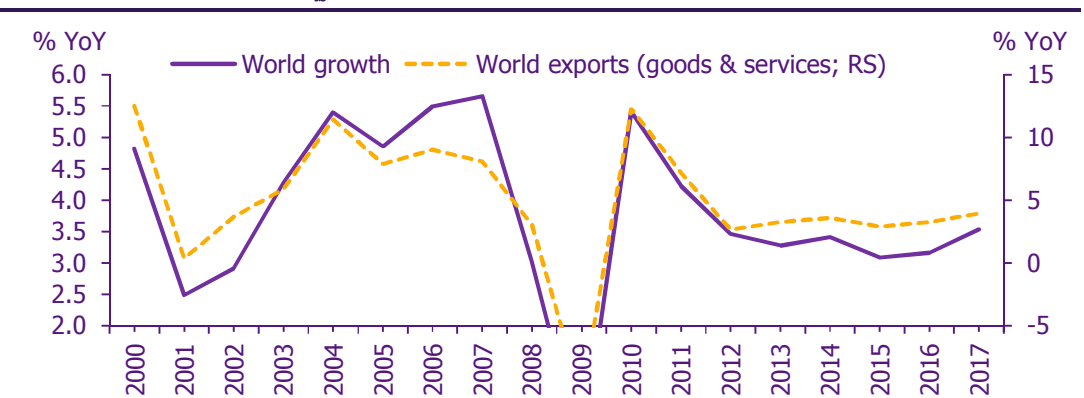
Source: SCBS Investment Research

IMF ยังคงปรับ
คาดการณ์อัตราการ
ขยายตัวของเศรษฐกิจ
โลกลดลง...

ภาพรวมเศรษฐกิจโลก

กองทุนการเงินระหว่างประเทศ (IMF) ปรับลดคาดการณ์อัตราการขยายตัวของเศรษฐกิจทั่วโลกอีกครั้งในเดือน เม.ย. โดยปัจจุบันคาดการณ์อัตราการขยายตัวของเศรษฐกิจทั่วโลกที่ 3.2% YoY (ปรับจาก 3.4%) ในปี 2559 และ 3.5% YoY (ปรับจาก 3.6%) ในปี 2560 ทั้งนี้ดูเหมือนว่าการปรับลดคาดการณ์อัตราการขยายตัวของเศรษฐกิจทั่วโลกครั้งล่าสุดส่วนใหญ่เกิดขึ้นในเศรษฐกิจของประเทศที่พัฒนาแล้วและลาตินอเมริกาซึ่งถูกปรับลดโมเมนตัมการเติบโตลงสู่ 1.9% (จาก 2.1%) และ -0.5% (จาก -0.3%) แนวโน้มเศรษฐกิจของตลาดเกิดใหม่ดูดีขึ้น ส่งผลให้ทาง IMF ปรับคาดการณ์อัตราการขยายตัวของเศรษฐกิจเพิ่มขึ้นสู่ 6.4% ในปีนี้ และ 6.3% ในปีหน้า การเปลี่ยนแปลงที่สำคัญอยู่ที่การปรับคาดการณ์อัตราการขยายตัวของเศรษฐกิจจีนเพิ่มขึ้น 0.2% อย่างไรก็ตาม แนวโน้มการค้าทั่วโลกยังไม่ค่อยสดใส เนื่องจาก IMF คาดว่าการค้าทั่วโลกจะขยายตัว 3.1% (ปี 2559) ชะลอตัวลงจากที่คาดการณ์ไว้ในเดือน ม.ค. ที่ 3.4%

Figure 1: อัตราเติบโตทางเศรษฐกิจโลกและการส่งออกทั่วโลก

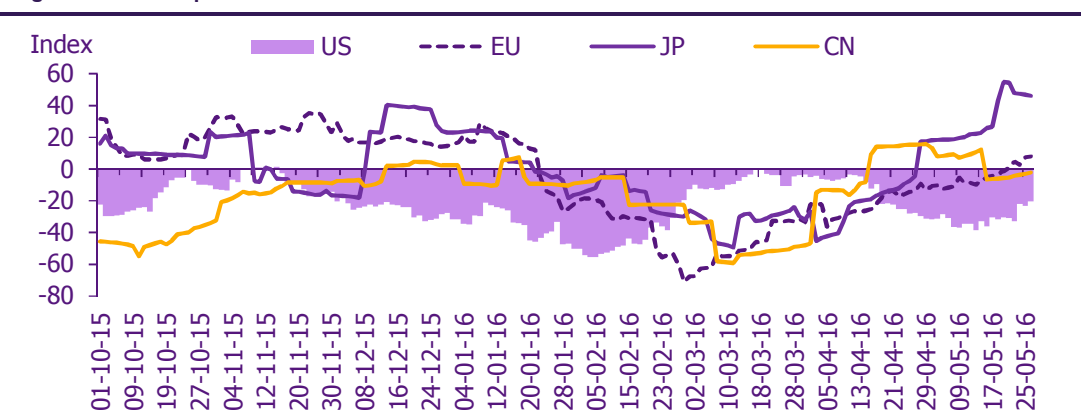


Source: International Monetary Fund (IMF), SCBS Investment Research

...แต่มีสัญญาณที่
เศรษฐกิจจะเคลื่อนไหวใน
ทิศทางที่สอดคล้องกัน

เหตุผลสำคัญที่อยู่เบื้องหลังความผันผวนของตลาดทั่วโลกช่วงต้นปีนี้ คือ ความแตกต่างของแนวโน้มเศรษฐกิจของประเทศต่างๆ โดยเศรษฐกิจสหรัฐฯ ขยายตัวแข็งแกร่งกว่าเศรษฐกิจของประเทศอื่นๆ ที่เป็นมหาอำนาจของโลก (EU, ญี่ปุ่น, และจีน) ผลตอบแทนที่สูงขึ้นของอัตราดอกเบี้ยสหรัฐฯ เป็นสาเหตุทำให้เงินทุนไหลเข้าสินทรัพย์สกุลดอลลาร์สหรัฐฯ และในที่สุดก็สร้างแรงกดดันทางการเงินในกลุ่มประเทศเศรษฐกิจเกิดใหม่ โดยเฉพาะประเทศที่มีหนี้สินสกุลเงินต่างประเทศจำนวนมาก ความผันผวนในตลาดการเงินทั่วโลกรอบก่อนมีน้ำหนักมากพอที่จะทำให้เฟดปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยแบบค่อยเป็นค่อยไป (จากขึ้น 4 ครั้ง เป็น 1 หรือ 2 ครั้งในปัจจุบัน) ในส่วนของการกำหนดแนวโน้มนโยบายการเงิน ประเด็นที่น่าสนใจที่กำลังก่อตัวขึ้นอีกอย่างหนึ่ง คือ วัฏจักรเศรษฐกิจที่จะเริ่มสอดคล้องกันของ 4 ประเทศมหาอำนาจของโลก Figure 2 แสดงให้เห็นว่า เศรษฐกิจของ EU ญี่ปุ่น และจีน ดูเข้ารูปเข้ารอยมากขึ้นในเดือนล่าสุด ซึ่งช่วยให้อัตราการขยายตัวของเศรษฐกิจแตกต่างจากสหรัฐฯ น้อยลง ถ้าสถานการณ์นี้เกิดขึ้นจริง เราจะเห็นผลกระทบที่จำกัดต่อความผันผวนของค่าเงิน การเคลื่อนย้ายเงินทุน และการปรับฐานของตลาด เมื่อเฟดตัดสินใจขึ้นอัตราดอกเบี้ยครั้งต่อไป

Figure 2: ดัชนี surprise index ของประเทศมหาอำนาจของโลก

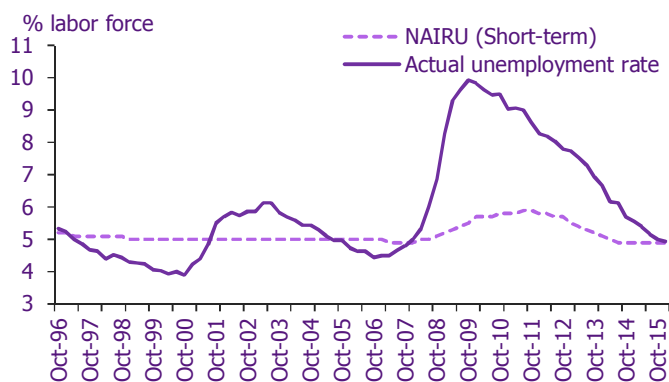


Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

...และสิ่งสำคัญ คือ
ปฏิกิริยาของดอลลาร์
สหรัฐ

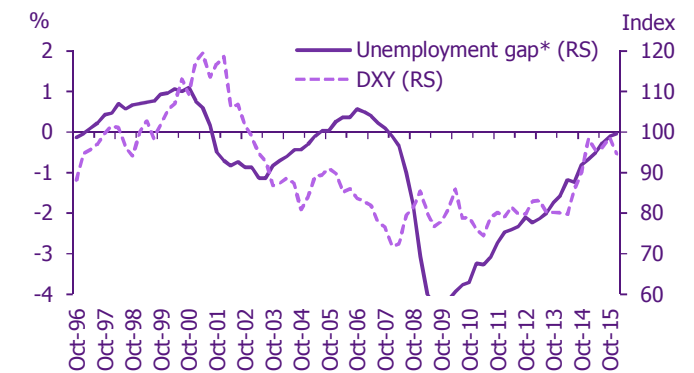
เรามองว่าการขึ้นอัตราดอกเบี้ยแบบค่อยเป็นค่อยไปไม่น่าจะมีผลกระทบต่อตลาดการเงินรุนแรง (หรือระยะเวลานาน) นัก อย่างไรก็ตาม แนวโน้มของดอลลาร์สหรัฐมักจะเป็นปัจจัยสำคัญในการกำหนดทิศทางของตลาดหุ้น รวมถึงสภาวะทางการเงิน โดยเฉพาะประเทศตลาดเกิดใหม่ ทั้งนี้เรายอมรับว่ามีโอกาสสูงที่ดอลลาร์สหรัฐจะแข็งค่าขึ้นก่อนที่จะมีการขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายครั้งต่อไป เนื่องจากนักลงทุนมีแนวโน้มที่จะถือครองสินทรัพย์สกุลดอลลาร์สหรัฐเพิ่มขึ้น อย่างไรก็ตาม เราคาดว่าดอลลาร์สหรัฐจะมีแนวโน้มแข็งค่าขึ้นจำกัดในระยะกลางเมื่อเทียบกับการขึ้นอัตราดอกเบี้ยครั้งก่อนในปี 2558 ด้วยเหตุผลหลักๆ ดังนี้ ประการแรก เฟดน่าจะขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายช้ากว่าที่วางแผนไว้ในตอนแรก (น่าจะปรับขึ้น 1 ครั้งในปี 2559 จาก 4 ครั้งที่เราคาดการณ์ไว้ก่อนหน้านี้) ที่สำคัญกว่านั้น การปรับตัวขึ้นมา 19% ของดัชนีดอลลาร์สหรัฐ (DXY) นับตั้งแต่ทำจุดต่ำสุดในปี 2557 อาจจะสะท้อนถึงทิศทางอัตราดอกเบี้ยขาขึ้นตามปกติของเฟดไปเรียบร้อยแล้ว ซึ่งเป็นการปรับขึ้นเร็วกว่าวัฏจักรปัจจุบัน ปัจจัยที่สำคัญอีกอย่างหนึ่ง คือ นโยบายการเงินของเฟดจะมีเป้าหมายเพื่อรักษาตลาดแรงงานให้มีระดับการจ้างงานเต็มที่ (NAIRU) ข้อมูลในอดีตแสดงให้เห็นว่าเฟดบริหาร unemployment gap (NAIRU-อัตราการว่างงานจริง) ให้สามารถเพิ่มขึ้นได้ระดับเพียง ~0.7% (ค่าเฉลี่ย 3 วัฏจักร) สิ่งที่น่าสนใจมากกว่านั้น คือ อัตราดอกเบี้ยนโยบายของเฟดมักจะทำจุดสูงสุดพร้อมๆ กับตลาดแรงงาน

Figure 3: อัตราการว่างงานของสหรัฐ อยู่ที่ระดับ NAIRU



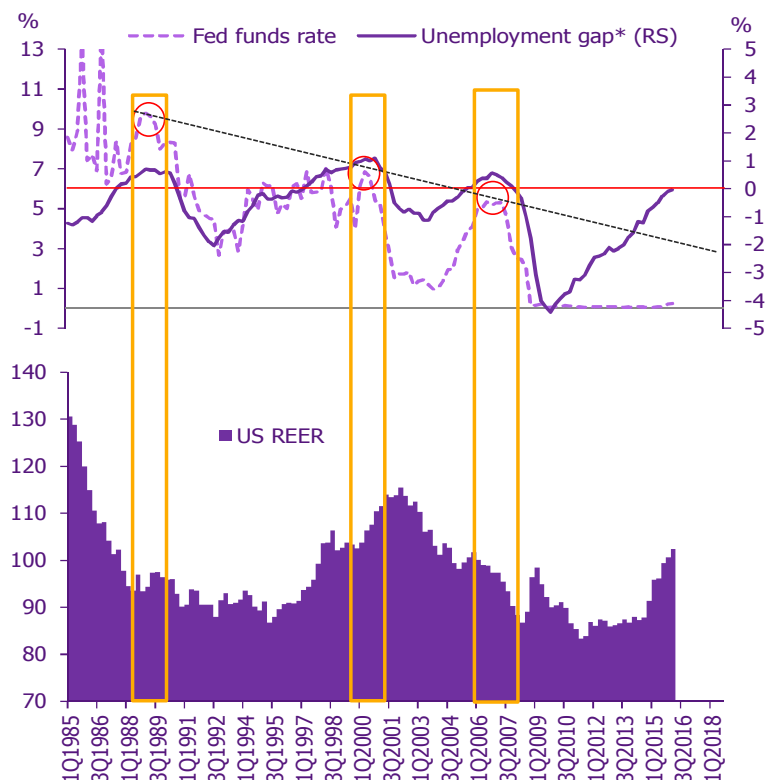
Source: FRED, SCBS Investment Research

Figure 4: Unemployment gap เทียบกับ USD index



*Note: Unemployment gap = NAIRU-actual unemployment rate
Source: FRED, SCBS Investment Research

Figure 5: อัตราดอกเบี้ยนโยบายของเฟดมักจะทำจุดสูงสุดพร้อมๆ กับ unemployment gap

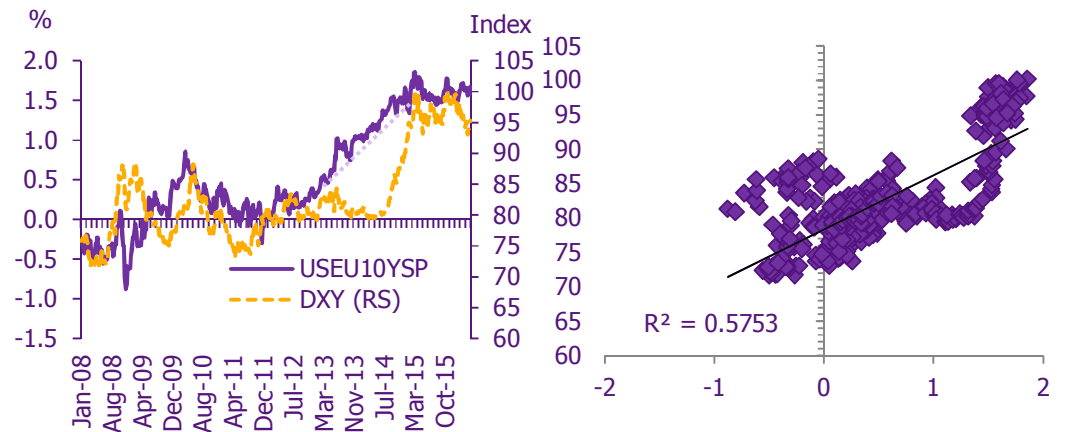


Source: FRED, CEIC, SCBS Investment Research

ดัชนีดอลลาร์สหรัฐ:
แกว่งตัวอยู่ที่ระดับ
ประมาณ 97-99 จุดใน
ระยะ 6-9 เดือนข้างหน้า

ทั้งนี้เพื่อให้มองเห็นภาพของความผันผวนในตลาดการเงินที่อาจเกิดขึ้นโดยมีสาเหตุมาจากการแข็งค่ามากเกินไปของดอลลาร์สหรัฐ เราใช้โมเดล unemployment gap (Figure 5) และส่วนต่างอัตราผลตอบแทนพันธบัตร (Figure 6) ในการประเมินทิศทางของดอลลาร์สหรัฐ (ดูรายละเอียดของรายงานฉบับเต็มเกี่ยวกับเรื่องนี้ได้ในหัวข้อ) SCBS Strategy: “เราควรกลัวเฟดหรือไม่?” ฉบับวันที่ 30 พ.ค.) การวิเคราะห์พบว่าดัชนีดอลลาร์สหรัฐจะแกว่งตัวอยู่ที่ระดับประมาณ 97-99 จุดในระยะ 6-9 เดือนข้างหน้า สะท้อนถึงแนวโน้มการปรับขึ้นอีกประมาณ 2-4% จากระดับปัจจุบัน ซึ่งหมายความว่าความแข็งแกร่งของดอลลาร์สหรัฐมีแนวโน้มที่จะส่งผลกระทบทำให้ตลาดผันผวนค่อนข้างจำกัด

Figure 6: ส่วนต่างระหว่างอัตราผลตอบแทนพันธบัตรอายุ 10 ปีของสหรัฐ กับ EU เทียบกับดัชนี DXY

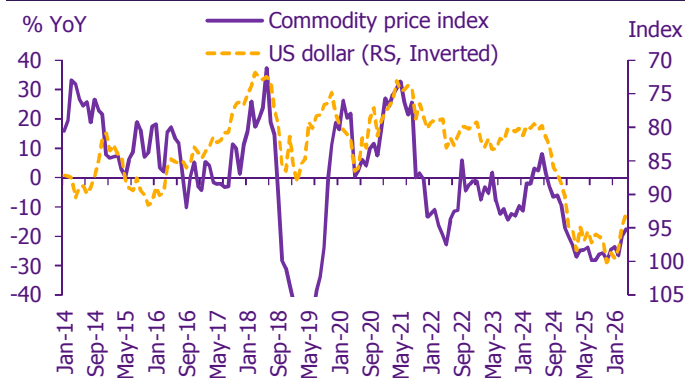


Source: CEIC, SCBS Investment Research

ดอลลาร์สหรัฐก็มี
แนวโน้มแข็งค่าจำกัด
หมายถึงความเสี่ยง
น้อยลงที่ราคาสินค้าโภค
ภัณฑ์จะปรับตัวลดลง

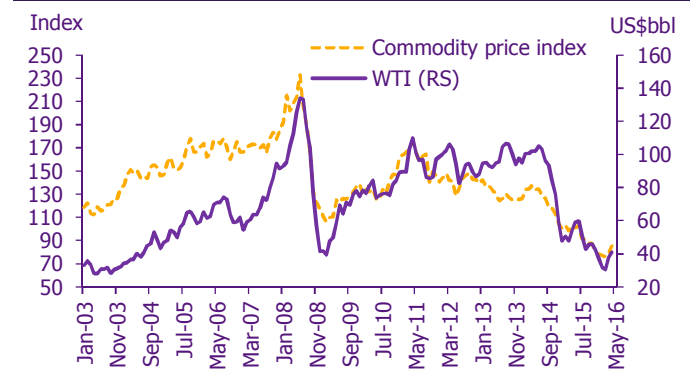
แม้ราคาสินค้าโภคภัณฑ์แต่ละประเภทจะมีตัวกำหนดทิศทางของตนเอง (ส่วนใหญ่เป็นภาวะอุปสงค์และอุปทาน) แต่การเคลื่อนไหวของดอลลาร์สหรัฐก็เป็นหนึ่งในปัจจัยที่มีอิทธิพลมากที่สุดในการกำหนดราคาสินค้าโภคภัณฑ์ในปีหลังๆ นี้ ถ้าสมมติฐานของเราเกี่ยวกับแนวโน้มดอลลาร์สหรัฐถูกต้อง แรงกดดันขาลงต่อราคาสินค้าโภคภัณฑ์ในอนาคตอันใกล้ก็น่าจะมีจำกัด เราเชื่อว่าพัฒนาการที่กำลังเกิดขึ้นน่าจะช่วยเพิ่มความสมดุลของเศรษฐกิจที่พึ่งพาสินค้าโภคภัณฑ์กลับคืนมา โดยเฉพาะเศรษฐกิจในตลาดเกิดใหม่ซึ่งมีประเทศไทยรวมอยู่ด้วย

Figure 7: ดัชนีราคาสินค้าโภคภัณฑ์เทียบกับดัชนี DXY



Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

Figure 8: ราคาน้ำมันดิบเทียบกับราคาสินค้าโภคภัณฑ์



Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

Figure 9: ประมาณการ GDP โลก

	2015	Projections		Difference from January 2016 WEO Update ¹		Difference from October 2015 WEO ¹	
		2016	2017	2016	2017	2016	2017
World Output	3.1	3.2	3.5	-0.2	-0.1	-0.4	-0.3
Advanced Economies	1.9	1.9	2.0	-0.2	-0.1	-0.3	-0.2
United States	2.4	2.4	2.5	-0.2	-0.1	-0.4	-0.3
Euro Area	1.6	1.5	1.6	-0.2	-0.1	-0.1	-0.1
Germany	1.5	1.5	1.6	-0.2	-0.1	-0.1	0.1
France	1.1	1.1	1.3	-0.2	-0.2	-0.4	-0.3
Italy	0.8	1.0	1.1	-0.3	-0.1	-0.3	-0.1
Spain	3.2	2.6	2.3	-0.1	0.0	0.1	0.1
Japan	0.5	0.5	-0.1	-0.5	-0.4	-0.5	-0.5
United Kingdom	2.2	1.9	2.2	-0.3	0.0	-0.3	0.0
Canada	1.2	1.5	1.9	-0.2	-0.2	-0.2	-0.5
Other Advanced Economies ²	2.0	2.1	2.4	-0.3	-0.4	-0.6	-0.5
Emerging Market and Developing Economies	4.0	4.1	4.6	-0.2	-0.1	-0.4	-0.3
Commonwealth of Independent States	-2.8	-1.1	1.3	-1.1	-0.4	-1.6	-0.7
Russia	-3.7	-1.8	0.8	-0.8	-0.2	-1.2	-0.2
Excluding Russia	-0.6	0.9	2.3	-1.4	-0.9	-1.9	-1.7
Emerging and Developing Asia	6.6	6.4	6.3	0.1	0.1	0.0	0.0
China	6.9	6.5	6.2	0.2	0.2	0.2	0.2
India ³	7.3	7.5	7.5	0.0	0.0	0.0	0.0
ASEAN-5 ⁴	4.7	4.8	5.1	0.0	0.0	-0.1	-0.2
Emerging and Developing Europe	3.5	3.5	3.3	0.4	-0.1	0.5	-0.1
Latin America and the Caribbean	-0.1	-0.5	1.5	-0.2	-0.1	-1.3	-0.8
Brazil	-3.8	-3.8	0.0	-0.3	0.0	-2.8	-2.3
Mexico	2.5	2.4	2.6	-0.2	-0.3	-0.4	-0.5
Middle East, North Africa, Afghanistan, and Pakistan	2.5	3.1	3.5	-0.5	-0.1	-0.8	-0.6
Saudi Arabia	3.4	1.2	1.9	0.0	0.0	-1.0	-1.0
Sub-Saharan Africa	3.4	3.0	4.0	-1.0	-0.7	-1.3	-0.9
Nigeria	2.7	2.3	3.5	-1.8	-0.7	-2.0	-1.0
South Africa	1.3	0.6	1.2	-0.1	-0.6	-0.7	-0.9
Memorandum							
European Union	2.0	1.8	1.9	-0.2	-0.1	-0.1	-0.1
Low-Income Developing Countries	4.5	4.7	5.5	-0.9	-0.4	-1.1	-0.6
Middle East and North Africa	2.3	2.9	3.3	-0.6	-0.2	-0.9	-0.8
World Growth Based on Market Exchange Rates	2.4	2.5	2.9	-0.2	-0.1	-0.5	-0.3
World Trade Volume (goods and services)	2.8	3.1	3.8	-0.3	-0.3	-1.0	-0.8
Imports							
Advanced Economies	4.3	3.4	4.1	-0.3	0.0	-0.8	-0.4
Emerging Market and Developing Economies	0.5	3.0	3.7	-0.4	-0.6	-1.4	-1.7
Exports							
Advanced Economies	3.4	2.5	3.5	-0.4	-0.1	-0.9	-0.4
Emerging Market and Developing Economies	1.7	3.8	3.9	0.0	-0.5	-1.0	-1.4
Commodity Prices (U.S. dollars)							
Oil ⁵	-47.2	-31.6	17.9	-14.0	3.0	-29.2	7.8
Nonfuel (average based on world commodity export weights)	-17.5	-9.4	-0.7	0.1	-1.1	-4.3	-1.0
Consumer Prices							
Advanced Economies	0.3	0.7	1.5	-0.4	-0.2	-0.5	-0.2
Emerging Market and Developing Economies ⁶	4.7	4.5	4.2	0.2	0.1	0.2	0.0
London Interbank Offered Rate (percent)							
On U.S. Dollar Deposits (six month)	0.5	0.9	1.5	-0.3	-0.7	-0.3	-0.7
On Euro Deposits (three month)	0.0	-0.3	-0.4	0.0	-0.2	-0.3	-0.5
On Japanese Yen Deposits (six month)	0.1	-0.1	-0.3	-0.2	-0.4	-0.2	-0.5

Source: International Monetary Fund

Note: Real effective exchange rates are assumed to remain constant at the levels prevailing during February 2–March 1, 2016. Economies are listed on the basis of economic size. The aggregated quarterly data are seasonally adjusted.

1Difference based on rounded figures for the current, January 2016 World Economic Outlook Update, and October 2015 World Economic Outlook forecasts.

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

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

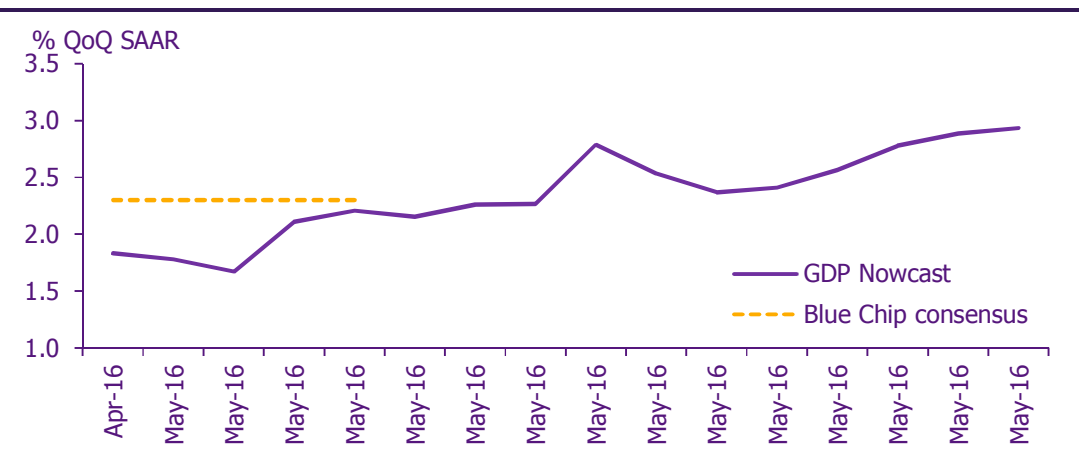
4Indonesia, Malaysia, Philippines, Thailand, Vietnam.

โมเมนตัมการเติบโตฟื้น กลับคืนมา...

สหรัฐฯ

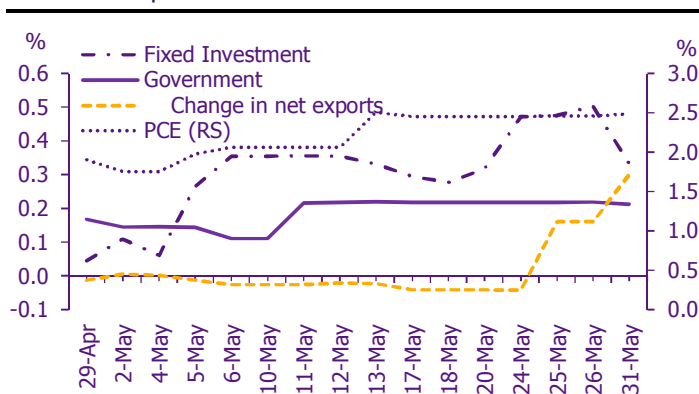
หลังจากรวบรวมข้อมูลในช่วงสั้นๆ พบว่าตัวเลขเศรษฐกิจสหรัฐฯ กลับมามีแนวโน้มที่แข็งแกร่งด้วยอัตราการขยายตัวเพิ่มขึ้น ในส่วนของแนวโน้มการเติบโตในระยะสั้น แบบจำลองการคาดการณ์ GDPNow ของธนาคารกลางสหรัฐฯ สาขาแอตแลนตา บ่งชี้ว่าเศรษฐกิจสหรัฐฯ จะขยายตัวมากถึง 2.8% QoQ (SAAR) ในไตรมาส 2/59 สูงกว่าประมาณการของตลาดอย่างมาก (Blue Chip consensus คาดการณ์อัตราการขยายตัวที่ประมาณ 2.3%) ทั้งนี้เราสามารถพูดได้ว่าปัจจุบันเศรษฐกิจสหรัฐฯ อยู่ในจุดที่สมดุลดีขึ้นมาก เนื่องจากการเติบโตดูเหมือนจะเกิดขึ้นในวงกว้างมากขึ้น แม้กระทั่งการส่งออกสุทธิก็ไม่น่าจะเป็นตัวฉุดรั้งการเติบโต (Figure 11) นอกจากนี้ยังหมายความว่าความแข็งแกร่งของดอลลาร์สหรัฐฯ ไม่ได้เป็นปัจจัยคุกคามภาวะเศรษฐกิจสหรัฐฯ อีกต่อไป บทสรุปก็คือ เศรษฐกิจสหรัฐฯ กำลังเติบโตตามศักยภาพ และการเติบโตสูงกว่าระดับดังกล่าวจะทำให้เฟดหันมาให้ความสนใจต่อแรงกดดันด้านเงินเฟ้อที่อาจเกิดขึ้น

Figure 10: Real time GDP ปรับตัวเพิ่มขึ้นในอัตราที่เร็วมาก



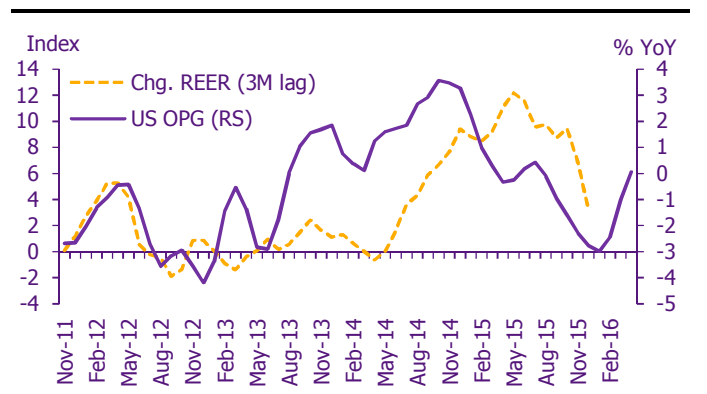
Source: Federal Reserve Bank of Atlanta, SCBS Investment Research

Figure 11: ปัจจุบันการเติบโตเกิดขึ้นในวงกว้างมากขึ้น



Source: Federal Reserve Bank of Atlanta, SCBS Investment Research

Figure 12: output gap ที่ติดลบกำลังจะปิดลง

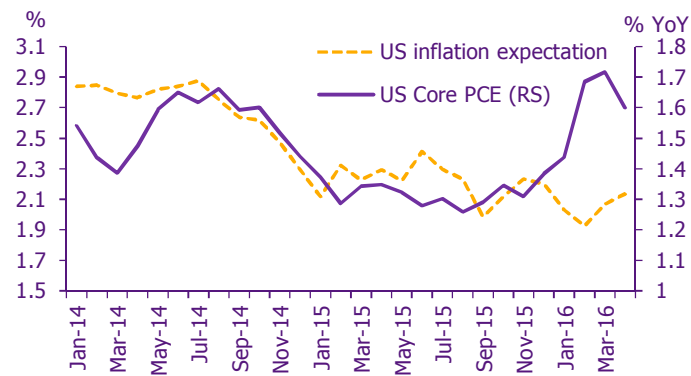


Source: CEIC, SCBS Investment Research

...ด้วยอัตราเงินเฟ้อที่เพิ่มขึ้น

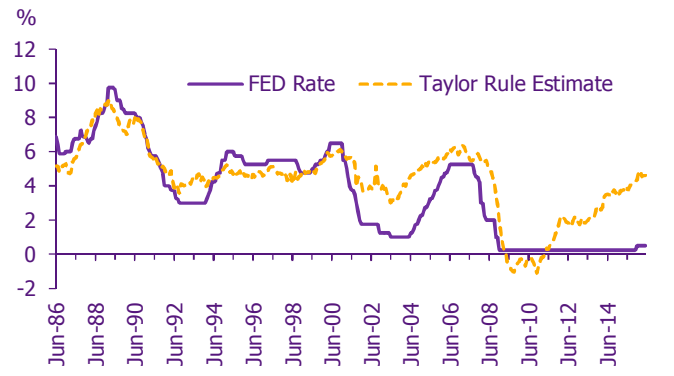
เมื่อพิจารณาจากเศรษฐกิจที่เติบโตแบบเร่งตัวขึ้น เฟดมีแนวโน้มที่จะบรรลุเป้าหมายเรื่องเสถียรภาพด้านราคา (core PCE) ที่ 2% ในอีก 2-3 เดือนข้างหน้า Figure 13 แสดงให้เห็นว่าคาดการณ์อัตราเงินเฟ้อ (5Y5Y swap forward) อยู่ที่ระดับ 2% แล้ว ดังนั้น core PCE จริงจะอยู่ที่ระดับ 2% ในไม่ช้า ในขณะที่เศรษฐกิจสหรัฐฯ กำลังจะเติบโตตามระดับศักยภาพ แบบจำลองนโยบายการเงิน (กฎของเทย์เลอร์) บ่งชี้ว่าสหรัฐฯ จำเป็นต้องขึ้นอัตราดอกเบี้ย (Figure 14) ประเด็นที่น่าสนใจคือ กฎของเทย์เลอร์บ่งชี้ว่า เฟดควรขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายสู่ระดับประมาณ 4.6% ในปัจจุบัน แต่ตอนนี้อัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงอยู่ที่ 0.5% วิธีง่ายอธิบายที่ง่ายที่สุดคือ แบบจำลองดังกล่าวสามารถครอบคลุมแค่เศรษฐกิจสหรัฐฯ ในขณะที่การขึ้นอัตราดอกเบี้ยจริง เฟดจะต้องคำนึงถึงพลวัตของเศรษฐกิจโลกในการกำหนดอัตราดอกเบี้ยนโยบายด้วย เมื่อพิจารณาจากระดับของการขาดเสถียรภาพทางเศรษฐกิจทั่วโลก ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจสหรัฐฯ คณะกรรมการของเฟดจึงดูเหมือนที่จะอยู่ในภาวะเฝ้าระวัง แนวโน้มเช่นนี้สะท้อนในการเคลื่อนไหวลักษณะแบบราบของคาดการณ์อัตราดอกเบี้ยของเฟดเอง (Figure 15)

Figure 13: อัตราเงินเฟ้อกำลังปรับขึ้นสู่ระดับเป้าหมายของเฟดที่ 2%



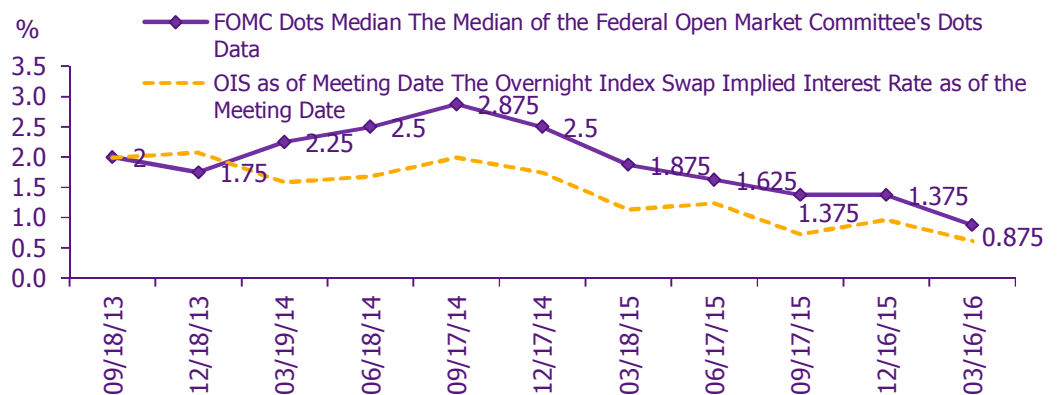
Source: CEIC, Bloomberg, SCBS Investment Research

Figure 14: กฎของเทย์เลอร์บ่งชี้ถึงอัตราดอกเบี้ยที่สูงขึ้น



Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

Figure 15: ทิศทางอัตราดอกเบี้ยของเฟดยังคงเคลื่อนไหวในลักษณะแบนราบ



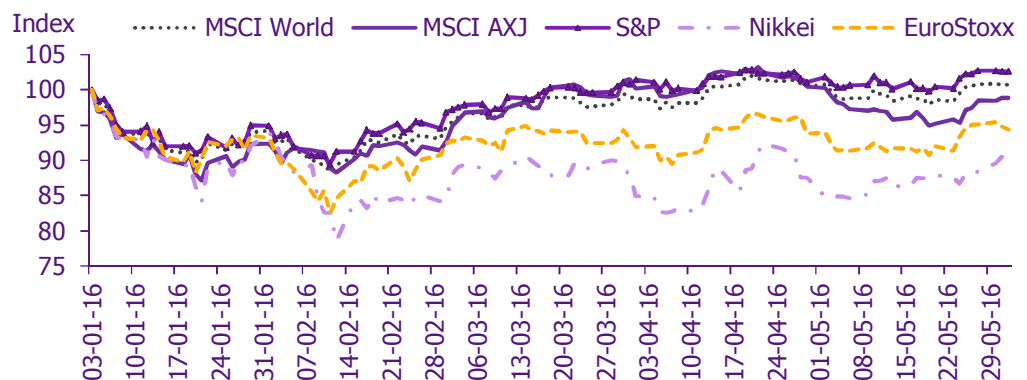
Source: Federal Reserve, SCBS Investment Research

เชลล์ตัวลงก่อนการทำให้
ประชามติ Brexit...

ยูโรโซน

ตลาดหุ้นยูโรโซนดูเหมือนจะแยกตัวออกมาจากตลาดหุ้นหลักๆ ทั่วโลก เนื่องจากตลาดหุ้นยูโรโซนฟื้นตัวจากผลสถานการณ์ตลาดการเงินทั่วโลกผันผวนอย่างช้าๆ ทั้งๆ ที่ความจริงแล้วธนาคารกลางยุโรป (ECB) เลือกใช้มาตรการทางการเงินที่มีขนาดใหญ่มากขึ้น ทั้งนี้เป็นเรื่องค่อนข้างน่าสนใจที่ตลาด 2 แห่ง คือ ยุโรปและญี่ปุ่น ซึ่งนโยบายการเงินที่แรงขึ้นมาใช้กระตุ้นเศรษฐกิจด้วยการใช้อัตราดอกเบี้ยติดลบ กลับปรับตัว underperform ตลาดที่ไม่ได้ออกมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจ (Figure 16) โมเมนตัมเศรษฐกิจที่ชะลอตัวลงของยูโรโซนน่าจะเป็นปัจจัยสำคัญที่เป็นสาเหตุทำให้ตลาดหุ้นยูโรโซนปรับตัว underperform ทั้งนี้จากผลการสำรวจของ Markit พบว่าดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อ (PMI) ภาคการผลิตของยูโรโซนปรับตัวลดลงสู่ระดับต่ำสุดในรอบ 3 เดือนที่ 51.5 จุดในเดือน พ.ค. การชะลอตัวดูเหมือนจะเกิดในวงกว้างมากขึ้น เนื่องจากเศรษฐกิจของ 8 ประเทศที่รวมอยู่ในการสำรวจชะลอตัวลง ในขณะที่ฝรั่งเศสและกรีซเป็น 2 ประเทศที่เศรษฐกิจกลับสู่ภาวะหดตัวลงเนื่องจากดัชนี PMI ของสองประเทศนี้ลดลงต่ำกว่า 50 จุด ในขณะเดียวกันก็มีความเป็นไปได้ว่าความกังวลเกี่ยวกับแนวโน้มที่อังกฤษจะออกจากยูโรโซนสร้างแรงกดดันอย่างมากต่อเศรษฐกิจและตลาดการเงินของยูโรโซน (ดูรายละเอียดในส่วนหลัง)

Figure 16: ตลาดหุ้นยูโรโซนปรับตัว underperform ตลาดหุ้นหลักๆ ทั่วโลกในปีนี้

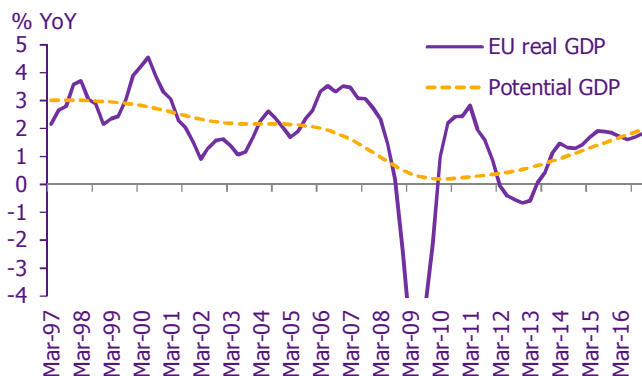


Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

...โดยเศรษฐกิจกลับมา
เติบโตต่ำกว่าแนวโน้ม...

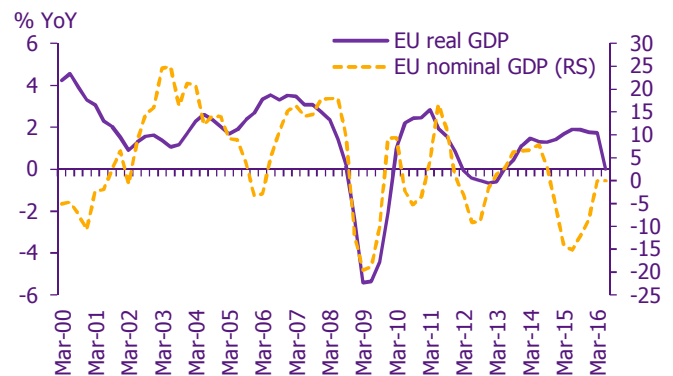
เศรษฐกิจยูโรโซนกลับมาเติบโตต่ำกว่าแนวโน้มระยะยาวในไตรมาส 1/59 (Figure 17) ตามที่เราคาดการณ์ไว้ในรายงานประจำไตรมาสฉบับก่อนหน้า และแนวโน้มที่เศรษฐกิจยูโรโซนจะเติบโตต่ำกว่าระดับปกติต่อไปอีกระยะหนึ่ง เนื่องจากตัวเลขเศรษฐกิจสำคัญที่มีการประกาศออกมา เช่น ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อ (PMI) ยังคงปรับตัวลดลงอย่างต่อเนื่อง ในขณะที่เครื่องชี้เศรษฐกิจยูโรโซนที่เราเฝ้าระวังว่าเชื่อถือได้ คือ การเติบโตของปริมาณเงินในระบบที่ปรับตัวขึ้นเพื่อ (real M1) ก็ยังชี้ถึงโมเมนตัมที่ชะลอตัวลงในระยะสั้น (Figure 19) ซึ่งสอดคล้องกับการปรับตัวลดลงในระยะหลังนี้ของดัชนี Eurozone surprise index (Figure 20) ในส่วนของ nominal GDP การปรับตัวเพิ่มขึ้นในระยะหลังนี้อาจไม่ยั่งยืน เนื่องจากอัตราเงินเฟ้อในยูโรโซนยังคงปรับตัวลดลงอย่างต่อเนื่องในเดือนหลังๆ นี้

Figure 17: เศรษฐกิจยูโรโซนเติบโตต่ำกว่าระดับศักยภาพ



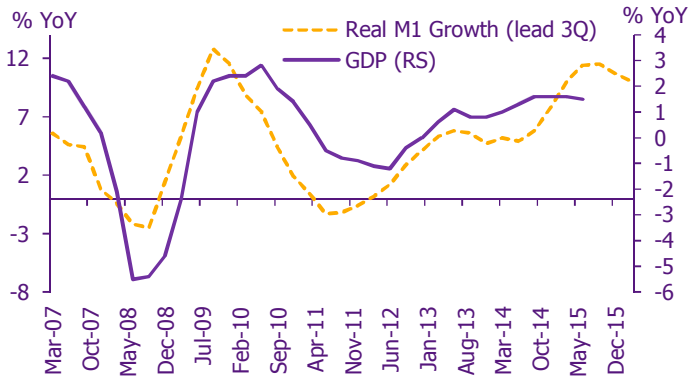
Source: CEIC, Bloomberg, SCBS Investment Research

Figure 18: Nominal GDP เพิ่มขึ้น แต่อาจจะไม่ยั่งยืน



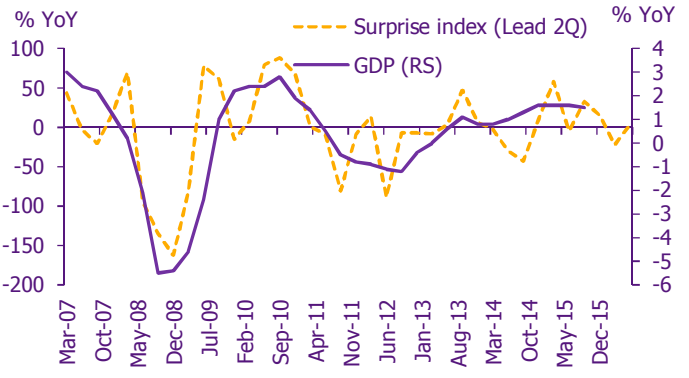
Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

Figure 19: real M1 ที่เติบโตในลักษณะทรงตัวมากขึ้นส่งสัญญาณถึงแนวโน้มที่อัตราการขยายตัวของ GDP จะชะลอตัวลงในอนาคต...



Source: CEIC, SCBS Investment Research

Figure 20: ...ซึ่งสอดคล้องกับดัชนี Eurozone surprise index

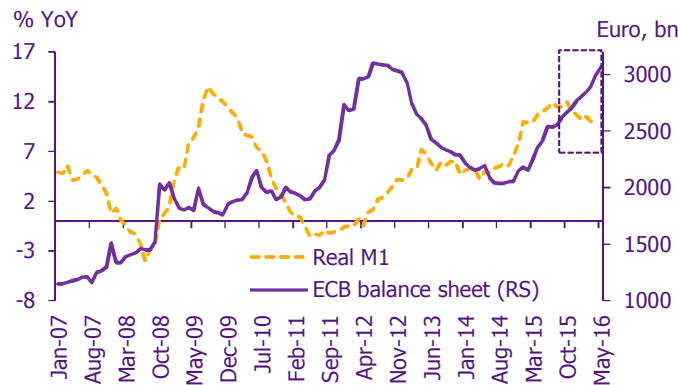


Source: Bloomberg, CEIC, SCBS Investment Research

...มาตรการ QE อาจจะมี
ประสิทธิภาพน้อยลง...

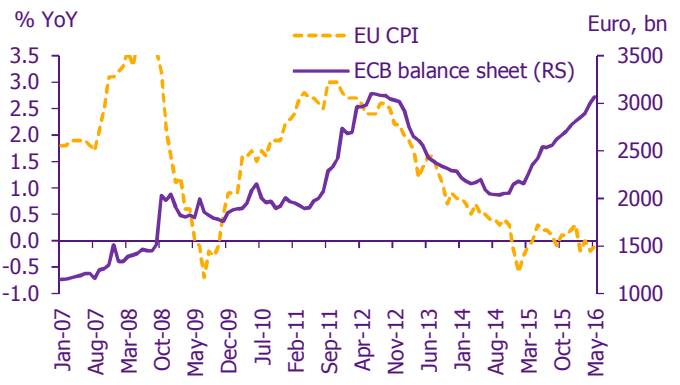
มาตรการซื้อสินทรัพย์ของ ECB เป็นเครื่องมือที่ธนาคารใช้ต่อสู้กับภาวะเศรษฐกิจชะลอตัวและภาวะที่อัตราเงินเฟ้อปรับตัวลดลงต่อเนื่อง (แต่ยังอยู่ในแดนบวก) ได้อย่างมีประสิทธิภาพ อย่างไรก็ตาม ประสิทธิภาพดูเหมือนจะลดน้อยลง เนื่องจากการขยายมาตรการ QE ไม่สามารถผลักดันให้ปริมาณเงินในระบบที่แท้จริง (real M1) ขยายตัวเพิ่มขึ้น (Figure 21) เพื่อสนับสนุนการฟื้นตัวทางเศรษฐกิจดังที่กล่าวไว้ก่อนหน้านี้ ที่สำคัญกว่านั้น คือ มาตรการ QE ก็ไม่สามารถกระตุ้นให้อัตราเงินเฟ้อปรับตัวเพิ่มขึ้นดังแสดงใน Figure 22 ด้านล่าง ความจริงแล้ว เหตุผลที่อยู่เบื้องหลังปรากฏการณ์เช่นนี้สามารถอธิบายได้อย่างตรงไปตรงมา ซึ่งก็คือยุโรปไม่สามารถสร้างการลงทุนได้มากพอ ส่งผลทำให้เกิดดุลบัญชีเดินสะพัดที่ไม่ได้นำไปใช้ปรับตัวเพิ่มขึ้น (Figure 23) หากไม่มีปัจจัยกระตุ้นในประเทศมากพอ อัตราเงินเฟ้อจะปรับตัวลดลงอย่างต่อเนื่อง แม้ ECB จะพยายามซื้อสินทรัพย์เพิ่ม เรายังคิดว่าสถานการณ์ในยุโรปจะกลับมาสู่จุดที่รัฐบาลจะต้องกระตุ้นการลงทุนภาครัฐอีกครั้ง

Figure 21: M1 ยังไม่ได้ตอบสนองต่อการขยายงบดุลของ ECB ...



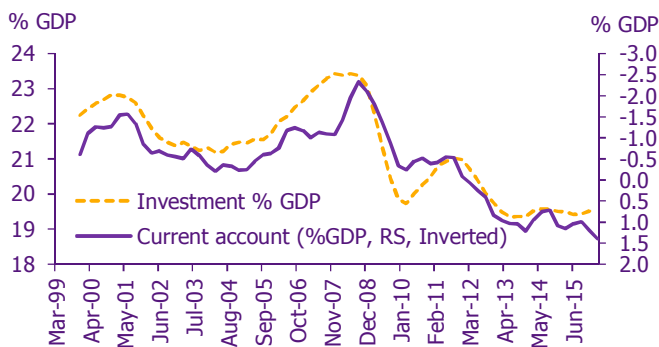
Source: CEIC, SCBS Investment Research

Figure 22: ...รวมถึงอัตราเงินเฟ้อ



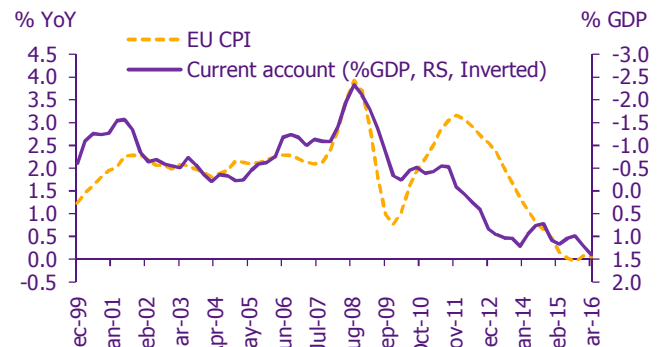
Source: Bloomberg, CEIC, SCBS Investment Research

Figure 23: การลงทุนที่ลดลงหมายถึงสภาพคล่องที่ไม่ได้นำไปใช้ในระบบที่มากเกินไป...



Source: CEIC, SCBS Investment Research

Figure 24: ...ซึ่งไม่ได้ช่วยสนับสนุนให้อัตราเงินเฟ้อปรับตัวเพิ่มขึ้น



Source: Bloomberg, CEIC, SCBS Investment Research

Brexit จะมีความสำคัญ
เศรษฐกิจ UK+EU ใดที่เรา
คาดว่าจะมีความกระทบจาก
ต่อเศรษฐกิจไทย...

Brexit และนโยบายสำคัญ

ผลการลงประชามติ: 'Brexit' การลงประชามติจบลงด้วยชัยชนะของฝ่ายโหวตออกจาก EU ด้วยคะแนนเสียง 52% เทียบกับฝ่ายโหวตอยู่ที่ 48% และหลังจากนั้น นายเดวิด คาเมรอน นายกรัฐมนตรีของ UK ก็ประกาศลาออกจากการเป็นนายกรัฐมนตรี (มีผลในเดือน ต.ค.) และพรรคอนุรักษนิยมจะตัดสินใจเลือกผู้ที่เข้ามาดำรงตำแหน่งนายกรัฐมนตรีคนใหม่ เราเคยกล่าวไว้ก่อนหน้านี้แล้วว่าในกรณี 'Brexit' จะส่งผลทำให้ตลาดการเงินปั่นป่วนในระยะแรก เนื่องจากนักลงทุนไม่ชอบความไม่แน่นอน แต่ UK จะมีเวลา 2 ปีในการเจรจาเงื่อนไขการออกจาก EU และความสัมพันธ์หลังจากออกจาก EU แล้ว ซึ่งรวมถึงข้อตกลงทางการค้าว่าจะออกมาในรูปแบบใด โดยในระหว่างนั้น UK จะยังคงสิทธิต่างๆ เหมือนที่มีอยู่ในปัจจุบัน นอกจากนี้ยังสามารถขยายช่วงเวลาดังกล่าวได้ถ้าได้รับความเห็นชอบจากทั้งสองฝ่าย

หน่วยงานด้านเศรษฐกิจประเมินผลกระทบต่อเศรษฐกิจ UK ได้ค่อนข้างแตกต่างกัน เนื่องจากหน่วยงานด้านเศรษฐกิจจะหว่านประเทศคาดว่าผลกระทบของเหตุการณ์ที่ UK ออกจาก EU น่าจะอยู่ในช่วง -5% ถึง +1% ในขณะที่ข้อมูลที่เรารวบรวมได้แสดงให้เห็นว่าหน่วยงานด้านเศรษฐกิจคาดว่า Brexit จะส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจ UK การออกจาก EU ของ UK จะส่งผลกระทบโดยตรงต่อการค้าระหว่างประเทศมากที่สุด เพราะการส่งออกสินค้าของ UK ไปยัง EU จะถูกเก็บภาษีนำเข้าอีกครั้ง เนื่องจากการส่งออกของ UK ประมาณครึ่งหนึ่งเป็นการส่งออกไปยัง EU ทำให้มีความกังวลว่าผลกระทบสุทธิต่อการส่งออกของ UK จะค่อนข้างรุนแรง

BoE จะทำหน้าที่รักษาเสถียรภาพเศรษฐกิจ เฟดอาจจะเลื่อนขึ้นดอกเบี้ย เราเชื่อว่า BoE จะมีบทบาทสำคัญในการรักษาเสถียรภาพเศรษฐกิจและสถาบันการเงินของ UK โดย BoE อาจจะออกนโยบายช่วยเหลือหากจำเป็น แต่เราเชื่อว่า BoE จะพยายามลดความผันผวนของตลาดด้วยการแสดงความคิดเห็นก่อนที่จะเลือกใช้มาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจจริง เงินปอนด์ที่อ่อนค่าลงจะช่วยเพิ่มขีดความสามารถในการแข่งขันของ UK ในขณะที่หากมองอีกด้านของแอตแลนติก Brexit และความผันผวนอาจจะส่งผลทำให้เฟดตัดสินใจขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายเพียงครั้งเดียวในปี (น้อยกว่าที่ประมาณการ dot-plot บ่งชี้ในการประชุมครั้งก่อน)

ผลกระทบต่อเศรษฐกิจไทย: 3 ช่องทางหลัก - การค้า, การท่องเที่ยว, FDI

การค้า - UK คิดเป็นสัดส่วนเพียง 1.5% (หรือ 6 พันล้านดอลลาร์สหรัฐ) ของมูลค่าการค้าทั้งหมดของประเทศไทยในปี 2558 (การส่งออก+การนำเข้า, 4.17 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐ) ดังนั้นผลกระทบโดยตรงจากภาวะชะลอตัวของเศรษฐกิจ UK น่าจะมีค่อนข้างจำกัด อย่างไรก็ตาม การค้าจะได้รับผลกระทบมากขึ้น ถ้าการออกจาก EU ของ UK ส่งผลกระทบต่อลูกค้านำเข้ามายังแนวโน้มการเติบโตของสหภาพยุโรป EU (รวม UK ด้วย) คิดเป็นสัดส่วนเกือบ 10% ของมูลค่าการค้าทั้งหมดของประเทศไทย ทำให้ EU เป็นคู่ค้ารายใหญ่อันดับ 3 ของไทยตามหลังจีน (15.5%) และญี่ปุ่น (12.3%)

การท่องเที่ยว - นักท่องเที่ยวจีนอาจจะเป็นส่วนสำคัญที่ช่วยสนับสนุนให้อุตสาหกรรมท่องเที่ยวไทยเติบโต แต่แหล่งรายได้หลักมาจากนักท่องเที่ยวยุโรป ภาวะเศรษฐกิจ EU ชะลอตัวจะส่งผลกระทบต่อรายได้ภาคบริการของประเทศไทย โดยเฉพาะกลุ่มโรงแรมและร้านอาหาร นักท่องเที่ยวยุโรปคิดเป็นสัดส่วนเพียง 19% ของจำนวนนักท่องเที่ยวทั้งหมดที่เดินทางเข้ามาในไทย (หรือประมาณ 2 ใน 3 ของนักท่องเที่ยวจีน) อย่างไรก็ตาม เมื่อดูในภาพรวมพบว่าค่าใช้จ่ายของนักท่องเที่ยวยุโรปสูงกว่านักท่องเที่ยวจีนอยู่เล็กน้อย (28% ของรายได้จากการท่องเที่ยวไทย เทียบกับ 27%) นักท่องเที่ยวยุโรปมีแนวโน้มที่จะพำนักรอยู่ในประเทศไทยนานกว่านักท่องเที่ยวจีน (เฉลี่ย 16 วัน เทียบกับ 8 วัน)

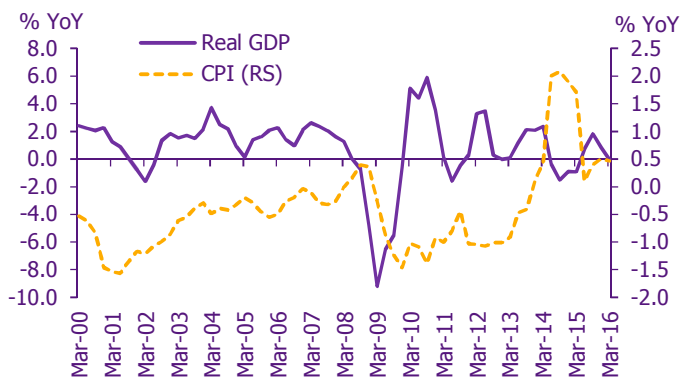
FDI – แหล่ง FDI หลักๆ ที่ไหลเข้าประเทศไทยมาจากญี่ปุ่น ซึ่งคิดเป็นสัดส่วนเฉลี่ย 50% ของ FDI ไหลเข้าสุทธิทั้งหมด สหรัฐฯ และจีน (รวมฮ่องกงด้วย) คิดเป็นสัดส่วน 15% และ 9% ตามลำดับ FDI ไหลเข้าสุทธิจากยุโรปค่อนข้างผันผวน (แกว่งตัวจากไหลออก 1.1 พันล้านดอลลาร์สหรัฐในปี 2556 ไปจนถึงไหลเข้า 2.1 พันล้านดอลลาร์สหรัฐในปี 2557) ด้วยค่าเฉลี่ย 0.6 พันล้านดอลลาร์สหรัฐ หรือ 6.7% ของ FDI ไหลเข้าสุทธิทั้งหมด ขณะที่ UK คิดเป็นสัดส่วนเพียง 0.8%

ญี่ปุ่น

เศรษฐกิจญี่ปุ่นเติบโตสูง
กว่าคาดในไตรมาส 1/59
แต่...

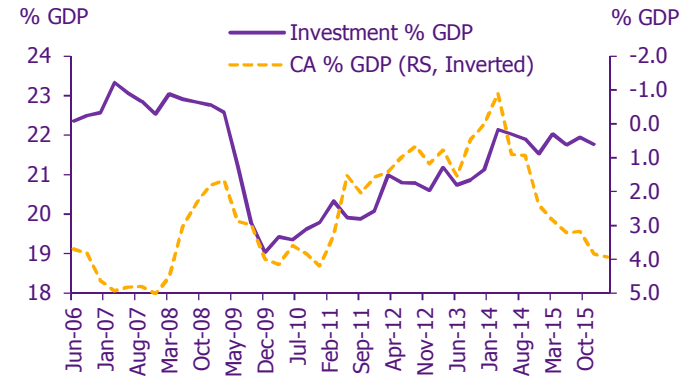
ตัวเลข GDP ไตรมาส 1/59 เบื้องต้นของญี่ปุ่นออกมาที่ 0.4% QoQ (SAAR) ซึ่งแข็งแกร่งกว่าระดับที่ตลาดคาดการณ์ไว้ที่ 0.1% อย่างมาก และยิ่งดีกว่าระดับติดลบ -0.3% ในไตรมาสก่อนหน้าด้วย ไม่นับแต่มาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจ เช่นนี้ช่วยให้ญี่ปุ่นสามารถหลีกเลี่ยงจากภาวะเศรษฐกิจถดถอยทางเทคนิคไปได้ ในส่วนของประเด็นวิกฤตการณ์ที่สำคัญๆ ปัญหาเงินฝืดของญี่ปุ่น (Figure 26) ที่เปลี่ยนจาก -1% ของ GDP สู่ระดับที่สูงถึง +4% ของ GDP อาจจะส่งสัญญาณว่าการลงทุนมีแนวโน้มที่จะชะลอตัวลงในอนาคต ในขณะที่อัตราเงินเฟ้อดูเหมือนจะสูญเสียแรงขับเคลื่อนไป เนื่องจากอัตราเงินเฟ้อกลับมาปรับตัวลดลงสู่ระดับประมาณ 0% ในระยะหลังนี้ เมื่อพิจารณาจากแนวโน้มระยะกลางที่ไม่ดีนัก เราจึงไม่ได้รับรู้สึกประหลาดใจที่รัฐบาลญี่ปุ่นประกาศเลื่อนขึ้นภาษีมูลค่าเพิ่ม (VAT) ออกไปอีก 2 ปีครึ่ง แม้การตัดสินใจครั้งนี้จะไม่ช่วยกระตุ้นให้เศรษฐกิจเติบโต แต่อย่างน้อยที่สุดก็ช่วยให้นักลงทุนคลายความกังวลเกี่ยวกับการใช้นโยบายการคลังที่เข้มงวดมากขึ้น

Figure 25: กลับสู่ศูนย์



Source: CEIC, SCBS Investment Research

Figure 26: การออมภายในประเทศที่สูงขึ้นส่งสัญญาณถึงการลงทุนที่ชะลอตัวลง

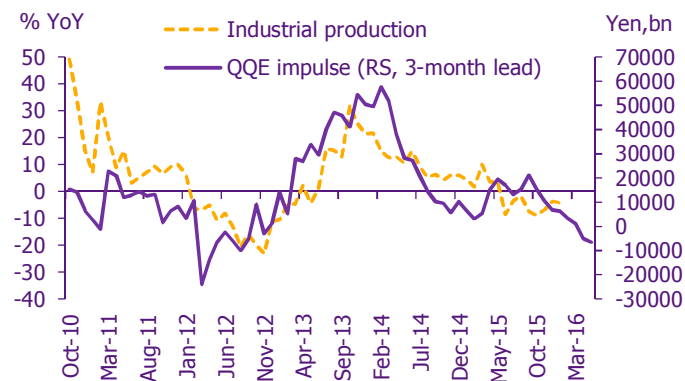


Source: CEIC, SCBS Investment Research

...เศรษฐกิจญี่ปุ่นยังไม่
หลุดพ้นจากภาวะซบเซา

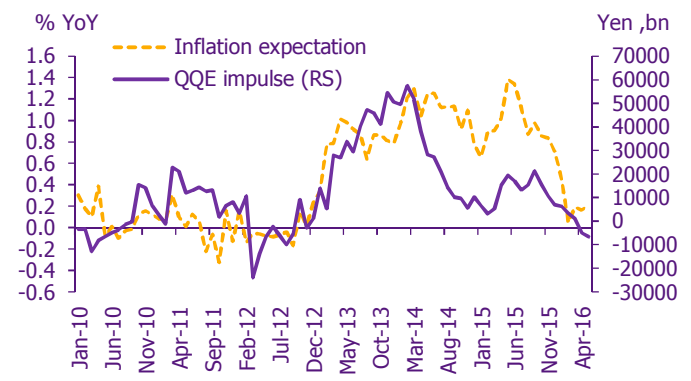
หากไม่มีมาตรการกระตุ้นจากนโยบายการคลังของรัฐบาล และ/หรือ ความคืบหน้าอย่างมีนัยสำคัญเกี่ยวกับการปฏิรูปด้านอุปสงค์ (เพื่อกระตุ้นให้ค่าจ้างที่แท้จริงเติบโตเพิ่มขึ้น) นโยบายการเงินของธนาคารกลางญี่ปุ่น (BoJ) จะยังคงเป็นตัวเลือกที่ใช้การได้เพียงอย่างเดียวในตอนนี้ เศรษฐกิจญี่ปุ่นต่างจากยุโรปซึ่งเราคาดว่านโยบายรูปแบบใหม่อาจจะไม่มีประสิทธิภาพมากอีกต่อไป เราคิดว่ามีความเป็นไปได้สูงที่มาตรการ QQE ของ BoJ จะช่วยกระตุ้นให้เศรษฐกิจและอัตราเงินเฟ้อกลับมามีชีวิตชีวามากขึ้นผ่านการอ่อนค่าของเงินเยน BoJ จะต้องเร่งซื้อสินทรัพย์เพิ่มมากขึ้นเพื่อกระตุ้นกิจกรรมทางเศรษฐกิจและอัตราเงินเฟ้อตามที่เรากล่าวไว้ในรายงานกลยุทธ์การลงทุนฉบับก่อนหน้า Figure 27-28 ด้านล่างแสดงให้เห็นอย่างชัดเจนว่า BoJ จำเป็นต้องเร่งซื้อสินทรัพย์ (QQE impulse) เพื่อกระตุ้นทั้งวัฏจักรธุรกิจและคาดการณ์อัตราเงินเฟ้อ (รวมถึงอัตราเงินเฟ้อที่แท้จริง) อย่างไรก็ตาม BoJ ยังไม่ได้ส่งสัญญาณว่าจะเลือกใช้แนวทางดังกล่าวในตอนนี้

Figure 27: Impulse QQE บ่งชี้ถึงการชะลอตัวของวัฏจักรธุรกิจ...



Note: QQE impulse is the 2nd derivatives of BoJ's QQE program
Source: Bloomberg, CEIC, SCBS Investment Research

Figure 28: ...รวมถึงอัตราเงินเฟ้อ

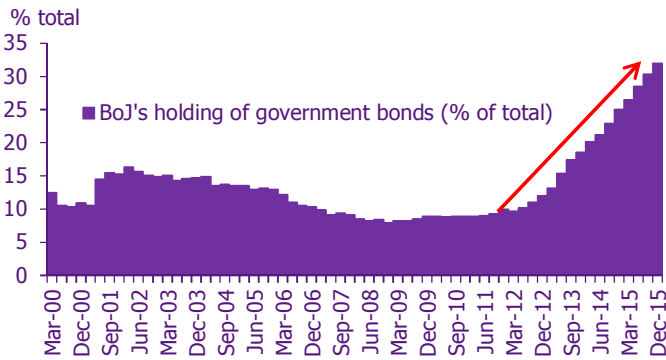


Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

พุ่งขึ้นถึงข้อจำกัดทางนโยบาย?

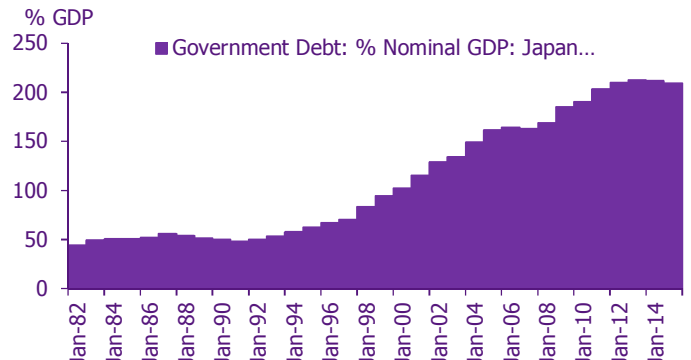
นับเป็นเรื่องที่ค่อนข้างเซอร์ไพรส์ที่ BoJ ตัดสินใจรอดูสถานการณ์ต่อไปเมื่อพิจารณาจากระดับความเสี่ยงที่เศรษฐกิจญี่ปุ่นกำลังเผชิญอยู่ในปัจจุบัน โดยเฉพาะอย่างยิ่งเมื่อเงินเยนแข็งค่าอย่างมาก ความเป็นไปได้ที่หนึ่ง คือ BoJ ถือครองตราสารหนี้รัฐบาลในระดับสูงมากแล้ว (Figure 29) และการตัดสินใจเพิ่มสัดส่วนการถือครองสูงกว่าระดับปัจจุบันอาจจะส่งผลกระทบต่อตลาดภาคเอกชน ข้อยกเว้นอยู่ในกรณีที่รัฐบาลตัดสินใจกู้ยืมเพิ่ม ซึ่งจะส่งผลทำให้อุปทานพันธบัตรในตลาดปรับตัวเพิ่มขึ้น อย่างไรก็ตาม รัฐบาลอาจจะไม่ต้องการทำเช่นนั้นเนื่องจากในตอนนี้นั้นคงค้างอยู่ในระดับที่สูงกว่า 200% ของ GDP การกู้ยืมเงินเพิ่มจะทำให้เกิดความกังวลว่ารัฐบาลจะขาดเสถียรภาพทางการคลัง

Figure 29: BoJ ถือครองพันธบัตรรัฐบาลเพิ่มขึ้นมาก



Source: Bloomberg, CEIC, SCBS Investment Research

Figure 30: หนี้ของรัฐบาลพุ่งขึ้น



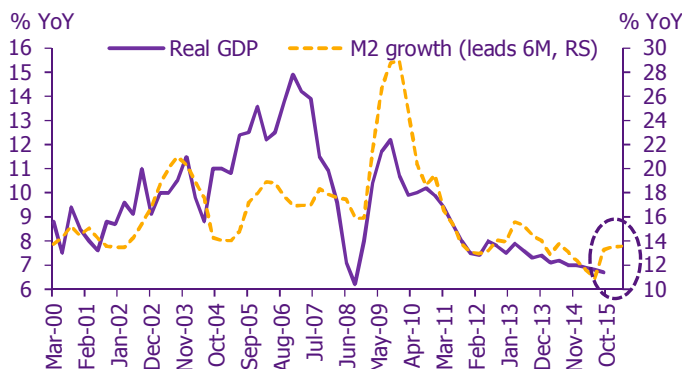
Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

จีน

การแก้ปัญหาอย่างขาดความชัดเจนและยังเป็นแบบล้าทาง...

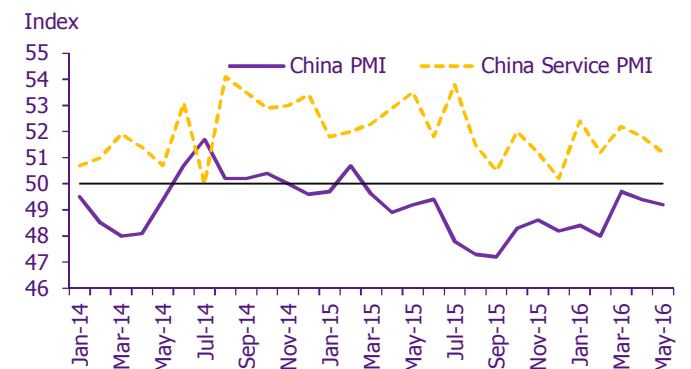
ปัจจัยจีนยังคงเป็นหนึ่งในปัจจัยสำคัญที่นักลงทุนจับตา เนื่องจากภาวะเศรษฐกิจชะลอตัวลงและแนวโน้มการอ่อนค่าของเงินหยวนจะเป็นสาเหตุที่ทำให้ตลาดทั่วโลกกระส่ำระสายเมื่อใดก็ได้ ในด้านเศรษฐกิจ การเติบโตโดยรวมต่ำกว่าเป้าที่ตั้งไว้อย่างเป็นทางการที่ 6.5% อยู่เล็กน้อย อย่างไรก็ตาม เราแนะนำว่านักลงทุนไม่ควรวิตกกังวลมากเกินไปเกี่ยวกับเรื่องนี้ เนื่องจากเครื่องชี้นำเศรษฐกิจที่เชื่อถือได้ (อัตราการขยายตัวของ M2) บ่งชี้ถึงโมเมนตัมเศรษฐกิจที่ดีขึ้น (Figure 31) ในส่วนของดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อ (PMI) ภาคการผลิตยังคงปรับตัวแย่อย่างต่อเนื่อง เนื่องจากดัชนี PMI อยู่ที่ระดับต่ำกว่า 50 จุด (หมายถึงมีแนวโน้มจะเกิดการหดตัว) ในขณะที่ภาคบริการยังดูดีแม้จะอ่อนตัวลงเล็กน้อยในระยะหลังนี้ ณ จุดนี้ยังไม่มียุทธศาสตร์ที่ชัดเจนว่าภาคบริการจะหดตัวลง

Figure 31: GDP จีน และอัตราการขยายตัวของ M2



Source: CEIC, SCBS Investment Research

Figure 32: ดัชนี PMI (ภาคการผลิตและภาคบริการ) ของจีน

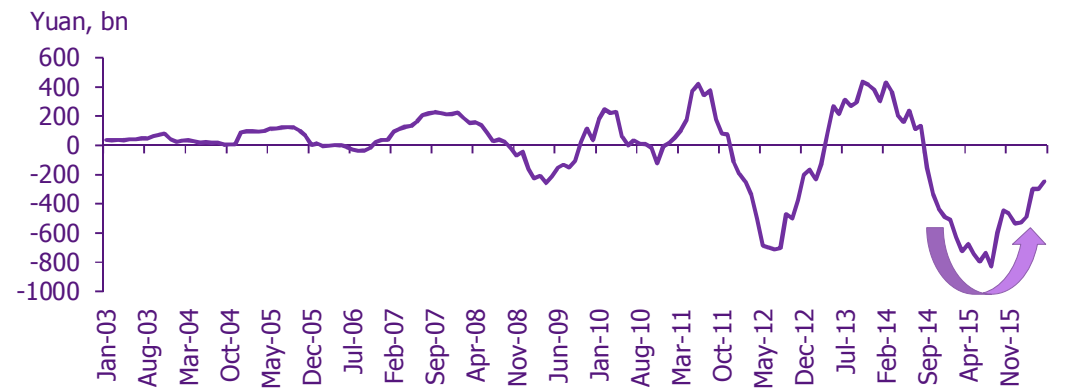


Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

...แต่เสถียรภาพโดยรวม
ปรับตัวดีขึ้น

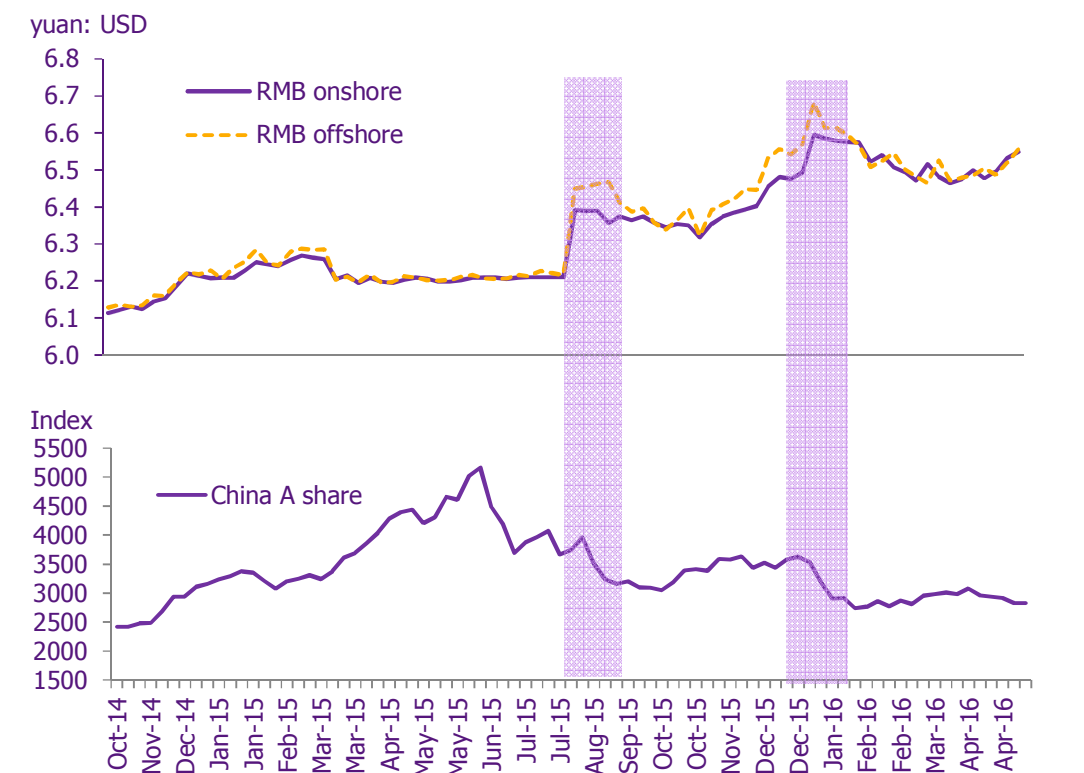
ทั้งนี้ดูเหมือนว่าสถานะตั้งเครียดทางการเงินในจีนผ่อนคลายลงด้วยความช่วยเหลือบางส่วนจากผู้จัดทำนโยบาย แม้เกินดุลบัญชีเดินสะพัดของจีนปรับตัวลดลง (สู่ 2% ของ GDP) แต่อัตราการปรับตัวลดลงของทุนสำรองระหว่างประเทศดูเหมือนจะปรับตัวดีขึ้น (Figure 33) ซึ่งเป็นสัญญาณบวกสำหรับเสถียรภาพด้านการเงินและค่าเงิน ในขณะที่เดียวกันก็ยังไม่มีความวิตกกังวลจากตลาดเงินในระยะสั้น เนื่องจากอัตราดอกเบี้ยระยะสั้น (Shibor O/N) ยังทรงตัวอยู่ที่ระดับประมาณ 2% ปัจจัยอีกอย่างหนึ่งที่เรานำมาให้นักลงทุนจับตาดู คือ ส่วนต่างระหว่างอัตราแลกเปลี่ยนเงินหยวนที่ซื้อขายกันในประเทศจีน (onshore) และนอกประเทศจีน (offshore) ทั้งนี้เป็นเพราะในหลายๆ ครั้งด้วยกัน การปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างฉับพลันของอัตราแลกเปลี่ยน offshore จะส่งผลกระทบต่อตลาดหุ้นจีน และเหตุการณ์ดังกล่าวมักจะส่งผลกระทบต่อตลาดอื่นๆ

Figure 33: ความเสี่ยงในการเคลื่อนย้ายเงินทุนลดลง



Source: CEIC, SCBS Investment Research

Figure 34: ตลาดอัตราแลกเปลี่ยนดูเหมือนจะมีเสถียรภาพ



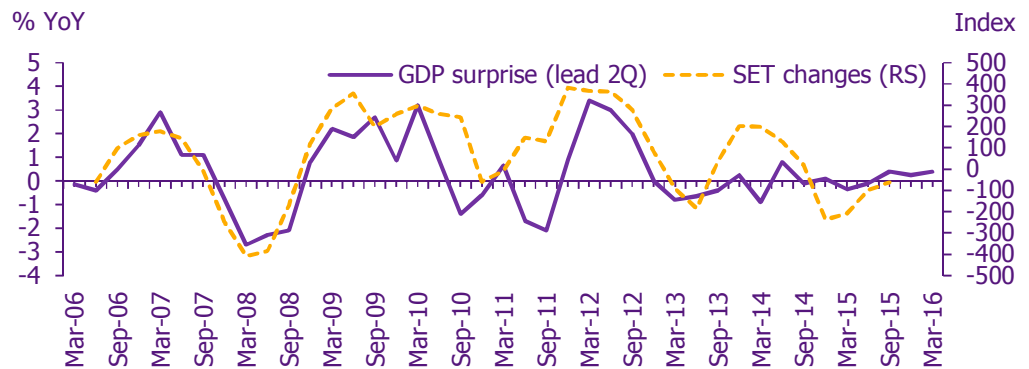
Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

แม้ตัวเลขเศรษฐกิจไตรมาส 1/59 ขยายตัวค่อนข้างดีที่ 3.2% YoY สูงกว่าที่ตลาดคาดการณ์ไว้ว่าจะขยายตัวเพียง 2.8% แม้เศรษฐกิจยังฟื้นตัวไม่เต็มที่ แต่มีแนวโน้มที่นักเศรษฐศาสตร์ส่วนใหญ่อาจจะประเมินการฟื้นตัวทางเศรษฐกิจของไทยไว้ต่ำกว่าที่ควรจะเป็น ตัวอย่างที่เห็นได้ชัดจน คือ ตัวเลข GDP ที่ประกาศออกมาสูงกว่าประมาณการของตลาดติดต่อกัน 3 ไตรมาสแล้ว (สูงกว่าคาดเฉลี่ย 0.35%) ซึ่งเป็นปัจจัยที่ช่วยสนับสนุนตลาดหุ้นไทย เนื่องจากดัชนีตลาดหุ้นไทยมีแนวโน้มที่จะตอบสนองเชิงบวก (ตามหลังประมาณ 2 ไตรมาส) ต่อ GDP ที่สูงกว่าคาด (Figure 35) สิ่งที่น่าสนใจมากกว่านั้น คือ ตลาดหุ้นไทยปรับตัว outperform ดัชนีหลักๆ ส่วนใหญ่ เช่น MSCI world และ MSCI Asia ex. Japan (Figure 36) และดูเหมือนว่าจะมีสินทรัพย์เพียง 2 ประเภทที่ปรับตัว outperform ตลาดหุ้นไทย คือ ทองคำ และน้ำมัน ซึ่งไม่ใช่เรื่องที่น่าแปลกใจแต่อย่างใด

เศรษฐกิจไทย

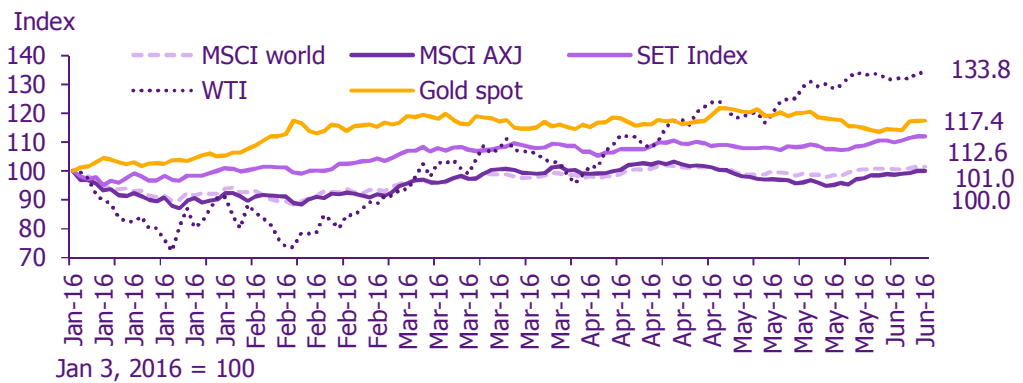
เศรษฐกิจไทยไตรมาส 1/59 ขยายตัวค่อนข้างดีที่ 3.2% YoY สูงกว่าที่ตลาดคาดการณ์ไว้ว่าจะขยายตัวเพียง 2.8% แม้เศรษฐกิจยังฟื้นตัวไม่เต็มที่ แต่มีแนวโน้มที่นักเศรษฐศาสตร์ส่วนใหญ่อาจจะประเมินการฟื้นตัวทางเศรษฐกิจของไทยไว้ต่ำกว่าที่ควรจะเป็น ตัวอย่างที่เห็นได้ชัดจน คือ ตัวเลข GDP ที่ประกาศออกมาสูงกว่าประมาณการของตลาดติดต่อกัน 3 ไตรมาสแล้ว (สูงกว่าคาดเฉลี่ย 0.35%) ซึ่งเป็นปัจจัยที่ช่วยสนับสนุนตลาดหุ้นไทย เนื่องจากดัชนีตลาดหุ้นไทยมีแนวโน้มที่จะตอบสนองเชิงบวก (ตามหลังประมาณ 2 ไตรมาส) ต่อ GDP ที่สูงกว่าคาด (Figure 35) สิ่งที่น่าสนใจมากกว่านั้น คือ ตลาดหุ้นไทยปรับตัว outperform ดัชนีหลักๆ ส่วนใหญ่ เช่น MSCI world และ MSCI Asia ex. Japan (Figure 36) และดูเหมือนว่าจะมีสินทรัพย์เพียง 2 ประเภทที่ปรับตัว outperform ตลาดหุ้นไทย คือ ทองคำ และน้ำมัน ซึ่งไม่ใช่เรื่องที่น่าแปลกใจแต่อย่างใด

Figure 35: GDP ที่เติบโตสูงกว่าคาดเป็นปัจจัยบวกที่ช่วยกระตุ้นให้ตลาดหุ้นปรับตัวเพิ่มขึ้น



Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

Figure 36: ตลาดหุ้นไทยเทียบกับตลาดอื่นๆ

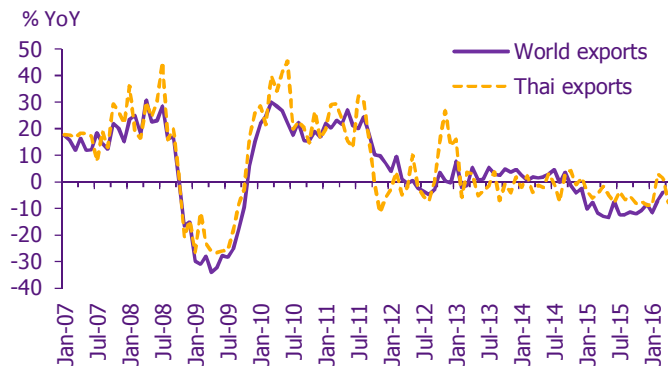


Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

...มีสาเหตุจากการ
ส่งออกที่ปรับตัวลดลง

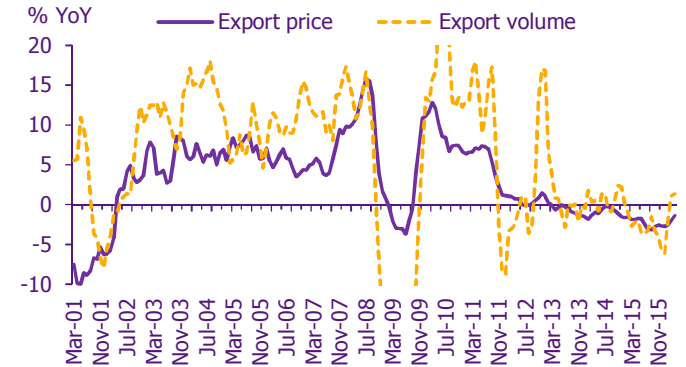
จุดอ่อนที่สำคัญของประเทศไทยอยู่ที่การส่งออกที่ชะลอตัวเป็นเวลานาน ซึ่งส่งผลทำให้ภาคการผลิตปรับตัวแยลง สถานการณ์เลวร้ายมากพอให้นักลงทุนชะลอการลงทุน อย่างไรก็ตาม เราเริ่มเห็นสัญญาณฟื้นตัวของภาคส่งออก เนื่องจากการส่งออกทั่วโลกเริ่มปรับตัวเพิ่มขึ้น (Figure 37) แม้ยังไม่มีสัญญาณชัดเจนว่าการส่งออกจะฟื้นตัวอย่างแข็งแกร่ง แต่ก็พอจะสรุปได้ว่าสถานการณ์เลวร้ายผ่านพ้นไปแล้ว นอกจากนี้ทั้งราคาและปริมาณการส่งออกก็ทำจุดต่ำสุดไปเรียบร้อยแล้ว โมเมนตัมที่เป็นบวกอย่างต่อเนื่องของราคาสินค้าโภคภัณฑ์ทั่วโลก (นำโดยราคาน้ำมันดิบ) น่าจะช่วยสนับสนุนให้ราคาส่งออกสินค้าไทยปรับตัวเพิ่มขึ้นในอนาคต อย่างไรก็ตาม เราจะไม่ควรด่วนสรุปเร็วเกินไปว่าการส่งออกจะฟื้นตัวอย่างแข็งแกร่งและรวดเร็ว เนื่องจากแนวโน้มการเติบโตของอุปสงค์ทั่วโลกยังมีความไม่แน่นอนสูง

Figure 37: พบสัญญาณบางอย่างว่าการส่งออกทำจุดต่ำสุดไปแล้ว...



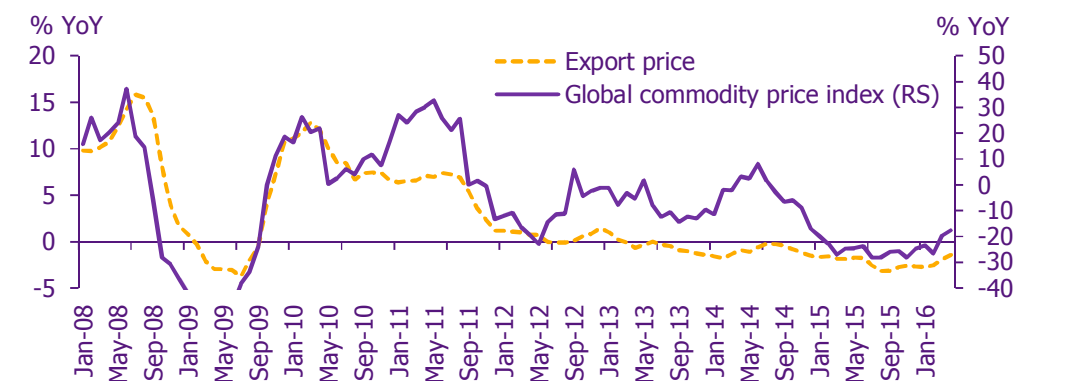
Source: World Trade Organization (WTO), CEIC, SCBS Investment Research

Figure 38: ...ทั้งราคาและปริมาณการส่งออก



Source: WTO, CEIC, SCBS Investment Research

Figure 39: คาดได้รับปัจจัยหนุนจากราคาสินค้าโภคภัณฑ์ทั่วโลกที่ปรับตัวดีขึ้น

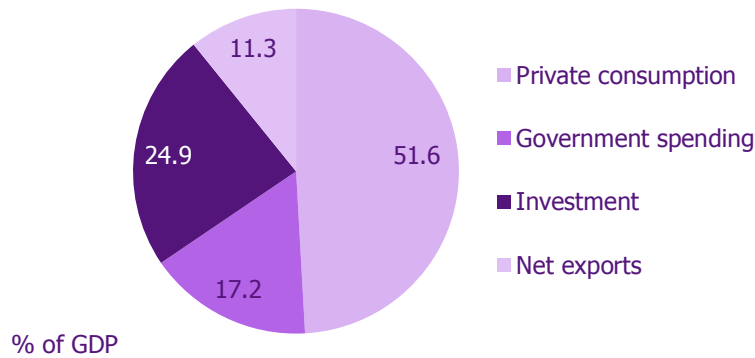


Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

จับตามองฟื้นตัวของปัจจัย
ในประเทศ

แม้เราไม่ได้ตั้งความคาดหวังไว้มากเกี่ยวกับการฟื้นตัวของภาคส่งออก แต่มีโอกาสสูงที่การส่งออกจะไม่ใช้ตัวการสำคัญที่คอยกระตุ้นการเติบโตของเศรษฐกิจในไตรมาสถัดไป ไปอีกต่อไป โดยใช้สมมติฐานว่าโมเมนตัมในปัจจุบันไม่เปลี่ยนแปลง เรามองว่าปัจจัยสำคัญที่จะเป็นตัวกระตุ้นเศรษฐกิจไทยในปีต่อไป น่าจะมาจากปัจจัยภายในประเทศ ทั้งนี้เราจำเป็นต้องย้ำว่าการใช้จ่ายในประเทศมีสัดส่วนสูงที่สุด (90%) ใน GDP อย่างไรก็ตาม แนวโน้มการเติบโตของปัจจัยในประเทศจะยังไม่ค่อยมีความแน่นอนนัก กรณีที่มีความเป็นไปได้มากที่สุด คือการอุปโภคบริโภคภาคเอกชนจะนำการฟื้นตัวควบคู่ไปกับการใช้จ่ายภาครัฐ ในขณะที่การลงทุนภาคเอกชนจะยังอยู่ในภาวะชะงักงันต่อไปอีกระยะหนึ่ง เนื่องจากอัตราการใช้จ่ายการลงทุนของไทยยังอยู่ในระดับต่ำเกินไป

Figure 40: องค์ประกอบของเศรษฐกิจในประเทศ

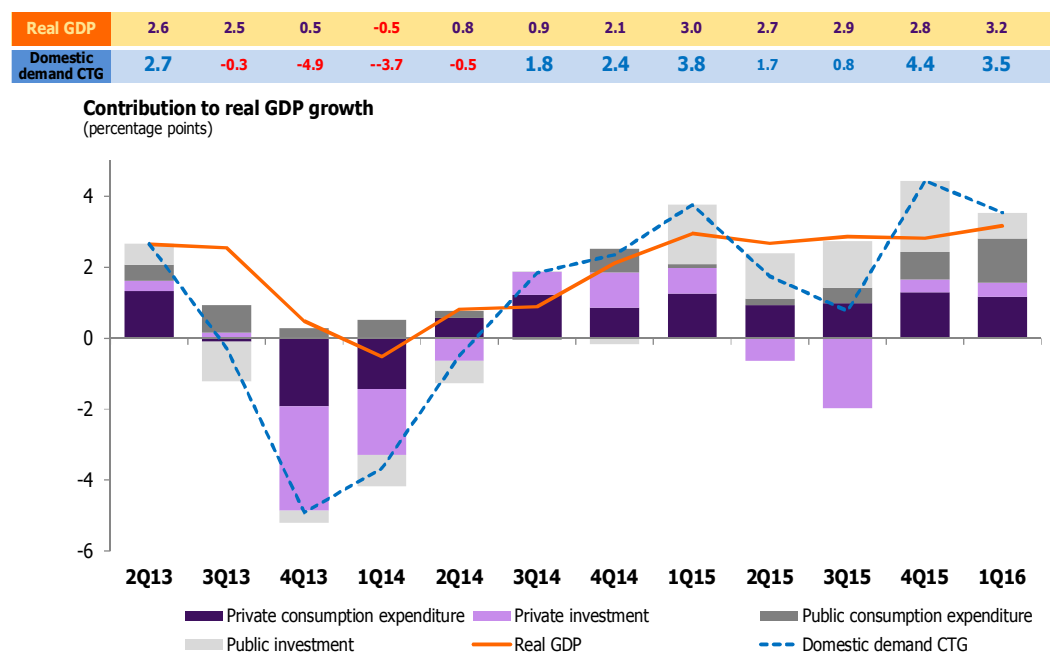


Source: NESDB, SCBS Investment Research

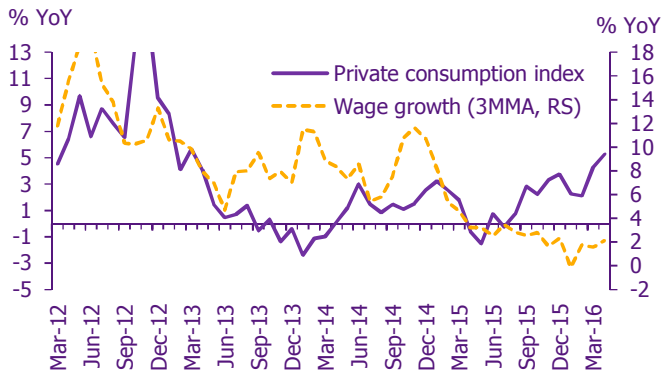
การใช้จ่ายอุปโภคบริโภค:
ยังคงเป็นปัจจัยสนับสนุนที่
สำคัญ...

การอุปโภคบริโภคภาคเอกชนดูเหมือนจะเป็นปัจจัยที่ช่วยกระตุ้นการเติบโตของเศรษฐกิจอย่างมีประสิทธิภาพ เนื่องจากคิดเป็นสัดส่วนประมาณ 0.6-1.3% ของอัตราการขยายตัวของ GDP มาตั้งแต่ไตรมาส 2/57 (Figure 14) ทั้งนี้เรายอมรับว่าโมเมนตัมของการอุปโภคบริโภคภาคเอกชนส่วนหนึ่งได้รับปัจจัยหนุนจากนโยบายเศรษฐกิจของรัฐบาล เช่น มาตรการจูงใจทางภาษี และมาตรการปล่อยกู้ผ่านสถาบันการเงินของรัฐ ในขณะที่ปัจจัยที่ช่วยให้โมเมนตัมการอุปโภคบริโภคเป็นบวกอย่างต่อเนื่อง (การเติบโตของค่าจ้างและรายได้เกษตรกร) ยังคงอ่อนแออย่างมาก (Figure 42-43) แม้เสถียรภาพทางการเงินของรัฐบาลยังไม่เปลี่ยนแปลง แต่รัฐบาลยังมีข้อจำกัดในการกระตุ้นการอุปโภคบริโภคผ่านนโยบายพิเศษ ทั้งนี้เพราะในที่สุดแล้วนโยบายการคลังจะส่งผลต่อเศรษฐกิจได้น้อยลงตามลำดับ (diminishing return) ดังนั้นเราจำเป็นต้องหาปัจจัยใหม่ๆ ที่จะช่วยสนับสนุนให้การอุปโภคบริโภคเติบโตอย่างยั่งยืน

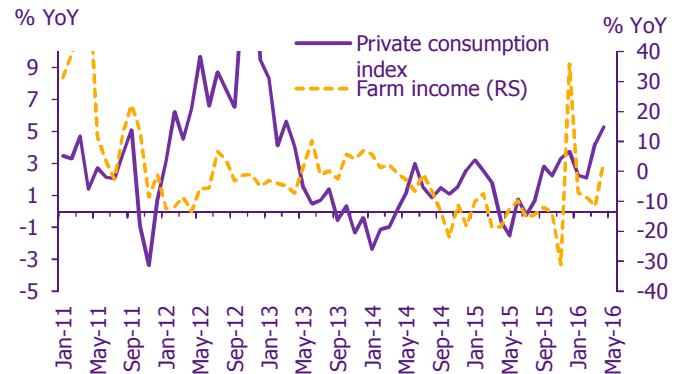
Figure 41: แหล่งที่มาของอัตราการขยายตัวของ GDP



Source: NESDB, SCBS Investment Research

Figure 42: การเติบโตของค่าจ้างที่แท้จริงเทียบกับการอุปโภคบริโภคภาคเอกชน

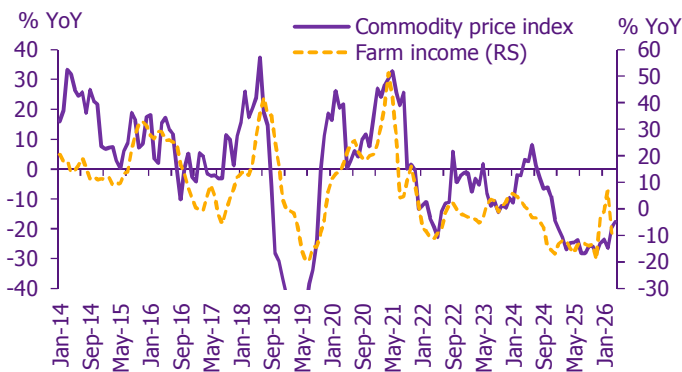
Source: CEIC, SCBS Investment Research

Figure 43: รายได้เกษตรกรเทียบกับการอุปโภคบริโภคภาคเอกชน

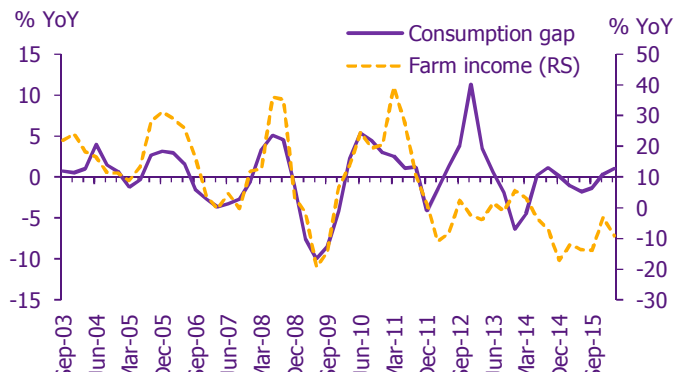
Source: CEIC, SCBS Investment Research

...ด้วยการสนับสนุน
เพิ่มเติมจากรายได้
เกษตรกรที่ฟื้นตัวขึ้น

อย่างไรก็ดี เราคาดว่ารายได้เกษตรกรมีแนวโน้มที่จะฟื้นตัวขึ้นในระยะถัดไป เมื่อมองภาพในวงกว้าง ราคา
น้ำมันโลกที่ฟื้นตัวขึ้นจะเป็นปัจจัยสำคัญที่ช่วยสนับสนุนราคาสินค้าโภคภัณฑ์ส่วนใหญ่ และจุดโฟกัสหลักๆ
ของเราในขณะนี้ คือ แนวโน้มของราคาสินค้าโภคภัณฑ์ทางการเกษตร ซึ่งจะมีผลกระทบโดยตรงต่อรายได้
เกษตรกรของประเทศไทย (Figure 44) ถ้าการคาดการณ์ของเราถูกต้อง เราน่าจะเห็นการใช้จ่ายอุปโภคมี
โมเมนตัมที่แข็งแกร่งมากขึ้นในอนาคตอันใกล้ดังที่แสดงใน Figure 45 ประเด็นสำคัญ คือ รายได้เกษตรกรที่
แข็งแกร่งอย่างต่อเนื่องจะช่วยสนับสนุนให้การใช้จ่ายอุปโภคบริโภคเติบโตสูงกว่าแนวโน้มระยะยาว (วัดโดย
ช่องว่างการอุปโภคบริโภค) อย่างที่เคยเป็นในช่วงที่ผ่านมา อย่างไรก็ตาม ยังมีปัจจัยเสี่ยงที่ไม่สามารถควบคุม
ได้ ซึ่งก็คือแนวโน้มของดอลลาร์สหรัฐ การแข็งค่าอย่างรวดเร็วของดอลลาร์สหรัฐจะสร้างแรงกดดันต่อราคา
น้ำมันและราคาสินค้าโภคภัณฑ์ เมื่ออิงกับแถลงการณ์ของเฟดเกี่ยวกับทิศทางอัตราดอกเบี้ยนโยบาย ความ
น่าจะเป็นที่ดอลลาร์สหรัฐจะแข็งค่าอย่างรวดเร็วยังคงมีค่อนข้างจำกัดในตอนนี้

Figure 44: ราคาสินค้าโภคภัณฑ์ที่ฟื้นตัวขึ้นจะช่วยสนับสนุนรายได้เกษตรกรของไทย...

Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

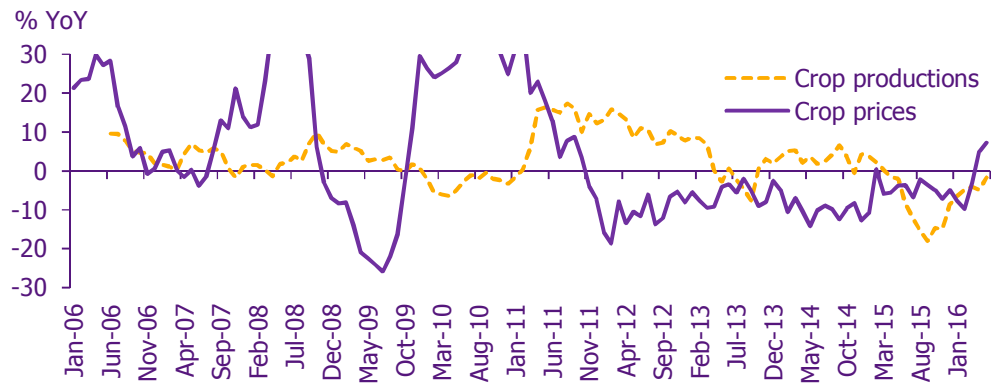
Figure 45: ...ซึ่งจะช่วยหนุนให้การใช้จ่ายอุปโภคบริโภคปรับตัวเพิ่มขึ้นในอนาคต

Source: CEIC, SCBS Investment Research

ราคากลับมาผลิต

ทั้งนี้เพื่อให้รายได้เกษตรกรเติบโตอย่างยั่งยืน เราจำเป็นต้องเห็นทั้งการผลิตและราคาฟื้นตัวอย่างมีนัยสำคัญ
ในขณะที่แนวโน้มการฟื้นตัวของราคายังไม่มีความชัดเจน แต่การคาดการณ์เกี่ยวกับแนวโน้มการผลิตมีความทำ
หายมากกว่าอย่างมาก โดยมีสาเหตุมาจากธรรมชาติที่ไม่สามารถคาดเดาได้ อย่างไรก็ดี เราคาดว่าผลผลิต
ทางการเกษตรจะสามารถปรับตัวเพิ่มขึ้นได้หลังจากผลกระทบจากภัยแล้งเบาบางลง Figure 46 ซึ่งให้เห็นว่า
ผลผลิตปรับตัวลดลงสุดต่ำสุดไปแล้ว และกำลังฟื้นตัวในระดับที่น่าพอใจ ดังนั้นเราอาจจะสามารถเห็นทิศทางที่
ชัดเจนเกี่ยวกับเรื่องนี้ภายใน 2-3 เดือนนับจากนี้

Figure 46: ราคาและปริมาณการผลิตพืชผลการเกษตรพื้นตัวได้ดี

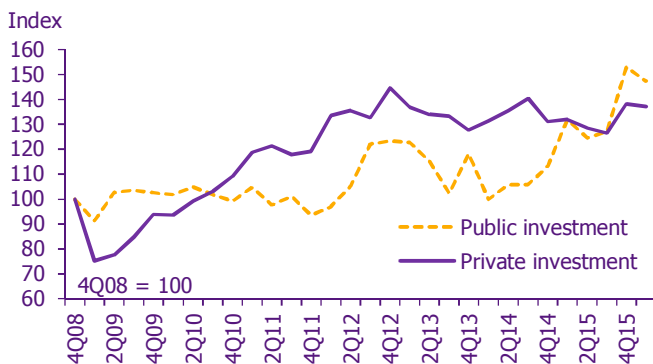


Source: CEIC, SCBS Investment Research

การลงทุนภาคเอกชนยัง
อยู่ในภาวะชะงักงัน..

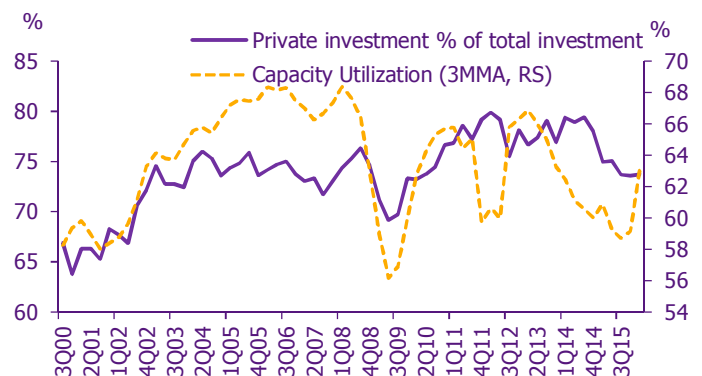
หนึ่งในผลกระทบข้างเคียงที่ย่ำแย่มากที่สุดจากการเติบโตของการส่งออกที่ชะลอตัวลง คือ การลงทุนภาคเอกชนที่ปรับตัวลดลง Figure 47 แสดงให้เห็นอย่างชัดเจนว่าการลงทุนภาคเอกชนปรับตัวลดลงอย่างต่อเนื่องมาตั้งแต่ไตรมาส 3/57 รัฐบาลพยายามใช้การลงทุนภาครัฐเป็นเครื่องมือสร้างเสถียรภาพการเติบโตทางเศรษฐกิจในฐานะส่วนหนึ่งของนโยบายรับมือเศรษฐกิจชะลอตัว เนื่องจากเราพบว่าการลงทุนภาครัฐมีโมเมนตัมที่ดีกว่าการลงทุนภาคเอกชน อย่างไรก็ตาม การลงทุนภาครัฐยังมีมูลค่าน้อยเกินไป (26.3% ของการลงทุนทั้งหมด หรือ 6.8% ของ GDP) ที่จะผลักดันให้เศรษฐกิจกลับมาเติบโตตามระดับศักยภาพ

Figure 47: การลงทุนภาครัฐเติบโตสูงกว่าการลงทุนภาคเอกชน



Source: NESDB, SCBS Investment Research

Figure 48: การใช้จ่ายภาคเอกชนคิดเป็นสัดส่วนในการลงทุนทั้งหมดน้อยลง

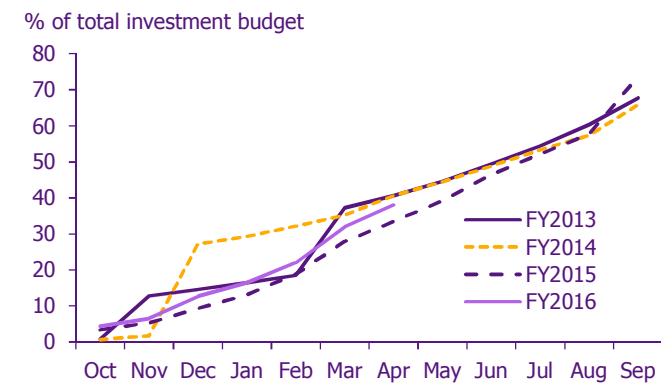


Source: NESDB, SCBS Investment Research

...ดังนั้นจะพึ่งพาการลงทุน
ภาครัฐต่อไปอีกระยะหนึ่ง

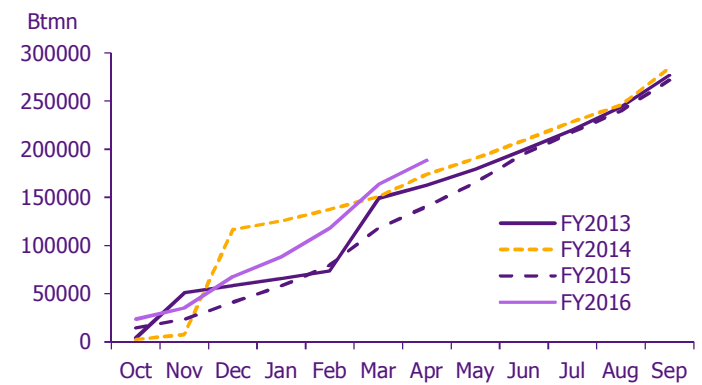
เนื่องจากการใช้จ่ายภาคเอกชนส่วนใหญ่ยังไม่ค่อยสมดุล ดังนั้นเราจำเป็นต้องแน่ใจว่ารัฐบาลสามารถทำตามสัญญาที่ให้ไว้ได้ โดยเฉพาะในด้านการลงทุน ในส่วนของอัตราการเบิกจ่าย รัฐบาลเบิกจ่ายงบประมาณลงทุนไปแล้ว 38% ในช่วง 7 เดือนแรกของปีงบประมาณ 2559 (Figure 49) ตัวเลขดังกล่าวไม่ด้นก แต่ก็ยอมรับได้ อย่างไรก็ตาม ประเด็นสำคัญ คือ จำนวนเงินลงทุนทำจุดสูงสุดที่แท้จริงตั้งแต่ปี 2556 การลงทุนภาครัฐจะเป็นส่วนสำคัญที่ช่วยสนับสนุนการเติบโตทางเศรษฐกิจในปีนี้ ในส่วนของสถานะการคลังของรัฐบาล ข้อมูลที่รวบรวมโดยสำนักงานเศรษฐกิจการคลัง (สศค.) บ่งชี้ว่าเสถียรภาพการคลังของประเทศไทยยังอยู่ในสถานะที่ดีภายใต้การใช้จ่ายภาครัฐที่สูงขึ้น (Figure 51)

Figure 49: อัตราการเบิกจ่ายงบประมาณลงทุนอาจจะไม่โดดเด่นมากเมื่อเทียบกับปีที่ผ่านมา ...



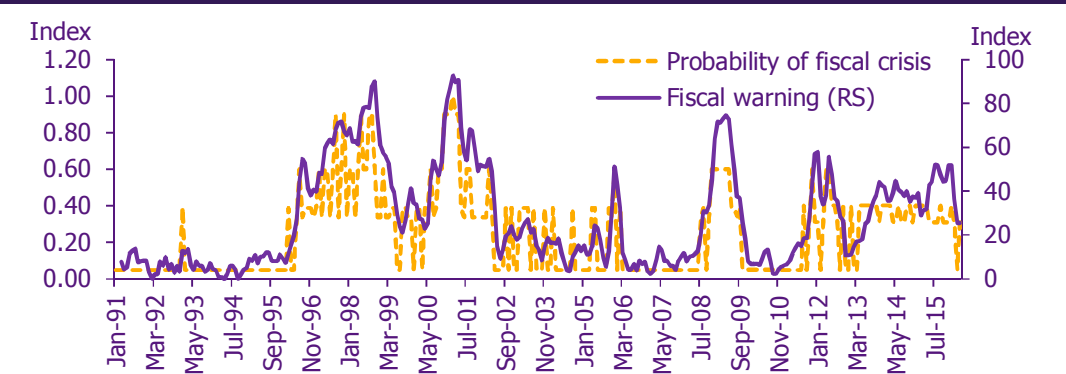
Source: FPO, SCBS Investment Research

Figure 50: ...แต่จำนวนเงินที่เบิกจ่ายสูงที่สุด



Source: FPO, SCBS Investment Research

Figure 51: เสถียรภาพทางการคลังยังแข็งแกร่ง



Source: FPO, SCBS Investment Research

Figure 52: ประมาณการตัวเลขเศรษฐกิจที่สำคัญโดย EIC

Key indicators	2015	Unit	Actual			EIC forecast				Consensus	BOT
	Share (%)		2015	15Q4	16Q1	16Q2	16Q3	16Q4	2016	2016	2016
Real GDP growth		% YOY	2.8%	2.8%	3.2%	2.9%	2.7%	2.5%	2.8%	2.9%	3.1%
Demand-side											
Private consumption	52%	% YOY	2.1%	2.6%	2.3%	1.9%	1.7%	1.9%	2.0%	2.1%	1.8%
Public consumption	17%	% YOY	2.2%	4.8%	8.0%	2.9%	2.7%	2.5%	3.9%		3.3%
Private investment	19%	% YOY	-2.0%	1.9%	2.1%	1.5%	5.8%	-1.8%	1.8%		2.4%
Public investment	6%	% YOY	29.8%	41.2%	12.4%	19.4%	13.4%	-1.6%	11.0%		10.7%
Supply-side											
Agriculture	9%	% YOY	-3.8%	-2.1%	-1.5%	-3.1%	0.1%	0.2%	-1.0%		
Manufacturing and Services	91%	% YOY	3.6%	4.0%	3.7%	3.5%	2.9%	2.8%	3.2%		
Of which Manufacturing		% YOY	0.9%						0.7%		
Of which Services		% YOY	4.4%						4.3%		
External sector											
Export of Goods (USD)		% YOY	-5.8%	-8.1%	0.9%	-3.3%	-2.9%	-1.4%	-1.7%	-0.8%	-2.0%
Import of Goods (USD)		% YOY	-11.0%	-12.6%	-12.0%	-1.6%	3.2%	0.8%	-2.5%	2.1%	
Current account		USD bn	31.6	10.2	16.4	6.1	4.8	11.3	38.7	26.5	34.8
Key rates											
Headline inflation		% YOY	-0.9%	-0.9%	-0.5%	-0.1%	0.5%	1.6%	0.4%	0.4%	0.6%
Core inflation		% YOY	1.1%	0.8%	0.7%	0.8%	0.8%	0.9%	0.8%		0.8%
Policy rate (RP-1D) (end period)		% p.a.	1.50%	1.50%	1.50%	1.50%	1.50%	1.50%	1.50%		
THB/USD (end period)		THB/USD	36.1	36.1	35.5	36.0	36.5	37.0	37.0		
Oil prices –Brent (period avg.)		USD/bbl	52.4	43.4	35	44	45	48	43	As of May-16	As of Mar-16

Source: Sources: EIC forecasts, Asia Pacific Consensus Forecasts (May 2016), March 2016 Bank of Thailand's Monetary Policy Report, and Foreign research houses.

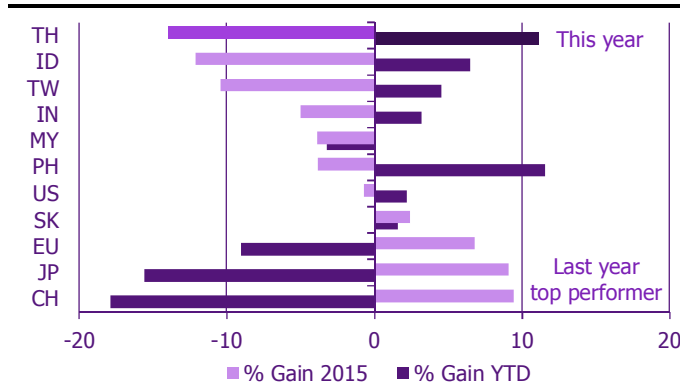
ตลาดหุ้นไทยควรซื้อขายที่ระดับพรีเมียมหรือไม่? ใช่, ควรจะเป็นเช่นนั้น

SET Index เป็นหนึ่งในตลาดหุ้นที่ให้ผลตอบแทนดีเป็นอันดับต้น ๆ ของภูมิภาคในช่วงครึ่งแรกปี 59 โดยอัตราส่วน PE ในระยะ 12 เดือนข้างหน้ากว้างตัวอยู่ที่ระดับประมาณ 14.5 เท่า หรือเท่ากับระดับ +1.5 standard deviation ของ PE เฉลี่ย 10 ปี ค่าถามก็คือ SET ควรซื้อขายที่ระดับพรีเมียมเช่นนี้หรือไม่? เราเชื่อว่าคำตอบคือ “ใช่” ด้วยเหตุผล 3 ประการ

ประการแรก การซื้อขายที่ valuation สูงกว่าค่าเฉลี่ยสะท้อนถึงการแสวงหาผลตอบแทนทั่วโลกมากกว่าที่จะเป็นประเด็นเฉพาะประเทศ ประการที่สอง กำไรที่ลดลงมากในปี 2558 สร้างฐานต่ำ ซึ่งจะช่วยให้กำไรเติบโต YoY อย่างมากในปี 2559 และปี 2560 และจะทำให้อัตราส่วน PE ต่ออัตราเติบโตของกำไรของ SET ดึงดูดในเชิงเปรียบเทียบมากกว่าตลาดหุ้นอื่น ๆ ในภูมิภาค ประการที่สาม เศรษฐกิจไทยได้รับแรงขับเคลื่อนจากการอุปโภคบริโภคในประเทศ (ซึ่งเป็นปัจจัยกระตุ้นการเติบโตที่มีเสถียรภาพมากกว่าการส่งออก) มากขึ้น ในขณะที่ยังคงมีดุลบัญชีเดินสะพัดที่แข็งแกร่ง (ช่วยลดผลกระทบจากการขึ้นดอกเบี้ยของเฟดต่อค่าเงินบาท)

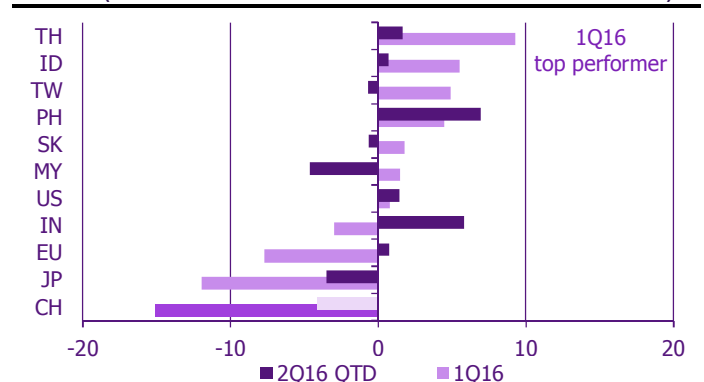
หุ้น **top picks** ประจำปีไตรมาส 3/59 ของเราอิงกับ **story** เกี่ยวกับการเติบโตของอุปสงค์ในประเทศ ซึ่งได้รับปัจจัยกระตุ้นจากรายได้เกษตรกรที่ปรับตัวดีขึ้น การเติบโตของค่าจ้าง และการเคลื่อนย้ายกำลังแรงงานมาสู่กลุ่มที่จ่ายค่าจ้างสูงขึ้น กลุ่มที่จะได้รับประโยชน์มากที่สุดจากการเปลี่ยนแปลงทางปัจจัยพื้นฐานเหล่านี้ คือ พาณิชยกรรม ยานยนต์ และสินเชื่ออุปโภคบริโภค ทำให้เราเลือก **AEONTS CPALL CPF GLOBAL PCSGH และ SAT** เป็น **top picks**

Figure 53: SET Index เป็นตลาดที่ให้ผลตอบแทนดีเป็นอันดับต้น ๆ ในปีนี้



Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

Figure 54: โมเมนตัมดีต่อเนื่องในไตรมาส 2/59 แม้มีความไม่แน่นอนภายนอก (ความไม่แน่นอนของเฟดและการประท้วงประชามติของ UK)

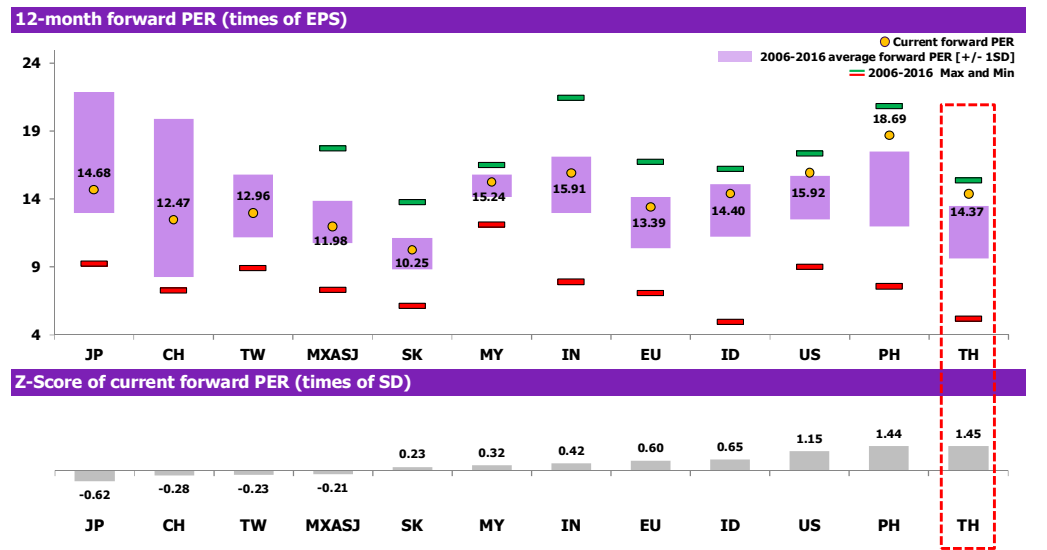


Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

SET เป็นหนึ่งในตลาดหุ้นที่ให้ผลตอบแทนดีเป็นอันดับต้น ๆ ของภูมิภาคในช่วงครึ่งแรกปี 59 ตั้งแต่นั้นปีถึงปัจจุบัน ตลาดหุ้นไทยปรับตัวเพิ่มขึ้น 11% ในสกุลเงินบาท เป็นรองแค่ฟิลิปปินส์ โดยได้รับปัจจัยกระตุ้นจากกลุ่มปิโตรเคมี (+24%), พลังงาน (+23%), พาณิชยกรรม (+19%), อาหาร (+22%), ธนาคาร (+8%) และ ไอซีที (+7%) ซึ่งน่าจะมีสาเหตุมาจากนักลงทุนต่างชาติถือครองหุ้นไทยในระดับต่ำมาก นักลงทุนต่างชาติขายสุทธิหุ้นไทยรวม 4.14 แสนล้านบาทในช่วง 3 ปีที่ผ่านมา โดยเม็ดเงินที่ไหลออกเกือบ 5 หมื่นล้านบาทเกิดขึ้นเฉพาะในไตรมาส 4/58 เพียงไตรมาสเดียว เม็ดเงินที่ไหลออกกลับมาไหลเข้าแล้ว 1.9 หมื่นล้านบาทในไตรมาส 1/59 และ 9 พันล้านบาทในไตรมาส 2/59 (ณ วันที่ 22 มิ.ย.)

SET ซื้อขายที่ระดับพรีเมียม แต่ไม่ใช่แค่ตลาดเดียว การปรับตัวเพิ่มขึ้นมากในไตรมาส 1/59 ส่งผลให้อัตราส่วนราคาต่อกำไร (PER) ในระยะ 12 เดือนข้างหน้าของ SET Index ปรับตัวเพิ่มขึ้นสู่ระดับ ~14.5 เท่า หรือเท่ากับระดับ +1.5 standard deviation ของ PE เฉลี่ย 10 ปี (ดู Figure 55) ตลาดหุ้นไทยไม่ได้ถูกอีกต่อไป แต่เราไม่ได้มองว่า valuation สูงเป็นปัญหา โดยเฉพาะอย่างยิ่งเมื่อเทียบกับตลาดหุ้นอื่น ๆ ในโลก เราเชื่อว่า SET ควรจะซื้อขายที่ระดับพรีเมียม (สูงกว่าค่าเฉลี่ยในอดีต และสอดคล้องกับตลาดอื่นๆ) ด้วยเหตุผล 3 ประการ

Figure 55: ตลาดหุ้นไทยไม่ถูก และก็ไม่ใช่ว่าแค่ตลาดเดียว



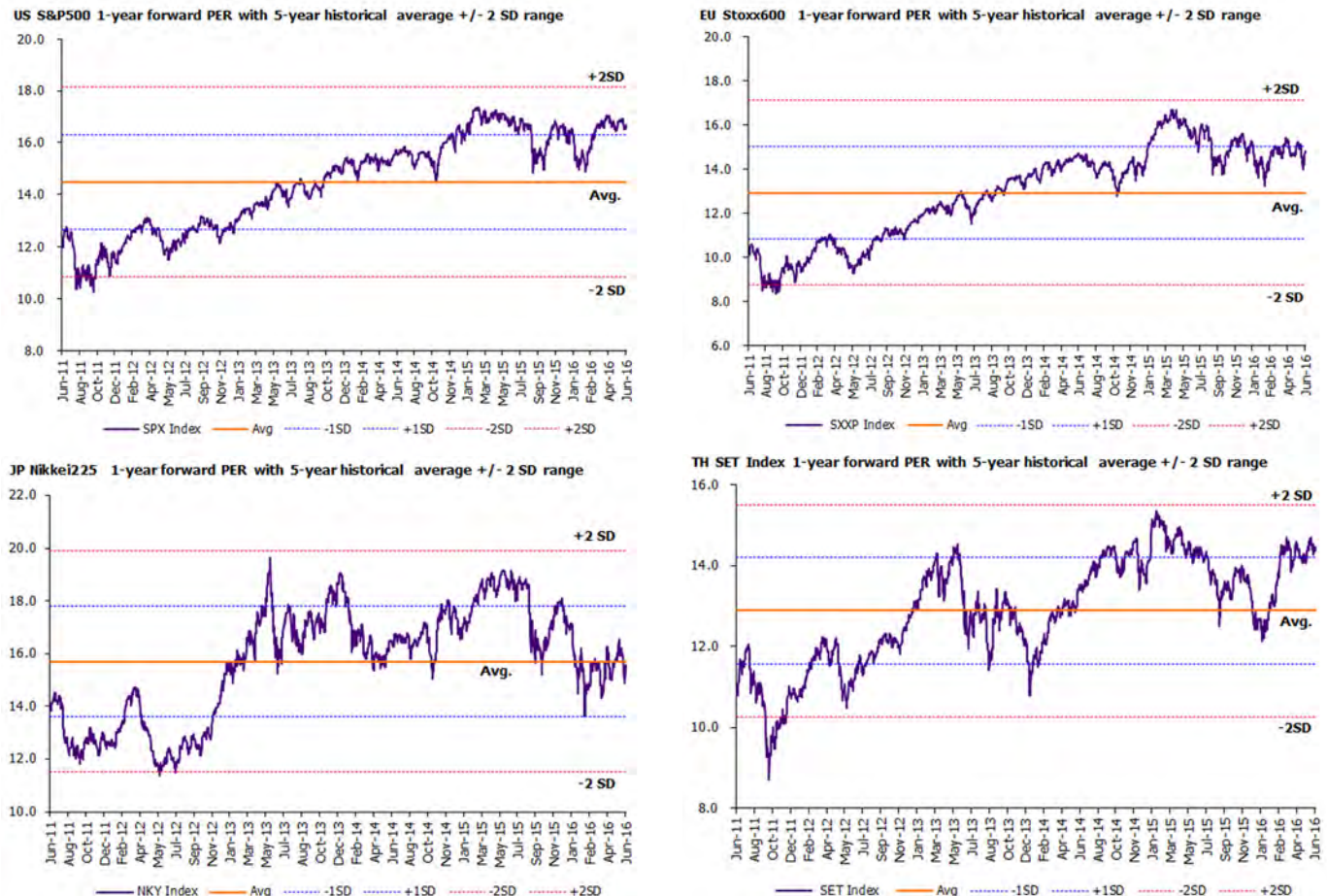
Source: SCBS analysis based on data from Bloomberg (14 March 2016)

Note: US = S&P500, Japan = NKY225, EU = STOXX600, CN = SHCOMP

เหตุผล 3 ประการที่สนับสนุนให้ SET ซื้อขายที่ระดับพรีเมียม

ประการแรก อัตราส่วน PE ที่สูงกว่าค่าเฉลี่ยสะท้อนถึงการแสวงหาผลตอบแทนทั่วโลกมากกว่าที่จะเป็นประเด็นเฉพาะประเทศ ในช่วง 5 ปีที่ผ่านมา โลกได้ประโยชน์จากการฟื้นตัวหลังวิกฤต และสภาพคล่องจำนวนมากทั่วโลก (จากมาตรการ QE, QQE, targeted-QE, และมาตรการในลักษณะเดียวกัน) อัตราส่วน PE ของตลาดหุ้นหลักๆ หลายแห่งปรับตัวเพิ่มขึ้น พร้อมๆ กับสัญญาณของการยอมรับความเสี่ยงได้มากขึ้น และพฤติกรรมแสวงหาผลตอบแทนที่กำลังก่อตัวขึ้น (ดู Figure 56)

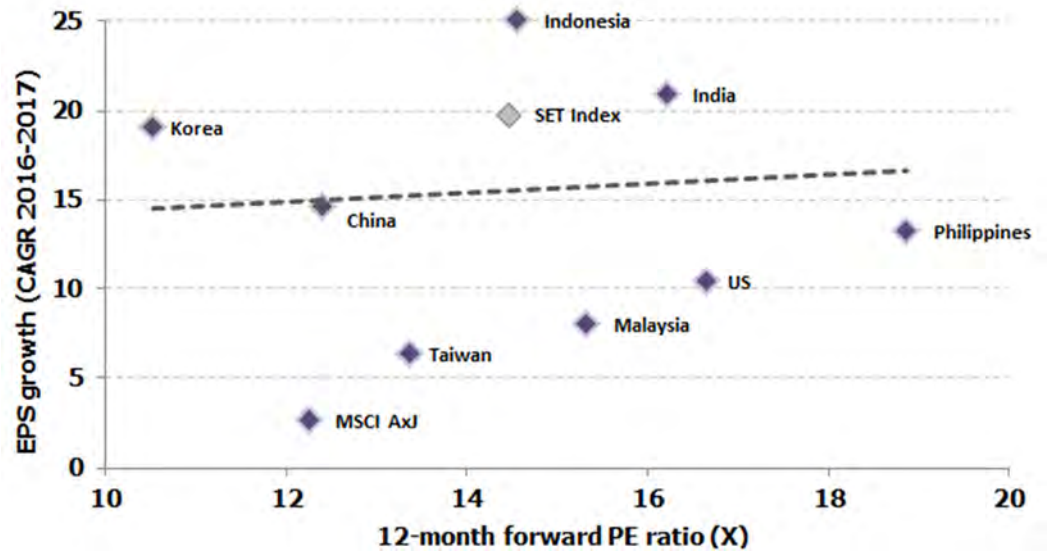
Figure 56: การปรับตัวเพิ่มขึ้นของ Forward PE สะท้อนถึงสภาพคล่องจำนวนมากทั่วโลกในช่วงที่ผลตอบแทนต่ำเป็นเวลานาน



Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

ประการที่สอง ถ้าไรที่มีแนวโน้มเติบโตอย่างแข็งแกร่งทำให้ตลาดหุ้นไทยดูน่าดึงดูดเมื่อเทียบกับตลาดอื่นๆ ในภูมิภาค ถ้าไรที่ลดลงมากในปี 2558 (โดยเฉพาะในช่วงสิ้นปี) สร้างฐานต่ำในปี 2558 ซึ่งจะช่วยให้ถ้าไรมีแนวโน้มเติบโตอย่างแข็งแกร่งในระยะ 2-3 ปีถัดมา ทั้งนี้เมื่อดูที่อัตราส่วน PE ต่ออัตราเติบโตของกำไร พบว่าตลาดหุ้นไทยอยู่ในระดับเดียวกันกับตลาดอื่นๆ ดังแสดงใน Figure 57 ถ้าไรที่ลดลงมากในปี 2558 เกิดจากปัจจัยเฉพาะตัว และเหตุการณ์ที่น่าจะเกิดขึ้นเพียงครั้งเดียว เช่น การปรับลดมูลค่าสต็อกสินค้าโภคภัณฑ์ และ NPL จำนวนมากจากการล้มละลายของบริษัทหลัก ดังนั้นถ้าไรจะปรับตัวเพิ่มขึ้นในอนาคต

Figure 57: อัตราส่วน 1-year forward PE และแนวโน้มการเติบโตของกำไร (อัตราเติบโตเฉลี่ยปี 2559-2560)



Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

ประการที่สาม เศรษฐกิจไทยได้รับแรงขับเคลื่อนจากการอุปโภคบริโภคในประเทศมากขึ้น... การเติบโตของ GDP ส่วนใหญ่เกิดจากอุปสงค์ในประเทศนับตั้งแต่ไตรมาส 1/58 ดังแสดงใน Figure 41 การอุปโภคบริโภคและการลงทุนของภาคเอกชนและภาครัฐช่วยสนับสนุนให้ GDP ขยายตัว ~2.7% เมื่อเทียบกับ real GDP ที่ขยายตัว 2.9% ในปี 2558 และช่วยสนับสนุนให้ GDP ขยายตัวมากกว่า 3% เมื่อเทียบกับ real GDP ที่ขยายตัว 3.2% ในปี 2559 ประเทศอื่นๆ เช่น จีน ก็พยายามผลักดันให้อุปสงค์ในประเทศเป็นปัจจัยกระตุ้นให้ GDP เติบโต ประเทศที่มีอุปสงค์ในประเทศเป็นปัจจัยกระตุ้นการเติบโตของ GDP มีแนวโน้มที่จะรับมือกับสถานการณ์ความวุ่นวายทั่วโลกได้ดีกว่าประเทศที่เศรษฐกิจได้รับปัจจัยกระตุ้นจากการค้า

...ในขณะที่ยังคงรักษาดุลบัญชีเดินสะพัดที่แข็งแกร่ง ซึ่งเป็นปัจจัยสำคัญที่ช่วยให้เงินบาทมีเสถียรภาพ แม้การส่งออกชะลอตัวลง แต่ประเทศไทยยังคงมีเกินดุลบัญชีเดินสะพัด (ประกอบด้วยดุลการค้า ดุลบริการ รายได้ และเงินโอนและบริจาค) อยู่ที่ 16% ของ GDP ในไตรมาส 1/59 สูงที่สุดในรอบกว่า 16 ปี การส่งออกที่ชะลอตัวลงหมายถึงความจำเป็นในการนำเข้าส่วนประกอบน้อยลง ราคาน้ำมันที่ลดลงทำให้ขาดดุลการค้าของรายการที่เกี่ยวข้องกับพลังงานปรับตัวลดลง จำนวนนักท่องเที่ยวที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างมากส่งผลทำให้ดุลบริการสุทธิแข็งแกร่ง เมื่อรวมปัจจัยเหล่านี้เข้าด้วยกันทำให้ประเทศไทยมีเกินดุลบัญชีเดินสะพัดจำนวนมาก และคาดว่าจะส่งผลทำให้ดุลบัญชีเดินสะพัดในปีนี้เป็นสัดส่วนประมาณ 10% ของ GDP ติดอันดับต้นๆ ในภูมิภาค แนวโน้มเช่นนี้จะช่วยสนับสนุนให้เงินบาทมีเสถียรภาพ และจะทำให้ประเทศไทยเป็นจุดหมายการลงทุนที่น่าดึงดูดสำหรับนักลงทุนต่างชาติ (โดยเฉพาะในปีนี้ เพราะมีความเสี่ยงที่จะเกิดการเคลื่อนย้ายเงินลงทุนในภูมิภาคเพื่อตอบสนองต่อการขึ้นอัตราดอกเบี้ยของเฟด)

ประเด็นการลงทุนสำหรับหุ้น top pick ประจำไตรมาส 3/59 และกลยุทธ์การลงทุน

การโหวต Brexit ส่งผลสัญญาณถึงแรงกดดันระยะยาวต่อการค้าทั่วโลก ในขณะที่เราไม่คิดว่าการตัดสินใจของ UK ในการแสวงหาเส้นทางสู่การเติบโตใหม่ภายนอก EU จะส่งผลทำให้เกิดวิกฤตเศรษฐกิจในทันที แต่การค้าทั่วโลกอาจจะเผชิญแรงกดดันจากความเป็นชาตินิยม, อนุรักษนิยม, และการกีดกันทางการค้ามากขึ้น มีสัญญาณว่าประเทศสมาชิกอื่นๆ ของ EU ก็กำลังเริ่มคิดที่จะทำประชาคมเกี่ยวกับการถอนตัวออกจาก EU ด้วย แม้กระทั่งอีกด้านหนึ่งของแอตแลนติก แนวโน้มชาตินิยมก็มีโมเมนตัมมากขึ้น ดังเห็นได้จากความนิยมที่เพิ่มสูงขึ้นต่อนโยบายกีดกันการค้าที่เสนอโดยผู้สมัครชิงตำแหน่งประธานาธิบดีสหรัฐฯ

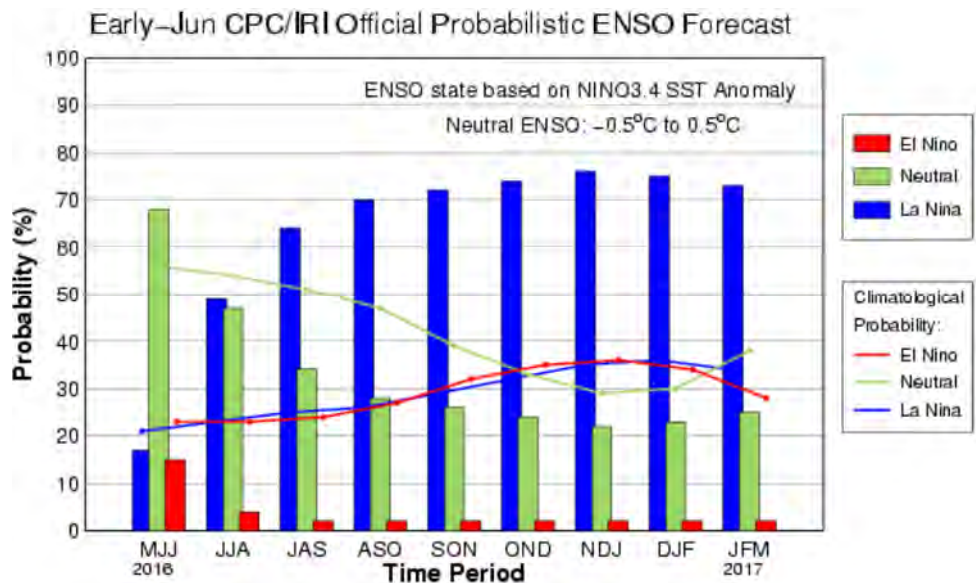
ตลาดจะต้องโฟกัสสิ่งที่เราพูดถึง: เศรษฐกิจที่ได้รับปัจจัยกระตุ้นจากอุปสงค์ในประเทศ GDP ของประเทศไทยอยู่บนเส้นทางเติบโตใหม่ที่มีอัตราการขยายตัว 3-4% (หลังวิกฤต) เทียบกับ 5-6% (ก่อนวิกฤต) แนวโน้มเช่นนี้ไม่น่าแปลกใจแต่อย่างใด เนื่องจากอัตราการขยายตัวของ GDP จีนก็ชะลอตัวลงสู่ 6-7% จากที่มีอัตราเติบโตเป็นตัวเลขสองหลักก่อนวิกฤตการเงินปี 2551 ประเทศไทยถูกบีบให้พึ่งพาอุปสงค์ในประเทศมากขึ้น ในขณะที่เราเชื่อว่าอุปสงค์ในประเทศจะไม่เพียงพอต่อการส่งออกที่ลดลง แต่อุปสงค์ในประเทศก็อาจจะเป็นปัจจัยกระตุ้นการเติบโตเพียงอย่างเดียวที่สามารถรับมือกับสถานการณ์ความวุ่นวายทั่วโลก นับถึงปัจจุบัน การอุปโภคบริโภคภาคครัวเรือนของประเทศไทยค่อนข้างเติบโตได้ดีเมื่อพิจารณาจากหนี้สินระดับสูง ซึ่งเป็นผลกระทบด้านลบจากปัญหายาเสพติดและราคาพืชผลทางการเกษตรระดับต่ำ

ปี 2559 มีแนวโน้มที่จะเป็นปีที่อุปสงค์ในประเทศหนุนการเติบโตของเศรษฐกิจ ประเมินการล่าช้าของศูนย์วิจัยเศรษฐกิจและธุรกิจ ธนาคารไทยพาณิชย์ (EIC) คาดว่า GDP ของประเทศไทยจะขยายตัว ~2.8% ในปี 2559 การอุปโภคบริโภคภาคเอกชน (52% ของ GDP) จะเติบโต 2% ซึ่งจะช่วยสนับสนุนให้ GDP ขยายตัวประมาณ 1% การลงทุนภาคเอกชน (19% ของ GDP), การอุปโภคบริโภคภาครัฐ (17% ของ GDP), และการลงทุนภาครัฐ (6% ของ GDP) จะเติบโต 1.8%, 3.9%, และ 11% ตามลำดับ และจะช่วยสนับสนุนให้ GDP ขยายตัว 0.3%, 0.7%, และ 0.7% ตามลำดับ เมื่อรวมองค์ประกอบของอุปสงค์ในประเทศ 4 ส่วนเหล่านี้เข้าด้วยกันจะช่วยสนับสนุนให้ GDP ในปี 2559 ขยายตัวประมาณ 2.7% เทียบกับอัตราการขยายตัวของ GDP ที่ 2.8% ตัวเลขประมาณการจากนักวิเคราะห์ในตลาดและธนาคารแห่งประเทศไทยก็เป็นไปในทางเดียวกัน

มีเหตุผลที่ช่วยสนับสนุนให้คาดว่ารายได้เกษตรกรจะฟื้นตัว มีเหตุผลที่ทำให้เชื่อว่ารายได้เกษตรกรจะฟื้นตัว โดยคุณภาพผลผลิตจะสูงขึ้น และราคาจะปรับตัวดีขึ้น

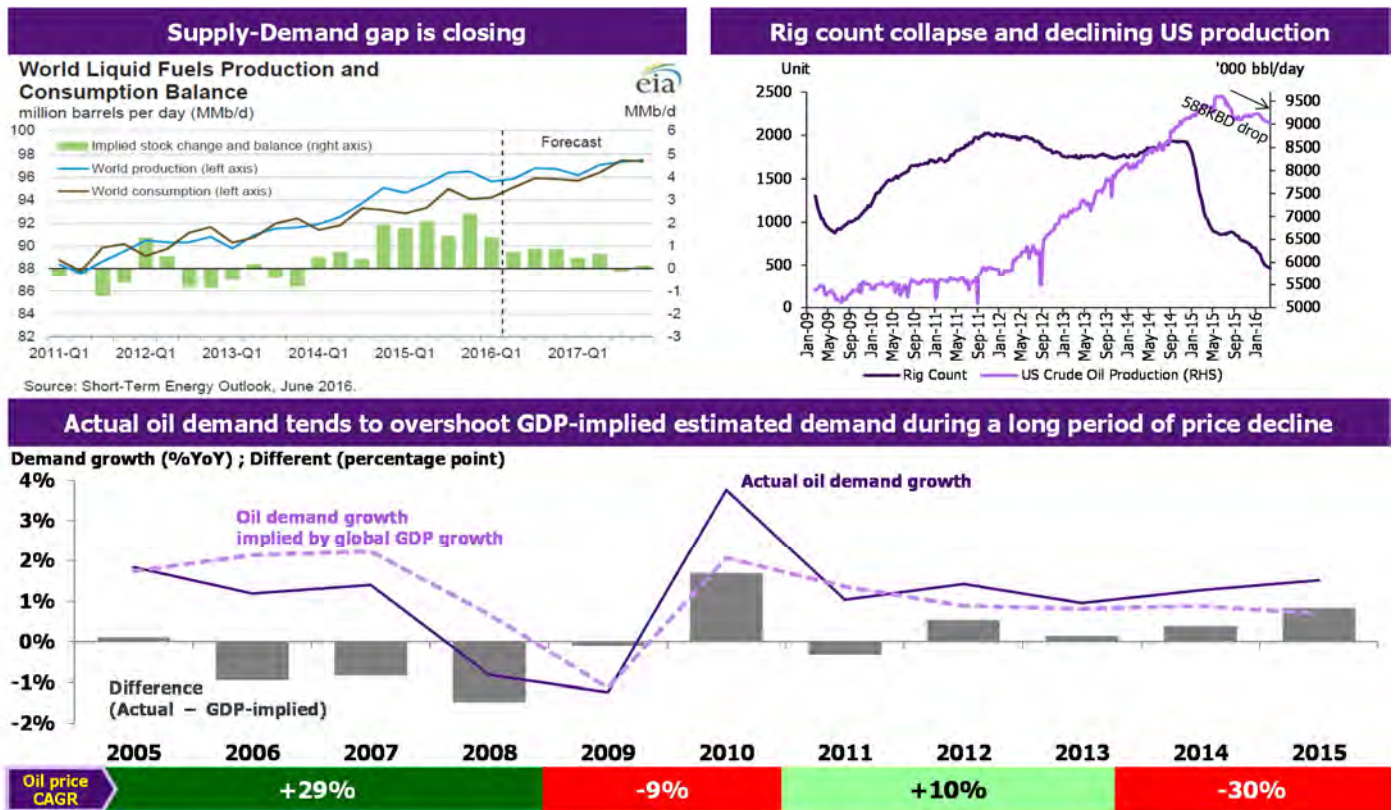
(1) ฝนที่ตกมากขึ้นน่าจะช่วยสนับสนุนให้ปริมาณพืชผลทางการเกษตรปรับตัวเพิ่มขึ้น พืชผลทางการเกษตรได้รับผลกระทบอย่างหนักจากสถานการณ์ภัยแล้งในฤดูเก็บเกี่ยวปี 2558/2559 อย่างไรก็ตาม เราเชื่อว่าสถานการณ์กำลังจะเปลี่ยนไปในทางที่เป็นผลดีต่อเกษตรกร องค์การสมุทรและบรรยากาศแห่งชาติ (US National Oceanic and Atmospheric Administration หรือ NOAA) ของสหรัฐอเมริกา คาดการณ์เมื่อไม่นานนี้ว่ามีโอกาส 50-75% ที่จะเกิดปรากฏการณ์ลานีญา โดยจะเริ่มตั้งแต่เดือน ก.ค. 2559 ดังนั้นเราคาดว่าฝนจะตกมากขึ้นตลอดช่วงครึ่งหลังปี 59 ซึ่งถือเป็นข่าวดีสำหรับการเก็บเกี่ยวในปีนี้

Figure 58: โอกาสเกิดลานีญา (ฝนตกมากขึ้น) ประมาณ 50% ภายในเดือน ก.ค. และ 75% ภายในสิ้นปีนี้ โดยอิงกับการคาดการณ์ของ NOAA ที่เผยแพร่ในเดือน มิ.ย. 2559



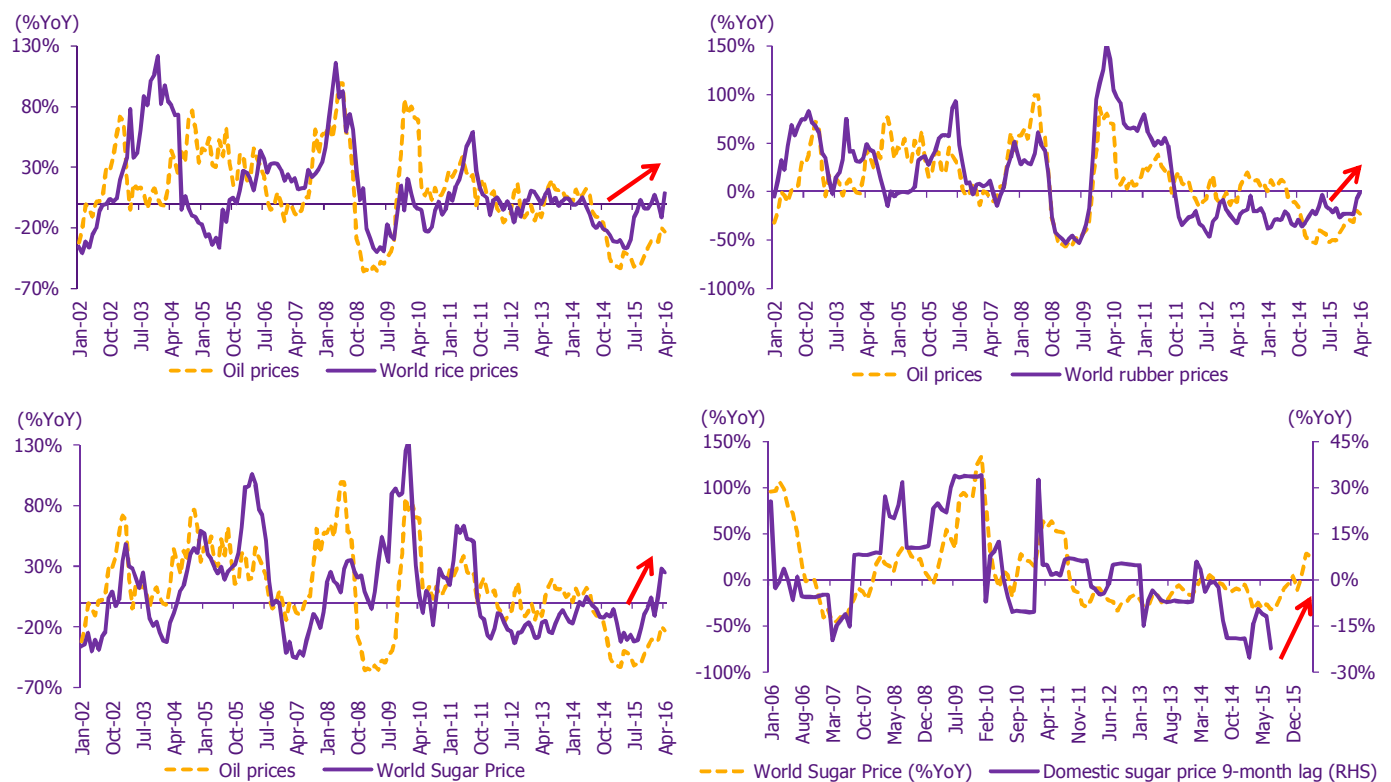
Source: US NOAA

Figure 59: US Department of Energy (EIA) คาดว่าช่องว่างระหว่างอุปทานกับอุปสงค์จะปิดลงภายในกลางปี 2560



Source: EIA (US Department of Energy), SCBS Investment Research

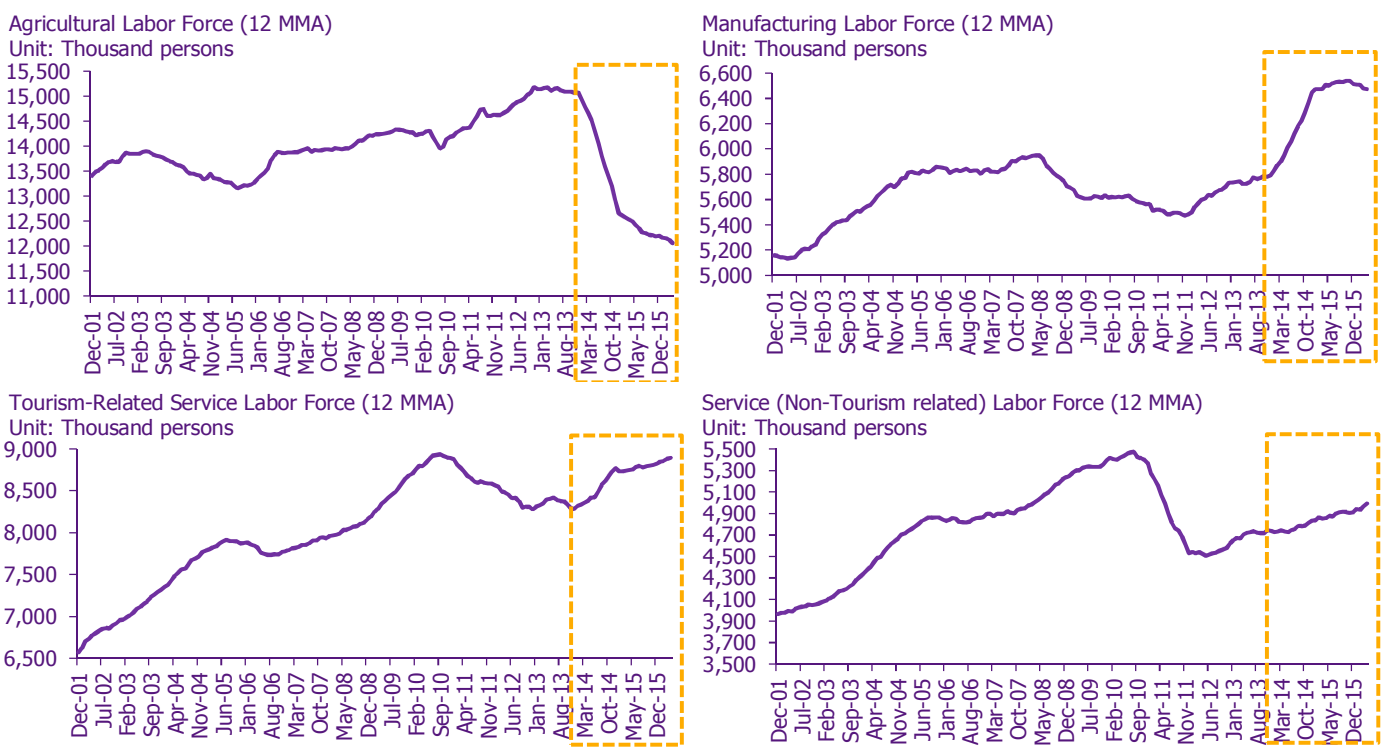
Figure 60: ราคาน้ำตาล ยาง และข้าว มีแนวโน้มเคลื่อนไหวในทิศทางเดียวกันกับราคาน้ำมันดิบ



Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

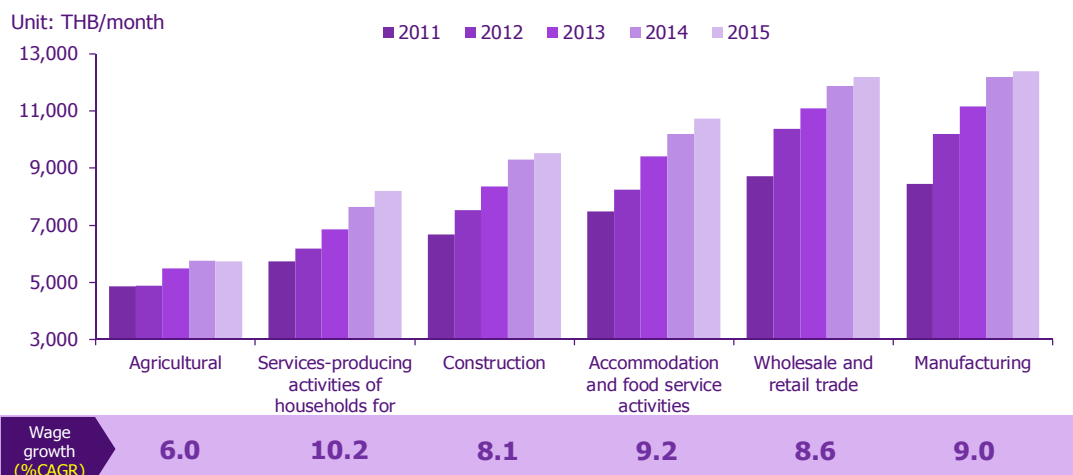
- (2) ราคาน้ำมันที่สูงขึ้นเป็นข่าวดีสำหรับราคาพืชผลทางการเกษตร เราคาดการณ์ราคาน้ำมันดิบเฉลี่ยที่ 55 ดอลลาร์สหรัฐ/บาร์เรลภายในสิ้นปี 2559 (+20% จากราคาเฉลี่ยในไตรมาส 2/59) สูงกว่าระดับที่ตลาดคาดการณ์ไว้ที่ 50-55 ดอลลาร์สหรัฐ/บาร์เรลอยู่เล็กน้อย ประเมินการของเรากับอุปทานส่วนเกินที่ลดลงและอุปสงค์ผลิตภัณฑ์ขั้นสุดท้ายที่เพิ่มขึ้นอันเป็นผลมาจากราคาน้ำมันระดับต่ำ Energy Information Administration (องค์การสารสนเทศด้านพลังงานของสหรัฐฯ) คาดว่าอุปสงค์น้ำมันส่วนเกินจะลดลงไปจนถึงสิ้นปี 2559 และช่องว่างระหว่างอุปทานกับอุปสงค์จะปิดลงภายในกลางปี 2560 อุปสงค์น้ำมันทั่วโลกมีความสัมพันธ์ค่อนข้างมากกับอัตราการขยายตัวของ GDP โลก อย่างไรก็ดี เมื่อราคาน้ำมันลดลง อุปสงค์ทั่วโลกมีแนวโน้มเติบโตสูงกว่าอุปสงค์ที่คำนวณโดยอิงกับ GDP ซึ่งช่วยสนับสนุนแนวคิดที่ว่าช่องว่างระหว่างอุปทานกับอุปสงค์จะปิดลง เราเชื่อว่าราคาผลิตภัณฑ์ทางการเกษตรหลักๆ ของประเทศไทย (ยาง น้ำตาล และข้าว) จะปรับตัวเพิ่มขึ้น เนื่องจากราคาผลิตภัณฑ์เหล่านี้มีความสัมพันธ์ค่อนข้างสูงกับราคาน้ำมันในอดีตที่ผ่านมา
- (3) การเคลื่อนย้ายแรงงานออกจากภาคเกษตรน่าจะช่วยสนับสนุนให้รายได้โดยรวมปรับตัวดีขึ้น ตั้งแต่ช่วงครึ่งแรกปี 57 มีการเคลื่อนย้ายกำลังแรงงานออกจากภาคเกษตรไปสู่นอกภาคเกษตรอย่างชัดเจน ข่าวดีคือแรงงานนอกภาคเกษตรไม่ใช่แค่ได้รับค่าจ้างสูงขึ้นเท่านั้น แต่ค่าจ้างยังเติบโตเร็วกว่าค่าจ้างในภาคเกษตรด้วย

Figure 61: แรงงานเคลื่อนย้ายออกจากภาคเกษตร



Source: Bank of Thailand, National Statistical Office, SCBS Investment Research

Figure 62: แรงงานนอกภาคเกษตรได้รับจ้างสูงกว่าและเติบโตเร็วกว่าแรงงานภาคเกษตร

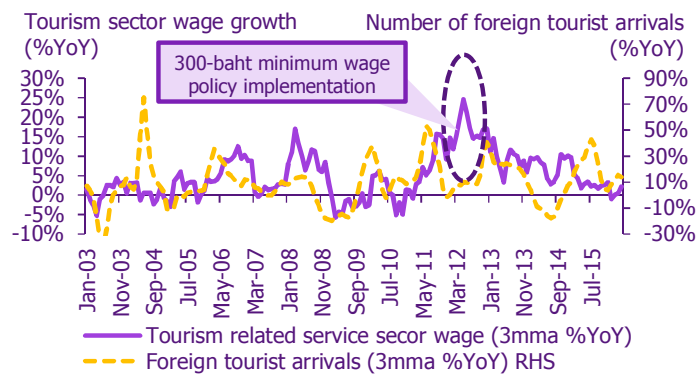


Source: Bank of Thailand, National Statistical Office, SCBS Investment Research

การเติบโตของค่าจ้างนอกภาคเกษตรก็เป็นปัจจัยบวก อุตสาหกรรมการท่องเที่ยวเป็นส่วนสำคัญที่ช่วยสนับสนุนให้เศรษฐกิจไทยเติบโต แม้การเติบโตกลับสู่ภาวะปกติ แต่คาดว่าจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติที่เดินทางเข้ามาในประเทศไทยจะเติบโตมากกว่า 10% ในปีนี้ ค่าจ้างภาคบริการมีแนวโน้มที่จะได้รับประโยชน์จากการเติบโตดังกล่าว โดยเฉพาะธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับการท่องเที่ยว (โรงแรม ร้านอาหาร และค้าปลีก) การเติบโตของค่าจ้างภาคการผลิตมีแนวโน้มที่จะสะท้อนถึงการเติบโตของการส่งออกสินค้าและบริการในสกุลเงินบาท การเติบโตของการส่งออกในสกุลดอลลาร์สหรัฐดูเหมือนจะทำต่ำสุดแล้ว สำนักวิจัยส่วนใหญ่คาดว่าเงินบาทจะอ่อนค่าลงอีกในปี 2559 แนวโน้มเช่นนี้จะส่งผลถึงค่าจ้างภาคการผลิตที่ฟื้นตัวขึ้น

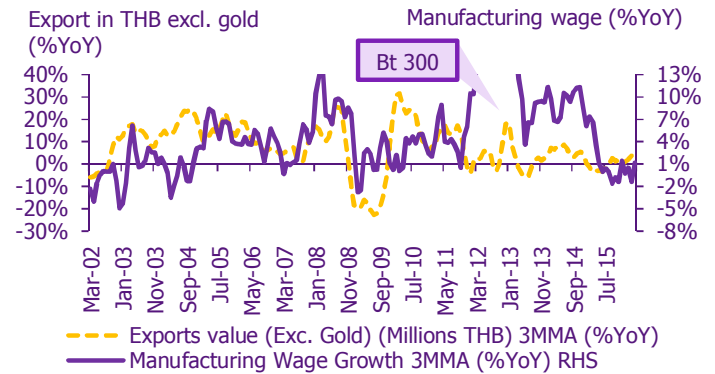
ภาคเอกชนก็แสดงสัญญาณความเชื่อมั่นเพิ่มขึ้น ซึ่งเป็นปัจจัยสำคัญอีกอย่างหนึ่งที่ช่วยสนับสนุนอุปสงค์ในประเทศ ดัชนีความเชื่อมั่นทางธุรกิจ (BSI) ปรับตัวเพิ่มขึ้นตั้งแต่ไตรมาส 3/58 เข้าใกล้ระดับที่เคยเห็นก่อนที่ตลาดหุ้นจะปรับตัวลดลงในช่วงครึ่งแรกปี 56 ราคาข้าวที่ปรับตัวลงถึงจุดต่ำสุดก็จะช่วยกระตุ้นให้ดัชนีความเชื่อมั่นผู้บริโภคปรับตัวเพิ่มขึ้นในอนาคตด้วย

Figure 63: อัตราเติบโตของค่าจ้างภาคบริการและอัตราเติบโตของจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติ



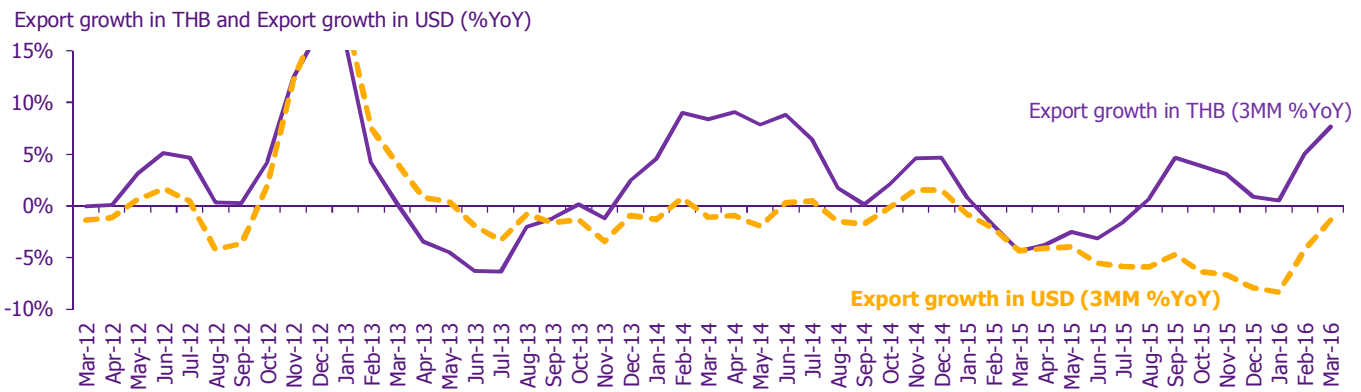
Source: Bank of Thailand, Tourism Authority of Thailand, SCBS

Figure 64: อัตราเติบโตของค่าจ้างภาคการผลิตและรายได้จากการส่งออกในสกุลเงินบาท



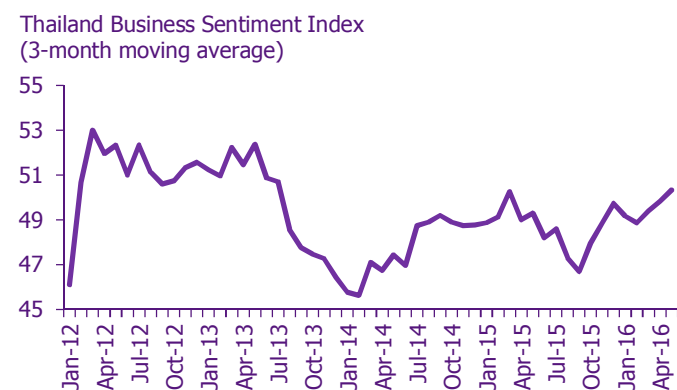
Source: Bank of Thailand, Ministry of Commerce, SCBS Investment Research

Figure 65: เงินบาทที่อ่อนค่าลงส่งผลดีต่อคนงานในอุตสาหกรรมที่เกี่ยวข้องกับการส่งออก



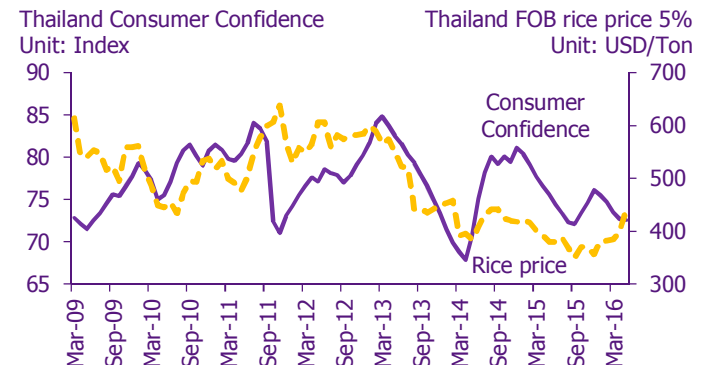
Source: Bank of Thailand, Ministry of Commerce, SCBS Investment Research

Figure 66: ดัชนีความเชื่อมั่นทางธุรกิจมีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้น



Source: Bank of Thailand, SCBS Investment Research

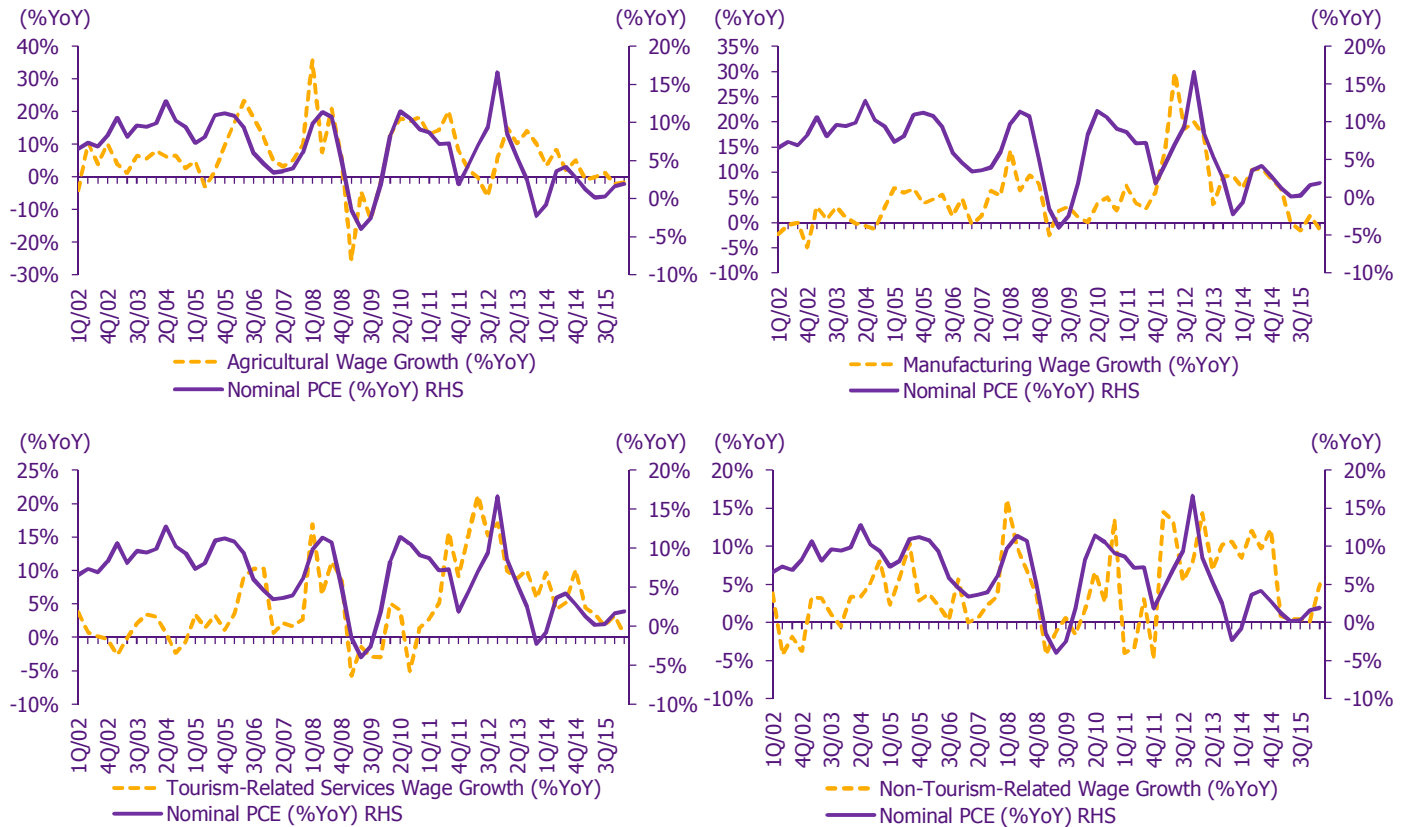
Figure 67: รายได้เกษตรกรที่เพิ่มขึ้นมีแนวโน้มที่จะช่วยกระตุ้นให้ความเชื่อมั่นผู้บริโภคปรับตัวเพิ่มขึ้น



Source: Bank of Thailand, UTCC, SCBS Investment Research

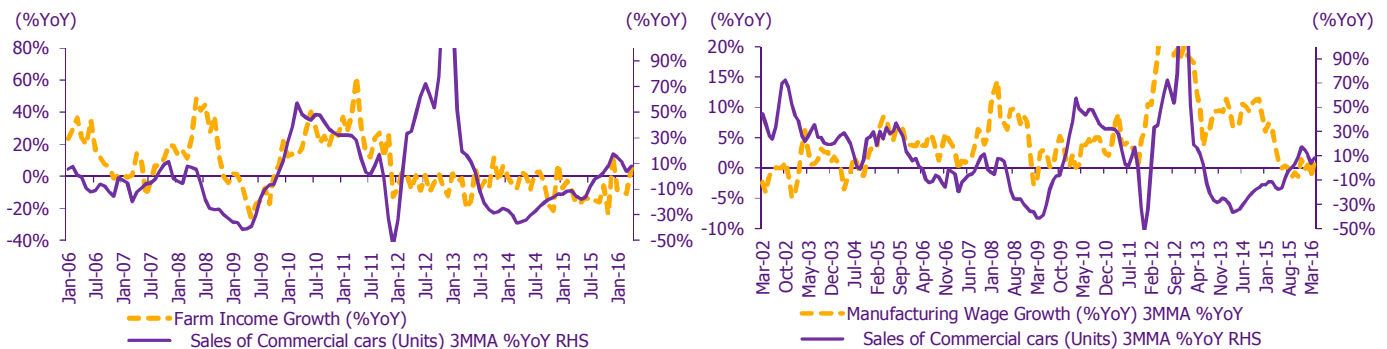
ปัจจัยที่ช่วยสนับสนุนให้การอุปโภคบริโภคภาคเอกชนเติบโตอย่างต่อเนื่องและยั่งยืนมากที่สุด คือ รายได้ การอุปโภคบริโภคภาคเอกชนที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นมักจะได้รับปัจจัยกระตุ้นจากองค์ประกอบ 3 อย่าง: รายได้ (รายได้เกษตรกร และค่าจ้างนอกภาคเกษตร), การกู้ยืม (การเติบโตของสินเชื่อ, สินเชื่อดอกเบี้ยต่ำตามนโยบายกึ่งการคลัง), และความเชื่อมั่น เราเชื่อว่าปีนี้ภาคครัวเรือนระดับสูงจะเป็นประเด็นที่ต้องใช้เวลานานในการซึมซับ อย่างไรก็ตาม รายได้ที่ปรับตัวดีขึ้นล่าสุด (ปัจจัยสำคัญที่สุดในการกระตุ้นให้การอุปโภคบริโภคภาคเอกชนเติบโตอย่างยั่งยืน) จะช่วยสนับสนุน story การเติบโตที่นำโดยการอุปโภคบริโภคในประเทศ ซึ่งรวมถึงอุปสงค์สินค้าคงทน เช่น รถยนต์เพื่อการพาณิชย์

Figure 68: อัตราเติบโตของการอุปโภคบริโภคภาคเอกชนและค่าจ้างแยกตามกลุ่ม



Source: Bank of Thailand, NESDB, SCBS Investment Research

Figure 69: ยอดขายรถยนต์เพื่อการพาณิชย์ได้รับปัจจัยกระตุ้นจากรายได้เกษตรกรและค่าจ้างภาคการผลิต



Source: Bank of Thailand, NESDB, SCBS Investment Research

หุ้น **top picks** ประจำไตรมาส 3/59 ของเรายังคงกับการเติบโตของอุปสงค์ในประเทศ ซึ่งได้รับปัจจัยกระตุ้นจากรายได้เกษตรกรที่ปรับตัวดีขึ้น การเติบโตของค่าจ้าง และการเคลื่อนย้ายกำลังแรงงานเข้าสู่กลุ่มที่จ่ายค่าจ้างสูงขึ้น กลุ่มที่จะได้รับประโยชน์มากที่สุดจากการเปลี่ยนแปลงทางปัจจัยพื้นฐานเหล่านี้ คือ พาณิชยกรรม ยานยนต์ และสินเชื่ออุปโภคบริโภค ด้วยเหตุนี้ เราจึงเลือก AEONTS CPALL CPF GLOBAL PCSGH และ SAT เป็น top picks

Top picks

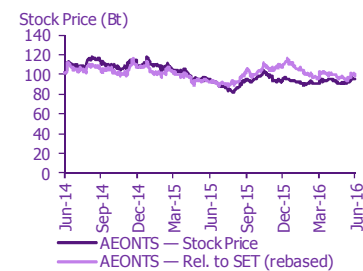
ชื่อ

Stock Data

Last close (Jun 28) (Bt)	95.25
12-m target price (Bt)	115.00
Upside (Downside) to TP (%)	20.73
Mkt cap (Btbn)	23.81
Mkt cap (US\$mn)	676

Bloomberg code	AEONTS TB
Reuters code	AEONTS.BK
Risk rating	H
Mkt cap (%) SET	0.17
Sector % SET	2.06
Shares issued (mn)	250
Par value (Bt)	1.00
12-m high / low (Bt)	107 / 80.3
Avg. daily 6m (US\$mn)	0.10
Foreign limit / actual (%)	49 / 49
Free float (%)	29.9
Dividend policy (%)	≥ 30

Price Performance



Share performances

	1M	3M	12M
Absolute	3.8	(1.0)	0.5
Relative to SET	2.9	(4.1)	5.7

Source: SET, SCBS Investment Research

กิตติมา สัตยพันธ์, CFA

นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1003

kittima.sattayapan@scb.co.th

สภาพแวดล้อมทางธุรกิจสดใสมากขึ้น

AEONTS พบสัญญาณที่ดีขึ้นของปัจจัยสำคัญที่ช่วยกระตุ้นแนวโน้มการเติบโตของบริษัทจากรายได้เกษตรกรที่เพิ่มขึ้น มาตรการช่วยเหลือเกษตรกร และการขึ้นค่าจ้างขั้นต่ำใน 5 อุตสาหกรรม ดันทุนเงินทุนและค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานที่ลดลงจะช่วยสนับสนุนให้กำไรเพิ่มขึ้น ส่วนแบ่งกำไรที่เพิ่มขึ้นจากบริษัทย่อยในกลุ่มประเทศ CLMV จะช่วยสนับสนุนการเติบโตในระยะยาว **AEONTS** ซื้อขายที่ valuation ที่น่าสนใจด้วย PER 9 เท่า แนะนำ "ซื้อ"

แนวโน้มดีขึ้น: รายได้เกษตรกรฟื้นตัว, มาตรการช่วยเหลือเกษตรกร, และการขึ้นค่าจ้าง เราคาดว่าปริมาณธุรกิจของ AEONTS จะปรับตัวเพิ่มขึ้นในช่วงครึ่งหลังของปีนี้ โดยได้รับปัจจัยหนุนจากรายได้เกษตรกรที่เริ่มฟื้นตัว มาตรการของรัฐบาลในการช่วยเหลือเกษตรกร และค่าจ้างที่สูงขึ้น รายได้เกษตรกรกลับมามีอัตราเติบโตเป็นบวกที่ 5% YoY ในเดือน เม.ย. โดยเติบโตเป็นบวกเดือนแรกนับตั้งแต่ปี 2558 และเราคาดว่ารายได้เกษตรกรจะฟื้นตัวอย่างต่อเนื่อง จากราคาพืชผลทางการเกษตรปรับตัวดีขึ้น นอกจากนี้ กรม.ก็เพิ่งอนุมัติงบประมาณ 4.5 หมื่นล้านบาทเพื่อช่วยเหลือเกษตรกรผ่านช่องทาง: 1) การสนับสนุนการผลิตรายย่อย (3.8 หมื่นล้านบาท); 2) พักชำระหนี้ (5.4 พันล้านบาท); และ 3) ประกันภัยข้าวนาปี (2.1 พันล้านบาท) กรม.ยังอนุมัติขึ้นค่าจ้างขั้นต่ำใน 5 อุตสาหกรรมจาก 300 บาท/วัน สู่ 360-550 บาท/วัน ซึ่งคาดว่าจะมีผลบังคับใช้ในเดือน ส.ค. ด้วย เราคาดสินเชื่อกว่าเติบโตเพิ่มขึ้นจาก 7% ในปีบัญชี 2558 สู่ 8% ในปีบัญชี 2559 และ 10% ในปีบัญชี 2560

เติบโตในระยะยาวมากขึ้นจากการขยายธุรกิจในกลุ่มพหุและเมียนมาร์ บริษัทย่อยในกลุ่มพหุฯเริ่มดำเนินงานธุรกิจบัตรเครดิตในปีนี้ และบริษัทย่อยในเมียนมาร์รายงานกำไร 11 ล้านบาทในปีบัญชี 2558 และจะขยายสินเชื่อบริษัทในระยะเวลา 2-3 ปีข้างหน้า เนื่องจากตอนนี้บริษัทสามารถใช้เงินกู้จากธนาคารเป็นแหล่งเงินทุนอีกทางหนึ่ง หลังจากรัฐบาลเมียนมาร์ออกใบอนุญาตธนาคารแก่ธนาคารต่างชาติ AEONTS ตั้งเป้าเพิ่มสัดส่วนรายได้จากบริษัทย่อยในตลาด CLMV สู่ 10% ภายในปีบัญชี 2563 จากปัจจุบันที่มีสัดส่วนประมาณ 1% โดยตั้งเป้ารายได้ในระยะ 5 ปีข้างหน้าเติบโตเฉลี่ย 43% ต่อปี เราคาดว่าบริษัทย่อยในกลุ่มประเทศ CLMV ที่เติบโตอย่างแข็งแกร่งจะช่วยสนับสนุนให้สินเชื่อบริษัทเพิ่มขึ้นในระยะยาว

ต้นทุนเงินทุนจะลดลงอีกจากการปรับอันดับความน่าเชื่อถือเพิ่มขึ้น สภาวะอัตราดอกเบี้ยต่ำเป็นเวลานานน่าจะช่วยให้ต้นทุนเงินทุนของบริษัทปรับตัวลดลงสู่ระดับต่ำกว่า 4% เป็นครั้งแรกในไตรมาส 1 ปีบัญชี 59 เทียบกับ 4.13% ในไตรมาส 4 ปีบัญชี 58 และ 4.41% ในปีบัญชี 2558 การปรับอันดับความน่าเชื่อถือเพิ่มขึ้นสู่ A- เมื่อไม่นานมานี้จะช่วยลดต้นทุนเงินทุนปรับตัวลดลงอีก ดังนั้นเราคาดว่าส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยสุทธิของ AEONTS จะเพิ่มขึ้น 0.16% ในปีบัญชี 2559

ควบคุมค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานในระยะสั้น และได้ประโยชน์ในระยะยาวจากโครงการ National e-Payment เราคาดว่าค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานจะเติบโตลดลงสู่ 6% ในปีบัญชี 2559 จาก 7% ในปีบัญชี 2558 และ 10% ในปีบัญชี 2557 โดยได้รับปัจจัยหนุนจากนโยบายที่เข้มงวดมากขึ้นและไม่มีผลกระทบจากการว่าจ้างบริษัทย่อยติดตามหนี้ในเดือน เม.ย. 2558 อีกต่อไป AEONTS วางแผนหยุดเพิ่มจำนวนพนักงานในปีบัญชี 2559 และเจรจากับ vendor เพื่อลดต้นทุน ธปท.จะประกาศใช้แผนยุทธศาสตร์การพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานระบบการชำระเงินแบบอิเล็กทรอนิกส์แห่งชาติ (National e-Payment Master Plan) พร้อมกันระบบโอนเงินรูปแบบใหม่ที่เรียกว่า "พร้อมเพย์" (PromptPay) ตอนสิ้นเดือน ต.ค. เพื่อสนับสนุนระบบการโอนเงินหรือชำระเงินโดยใช้เลขที่บัตรประชาชน หรือหมายเลขโทรศัพท์เคลื่อนที่ที่ลงทะเบียนไปผูกกับบัญชีธนาคารที่เลือกไว้ แทนการใช้หมายเลขบัญชีเงินฝากค่าธรรมเนียมการทำธุรกรรมสำหรับบริการพร้อมเพย์อยู่ที่ 0-10 บาท ต่ำกว่าค่าธรรมเนียมการทำธุรกรรมตามปกติที่ 0-120 บาทอย่างมาก บริการพร้อมเพย์สำหรับธุรกรรมระหว่างบริษัทและการจ่ายบิลจะอยู่ในขั้นตอนต่อไป ซึ่งจะส่งผลดีต่อ AEONTS ในรูปของต้นทุนการทำธุรกรรมที่ลดลงทั้งตัวบริษัทเองและลูกค้าของบริษัท

แนะนำ "ซื้อ" เพราะ valuation น่าสนใจ และธุรกิจมีแนวโน้มฟื้นตัวดีขึ้น เรามองว่า valuation ของ AEONTS ไม่แพง โดยซื้อขายที่ PER 9 เท่า และ PBV 1.7 เท่า เทียบกับ ROE ระดับ 21% ในปีบัญชี 2559 โดยคาดว่าสินเชื่อบริษัทจะเพิ่มขึ้น ต้นทุนเงินทุนและค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานจะปรับตัวลดลง และบริษัทย่อยในกลุ่มประเทศ CLMV มีแนวโน้มเติบโตสูง

Forecasts and valuation

FY Feb of the following year	Unit	FY2014	FY2015	FY2016F	FY2017F	FY2018F
Net profit	(Btbn)	2,418	2,446	2,678	2,955	3,400
EPS	(Bt)	9.67	9.79	10.71	11.82	13.60
BVPS	(Bt)	41.8	48.1	55.2	63.2	72.6
DPS	(Bt)	3.45	3.45	3.75	4.14	4.76
PER (x)	(x)	9.8	9.7	8.9	8.1	7.0
EPS growth	(%)	-3	1	9	10	15
PBV	(x)	2.28	1.98	1.72	1.51	1.31
ROE	(%)	25.0	21.8	20.7	20.0	20.0
Dividend yields	(%)	3.62	3.62	3.94	4.34	5.00

Source: SCBS Investment Research

Financial statement

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY Feb 20 of the following year	2014	2015	2016F	2017F	2018F
Interest & dividend income	15,248	15,527	16,646	18,151	20,061
Interest expense	2,358	2,303	2,310	2,487	2,751
Net interest income	12,890	13,225	14,336	15,664	17,309
Non-interest income	1,960	1,904	1,851	1,844	1,947
Non-interest expenses	6,827	7,294	7,731	8,195	8,769
Earnings before tax & provision	8,022	7,835	8,455	9,313	10,488
Tax	611	625	668	738	849
Equities & minority interest	21	(9)	4	4	4
Core pre-provision profit	7,433	7,200	7,791	8,579	9,643
Provision	5,015	4,754	5,113	5,625	6,243
Core net profit	2,418	2,446	2,678	2,955	3,400
Extra item	0	0	0	0	0
Net profit	2,418	2,446	2,678	2,955	3,400
EPS (Bt)	9.67	9.79	10.71	11.82	13.60
DPS (Bt)	3.45	3.45	3.75	4.14	4.76

Balance Sheet (Btmn)

FY Feb 20 of the following year	2014	2015	2016F	2017F	2018F
Cash	2,769	2,925	3,049	3,059	3,144
Gross loans	58,914	63,127	68,177	74,994	83,244
Loan loss reserve	2,428	2,403	2,915	3,477	4,101
Net loans	56,485	60,723	65,262	71,517	79,142
Total assets	64,392	70,721	75,432	81,747	89,510
Borrowings	49,452	56,051	58,972	63,294	68,716
Total liabilities	53,947	58,616	61,537	65,859	71,281
Paid-up capital	250	250	250	250	250
Total Equities	10,444	12,021	13,811	15,804	18,144
BVPS (Bt)	41.78	48.08	55.24	63.22	72.58

Key Financial Ratios & Key assumptions

	2014	2015	2016F	2017F	2018F
Loan growth (%)	7.5	7.2	8.0	10.0	11.0
Yield on earn'g assets (%)	26.82	25.45	25.36	25.36	25.36
Cost on int-bear'g liab (%)	4.85	4.41	4.06	4.11	4.21
Spread (%)	21.96	21.03	21.29	21.24	21.14
Net interest margin(%)	22.67	21.67	21.84	21.88	21.88
ROA (%)	3.87	3.62	3.66	3.76	3.97
ROE (%)	24.99	21.78	20.73	19.95	20.03
NPLs/ Total Loans (%)	3.38	3.34	3.40	3.44	3.47
Provision/Total loans (%)	8.51	7.53	7.50	7.50	7.50
LLR/NPLs(%)	121.9	114.1	125.6	134.9	142.0
Cost to income ratio (%)	46.0	48.2	47.8	46.8	45.5
D/E (x)	5.2	4.9	4.5	4.2	3.9

Loan breakdown

	2014	2015	2016F	2017F	2018F
Hire purchase	2.6	2.6	2.6	2.6	2.6
Personal loans	59.4	56.9	56.9	56.9	56.9
Credit card loans	37.7	40.2	40.2	40.2	40.2

12-Month Cumulative directors trade

NA

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY Feb 20 of the following year	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15
Interest & dividend income	3,929	3,808	3,972	4,001	3,747
Interest expense	598	574	583	579	567
Net interest income	3,332	3,234	3,389	3,421	3,180
Non-interest income	334	380	571	527	425
Non-interest expenses	1,693	1,805	1,843	1,986	1,659
Earnings before tax & provision	1,972	1,809	2,117	1,962	1,946
Tax	150	132	182	143	168
Equities & minority interest	4	2	(1)	(5)	(5)
Core pre-provision profit	1,826	1,679	1,935	1,814	1,772
Provision	1,236	1,155	1,204	1,265	1,131
Core net profit	590	524	731	550	642
Extra item	0	0	0	0	0
Net profit	590	524	731	550	642
EPS (Bt)	2.36	2.09	2.93	2.20	2.57

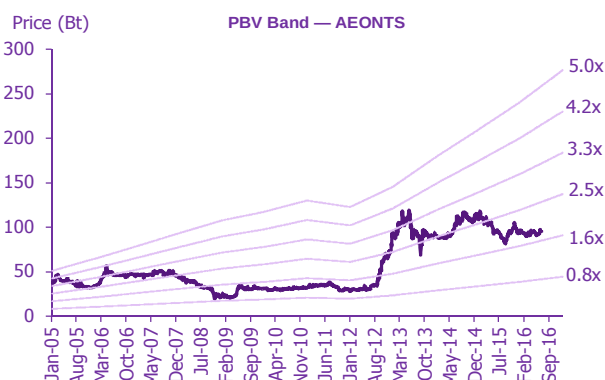
Balance Sheet (Btmn)

FY Feb 20 of the following year	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15
Cash	2,769	2,366	2,542	2,658	2,925
Gross loans	58,914	59,725	61,134	62,504	63,127
Loan loss reserve	2,428	2,431	2,574	2,672	2,403
Net loans	56,485	57,294	58,560	59,832	60,723
Total assets	64,392	65,209	68,146	69,731	70,721
Borrowings	49,452	51,094	54,167	56,207	56,051
Total liabilities	53,947	54,248	56,849	58,266	58,616
Paid-up capital	250	250	250	250	250
Total Equities	10,444	10,961	11,228	11,386	12,021
BVPS (Bt)	41.78	43.84	44.91	45.55	48.08

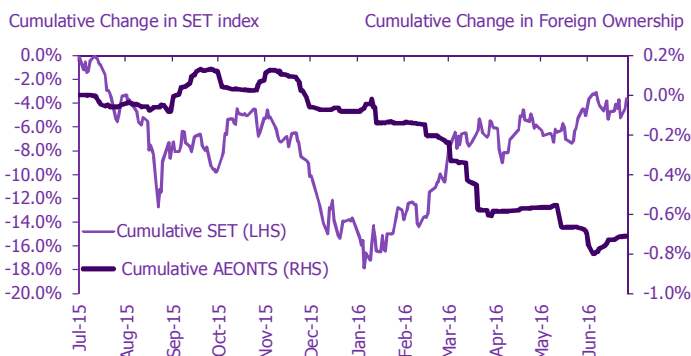
Key Financial Ratios

	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15
Yield on earn'g assets (%)	26.69	25.68	26.29	25.89	23.86
Cost on int-bear'g liab (%)	4.82	4.67	4.58	4.34	4.13
Net interest margin(%)	22.64	21.81	22.44	22.14	20.25
NPLs/ Total Loans(%)	3.38	3.30	3.50	3.67	3.34
Provision/Total loans (%)	8.39	7.74	7.88	8.09	7.16
LLR/NPLs(%)	121.90	123.35	120.13	116.54	114.13
Cost to income ratio (%)	46.18	49.95	48.88	51.73	46.02

PBV Band

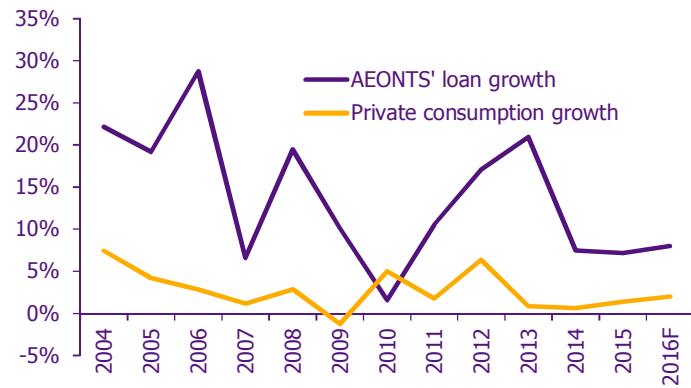


12 Month cumulative chg in foreign ownership versus cumulative chg in SET index



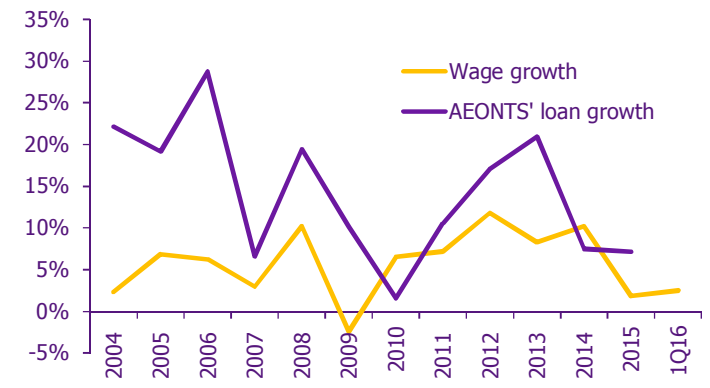
Source: SET, SCBS Investment Research

Figure 1: AEONTS' loan growth vs. consumption



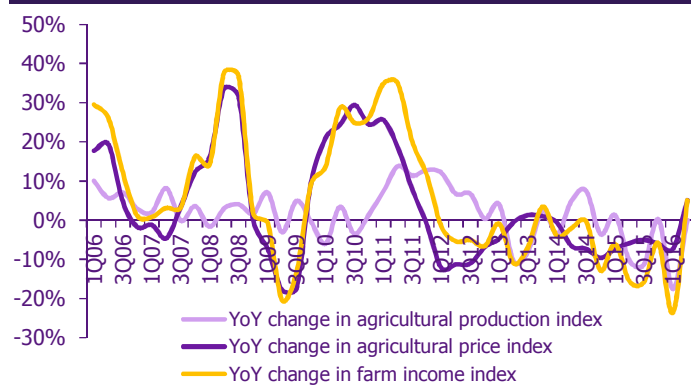
Source: AEONTS, BoT and SCBS Investment Research

Figure 2: AEONTS' loan growth vs. wage growth



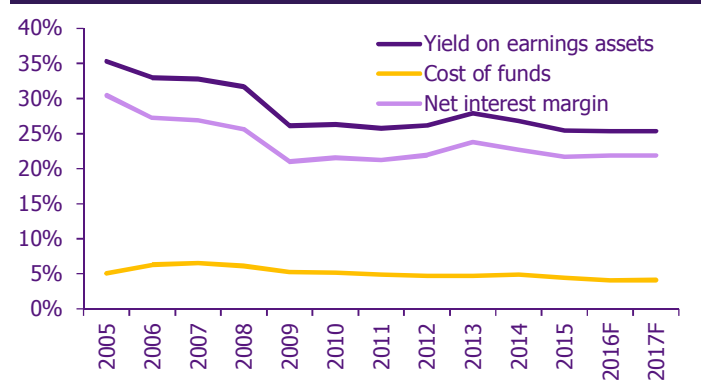
Source: AEONTS, BoT and SCBS Investment Research

Figure 3: Farm income



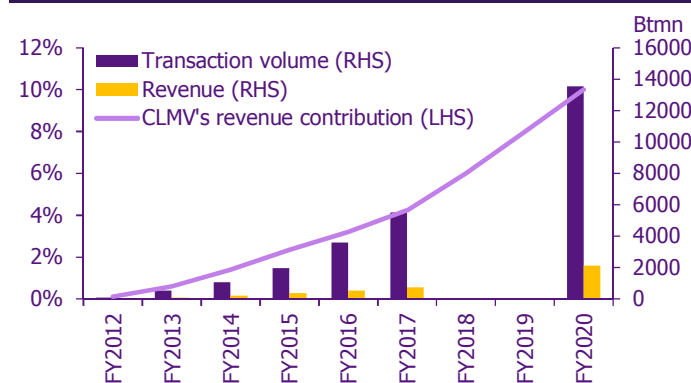
Source: AEONTS and SCBS Investment Research

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



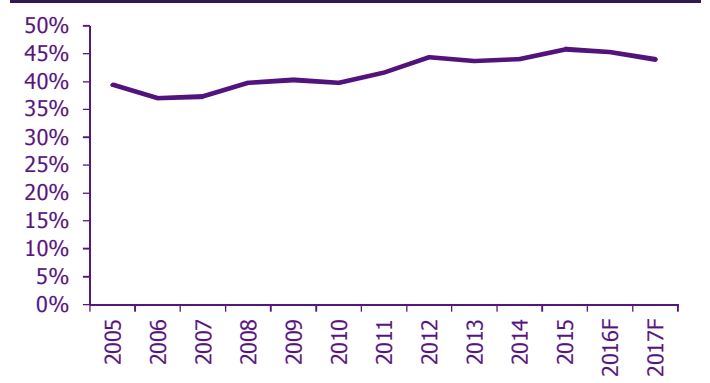
Source: AEONTS and SCBS Investment Research

Figure 5: CLMV subsidiaries' contribution



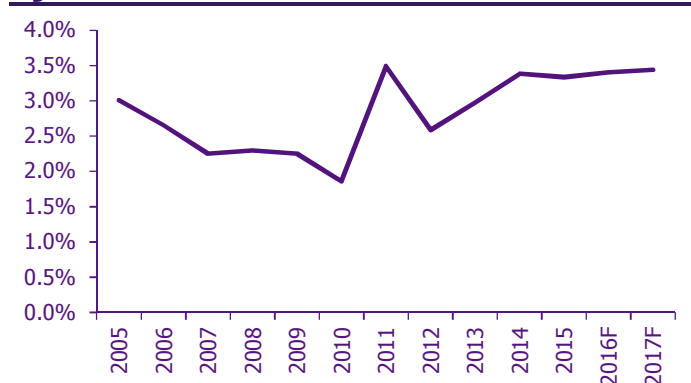
Source: AEONTS and SCBS Investment Research

Figure 6: Cost to income ratio



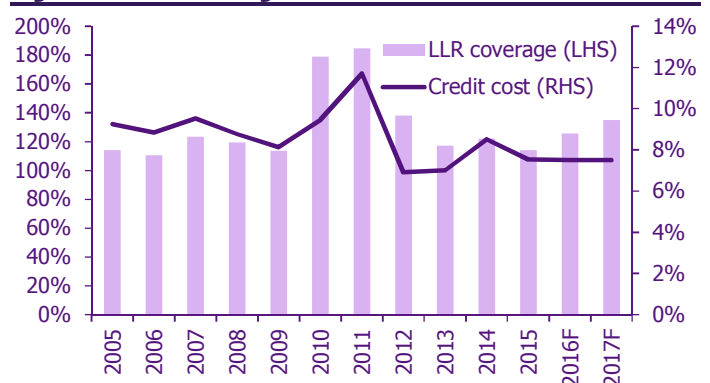
Source: AEONTS and SCBS Investment Research

Figure 7: NPLs/Total loans



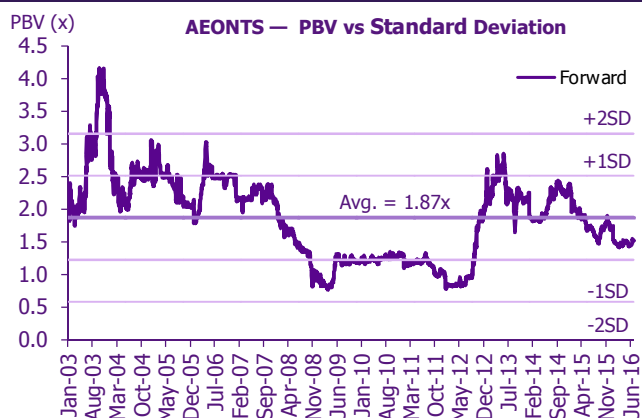
Source: AEONTS and SCBS Investment Research

Figure 8: LLR coverage and credit cost



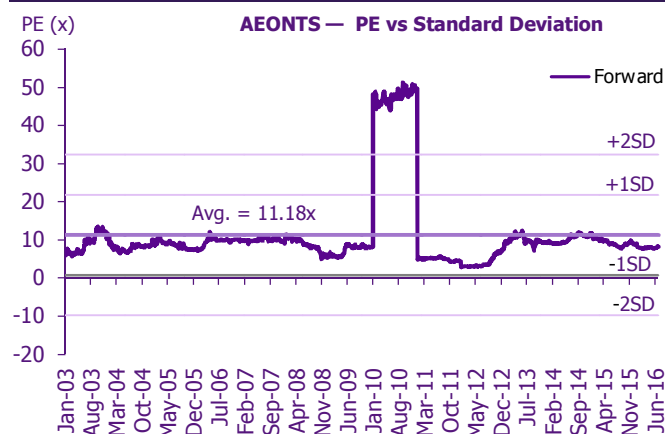
Source: AEONTS and SCBS Investment Research

Figure 9: PBV vs Standard Deviation



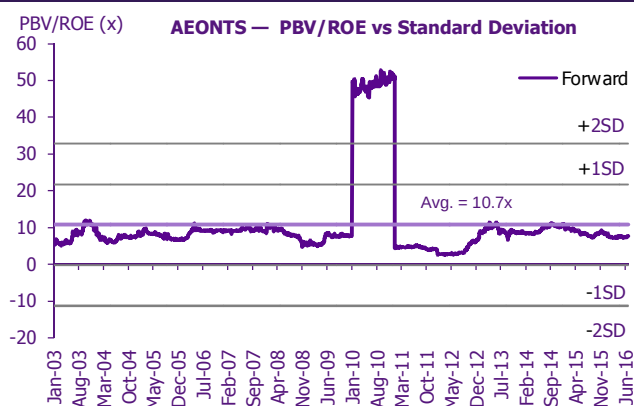
Source: AEONTS, BoT and SCBS Investment Research

Figure 10: PE vs Standard Deviation



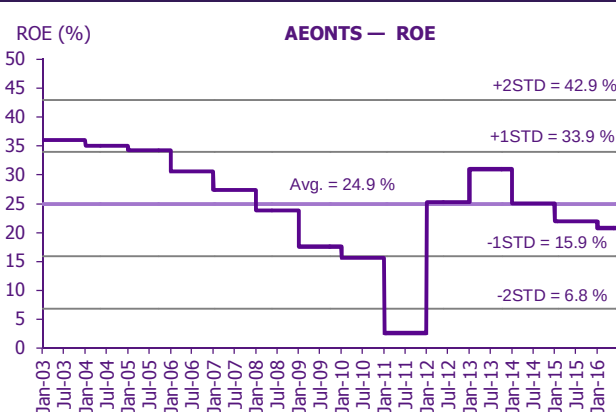
Source: BoT and SCBS Investment Research

Figure 11: PBV/ROE vs Standard Deviation



Source: AEONTS and SCBS Investment Research

Figure 12: ROE



Source: AEONTS and SCBS Investment Research

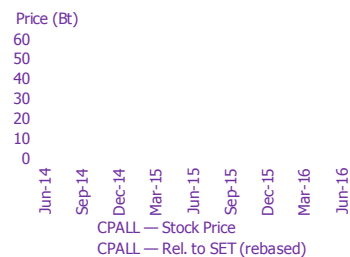
ข้อ

Stock Data

Last close (Jun 28) (Bt)	49.25
12-m target price (Bt)	60.00
Upside (Downside) to TP (%)	21.83
Mkt cap (Btbn)	442.42
Mkt cap (US\$mn)	12,562

Bloomberg code	CPALL TB
Reuters code	CPALL.BK
Risk rating	L
Mkt cap (%) SET	3.23
Sector % SET	9.00
Shares issued (mn)	8,983
Par value (Bt)	1.00
12-m high / low (Bt)	51.8 / 39
Avg. daily 6m (US\$mn)	32.25
Foreign limit / actual (%)	49 / 36
Free float (%)	59.5
Dividend policy (%)	50

Price Performance



Source: SET, SCBS Investment Research

Share performance

	1M	3M	12M
Absolute	0.5	11.9	7.1
Relative to SET	(0.4)	8.5	12.6

Source: SET, SCBS Investment Research

ศิริมา ดิสรสา, CFA

นักวิเคราะห์การลงทุนอาวุโส

ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1004

sirima.dissara@scb.co.th

หุ้น laggard play ที่ได้ประโยชน์จากการอุปโภคบริโภคฟื้นตัว

ราคาหุ้น CPALL ยังปรับขึ้นช้ากว่ากลุ่มพาณิชย์ในช่วง 3 เดือนที่ผ่านมา (+12% เทียบกับกลุ่มพาณิชย์ที่ +15% และ SET ที่ +3%) ซึ่งเปิดโอกาสให้เข้าซื้อสะสม เนื่องจาก CPALL มีแนวโน้มที่จะได้ประโยชน์อย่างมากจากการอุปโภคบริโภคในต่างจังหวัดที่ฟื้นตัวดีขึ้น (มาตรการกระตุ้นของรัฐบาลและรายได้เกษตรกรที่ดีขึ้น) และการใช้จ่ายอุปโภคบริโภคที่เพิ่มขึ้นในช่วงที่มีการแข่งขันกีฬาในเดือน มิ.ย.-ส.ค. Valuation น่าสนใจ โดยซื้อขายที่ PE ปี 2559 ระดับ 27 เท่า (เทียบกับกลุ่มพาณิชย์ที่ 30 เท่า) และ PEG ระยะ 2 ปีที่ 1.3 เท่า (ต่ำกว่ากลุ่มพาณิชย์ที่ 1.8 เท่า) แนะนำ "ซื้อ" ด้วยราคาเป้าหมายกลางปี 2560 ที่คำนวณได้จากวิธี DCF ที่ 60 บาท

ได้ประโยชน์จากมาตรการกระตุ้นการใช้จ่ายและรายได้เกษตรกรที่ดีขึ้น เนื่องจากยอดขาย 55% ของธุรกิจร้านสะดวกซื้อ และยอดขาย 75% ของธุรกิจ cash&carry มาจากต่างจังหวัด ดังนั้น CPALL จึงมีแนวโน้มที่จะได้รับประโยชน์อย่างมากจากการฟื้นตัวของภาคการอุปโภคบริโภคในต่างจังหวัดอันเป็นผลมาจากมาตรการกระตุ้นการใช้จ่ายของรัฐบาลและรายได้เกษตรกรที่ดีขึ้นในช่วงครึ่งหลังปี 59 ทั้งนี้ตั้งแต่เดือน ก.ย. 2558 รัฐบาลออกมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจ วงเงินรวม 6.45 แสนล้านบาท โดยเบิกจ่ายงบประมาณ 3.45 แสนล้านบาท (55%) ไปแล้วในไตรมาส 4/58-ไตรมาส 1/59 และจะเบิกจ่ายงบประมาณอีก 1.16 แสนล้านบาท (18%) ในไตรมาส 2/59-ไตรมาส 4/59 ทั้งนี้เมื่ออิงกับประมาณการล่าสุดโดยกรมอุตุนิยมวิทยา ปรากฏการณ์ลานีญาจะช่วยให้ปริมาณผลผลิตสินค้าทางการเกษตรฟื้นตัวเพิ่มขึ้นในช่วงครึ่งหลังปี 59

ได้ประโยชน์จากการแข่งขันกีฬาระดับโลก CPALL มีแนวโน้มได้ประโยชน์จากการใช้จ่ายเพิ่มขึ้นในช่วงที่มีการแข่งขันกีฬาระดับโลกจากการแข่งขันฟุตบอล UEFA Euro ระหว่างวันที่ 10 มิ.ย. ถึง 10 ก.ค. และการแข่งขันโอลิมปิกในวันที่ 5-21 ส.ค. ผู้บริโภคมีแนวโน้มที่จะซื้ออาหารและเครื่องดื่มเพิ่ม ซึ่งจะช่วยสนับสนุนให้ยอดขายสาขาเดิมในธุรกิจร้านสะดวกซื้อและ cash&carry ปรับตัวเพิ่มขึ้น

ยอดขายสาขาเดิมแข็งแกร่งมากขึ้น ในไตรมาส 2/59 ถึงปัจจุบัน ยอดขายสาขาเดิมของ CPALL เติบโตใกล้เคียงตัวเลขหลักเดียวกลางๆ (เทียบกับ +2.6% ในไตรมาส 1/59 และ 1.1% ในไตรมาส 2/58) โดยได้รับปัจจัยหนุนจาก: 1) อากาศร้อนช่วยกระตุ้นยอดขายอาหารและเครื่องดื่ม (72% ของยอดขาย); 2) ความเชื่อมั่นที่ดีขึ้นอันเป็นผลมาจากมาตรการกระตุ้นของรัฐบาล; 3) การขึ้นราคายาสูบหรือหลังจากปรับภาษีสรรพสามิตเพิ่มขึ้นในเดือน ก.พ. 2559 (บุหรี่คิดเป็นสัดส่วนเกือบ 10% ของยอดขาย) CPALL ตั้งเป้าหมายยอดขายสาขาเดิมอย่างน้อย 3% ในปี 2559

ขยายสาขาอย่างต่อเนื่อง CPALL ยังคงเป้าหมายสาขาในปี 2559 ไว้ที่ 700 สาขา (เทียบกับ 211 สาขาในไตรมาส 1/59) ซึ่งจะส่งผลทำให้บริษัทมีสาขารวมมากกว่า 9,500 สาขาภายในสิ้นปี 2559 และจะช่วยให้บริษัทมีสาขาถึง 10,000 สาขาในปี 2560 เร็วกว่าเป้าหมายที่วางไว้ในปี 2561

อัตรากำไรขั้นต้นจะปรับตัวเพิ่มขึ้นอีก ในไตรมาส 1/59 อัตรากำไรขั้นต้นของธุรกิจร้านสะดวกซื้อปรับตัวเพิ่มขึ้น +0.7% YoY โดยได้รับปัจจัยหนุนจาก: 1) อัตรากำไรขั้นต้นที่เพิ่มขึ้น +0.3% เพราะต้นทุนโลจิสติกส์ลดลงจากราคาน้ำมันที่ลดลงและศูนย์กระจายสินค้าแห่งใหม่; 2) อัตรากำไรขั้นต้นที่เพิ่มขึ้น +0.4% จากส่วนผสมผลิตภัณฑ์ที่ดีขึ้น อัตรากำไรขั้นต้นของธุรกิจร้านสะดวกซื้อน่าจะปรับตัวเพิ่มขึ้นต่อเนื่องในช่วงที่เหลือของปี 2559 เพราะจะได้ประโยชน์อย่างต่อเนื่องจากต้นทุนโลจิสติกส์ที่ลดลงและส่วนผสมผลิตภัณฑ์ที่ดีขึ้น (โดยปกติแล้วเพิ่มขึ้นเฉลี่ย +0.2-0.3% ต่อปี)

ปัจจัยกระตุ้นการเติบโตในปี 2559 เราคาดว่ากำไรปกติของ CPALL จะเติบโต 20% ในปี 2559 โดยการเติบโต 16% มีแนวโน้มที่จะเกิดจากธุรกิจร้านสะดวกซื้อ (ยอดขายสาขาเดิมเติบโตดีขึ้น, การขยายสาขา, และอัตรากำไรกว้างขึ้น), 2% จากธุรกิจ cash&carry (ในไตรมาส 2-4/59 จากยอดขายสาขาเดิมที่เติบโตดีขึ้น, การขยายสาขา, และอัตรากำไรที่กว้างขึ้น) และ 2% จากต้นทุนทางการเงินที่ลดลง (ในช่วงครึ่งแรกปี 59 จากการรีไฟแนนซ์หนี้ระยะยาวด้วยหุ้นกู้ต้นทุนต่ำตอนกลางปี 2558)

สถานะทางการเงิน เราคาดว่าอัตราส่วนหนี้สินสุทธิต่อทุน (ปรับปรุงโดยหักสินทรัพย์และหนี้สินภาษีเงินได้รอการตัดบัญชี) ของ CPALL จะลดลงจาก 2.8 เท่า ณ สิ้นไตรมาส 1/59 สู่ 2.7 เท่าในปี 2559 และ 2.1 เท่าในปี 2560 ต่ำกว่าระดับเพดานที่กำหนดไว้ในการออกหุ้นกู้ที่ 3.5 เท่าในปี 2559 และ 2.5 เท่าในปี 2560 อย่างมาก

Forecasts and valuation

Year to 31 Dec	Unit	2014	2015	2016F	2017F	2018F
Revenue	(Btmn)	357,766	391,817	430,429	469,850	510,807
EBITDA	(Btmn)	27,040	32,831	36,059	40,064	44,618
Core profit	(Btmn)	9,823	13,687	16,378	19,767	23,572
Reported profit	(Btmn)	10,200	13,682	16,437	19,767	23,572
Core EPS	(Bt)	1.09	1.52	1.82	2.20	2.62
DPS	(Bt)	0.80	0.90	0.91	1.10	1.31
P/E, core	(x)	45.04	32.32	27.01	22.38	18.77
EPS growth, core	(%)	(10.71)	39.33	19.66	20.70	19.25
P/BV, core	(x)	12.62	10.62	8.84	7.18	5.88
ROE	(%)	28.88	35.67	35.72	35.41	34.44
Dividend yield	(%)	1.62	1.83	1.85	2.23	2.66
EV/EBITDA	(x)	22.46	18.55	16.70	14.81	13.05

Source: SCBS Investment Research

Financial statement

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	2014	2015	2016F	2017F	2018F
Total revenue	357,766	391,817	430,429	469,850	510,807
Cost of goods sold	-281,443	-306,519	-336,322	-366,133	-396,965
Gross profit	76,323	85,299	94,107	103,716	113,842
SG&A	-68,750	-73,901	-81,143	-88,585	-96,090
Other income	13,158	14,076	15,517	17,128	18,826
Interest expense	-8,518	-8,586	-8,291	-7,915	-7,554
Pre-tax profit	12,212	16,888	20,189	24,344	29,024
Corporate tax	-2,270	-3,066	-3,674	-4,431	-5,282
Equity a/c profits	0	0	0	0	0
Minority interests	-119	-135	-137	-146	-169
Core profit	9,823	13,687	16,378	19,767	23,572
Extra-ordinary items	377	-4	59	0	0
Net Profit	10,200	13,682	16,437	19,767	23,572
EBITDA	27,040	32,831	36,059	40,064	44,618
Core EPS (Bt)	1.09	1.52	1.82	2.20	2.62
Net EPS (Bt)	1.14	1.52	1.83	2.20	2.62
DPS (Bt)	0.80	0.90	0.91	1.10	1.31

Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	2014	2015	2016F	2017F	2018F
Total current assets	64,684	56,973	59,489	65,490	65,345
Total fixed assets	261,726	272,110	281,666	291,007	300,140
Total assets	326,410	329,083	341,155	356,497	365,485
Total loans	198,420	189,406	182,645	176,708	161,961
Total current liabilities	92,015	101,131	123,685	125,141	133,852
Total long-term liabilities	199,337	186,276	167,442	169,750	156,338
Total liabilities	291,352	287,407	291,127	294,891	290,190
Paid-up capital	8,983	8,983	8,983	8,983	8,983
Total equity	35,058	41,676	50,028	61,606	75,295
BVPS (Bt)	3.90	4.64	5.57	6.86	8.38

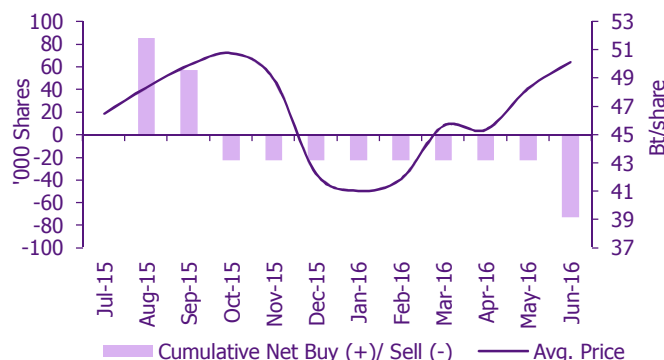
Cash Flow Statement (Btmn)

FY December 31	2014	2015	2016F	2017F	2018F
Core Profit	9,823	13,687	16,378	19,767	23,572
Depreciation and amortization	6,310	7,357	7,578	7,806	8,040
Operating cash flow	20,462	23,232	32,625	34,002	38,270
Investing cash flow	-17,889	-17,840	-16,395	-17,147	-17,172
Financing cash flow	4,998	-16,078	-14,846	-14,126	-24,631
Net cash flow	7,572	-10,686	1,384	2,729	-3,533

Key Financial Ratios

	2014	2015	2016F	2017F	2018F
Gross margin(%)	21.3	21.8	21.9	22.1	22.3
Operating margin(%)	2.1	2.9	3.0	3.2	3.5
EBITDA margin(%)	7.6	8.4	8.4	8.5	8.7
EBIT margin(%)	5.8	6.5	6.6	6.9	7.2
Net profit margin(%)	2.9	3.5	3.8	4.2	4.6
ROE (%)	29.1	32.8	32.9	32.1	31.3
ROA (%)	3.1	4.2	4.8	5.5	6.4
Net D/E (x)	4.7	4.0	3.2	2.5	1.9
Interest coverage (x)	3.2	3.8	4.3	5.1	5.9
Payout Ratio (%)	70.5	59.1	50.0	50.0	50.0

12-Month Cumulative directors trade



Source: SEC

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16
Total revenue	95,554	97,292	96,364	102,608	104,969
Cost of goods sold	-75,125	-76,135	-75,068	-80,191	-82,253
Gross profit	20,429	21,158	21,296	22,417	22,716
SG&A	-17,085	-18,454	-18,906	-19,455	-19,420
Other income	3,227	3,384	3,673	3,792	3,758
Interest expense	-2,263	-2,167	-2,074	-2,082	-2,054
Pre-tax profit	4,307	3,920	3,989	4,671	5,000
Corporate tax	-842	-716	-718	-790	-960
Equity a/c profits	0	0	0	0	0
Minority interests	-37	-29	-39	-30	-34
Core profit	3,428	3,176	3,232	3,851	4,006
Extra-ordinary items	-19	-36	26	26	59
Net Profit	3,408	3,140	3,258	3,877	4,065
EBITDA	8,123	7,730	7,772	8,541	8,818
Core EPS (Bt)	0.38	0.35	0.36	0.43	0.45
Net EPS (Bt)	0.38	0.35	0.36	0.43	0.45

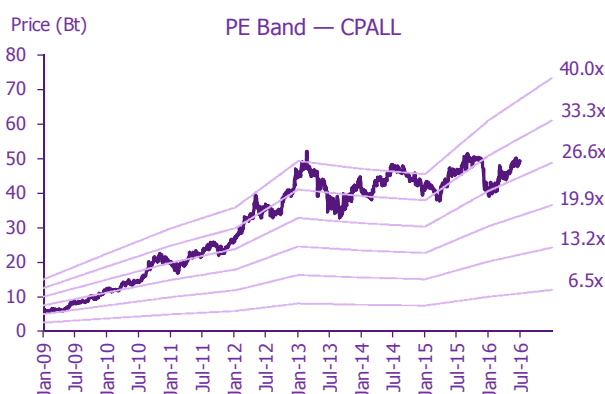
Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16
Total current assets	50,433	46,904	46,556	56,973	56,340
Total fixed assets	263,967	265,817	268,872	272,110	274,220
Total assets	314,400	312,721	315,428	329,083	330,561
Total loans	187,975	192,246	189,028	189,406	191,258
Total current liabilities	77,900	81,864	80,698	101,131	105,159
Total long-term liabilities	198,045	196,293	196,778	186,276	179,787
Total liabilities	275,945	278,157	277,476	287,407	284,946
Paid-up capital	8,983	8,983	8,983	8,983	8,983
Total equity	38,455	34,564	37,952	41,676	45,614
BVPS (Bt)	4.28	3.85	4.22	4.64	5.08

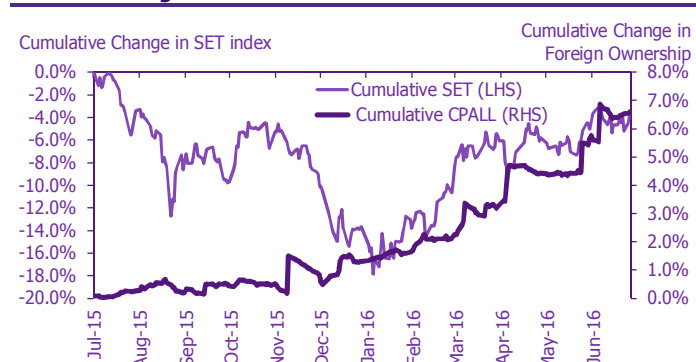
Main Assumptions

	2014	2015	2016F	2017F	2018F
SSS growth (%) - CPALL	-2.6%	0.9%	3.0%	3.0%	3.0%
No. of new stores - CPALL	698	705	700	700	700
No. of stores (year end) - CPALL	8,127	8,832	9,532	10,232	10,932
SSS growth (%) - MAKRO	4.4%	-0.6%	3.0%	3.0%	3.0%
No. of new stores - MAKRO	82	98	112	125	138
No. of stores (year end) - MAKRO	13	16	14	13	13

PE Band Chart

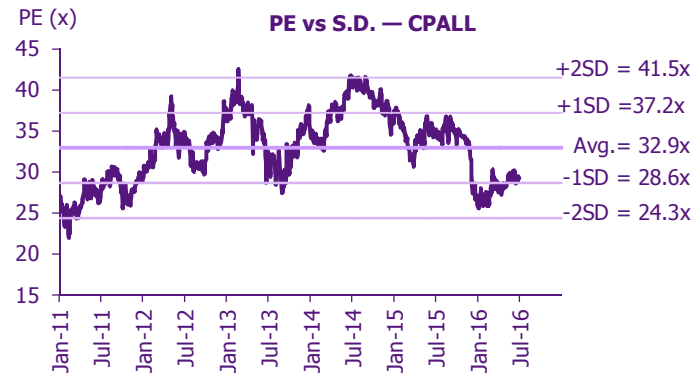


12 Month cumulative chg in foreign ownership versus cumulative chg in SET index



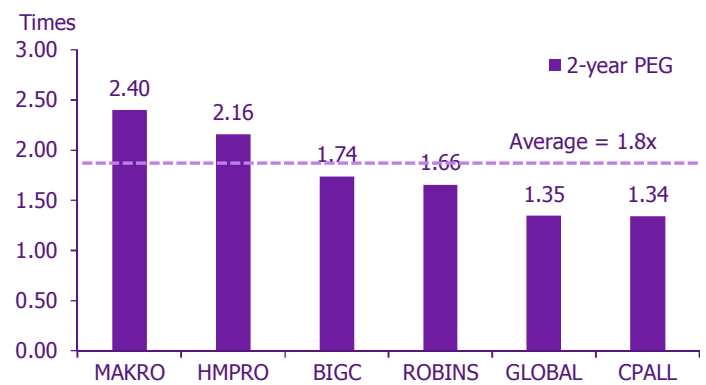
Source: SET, SCBS Investment Research

Figure 1: CPALL's historical PE band



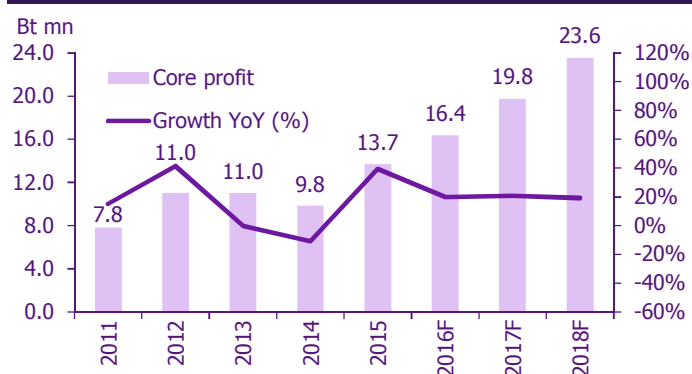
Source: SCBS Investment Research

Figure 2: Sector's 2-year PEG



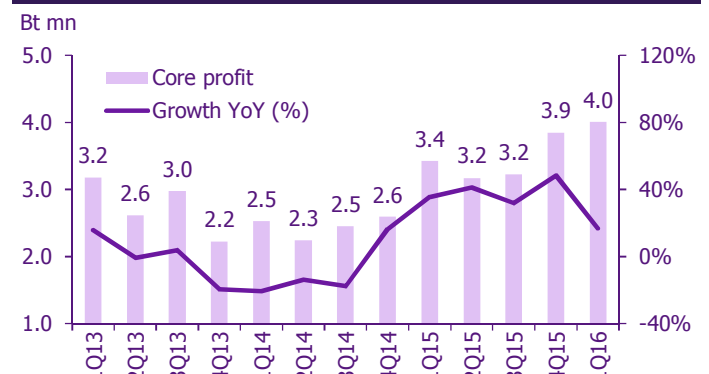
Source: SCBS Investment Research

Figure 3: CPALL's earnings in 2016-18F



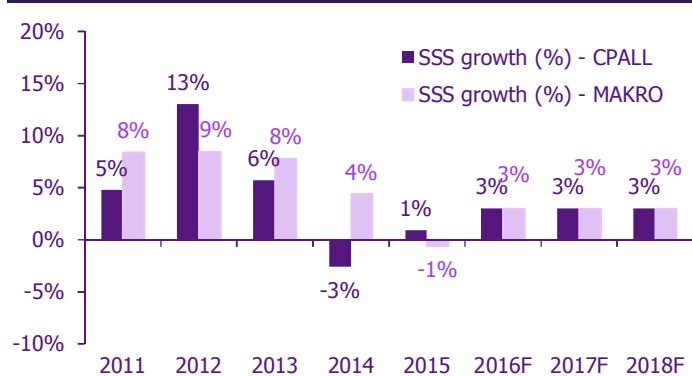
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 4: CPALL's quarterly earnings recap



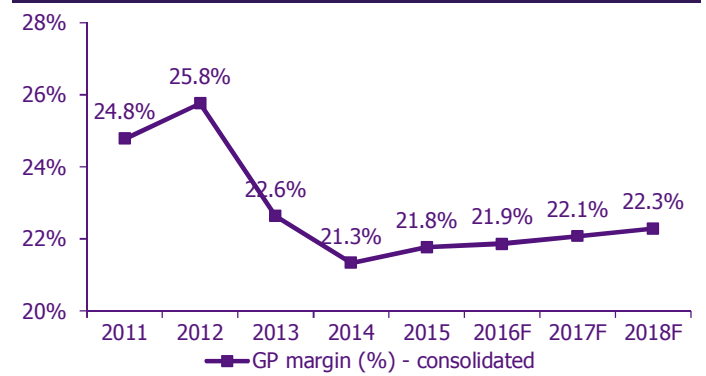
Source: SCBS Investment Research

Figure 5: SSS growth in 2016-18F



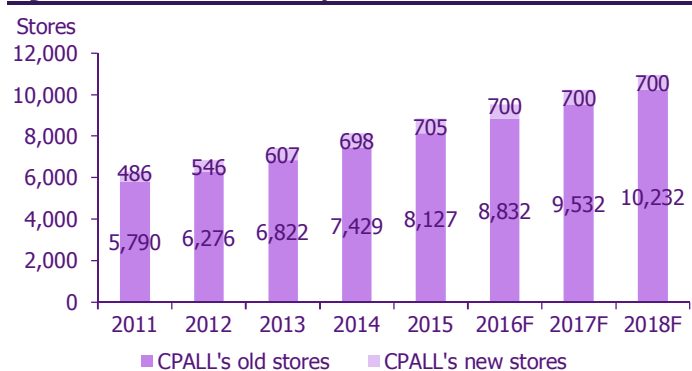
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 6: Consolidated gross profit margin in 2016-18F



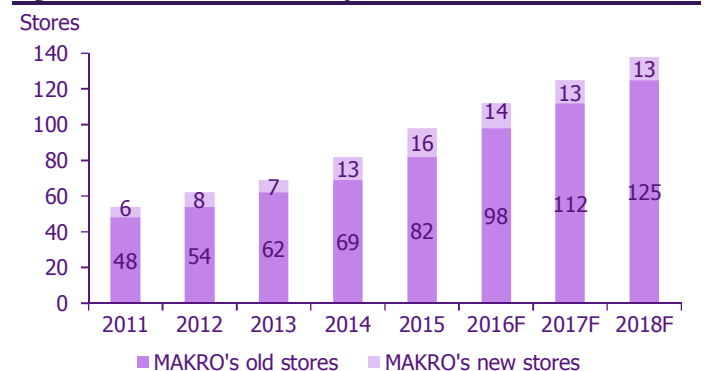
Source: SCBS Investment Research

Figure 7: CPALL's store expansion in 2016-18F



Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 8: MAKRO's store expansion in 2016-18F



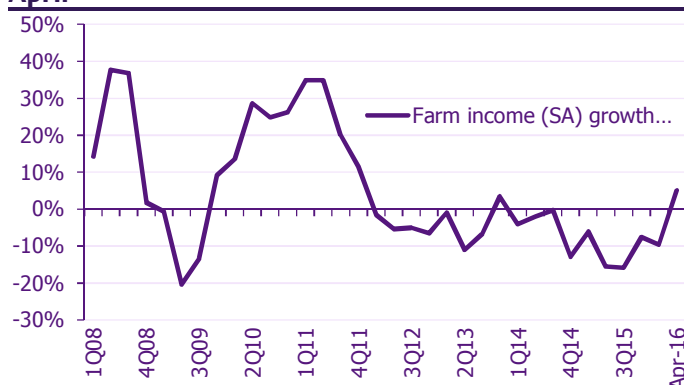
Source: SCBS Investment Research

Figure 9: Series of government measures to boost economy, positive to domestic consumption in 2016

Stimulus package	Size (Bt bn)	Disbursement (Btbn)				
		2015	1Q16	Total	Disbursement (%)	To be disbursed for the rest of 2016
Stimulus package announced in Sep-Dec 2015						
1) Assistance measures for low income earners and small public investment	139.7	58.4	41.7	100.1	71.6%	27.5
1.1) Soft loan via the village fund program	60.0	47.6	0.3	47.9	79.8%	0.0
1.2) Quick-spending budget for local government (Bt5mn per sub-district)	39.7	0.6	21.7	22.3	56.0%	17.5
1.3) Local government mini investment projects (Bt1mn per project)	40.0	10.2	19.7	30.0	74.9%	10.0
2) Monetary and fiscal measures for SMEs Promotion	256.0	141.9	71.5	213.4	83.4%	42.6
3) Monetary and fiscal measures for a real estate sector promotion	25.0	12.0	7.7	19.7	78.8%	5.3
4) Tax incentive for domestic investment promotion measure						
5) Board of Investment (BOI)'s speeding up investment measure						
6) Assistance Measure for Rubber Farmers	13.1	0.1	9.1	9.1	69.6%	4.0
7) tax deduction up to Bt15,000 for purchases made from Dec 25-31						
Subtotal	433.9	212.4	130.0	342.4	78.9%	79.4
Stimulus package announced in 2016 to date						
1) Strengthening Glass Root Economy Measure following Pracha Rat Approach	35.0		4.2	4.2	11.9%	30.8
2) Baan Pracha Rat	70.0					
3) Assistance measures for drought experiencers in agricultural sector	93.0		7.2	7.2	7.7%	5.4
4) Credit Guarantee program for Micro Entrepreneurs (Phase 2)	13.5		0.0	0.0	0.1%	n.a.
5) tax deduction of up to Bt15,000 for dining and travel expenses from Apr 9-17						
6) Extended tax deduction up to Bt15,000 of hotel expenses by 1 year to end-2016						
Subtotal	211.5	0.0	11.4	11.4	5.4%	36.3
Total	645.4	212.4	141.3	353.7	54.8%	115.7

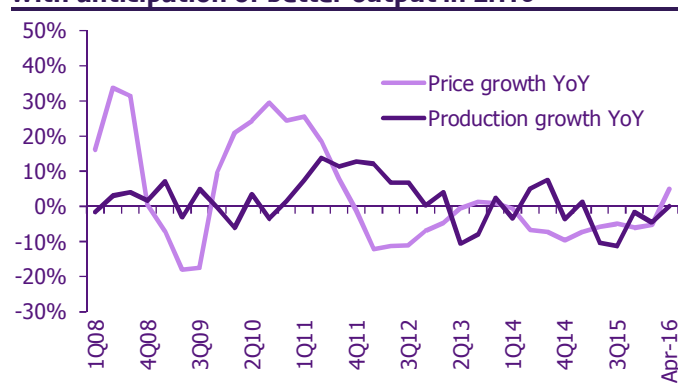
Source: NESDB and SCBS Investment Research

Figure 10: Farm income turned to positive growth in April



Source: OAE and SCBS Investment Research

Figure 11: Agricultural price growth picked up in April, with anticipation of better output in 2H16



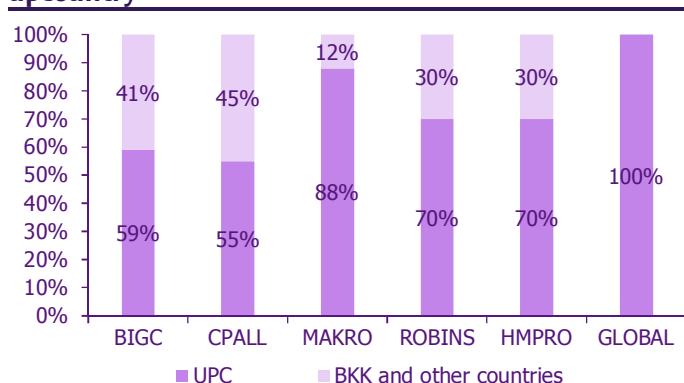
Source: OAE and SCBS Investment Research

Figure 12: Estimated spending during 2010/2014 world cup and 2012 Euro

Categories (Btmn)	World cup 2010 11 Jun-11 Jul 2010	EURO 2012 8 Jun - 1 Jul 2012	World Cup 2014 12 Jun - 13 Jul 2014	EURO 2016 10 Jun - 10 Jul 2016	Olympic 5-21 Aug 2016
Consumer products and parties	19,025	19,671	21,917		
Electrical appliances and TV reception equipment	2,205	2,254	2,497		
Others (lotteries, souvenirs)	1,235	1,293	1,301		
Total general spending	22,465	23,218	25,715	N/A	N/A

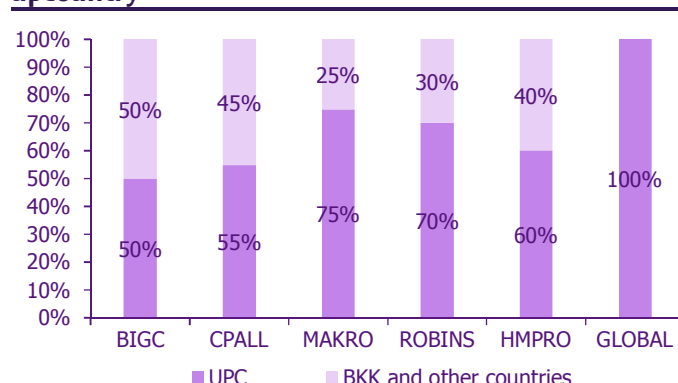
Source: UTCC and SCBS Investment Research

Figure 13: Store contribution in Bangkok and upcountry



Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 14: Sales contribution in Bangkok and upcountry



Source: Company data and SCBS Investment Research

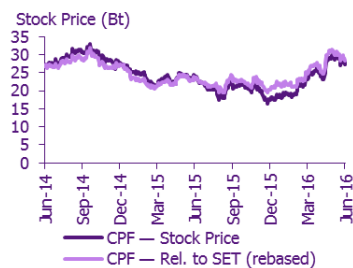
ข้อ

Stock data

Last close (Jun 28) (Bt)	27.75
12-m target price (Bt)	38.00
Upside (Downside) to TP (%)	36.94
Mkt cap (Btbn)	214.87
Mkt cap (US\$m)	6,101

Bloomberg code	CPF TB
Reuters code	CPF.BK
Risk rating	M
Mkt cap (%) SET	1.57
Sector % SET	0.41
Shares issued (mn)	7,743
Par value (Bt)	1.00
12-m high / low (Bt)	30.3 / 16.4
Avg. daily 6m (US\$m)	19.34
Foreign limit / actual (%)	40 / 23
Free float (%)	47.3
Dividend policy (%)	~ 50

Price Performance



Share Price Performance

	1M	3M	12M
Absolute	(5.9)	17.1	15.6
Relative to SET	(6.8)	13.5	21.6

Source: SET, SCBS Investment Research

ศิริมา ดิสราร, CFA

นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1004

sirima.dissara@scb.co.th

ไตรมาส 1/59 เป็นจุดเริ่มต้นที่ดี และมีแนวโน้มปรับตัวดีขึ้นอีก

ราคาหุ้น CPF ปรับตัวลดลง 7% ในเดือนที่ผ่านมา เนื่องจากตลาดกังวลมากขึ้นเกี่ยวกับกรณี Brexit และต้นทุนอาหารสัตว์ที่มีแนวโน้มปรับตัวสูงขึ้น เนื่องจาก CPF มีสัดส่วนยอดขายในตลาด UK/EU น้อยมาก และมีนโยบายล็อกต้นทุนอาหารสัตว์ล่วงหน้า ดังนั้นผลกระทบที่อาจเกิดขึ้นจะมีน้อยมากในระยะ 2-3 ไตรมาสข้างหน้า ราคาหุ้นที่ลดลงเปิดโอกาสให้เข้าซื้อหุ้น CPF ก่อนที่ผลการดำเนินงานจะปรับตัวดีขึ้นในไตรมาส 2/59-ไตรมาส 3/59 โดยได้รับปัจจัยหนุนจากปัจจัยฤดูกาล ธุรกิจสัตว์บกและธุรกิจสัตว์น้ำในประเทศและตลาดภูมิภาคที่ปรับตัวดีขึ้น และส่วนแบ่งกำไรที่สูงขึ้นจาก CPALL แนะนำ "ซื้อ" ด้วยราคาเป้าหมายกลางปี 2560 ที่คำนวณได้จากวิธี SOTP ที่ 38 บาท

ธุรกิจสัตว์บกปรับตัวดีขึ้น ในไตรมาส 2/59 ถึงปัจจุบัน ส่วนต่างราคาหมูและไก่กับต้นทุนอาหารสัตว์ปรับตัวเพิ่มขึ้น 28% YoY และ 8% YoY โดยได้รับปัจจัยหนุนจากราคาผลิตภัณฑ์ที่ดีขึ้น (+11% YoY สำหรับหมู และทรงตัว YoY สำหรับไก่) อันเป็นผลมาจากการปรับอุปทานและต้นทุนอาหารสัตว์ที่ลดลง (-12% YoY สำหรับราคาข้าวโพด และ -2% YoY สำหรับราคากากถั่วเหลือง) ปัญหาขาดแคลนหมูในจีนจากประเด็นสิ่งแวดล้อมและการเปลี่ยนแปลงของสภาพอากาศผลักดันให้ราคาหมูในจีนและตลาดภูมิภาคปรับตัวสูงขึ้น สถานการณ์เช่นนี้เป็นบวกต่อกิจการของ CPF ในประเทศไทย รวมถึงธุรกิจฟาร์มเลี้ยงสัตว์ในเวียดนาม กัมพูชา และลาว และธุรกิจอาหารสัตว์ในจีน เนื่องจากการปรับอุปทานจะต้องใช้เวลา ดังนั้น CPF จึงคาดว่าราคาหมูจะทรงตัวอยู่ในระดับสูงในช่วงที่เหลือของปี 2559 ราคาหมูในประเทศที่ปรับตัวขึ้นมากทำให้ราคาหมูและราคาไก่มีความแตกต่างกันเพิ่มมากขึ้นสู่ 38 บาท/กก. (สูงกว่าค่าเฉลี่ย 3 ปีที่ 29 บาท/กก.) ถ้าสถานการณ์นี้ยังเกิดขึ้นต่อเนื่อง เราอาจจะเห็นราคาไก่ปรับตัวเพิ่มขึ้น ในด้านของต้นทุนอาหารสัตว์ มีความกังวลเกี่ยวกับผลผลิตทางการเกษตรที่ลดลงจากการเปลี่ยนแปลงของสภาพอากาศในอเมริกาใต้ แต่เมื่อพิจารณาจากแนวโน้มที่มีอุปทานจำนวนมากจากฤดูเพาะปลูกครั้งต่อไปของสหรัฐฯ ในช่วงปลายปี 2559 CPF จึงเชื่อว่าต้นทุนที่เพิ่มขึ้นน่าจะอยู่ในระดับที่สามารถบริหารจัดการได้ และเพื่อลดผลกระทบที่อาจเกิดขึ้น CPF จึงเริ่มขยายระยะเวลาจัดเก็บสต็อกวัตถุดิบล่วงหน้าเพิ่มเป็น 3-6 เดือน จาก 2-3 เดือน ดังนั้นถ้าราคาวัตถุดิบอาหารสัตว์ (spot price) ปรับตัวเพิ่มขึ้น ก็จะสะท้อนให้เห็นในต้นทุนจริงในไตรมาส 4/59 เป็นอย่างดี

ธุรกิจสัตว์น้ำปรับตัว ในไตรมาส 2/59 ถึงปัจจุบัน ราคาไก่ปรับตัวเพิ่มขึ้น 2% YoY ซึ่งอาจจะกระตุ้นให้เกษตรกรผู้เลี้ยงไก่ในประเทศเพิ่มการผลิต ซึ่งเมื่อรวมกับอัตราการรอดชีวิตที่สูงขึ้นของไก่จากการใช้เทคโนโลยีใหม่ในการทำฟาร์มไก่เพื่อป้องกันโรค EMS แล้ว น่าจะช่วยสนับสนุนให้มีผลผลิตไก่ออกสู่ตลาดภายในประเทศเพิ่มมากขึ้น ในปี 2559 ปริมาณผลผลิตไก่ไทยมีแนวโน้มที่จะเพิ่มขึ้น 15% YoY สู่ 300,000 ตัน ซึ่งจะช่วยสนับสนุนให้ปริมาณขายและอัตรากำไรของผู้ประกอบการปรับตัวเพิ่มขึ้น

โมเมนตัมกำไรดีขึ้น หลังจากรายงานกำไรที่โดดเด่นในไตรมาส 1/59 CPF มีแนวโน้มที่จะรายงานโมเมนตัมกำไรที่ดีขึ้น และกำไรในไตรมาส 2/59-ไตรมาส 3/59 จะเติบโตสูงที่สุดในกลุ่มอาหาร โดยได้รับปัจจัยหนุนจาก: 1) ช่วงไฮซีซั่นของปริมาณขายและอัตรากำไร; 2) ธุรกิจสัตว์บกที่ปรับตัวดีขึ้น (ส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์กับต้นทุนกว้างขึ้น); ธุรกิจสัตว์น้ำที่ฟื้นตัวต่อเนื่อง (ปริมาณขายเพิ่มขึ้นและอัตรากำไรกว้างขึ้น)

Brexit เมื่อวันที่ 24 มิ.ย. สหราชอาณาจักรลงประชามติออกจาก EU ซึ่งยังไม่มีผลผูกพันทางกฎหมาย เพราะยังจำเป็นต้องได้รับความเห็นชอบจากรัฐสภาของ UK ตลาดกังวลว่าการออกจาก EU ของ UK อาจส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจและการค้า ทั้งนี้ยอดขายไม่ถึง 1% ในปี 2558 ของ CPF มาจาก UK และ 8% มาจากยุโรป (2.5% เกิดจากการส่งออกจากไทย และที่เหลือเกิดจากกิจการในประเทศที่ไม่ได้เป็นสมาชิก EU คือ ตุรกี และรัสเซีย) เนื่องจาก CPF มียอดขายในตลาด EU น้อยมาก และอุปสงค์ผลิตภัณฑ์อาหารแทบไม่ได้รับผลกระทบจากการเปลี่ยนแปลงของภาวะเศรษฐกิจ ดังนั้นผลกระทบที่อาจเกิดขึ้นในระยะสั้นจะมีน้อยมาก เนื่องจากการเจรจาทำข้อตกลงการค้าใหม่ระหว่าง UK EU และประเทศไทย จะต้องทำภายใน 2 ปี ก่อนที่การออกจาก EU ของ UK จะมีผลบังคับใช้ ดังนั้น CPF จะมีเวลาในการปรับกลยุทธ์เพื่อให้เหมาะสมกับนโยบายการค้าใหม่ในระยะยาว

Forecasts and valuation

Year to 31 Dec	Unit	2014	2015	2016F	2017F	2018F
Revenue	(Btmn)	426,039	421,355	457,867	472,529	494,016
EBITDA	(Btmn)	24,433	22,686	30,571	31,580	33,575
Core profit	(Btmn)	6,850	2,548	9,044	10,854	12,928
Reported profit	(Btmn)	10,562	11,059	10,509	10,854	12,928
Core EPS	(Bt)	0.93	0.34	1.22	1.47	1.75
DPS	(Bt)	0.75	0.75	0.71	0.73	0.87
P/E, core	(x)	29.93	80.45	22.67	18.89	15.86
EPS growth, core	(%)	3,594.01	(62.80)	254.91	20.02	19.11
P/BV, core	(x)	1.25	1.18	1.13	1.10	1.06
ROE	(%)	4.67	1.51	5.10	5.91	6.80
Dividend yield	(%)	2.70	2.70	2.56	2.65	3.15
EV/EBITDA	(x)	14.80	18.47	14.08	13.76	13.00

Source: SCBS Investment Research

Financial statement

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	2014	2015	2016F	2017F	2018F
Total revenue	426,039	421,355	457,867	472,529	494,016
Cost of goods sold	(368,760)	(363,287)	(388,777)	(399,098)	(415,154)
Gross profit	57,280	58,068	69,089	73,431	78,862
SG&A	(42,812)	(46,889)	(51,167)	(55,286)	(59,381)
Other income	2,800	2,725	3,045	3,142	3,285
Interest expense	(8,903)	(9,614)	(9,974)	(10,038)	(10,128)
Pre-tax profit	8,366	4,290	10,993	11,250	12,638
Corporate tax	(2,717)	(1,964)	(3,298)	(3,375)	(3,791)
Equity a/c profits	4,869	5,221	6,355	7,643	8,978
Minority interests	(3,668)	(4,998)	(5,006)	(4,663)	(4,896)
Core profit	6,850	2,548	9,044	10,854	12,928
Extra-ordinary items	3,712	8,510	1,465	0	0
Net Profit	10,562	11,059	10,509	10,854	12,928
EBITDA	24,433	22,686	30,571	31,580	33,575
Core EPS (Bt)	0.93	0.34	1.22	1.47	1.75
Net EPS (Bt)	1.43	1.50	1.42	1.47	1.75
DPS (Bt)	0.75	0.75	0.71	0.73	0.87

Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	2014	2015	2016F	2017F	2018F
Total current assets	146,253	159,993	155,497	152,228	160,136
Total fixed assets	270,510	334,269	352,911	361,773	370,356
Total assets	416,764	494,263	508,409	514,001	530,492
Total loans	195,928	258,151	260,341	258,341	264,341
Total current liabilities	123,285	186,291	174,175	182,681	210,255
Total long-term liabilities	129,513	134,247	153,497	144,983	126,400
Total liabilities	252,798	320,538	327,672	327,664	336,655
Paid-up capital	7,743	7,743	7,743	7,743	7,743
Total equity	163,966	173,725	180,737	186,336	193,837
BVPS (Bt)	22.19	23.51	24.46	25.22	26.24

Cash Flow Statement (Btmn)

FY December 31	2014	2015	2016F	2017F	2018F
Core Profit	6,850	2,548	9,044	10,854	12,928
Depreciation and amortization	8,963	10,031	11,172	11,958	12,618
Operating cash flow	24,971	36,074	(7,490)	23,601	25,957
Investing cash flow	(42,293)	(76,796)	(23,517)	(22,296)	(22,677)
Financing cash flow	25,419	43,631	29,416	(7,255)	573
Net cash flow	8,097	2,909	(1,591)	(5,949)	3,853

Key Financial Ratios

	2014	2015	2016F	2017F	2018F
Gross margin(%)	13.4	13.8	15.1	15.5	16.0
Operating margin(%)	3.4	2.7	3.9	3.8	3.9
EBITDA margin(%)	5.7	5.4	6.7	6.7	6.8
EBIT margin(%)	4.1	3.3	4.6	4.5	4.6
Net profit margin(%)	2.5	2.6	2.3	2.3	2.6
ROE (%)	6.4	6.4	5.8	5.8	6.7
ROA (%)	2.5	2.2	2.1	2.1	2.4
Net D/E (x)	1.0	1.2	1.2	1.2	1.2
Interest coverage (x)	2.7	2.4	3.1	3.1	3.3
Payout Ratio (%)	52.5	50.1	50.0	50.0	50.0

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16
Total revenue	96,224	103,677	111,877	109,576	105,513
Cost of goods sold	(84,068)	(89,696)	(95,050)	(94,473)	(88,987)
Gross profit	12,156	13,981	16,828	15,103	16,526
SG&A	(10,194)	(11,797)	(11,949)	(12,949)	(10,903)
Other income	648	798	578	702	628
Interest expense	(2,174)	(2,364)	(2,837)	(2,238)	(2,600)
Pre-tax profit	435	618	2,619	617	3,651
Corporate tax	30	(260)	(967)	(768)	(1,514)
Equity a/c profits	1,267	1,230	1,238	1,486	1,553
Minority interests	(1,019)	(1,144)	(1,367)	(1,468)	(1,391)
Core profit	714	444	1,524	(133)	2,299
Extra-ordinary items	2,243	2,538	2,048	1,681	1,465
Net Profit	2,956	2,983	3,571	1,548	3,764
EBITDA	4,539	4,940	7,829	5,378	8,769
Core EPS (Bt)	0.10	0.06	0.21	(0.02)	0.31
Net EPS (Bt)	0.40	0.40	0.48	0.21	0.51

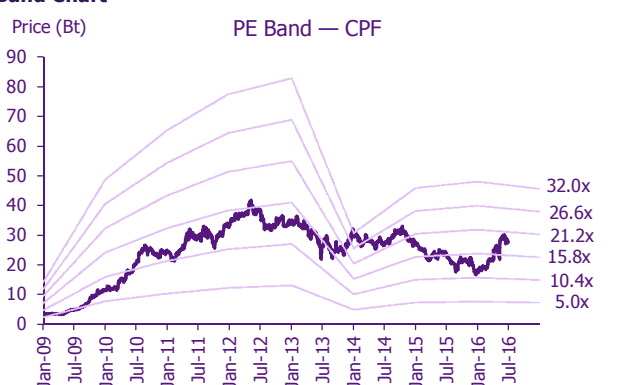
Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16
Total current assets	142,213	147,389	146,857	159,993	149,228
Total fixed assets	276,331	285,193	301,413	334,269	337,141
Total assets	418,544	432,582	448,270	494,263	486,369
Total loans	197,294	207,266	215,691	257,773	249,973
Total current liabilities	133,049	130,384	134,093	186,291	157,932
Total long-term liabilities	120,539	134,871	141,013	134,247	149,104
Total liabilities	253,588	265,254	275,105	320,538	307,036
Paid-up capital	64,227	63,900	65,255	66,740	70,502
Total equity	164,956	117,668	119,968	116,365	179,333
BVPS (Bt)	22.33	15.93	16.24	15.75	24.27

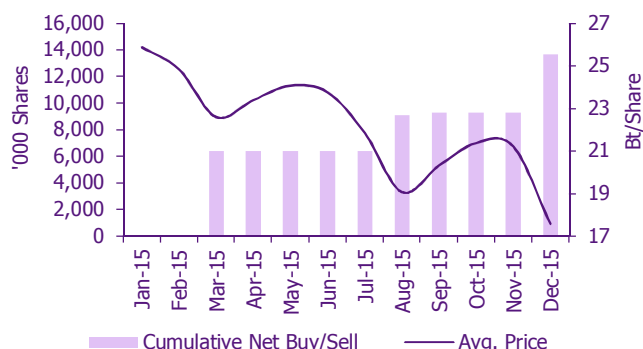
Main Assumptions

	2014	2015	2016F	2017F	2018F
Total sales growth (%)	9.5%	-1.1%	8.7%	3.2%	4.5%
GPM from Thailand (%)	12.7%	11.6%	14.0%	14.7%	15.2%
GPM from Thai-livestock (%)	15.9%	12.7%	14.5%	14.8%	15.0%
GPM from Thai-aquatic (%)	-3.3%	6.0%	11.5%	14.0%	16.0%
GPM from overseas (%)	13.9%	15.2%	15.8%	16.1%	16.5%
FX (Bt/US\$)	32.5	34.2	36.0	35.0	35.0

PE Band Chart

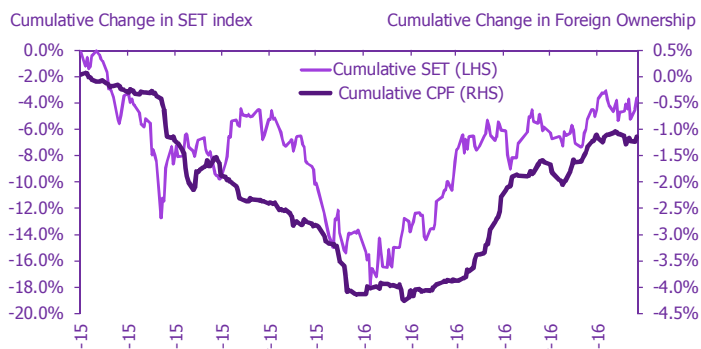


12-Month Cumulative directors trade



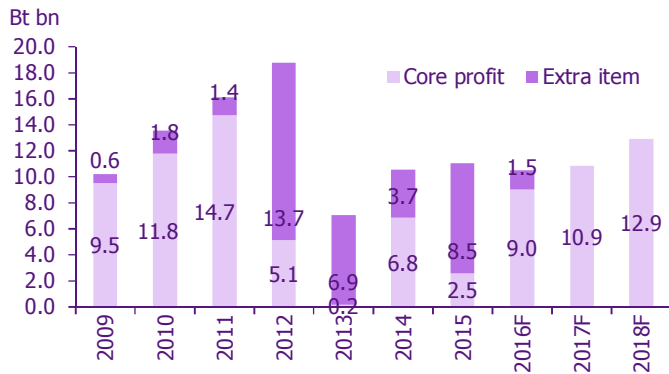
Source: SEC

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



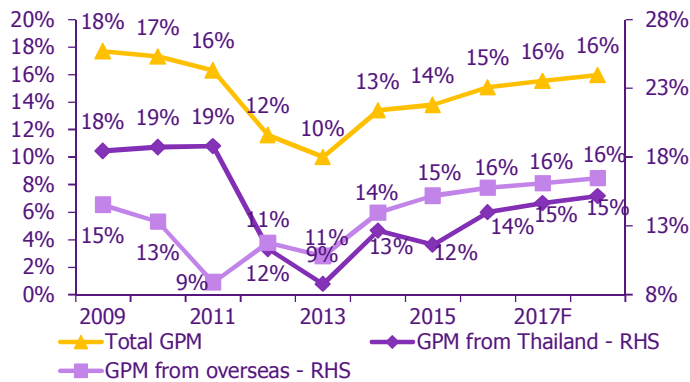
Source: SET, SCBS Investment Research

Figure 1: CPF's earnings outlook



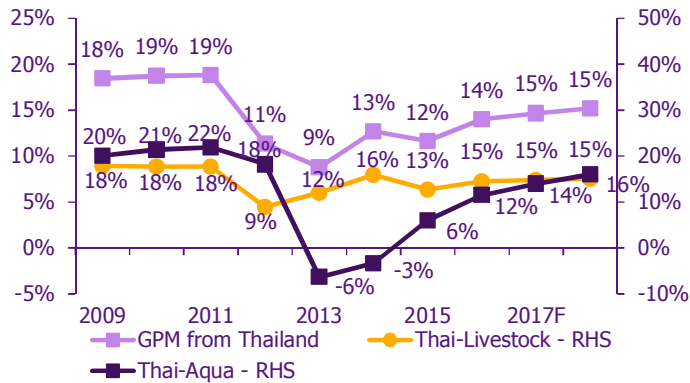
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 3: CPF's gross profit margin



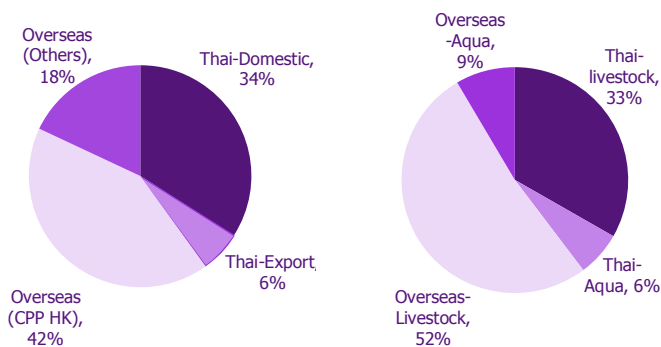
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 5: CPF's gross profit margin from Thailand



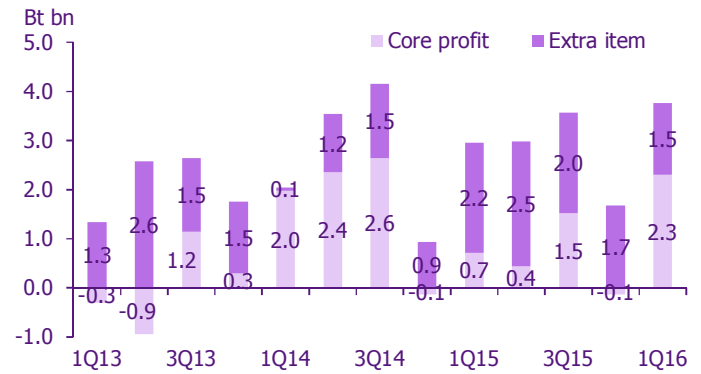
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 7: CPF's sales breakdown by business units



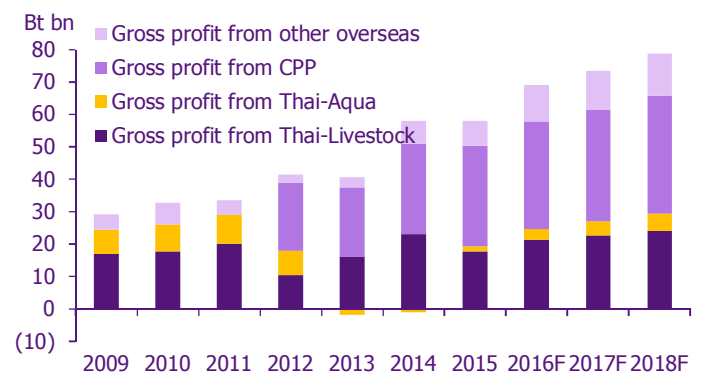
Source: SCBS Investment Research

Figure 2: CPF's quarterly earnings recap



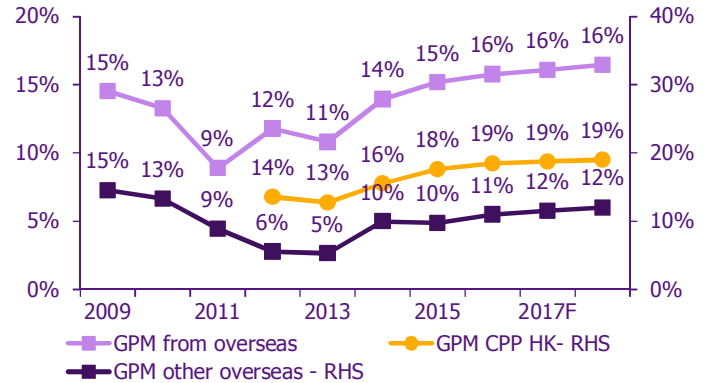
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 4: CPF's gross profit contribution



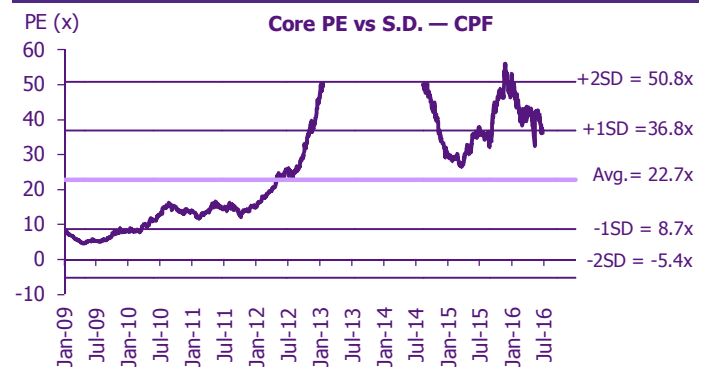
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 6: CPF's gross profit margin from overseas



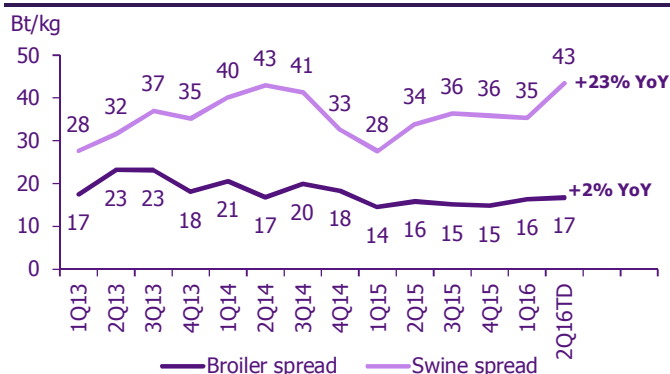
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 8: CPF's 7-year core PE band



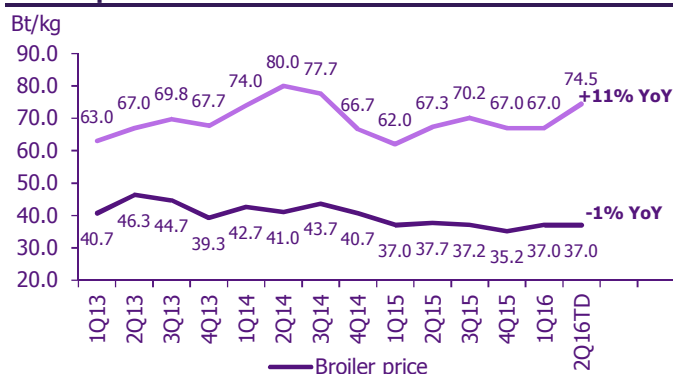
Source: SCBS Investment Research

Figure 9: In 2Q16TD, broiler and swine spreads widened



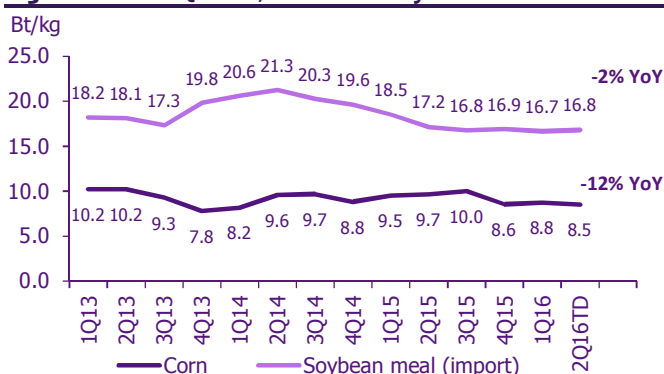
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 10: In 2Q16TD, swine price jumped YoY while broiler price was flat



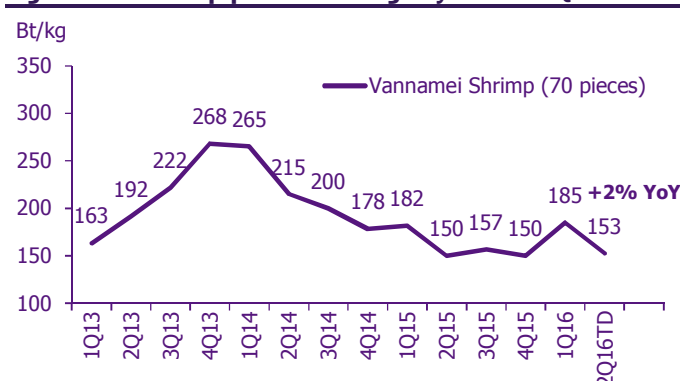
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 11: In 2Q16TD, corn and soybean meal costs slid



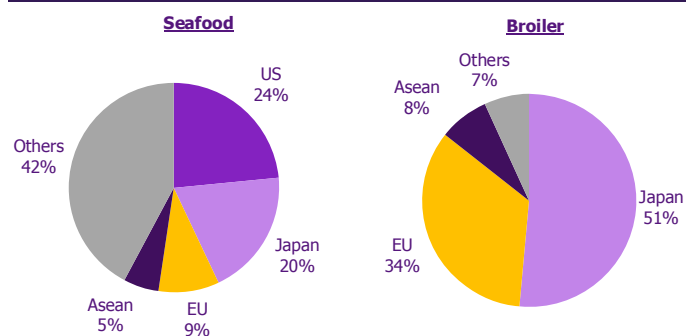
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 12: Shrimp price rose slightly YoY in 2Q16TD



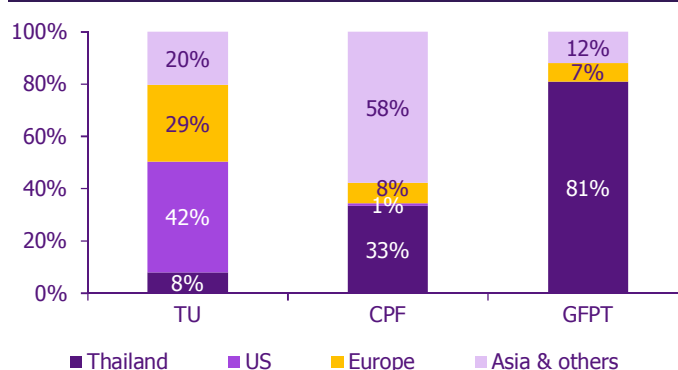
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 13: Thailand exported broiler and seafood to EU of 34% and 9% to total broiler and seafood export



Source: MOC and SCBS Investment Research

Figure 14: Sector's revenue contribution from each market



Source: MOC and SCBS Investment Research

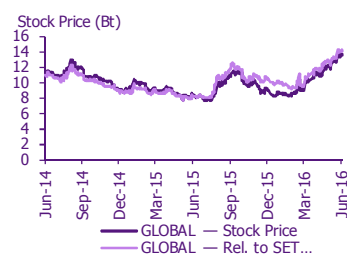
ข้อ

Stock Data

Last close (Jun 28) (Bt)	13.50
12-m target price (Bt)	15.00
Upside (Downside) to TP (%)	11.11
Mkt cap (Btbn)	49.39
Mkt cap (US\$mn)	1,402

Bloomberg code	GLOBAL TB
Reuters code	GLOBAL.BK
Risk rating	L
Mkt cap (%) SET	0.36
Sector % SET	9.00
Shares issued (mn)	3,658
Par value (Bt)	1.00
12-m high / low (Bt)	14 / 7.6
Avg. daily 6m (US\$mn)	1.38
Foreign limit / actual (%)	49 / 2.17
Free float (%)	32.2
Dividend policy (%)	≥ 30

Price Performance



Share performance

	1M	3M	12M
Absolute	12.5	37.8	61.1
Relative to SET	11.5	33.5	69.3

Source: SET, SCBS Investment Research

ศิริมา ดิสรสา, CFA

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

ตัวแทนหุ้นที่ได้ประโยชน์จากการอุปโภคบริโภคในต่างจังหวัดฟื้นตัว

การปรับตัว **outperform** ของหุ้น **GLOBAL** ในช่วง 3 เดือนที่ผ่านมา (+38% เทียบกับกลุ่มพาณิชย์ที่ +15% และ SET ที่ +3%) สะท้อนถึงอัตรากำไรที่เพิ่มขึ้นอย่างโดดเด่นและยอดขายสาขาเดิมที่ดีขึ้น แนวโน้มเช่นนี้จะเกิดขึ้นอย่างต่อเนื่อง เนื่องจาก **GLOBAL** จะได้ประโยชน์โดยตรงจากการฟื้นตัวของอุปโภคบริโภคในต่างจังหวัดอันเป็นผลมาจากมาตรการกระตุ้นของรัฐบาลและรายได้เกษตรกรที่ดีขึ้น ซึ่งเมื่อรวมกับพัฒนาการเชิงบวกเกี่ยวกับสินค้า **private brand** ที่ให้อัตรากำไรสูง จะทำให้กำไรไตรมาส 2/59 ของ **GLOBAL** เติบโตสูงที่สุดในกลุ่มพาณิชย์ นอกจากนี้หุ้น **GLOBAL** ยังซื้อขายที่ PEG ระยะ 2 ปีที่ 1.3 เท่า (ต่ำกว่ากลุ่มพาณิชย์ที่ 1.8 เท่า) แนะนำ "ซื้อ" ด้วยราคาเป้าหมายกลางปี 2560 ที่คำนวณได้จากวิธี DCF ที่ 15 บาท

ได้ประโยชน์จากมาตรการกระตุ้นการใช้จ่ายและรายได้เกษตรกรที่ดีขึ้น เนื่องจากยอดขายทั้งหมดของบริษัทมาจากต่างจังหวัด ดังนั้น **GLOBAL** จะเป็นผู้นำกลุ่มพาณิชย์ในแง่ของการได้รับประโยชน์จากการอุปโภคบริโภคในต่างจังหวัดที่ฟื้นตัวขึ้นอันเป็นผลมาจากมาตรการกระตุ้นการใช้จ่ายและรายได้เกษตรกรที่ดีขึ้นในช่วงครึ่งหลังปี 59 ทั้งนี้ตั้งแต่เดือน ก.ย. 2558 รัฐบาลออกมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจวงเงินรวม 6.45 แสนล้านบาท โดยเบิกจ่ายงบประมาณ 3.45 แสนล้านบาท (55%) ไปแล้วในไตรมาส 4/58-ไตรมาส 1/59 และจะเบิกจ่ายงบประมาณอีก 1.16 แสนล้านบาท (18%) ในไตรมาส 2/59-ไตรมาส 4/59 ทั้งนี้เมื่ออิงกับประมาณการล่าสุดโดยกรมอุตุนิยมวิทยาคาดว่าผลกระทบของปรากฏการณ์เอลนีโญ (ส่งผลทำให้เกิดภัยแล้ง) จะเบาบางลงในเดือน พ.ค.-ก.ค. 2559 และจะเกิดปรากฏการณ์ลานีญาตามมา ซึ่งจะช่วยให้ปริมาณผลผลิตสินค้าทางการเกษตรฟื้นตัวเพิ่มขึ้นในช่วงครึ่งหลังปี 59

ยอดขายสาขาเดิมจะเป็นบวกในปีนี้ ในไตรมาส 2/59 ถึงปัจจุบัน ยอดขายสาขาเดิมของ **GLOBAL** มีอัตราเติบโตก่อนหักต้นทุนต่ำกว่าปีก่อน (เทียบกับ +2.5% ในไตรมาส 1/59 และ +4.4% ในไตรมาส 2/58) เพราะปริมาณขายที่สูงขึ้นช่วยชดเชยราคาวัสดุก่อสร้างที่ลดลง (ผลิตภัณฑ์ที่เกี่ยวข้องกับเหล็กและปูนซีเมนต์ คิดเป็นสัดส่วน 30% ของยอดขาย) บริษัทตั้งเป้ายอดขายสาขาเดิมโต 2-3% ในปี 2559 (เทียบกับ -0.8% ในปี 2558) เพราะปริมาณขายจะเพิ่มขึ้นตามเศรษฐกิจที่ฟื้นตัวดีขึ้นและได้รับผลกระทบน้อยลงจากราคาวัสดุก่อสร้างที่ลดลงในปี

ขยายสาขาเชิงรุกมากขึ้น **GLOBAL** วางแผนเปิดสาขาใหม่ในไทย 8 สาขาในปี 2559: ศาลายา, เชียงราย, กาญจนบุรี, สุราษฎร์ธานี, นครศรีธรรมราช, สิงห์บุรี, สมุทรสงคราม, และปทุมธานี สภาพแวดล้อมทางการแข่งขันดูดีขึ้น เพราะคู่แข่งชะลอการขยายสาขา บริษัทไม่คิดว่าทำเลที่ตั้งสาขาใหม่ในปีนี้จะส่งผลกระทบทำให้เกิดการแย่งชิงยอดขายระหว่างสาขา โครงการลงทุนในต่างประเทศมีความคืบหน้า หลังจากบริษัทเข้าซื้อหุ้นของบริษัท สุวินี โฮมเซ็นเตอร์ (ซึ่งมีสาขา 4 สาขา) ในลาวในเดือน ก.ย. 2558 บริษัทกำลังเจรจากับพันธมิตรท้องถิ่นที่เป็นเจ้าของร้านค้าที่มีอยู่เดิมและสามารถทำกำไรได้ ชื่อว่า Pro 1 Home Center ในเมียนมาร์ (ดำเนินการ 3 สาขา และวางแผนเปิดเพิ่มอีก 3 สาขา) โดยคาดว่าจะแล้วเสร็จในปี 2559

อัตรากำไรเพิ่มขึ้นต่อเนื่อง ในไตรมาส 1/59 อัตรากำไรขั้นต้นของ **GLOBAL** เพิ่มขึ้นสู่ 19.6% (+4.7% YoY) หรือสู่ 18.0-18.5% (+3.2-3.7% YoY) ถ้าไม่รวมประโยชน์จากราคาผลิตภัณฑ์เหล็กที่สูงขึ้น ทั้งนี้ในไตรมาส 2/59 ถึงปัจจุบัน อัตรากำไรขั้นต้นของบริษัทปรับตัวเพิ่มขึ้นอีก QoQ (+2.9% QoQ) โดยได้รับปัจจัยหนุนจากการบริหารสินค้า **private brand** ได้ดีขึ้น และอำนาจต่อรองมากขึ้นกับซัพพลายเออร์ รวมถึงราคาเหล็กที่ไม่เปลี่ยนแปลง QTD การเพิ่มผลิตภัณฑ์ใหม่และแต่งตั้งพนักงานขายตรงมากขึ้น ทำให้ **GLOBAL** คาดว่าสัดส่วนยอดขายสินค้า **private brand** ต่อยอดขายทั้งหมดจะเพิ่มขึ้นสู่ 15% ในปี 2559 (เทียบกับ 12% ในปี 2558) การขยายสาขาเชิงรุกอย่างต่อเนื่อง (เปิดเพิ่ม 5-7 สาขาในปี 2555-58 และ 8 สาขาในปี 2559) จะทำให้ **GLOBAL** กลายเป็นผู้นำตลาดในแง่จำนวนสาขาร้านค้าปลีกวัสดุก่อสร้างสมัยใหม่ในประเทศไทย (**GLOBAL**, ไทวัสดุ, และเมกาโฮม) ในปีนี้ ซึ่งจะช่วยให้บริษัทมีอำนาจต่อรองกับซัพพลายเออร์มากขึ้น

Forecasts and valuation

Year to 31 Dec	Unit	2014	2015	2016F	2017F	2018F
Revenue	(Btmn)	15,561	16,864	19,242	21,932	24,606
EBITDA	(Btmn)	1,691	1,950	2,441	2,806	3,169
Core profit	(Btmn)	699	868	1,220	1,459	1,734
Reported profit	(Btmn)	702	881	1,221	1,459	1,734
Core EPS	(Bt)	0.19	0.24	0.33	0.40	0.47
DPS	(Bt)	0.01	0.04	0.06	0.07	0.09
P/E, core	(x)	70.61	56.87	40.48	33.85	28.49
EPS growth, core	(%)	(25.95)	24.16	40.47	19.58	18.83
P/BV, core	(x)	3.51	3.31	3.09	2.87	2.64
ROE	(%)	5.74	5.99	7.90	8.79	9.66
Dividend yield	(%)	0.10	0.32	0.44	0.53	0.63
EV/EBITDA	(x)	31.53	27.50	21.62	18.71	16.41

Source: SCBS Investment Research

Financial statement

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	2014	2015	2016F	2017F	2018F
Total revenue	15,561	16,864	19,242	21,932	24,606
Cost of goods sold	(13,205)	(14,019)	(15,659)	(17,789)	(19,891)
Gross profit	2,356	2,845	3,583	4,143	4,715
SG&A	(1,842)	(2,125)	(2,506)	(2,847)	(3,192)
Other income	494	509	571	651	731
Interest expense	(133)	(144)	(140)	(142)	(105)
Pre-tax profit	875	1,084	1,508	1,806	2,148
Corporate tax	(176)	(219)	(302)	(361)	(430)
Equity a/c profits	0	3	14	14	15
Minority interests	0	0	0	0	0
Core profit	699	868	1,220	1,459	1,734
Extra-ordinary items	2	12	1	0	0
Net Profit	702	881	1,221	1,459	1,734
EBITDA	1,691	1,950	2,441	2,806	3,169
Core EPS (Bt)	0.19	0.24	0.33	0.40	0.47
Net EPS (Bt)	0.19	0.24	0.33	0.40	0.47
DPS (Bt)	0.01	0.04	0.06	0.07	0.09

Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	2014	2015	2016F	2017F	2018F
Total current assets	7,918	8,799	7,490	8,017	8,444
Total fixed assets	13,256	14,238	15,382	16,290	17,141
Total assets	21,174	23,037	22,872	24,307	25,585
Total loans	4,219	4,724	3,700	3,500	3,000
Total current liabilities	2,974	4,037	5,795	5,882	5,664
Total long-term liabilities	4,117	4,081	1,097	1,206	1,230
Total liabilities	7,091	8,119	6,892	7,088	6,895
Paid-up capital	3,049	3,484	3,484	3,484	3,484
Total equity	14,083	14,918	15,980	17,219	18,690
BVPS (Bt)	3.85	4.08	4.37	4.71	5.11

Cash Flow Statement (Btmn)

FY December 31	2014	2015	2016F	2017F	2018F
Core Profit	699	868	1,220	1,459	1,734
Depreciation and amortization	683	721	793	859	916
Operating cash flow	1,600	1,459	2,958	2,225	2,541
Investing cash flow	(5,312)	(1,903)	(1,737)	(1,767)	(1,766)
Financing cash flow	3,832	698	(1,182)	(420)	(763)
Net cash flow	120	254	39	39	11

Key Financial Ratios

	2014	2015	2016F	2017F	2018F
Gross margin(%)	15.1	16.9	18.6	18.9	19.2
Operating margin(%)	3.3	4.3	5.6	5.9	6.2
EBITDA margin(%)	10.9	11.6	12.7	12.8	12.9
EBIT margin(%)	6.5	7.3	8.6	8.9	9.2
Net profit margin(%)	4.5	5.2	6.3	6.7	7.0
ROE (%)	5.0	5.9	7.6	8.5	9.3
ROA (%)	3.3	3.8	5.3	6.0	6.8
Net D/E (x)	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2
Interest coverage (x)	12.7	13.5	17.4	19.8	30.2
Payout Ratio (%)	6.9	18.0	18.0	18.0	18.0

12-Month Cumulative directors trade

NA

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16
Total revenue	4,515	4,435	3,796	4,118	5,155
Cost of goods sold	(3,846)	(3,693)	(3,108)	(3,372)	(4,147)
Gross profit	669	742	688	746	1,008
SG&A	(492)	(537)	(533)	(564)	(574)
Other income	149	130	114	117	163
Interest expense	(34)	(33)	(38)	(40)	(37)
Pre-tax profit	292	302	232	258	560
Corporate tax	(54)	(66)	(53)	(46)	(112)
Equity a/c profits	0	(0)	0	3	3
Minority interests	0	0	0	0	0
Core profit	238	236	179	215	451
Extra-ordinary items	(21)	27	33	(27)	1
Net Profit	217	263	212	189	452
EBITDA	499	513	450	487	788
Core EPS (Bt)	0.07	0.07	0.05	0.06	0.13
Net EPS (Bt)	0.06	0.08	0.06	0.05	0.13

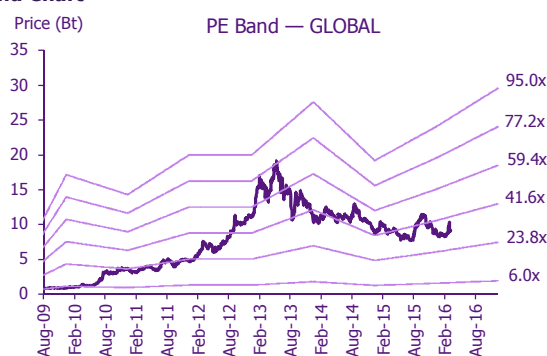
Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16
Total current assets	7,904	7,934	8,629	8,799	9,096
Total fixed assets	13,289	13,330	13,962	14,238	14,678
Total assets	21,193	21,264	22,591	23,037	23,775
Total loans	3,562	3,638	5,088	4,724	4,775
Total current liabilities	2,787	2,652	3,768	4,037	4,332
Total long-term liabilities	4,105	4,095	4,093	4,081	4,074
Total liabilities	6,892	6,746	7,861	8,119	8,405
Paid-up capital	3,049	3,484	3,484	3,484	3,484
Total equity	14,301	14,518	14,730	14,918	15,369
BVPS (Bt)	4.10	4.17	4.23	4.28	4.41

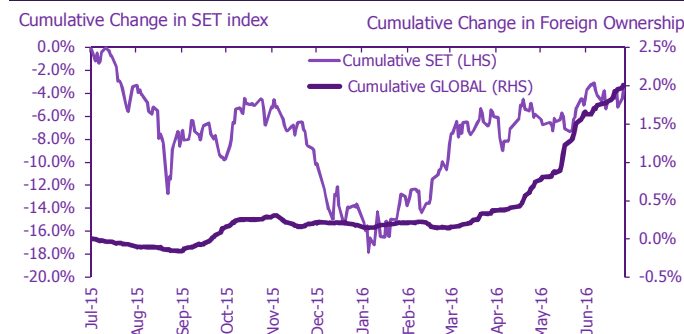
Main Assumptions

	2014	2015	2016F	2017F	2018F
SSS growth (%)	-6.1%	-0.8%	2.5%	3.0%	3.0%
No of new stores (stores)	5	6	8	7	7
No of stores, ending (stores)	32	38	46	53	60
% private brand/sales	10.0	12.4	13.4	14.4	15.4

PE Band Chart



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



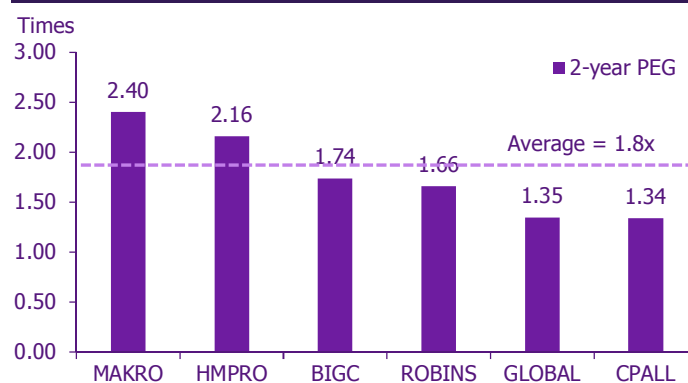
Source: SET, SCBS Investment Research

Figure 1: GLOBAL's historical PE band



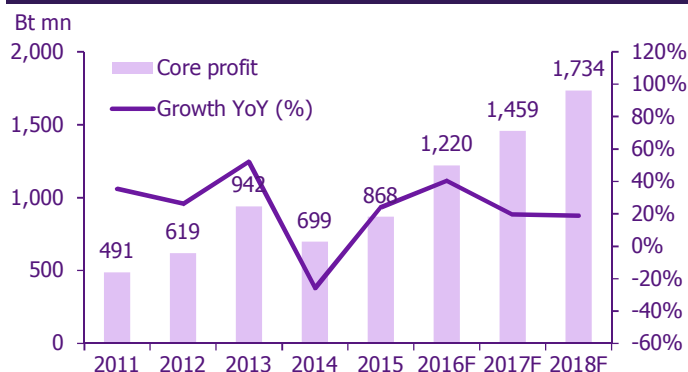
Source: SCBS Investment Research

Figure 2: Sector's 2-year PEG



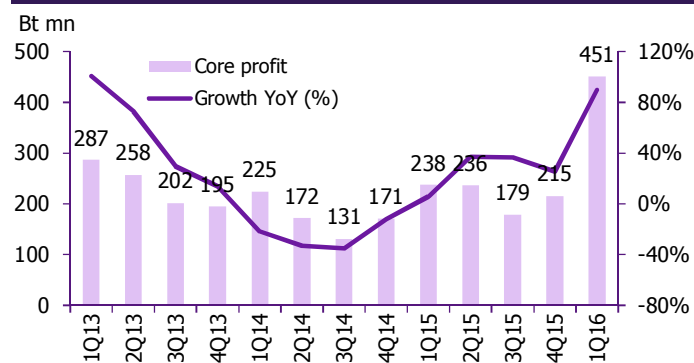
Source: SCBS Investment Research

Figure 3: GLOBAL's earnings in 2016-18F



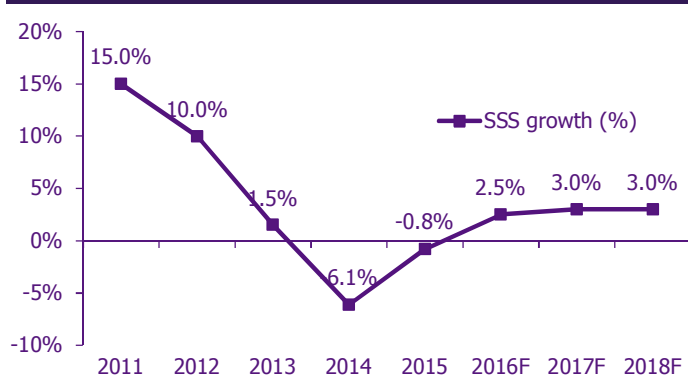
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 4: GLOBAL's quarterly earnings recap



Source: SCBS Investment Research

Figure 5: GLOBAL's SSS to revive in 2016-18F



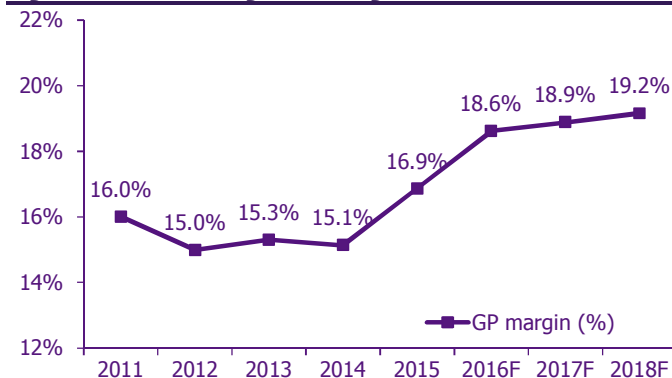
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 6: GLOBAL's store expansion in 2016-18F



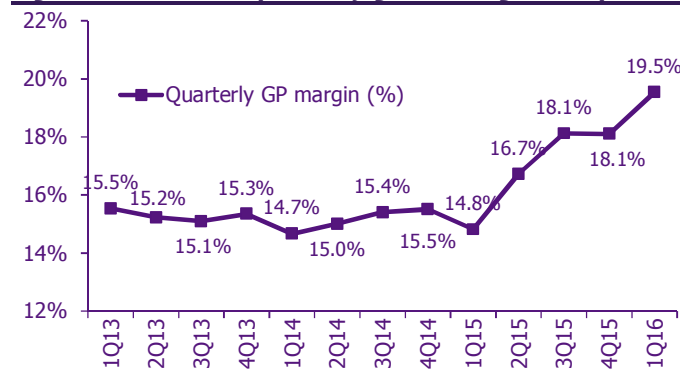
Source: SCBS Investment Research

Figure 7: GLOBAL's gross margin in 2016-18F



Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 8: GLOBAL's quarterly gross margin recap



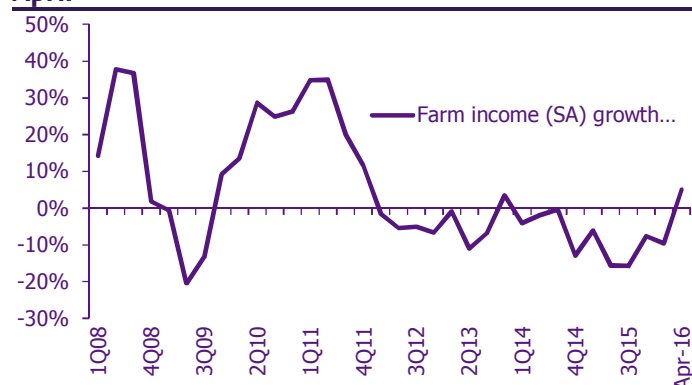
Source: SCBS Investment Research

Figure 9: Series of government measures to boost economy, positive to domestic consumption in 2016

Stimulus package	Size (Bt bn)	Disbursement (Btbn)				
		2015	1Q16	Total	Disbursement (%)	To be disbursed for the rest of 2016
Stimulus package announced in Sep-Dec 2015						
1) Assistance measures for low income earners and small public investment	139.7	58.4	41.7	100.1	71.6%	27.5
1.1) Soft loan via the village fund program	60.0	47.6	0.3	47.9	79.8%	0.0
1.2) Quick-spending budget for local government (Bt5mn per sub-district)	39.7	0.6	21.7	22.3	56.0%	17.5
1.3) Local government mini investment projects (Bt1mn per project)	40.0	10.2	19.7	30.0	74.9%	10.0
2) Monetary and fiscal measures for SMEs Promotion	256.0	141.9	71.5	213.4	83.4%	42.6
3) Monetary and fiscal measures for a real estate sector promotion	25.0	12.0	7.7	19.7	78.8%	5.3
4) Tax incentive for domestic investment promotion measure						
5) Board of Investment (BOI)'s speeding up investment measure						
6) Assistance Measure for Rubber Farmers	13.1	0.1	9.1	9.1	69.6%	4.0
7) tax deduction up to Bt15,000 for purchases made from Dec 25-31						
Subtotal	433.9	212.4	130.0	342.4	78.9%	79.4
Stimulus package announced in 2016 to date						
1) Strengthening Glass Root Economy Measure following Pracha Rat Approach	35.0		4.2	4.2	11.9%	30.8
2) Baan Pracha Rat	70.0					
3) Assistance measures for drought experiencers in agricultural sector	93.0		7.2	7.2	7.7%	5.4
4) Credit Guarantee program for Micro Entrepreneurs (Phase 2)	13.5		0.0	0.0	0.1%	n.a.
5) tax deduction of up to Bt15,000 for dining and travel expenses from Apr 9-17						
6) Extended tax deduction up to Bt15,000 of hotel expenses by 1 year to end-2016						
Subtotal	211.5	0.0	11.4	11.4	5.4%	36.3
Total	645.4	212.4	141.3	353.7	54.8%	115.7

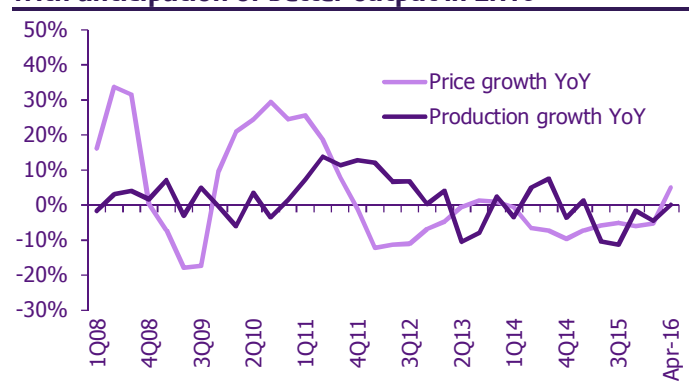
Source: NESDB and SCBS Investment Research

Figure 10: Farm income turned to positive growth in April



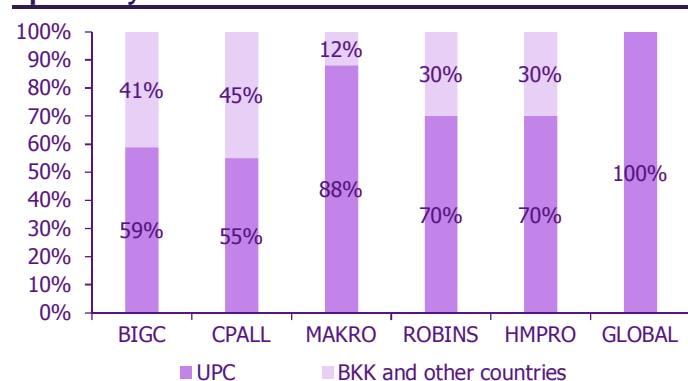
Source: OAE and SCBS Investment Research

Figure 11: Agricultural price growth picked up in April, with anticipation of better output in 2H16



Source: OAE and SCBS Investment Research

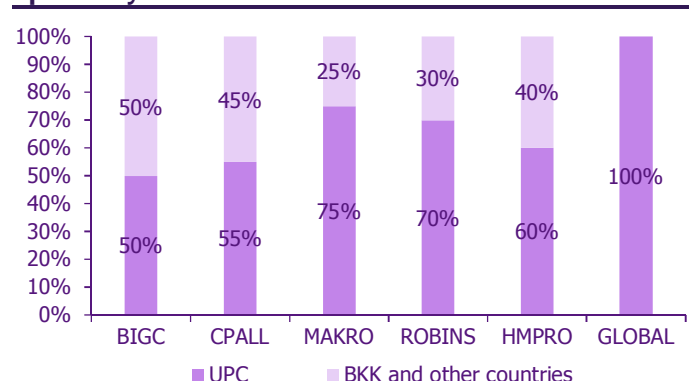
Figure 12: Store contribution in Bangkok and upcountry



Source: Company data and SCBS Investment Research

Note* Only big store format for BIGC

Figure 13: Sales contribution in Bangkok and upcountry



Source: Company data and SCBS Investment Research

Note* Only big store format for BIGC

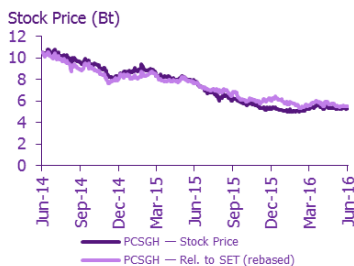
ข้อ

Stock Data

Last close (Jun 28) (Bt)	5.30
12-m target price (Bt)	7.00
Upside (Downside) to TP (%)	32.08
Mkt cap (Btbn)	8.19
Mkt cap (US\$mn)	232

Bloomberg code	PCSGH TB
Reuters code	PCSGH.BK
Risk rating	H
Mkt cap (%) SET	0.06
Sector % SET	0.49
Shares issued (mn)	1,545
Par value (Bt)	1.00
12-m high / low (Bt)	7.9 / 5
Avg. daily 6m (US\$mn)	0.07
Foreign limit / actual (%)	49 / 1
Free float (%)	23.9
Dividend policy (%)	≥ 50

Price Performance



Source: SET, SCBS Investment Research

Share performance

	1M	3M	12M
Absolute	0.0	(0.9)	(32.1)
Relative to SET	(0.9)	(4.0)	(28.6)

Source: SET, SCBS Investment Research

สถานการณ์เลวร้ายที่สุดผ่านพ้นไปแล้ว

กำไรปี 2558 ของ PCSGH ลดลงมากกว่าครึ่งจากกำไรปี 2555 ซึ่งสูงมากเป็นพิเศษ เพราะยอดขายและอัตรากำไรลดลง ประเด็นบวกจากอุตสาหกรรมยานยนต์ไทยที่กำลังจะกลับคืนสู่สภาวะปกติเพราะการผลิตรถยนต์เพิ่มขึ้นประกอบกับการเริ่มผลิตตามออเดอร์ใหม่จะช่วยกระตุ้นยอดขายและอัตรากำไรของ PCSGH เราคาดว่ากำไรจะทำจุดต่ำสุดในปี 2559 และหลังจากนั้นก็จะมีแนวโน้มดีขึ้นในปี 2560 ราคาหุ้น PCSGH ลดลงมาแล้ว 51% จากจุดสูงสุด และราคาหุ้นที่ร่วงลงมากเกินไปทำให้ผลตอบแทนจากการลงทุนดูน่าดึงดูดด้วย upside 33% บวกกับผลตอบแทนจากเงินปันผลเฉลี่ยในปี 2559-60 ที่ 5-6% ต่อปี เราแนะนำ “ซื้อ” PCSGH ด้วยราคาเป้าหมายกลางปี 2560 ที่ 7 บาท/หุ้น และเลือกเป็น top pick ในกลุ่มยานยนต์

ยอดขายทั้งหมดมาจากตลาดรถยนต์เพื่อการพาณิชย์ซึ่งเป็นกลุ่มนำการฟื้นตัว ตลาดรถยนต์ในประเทศปรับตัวแยลงมาตั้งแต่ปี 2556 แต่ยอดขายรถยนต์เดือน พ.ค.พลิกกลับมามีอัตราเติบโตเป็นบวกที่ 16% YoY หลักๆ ได้รับปัจจัยกระตุ้นจากยอดขายรถยนต์เพื่อการพาณิชย์ที่แข็งแกร่ง เราเชื่อว่ารถยนต์เพื่อการพาณิชย์จะเป็นกลุ่มแรกที่ฟื้นตัวขึ้น เนื่องจากอุปสงค์รถยนต์เพื่อการพาณิชย์มีความสัมพันธ์กับกิจกรรมภาคเกษตรและกิจกรรมทางธุรกิจซึ่งปัจจัยส่วนหนึ่งบ่งชี้ถึงแนวโน้มที่ดีขึ้น PCSGH มีแนวโน้มที่จะได้รับประโยชน์โดยตรงจากแนวโน้มเช่นนี้ เนื่องจากผลิตภัณฑ์ของบริษัทเป็นชิ้นส่วนรถยนต์ในระบบส่งกำลัง (powertrain) ที่ประกอบด้วยเครื่องยนต์ ระบบเกียร์ และระบบบังคับรถของรถยนต์เพื่อการพาณิชย์

การลงทุนกำลังจะเห็นผล เมื่ออิงกับข้อมูลจากบริษัท PCSGH มอเตอร์ใหม่มูลค่า 2.2 พันล้านบาทครอบคลุมระยะเวลา 4-10 ปีข้างหน้า PCSGH ได้ลงทุนจัดตั้งสายการผลิตเพิ่มก่อนทำการผลิตจริงเพื่อรองรับออเดอร์ในอนาคต ซึ่งหมายความว่า PCSGH ต้องรับภาระต้นทุนดังกล่าวก่อนที่จะมีรายได้เข้ามา ซึ่งสร้างแรงกดดันต่ออัตรากำไร ดังเห็นได้จากอัตรากำไรขั้นต้นระดับต่ำเพียง 10.5% ในไตรมาส 4/58 และ 15.3% ในไตรมาส 1/59 (ลดลงจาก 18% ในช่วง 9 เดือนแรกปี 58) เนื่องจากออเดอร์ใหม่เหล่านี้มีกำหนดเริ่มการผลิตตอนปลายไตรมาส 2/59 ดังนั้นเราคาดว่าการลงทุนครั้งนี้กำลังจะเห็นผล โดยจะช่วยหนุนให้ยอดขายและอัตรากำไรขั้นต้นของ PCSGH ปรับตัวเพิ่มขึ้น

กำไรจะทำจุดต่ำสุดในปี 2559 กำไรปี 2555 ของ PCSGH อยู่ในระดับสูงมากเป็นพิเศษที่ 1.7 พันล้านบาท และหลังจากนั้นก็ปรับตัวลดลงถึง 70% สู่ 532 ล้านบาทในปี 2558 เนื่องจากยอดขายและอัตรากำไรขั้นต้นของบริษัทถูกฉุดลงโดยปัจจัยลบซึ่งประกอบด้วยการผลิตรถยนต์ของประเทศไทยที่ปรับตัวลดลงเนื่องจากตลาดในประเทศปรับตัวแยลง และภาระต้นทุนจากการพัฒนาสายการผลิตใหม่ เราคาดว่าปี 2559 จะเป็นปีที่กำไรของ PCSGH สิ้นสุดการปรับตัวลดลง โดยได้รับปัจจัยหนุนจากอุตสาหกรรมยานยนต์ไทยที่กำลังจะกลับคืนสู่สภาวะปกติเพราะการผลิตรถยนต์เพิ่มขึ้นประกอบกับการเริ่มผลิตตามออเดอร์ใหม่ เราคาดว่ากำไรของ PCSGH จะเติบโต 29% YoY ในปี 2560 และ 21% YoY ในปี 2561 โดยได้รับปัจจัยกระตุ้นจากยอดขายที่คาดว่าจะเติบโต 10% YoY ในปี 2560 และ 9% YoY ในปี 2561 รวมถึงอัตรากำไรขั้นต้นที่กว้างขึ้นจาก 15.2% ในปี 2559 สู่ 17.0% ในปี 2560 และ 18.5% ในปี 2561

Top pick แนะนำ “ซื้อ” ด้วยราคาเป้าหมายกลางปี 2560 ที่ 7 บาท/หุ้น PCSGH เป็น top pick ของเราในกลุ่มยานยนต์ และเราแนะนำ “ซื้อ” ด้วยราคาเป้าหมายกลางปี 2560 ที่ 7 บาท/หุ้น โดยอิงกับ PE 17 เท่า ซึ่งเท่ากับระดับ +0.5SD ของค่าเฉลี่ยในอดีต เรามองว่า PCSGH ควรจะมี valuation ที่สูงกว่าค่าเฉลี่ยเพราะบริษัทสามารถผลิตผลิตภัณฑ์ที่มีมูลค่าเพิ่มสูง เช่น ชิ้นส่วนรถยนต์ในระบบส่งกำลัง (powertrain) ซึ่งจะสะท้อนในอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) ในระดับสูงที่ 11% ในปี 2560 สูงกว่าบริษัทอื่นๆ ในกลุ่มยานยนต์ที่ 4-9% ราคาหุ้น PCSGH ลดลงมาแล้ว 51% จากจุดสูงสุด และราคาหุ้นที่ร่วงลงมากเกินไปทำให้ผลตอบแทนจากการลงทุนดูน่าดึงดูดด้วย upside 33% สู่ราคาเป้าหมายของเรา บวกกับผลตอบแทนจากเงินปันผลเฉลี่ยในปี 2559-60 ที่ 5-6% ต่อปี

Forecasts and valuation

Year to 31 Dec	Unit	FY2014	FY2015	FY2016F	FY2017F	FY2018F
Revenue	(Btmm)	4,014	4,092	4,251	4,690	5,129
EBITDA	(Btmm)	1,249	1,128	1,052	1,201	1,390
Core profit	(Btmm)	709	532	500	643	777
Reported profit	(Btmm)	717	542	500	643	777
Core EPS	(Bt)	0.48	0.34	0.32	0.42	0.50
DPS	(Bt)	0.37	0.40	0.26	0.33	0.40
P/E, core	(x)	11.0	15.4	16.4	12.7	10.5
EPS growth, core	(%)	(58.9)	(28.6)	(6.0)	28.7	20.7
P/BV, core	(x)	1.6	1.7	1.6	1.6	1.6
ROE	(%)	20.9	10.6	10.2	12.8	15.0
Dividend yield	(%)	7.0	7.5	4.9	6.3	7.6
EV/EBITDA	(x)	5.8	6.5	6.7	5.7	4.6

Source: SCBS Investment Research

รวิญญู ปิยะกรียงไกร

นักวิเคราะห์การลงทุนวิจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1002

raweenuch.piyakriengkai@scb.co.th

Financial statement

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY Dec 31	2014	2015	2016F	2017F	2018F
Total revenue	4,014	4,092	4,251	4,690	5,129
Cost of goods sold	(3,206)	(3,426)	(3,607)	(3,893)	(4,183)
Gross profit	808	666	644	797	946
SG&A	(173)	(171)	(179)	(197)	(215)
Other income	73	44	45	56	62
Interest expense	3	0	0	0	0
Pre-tax profit	704	538	510	657	793
Corporate tax	(5)	7	10	13	16
Equity a/c profits	0	0	0	0	0
Minority interests	0	0	0	0	0
Core profit	709	532	500	643	777
Extra-ordinary items	8	10	0	0	0
Net Profit	717	542	500	643	777
EBITDA	1,249	1,128	1,052	1,201	1,390
Core EPS (Bt)	0.48	0.34	0.32	0.42	0.50
Net EPS (Bt)	0.49	0.35	0.32	0.42	0.50
DPS (Bt)	0.37	0.40	0.26	0.33	0.40

Balance Sheet (Btmn)

FY Dec 31	2014	2015	2016F	2017F	2018F
Total current assets	2,064	2,174	2,591	2,966	3,491
Total fixed assets	3,373	3,168	2,956	2,742	2,405
Total assets	5,465	5,371	5,577	5,737	5,925
Total loans	0	0	0	0	0
Total current liabilities	314	455	559	589	619
Total long-term liabilities	0	0	0	1	2
Total liabilities	346	496	602	634	666
Paid-up capital	1,545	1,545	1,545	1,545	1,545
Total equity	5,118	4,875	4,975	5,104	5,259
BVPS (Bt)	3.31	3.16	3.22	3.30	3.40

Cash Flow Statement (Btmn)

FY Dec 31	2014	2015	2016F	2017F	2018F
Core Profit	709	532	500	643	777
Depreciation and amortization	542	590	542	544	597
Operating cash flow	1,590	1,072	1,118	1,156	1,312
Investing cash flow	(216)	(385)	(400)	(400)	(300)
Financing cash flow	(882)	(750)	(400)	(515)	(621)
Net cash flow	480	(64)	318	241	390

Key Financial Ratios

FY Dec 31	2014	2015	2016F	2017F	2018F
Gross margin(%)	20.1	16.3	15.2	17.0	18.5
Operating margin(%)	15.8	12.1	11.0	12.8	14.3
EBITDA margin(%)	31.1	27.6	24.7	25.6	27.1
EBIT margin(%)	18.5	19.5	20.5	21.5	22.5
Net profit margin(%)	17.9	13.2	11.8	13.7	15.1
ROE (%)	20.9	10.6	10.2	12.8	15.0
ROA (%)	12.9	9.8	9.1	11.4	13.3
Net D/E (x)	net cash	net cash	net cash	net cash	net cash
Interest coverage (x)	425.7	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
Debt service coverage (x)	425.7	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
Payout Ratio (%)	75.9	114.1	80.0	80.0	80.0

12-Month Cumulative directors trade

NA

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16
Total revenue	1,102	987	1,071	932	1,055
Cost of goods sold	(871)	(827)	(893)	(834)	(894)
Gross profit	231	160	178	98	161
SG&A	40	44	48	39	39
Other income	13	14	7	10	10
Interest expense	0	0	0	0	0
Pre-tax profit	204	129	137	68	131
Corporate tax	2	4	1	0	(0)
Equity a/c profits	0	0	0	0	0
Minority interests	0	0	0	0	0
Core profit	202	126	136	68	131
Extra-ordinary items	0	0	11	(1)	(2)
Net Profit	202	126	146	67	130
EBITDA	349	276	287	217	268
Core EPS (Bt)	0.13	0.08	0.09	0.04	0.09
Net EPS (Bt)	0.13	0.08	0.09	0.04	0.08

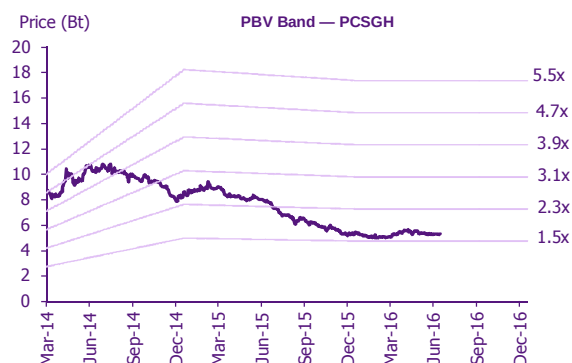
Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16
Total current assets	2,234	2,164	2,124	2,174	2,297
Total fixed assets	3,272	3,232	3,142	3,168	3,093
Total assets	5,532	5,427	5,297	5,371	5,431
Total loans	0	0	0	0	0
Total current liabilities	350	422	448	455	383
Total long-term liabilities	0	0	0	0	0
Total liabilities	385	459	487	496	426
Paid-up capital	1,545	1,545	1,545	1,545	1,545
Total equity	5,147	4,968	4,809	4,875	5,005
BVPS (Bt)	3.33	3.22	3.11	3.16	3.24

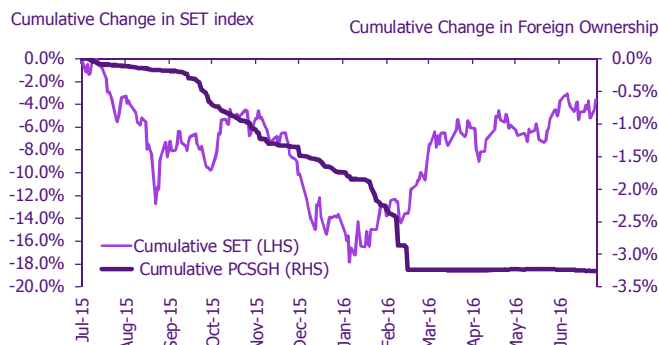
Main Assumptions

	2014	2015	2016F	2017F	2018F
Auto production (000 units)	1,881	1,912	1,927	2,072	2,207
% growth	(23.5)	1.7	0.6	7.5	6.5
Domestic sales (000 units)	882	799	799	864	919
% growth	(33.7)	(9.4)	0.0	8.1	6.4
Auto export (000 units)	1,126	1,205	1,220	1,300	1,380
% growth	1.8	7.0	1.2	6.6	6.2

PBV Band Chart

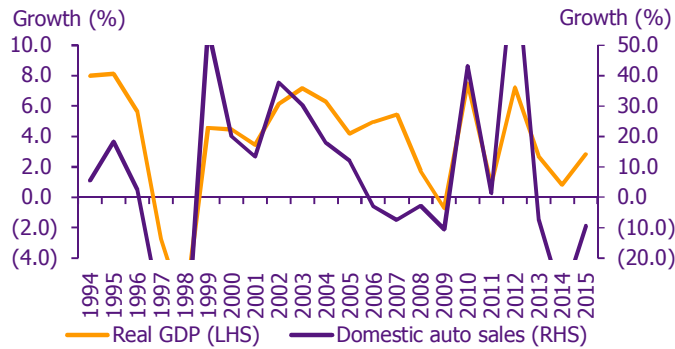


12 Month cumulative chg in foreign ownership versus cumulative chg in SET index



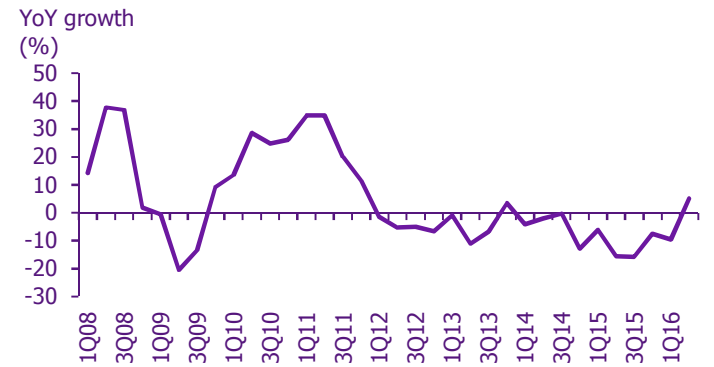
Source: SET, SCBS Investment Research

Figure 1: Auto demand is tied to the economy



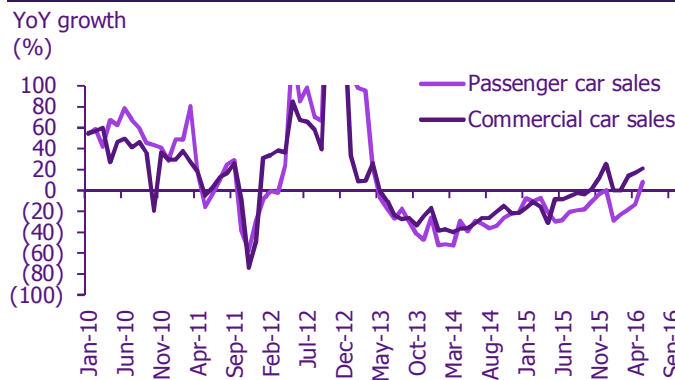
Source: NESDB, Thailand Automotive Institute and SCBS Investment Research

Figure 2: Better economy with growing farm income



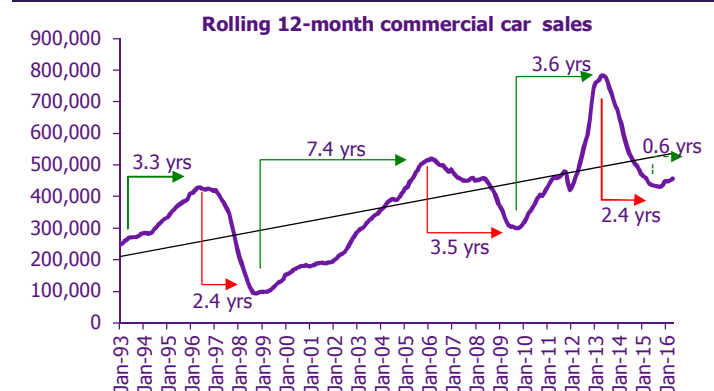
Source: Office Of Agricultural Economics and SCBS Investment Research

Figure 3: Commercial vehicle segment recovers first



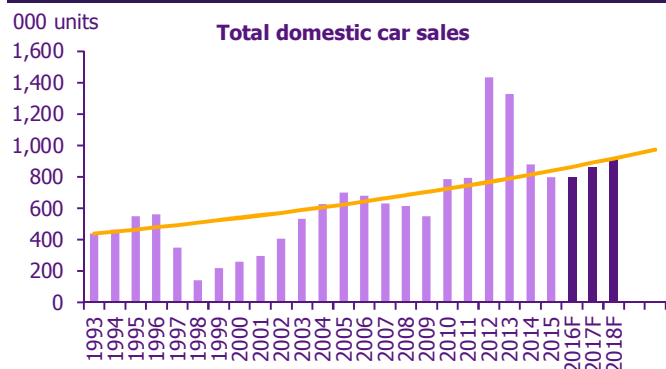
Source: Thailand Automotive Institute and SCBS Investment Research

Figure 4: Commercial car sales: early in an uptrend



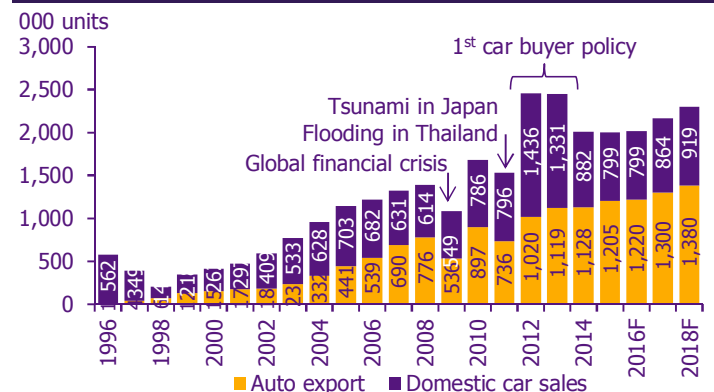
Source: Thailand Automotive Institute and SCBS Investment Research

Figure 5: Domestic auto market to return to an uptrend with 8% YoY growth in 2017



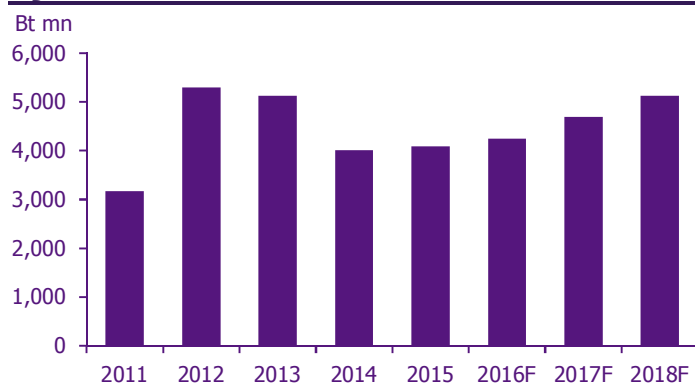
Source: Thailand Automotive Institute and SCBS Investment Research

Figure 6: Thai auto production to be back to an uptrend in 2017



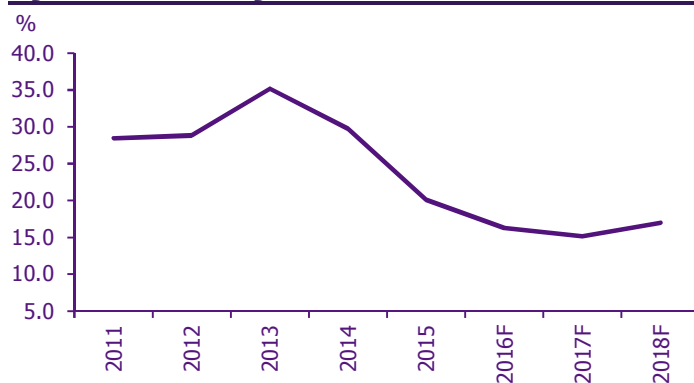
Source: Thailand Automotive Institute and SCBS Investment Research

Figure 7: Sales forecast



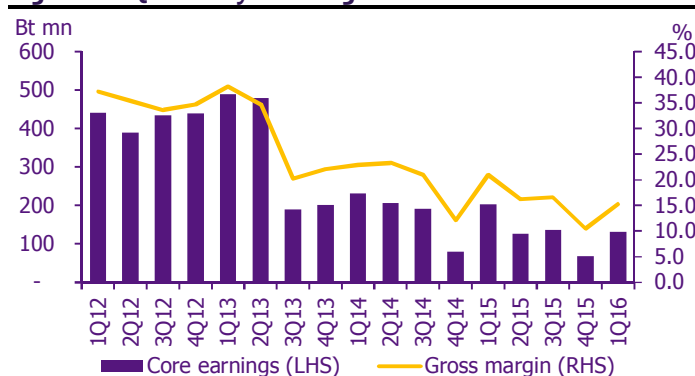
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 8: Gross margin trend



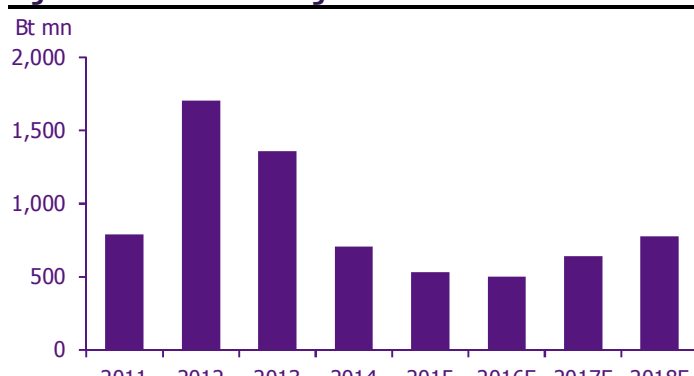
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 9: Quarterly earnings



Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 10: PCSGH earnings forecast



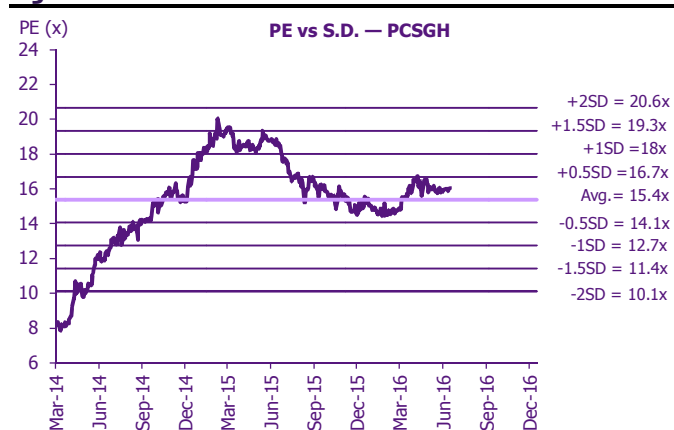
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 11: Project timeline

Starting up Project period		Project life (years)	Value (Bt mn)
2Q16	Pick up: Pan Oil Big truck: Bracket spring, Bracket steering, Adaptor turbo, Shackle, Duct EGR Passenger car: Pressure plate	4-6	990
3Q16	Big truck: Trunnion shaft, Bracket converter Big bike: Chain side crankcase, Clutch side crankcase	5-6	790
4Q16	Pick up: Pan Oil Non auto: Base, Stand		
1Q17	Pick up: Pressure plate, Front housing	5-10	250
2Q17	Big truck: Flywheel housing, Cover cylinder head Passenger car: Bracket, Drive shaft, Engine mounting bracket, Hook	5-6	210

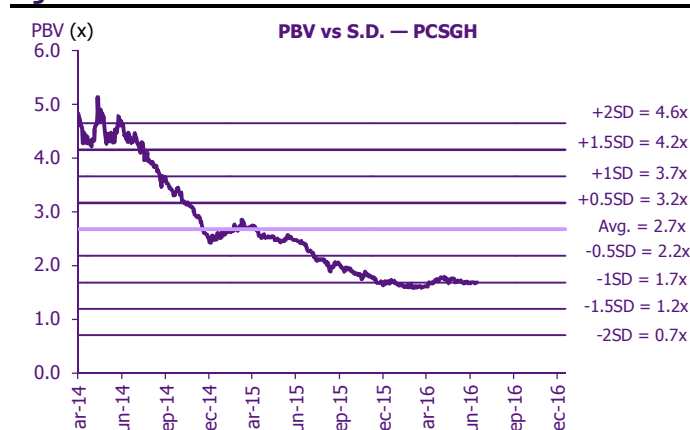
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 12: PE band



Source: SET and SCBS Investment Research

Figure 13: PB band



Source: SET and SCBS Investment Research

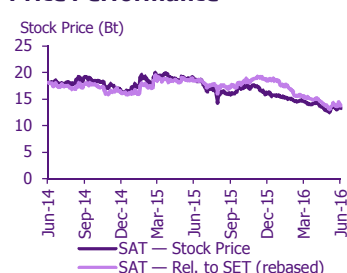
ซื้อ

Stock Data

Last close (Jun 28) (Bt)	13.20
12-m target price (Bt)	18.00
Upside (Downside) to TP (%)	36.36
Mkt cap (Btbn)	5.61
Mkt cap (US\$mn)	159

Bloomberg code	SAT TB
Reuters code	SAT.BK
Risk rating	H
Mkt cap (%) SET	0.04
Sector % SET	0.49
Shares issued (mn)	425
Par value (Bt)	1.00
12-m high / low (Bt)	18.8 / 12.4
Avg. daily 6m (US\$mn)	0.15
Foreign limit / actual (%)	49 / 23
Free float (%)	53.8
Dividend policy (%)	≥ 30

Price Performance



Source: SET, SCBS Investment Research

Share performance

	1M	3M	12M
Absolute	3.9	(8.3)	(29.4)
Relative to SET	3.0	(11.2)	(25.8)

Source: SET, SCBS Investment Research

น่าสนใจที่สุดในกลุ่มยานยนต์

หุ้น SAT ซื้อขายที่ระดับต่ำสุดในรอบ 4 ปี ตามแนวโน้มขาลงของอุตสาหกรรมยานยนต์ไทยซึ่งเรามองว่าใกล้จะสิ้นสุดลงแล้ว เนื่องจากเศรษฐกิจกำลังจะฟื้นตัวและรายได้เกษตรกรสูงขึ้น เราจึงคาดว่าตลาดรถยนต์เพื่อการพาณิชย์และรถเพื่อการเกษตร (80% ของยอดขายทั้งหมดของ SAT) จะเป็นกลุ่มแรก ๆ ที่อุปสงค์ฟื้นตัวดีขึ้น ยอดขายที่สูงขึ้นและอัตรากำไรที่กว้างขึ้นจะช่วยสนับสนุนให้กำไรของ SAT เติบโต 27% YoY ในปี 2560 สิ้นสุดแนวโน้มขาลงที่เกิดขึ้นมาตั้งแต่ปี 2557 เรามองว่าความเสี่ยง/ผลตอบแทนน่าสนใจ เพราะราคาหุ้นมีแนวโน้ม upside 35% สุราคาระดับเป้าหมายกลางปี 2560 ที่เราประเมินได้ที่ 18 บาท/หุ้น และผลตอบแทนจากเงินปันผลสูงเฉลี่ย 4-5% ต่อปีในปี 2559-60 SAT เป็น top pick ของเราในกลุ่มยานยนต์ไทย

อุปสงค์รถยนต์ในประเทศไทยอยู่ในช่วงจุดต่ำสุด การผลิตรถยนต์ของประเทศไทยปรับตัวลดลงมากในปี 2557 เพราะถูกฉุดลงโดยแนวโน้มขาลงของตลาดรถยนต์ในประเทศหลังจากมาตรการรถคันแรกสิ้นสุดลง นอกจากนี้เศรษฐกิจไทยที่ปรับตัวแยลงก็กดดันให้อุปสงค์ก็ปรับตัวลดลงด้วย ทั้งนี้หลังจากอยู่ในแนวโน้มขาลงเป็นเวลานาน เราเชื่อว่าอุปสงค์รถยนต์ในประเทศกำลังจะฟื้นตัว และจะช่วยสนับสนุนให้การผลิตรถยนต์ของประเทศไทยกลับคืนสู่แนวโน้มขาขึ้น ยอดขายรถยนต์ในประเทศเดือน พ.ค. พลิกกลับมามีอัตราเติบโตเป็นบวกที่ 16% YoY หลักๆ ได้รับปัจจัยกระตุ้นจากยอดขายรถยนต์เพื่อการพาณิชย์ที่แข็งแกร่ง และแนวโน้มเช่นนี้ยังจะได้รับการสนับสนุนเพิ่มเติม จากข้อมูลบางส่วนชี้ให้เห็นว่าเศรษฐกิจกำลังปรับตัวดีขึ้น: รายได้เกษตรกรสูงขึ้น ยอดค้าปลีกแข็งแกร่ง และการปรับประมาณการ GDP เพิ่มขึ้น ในสถานการณ์เช่นนี้ SAT อยู่ในตำแหน่งดีที่สุดในแง่ของตลาดรถยนต์เพื่อการพาณิชย์สร้างยอดขายให้กับบริษัทในสัดส่วนสูงถึง ~60% ของยอดขายทั้งหมด และตลาดรถแทรกเตอร์สร้างยอดขาย ~20% ทั้งสองตลาดนี้จะปรับตัวดีขึ้นเนื่องจากรายได้เกษตรกรสูงขึ้น

แนวโน้มอุตสาหกรรมที่ดีขึ้นจะช่วยสนับสนุนให้กำไรเติบโต เราคาดว่าผลการผลิตรถยนต์ของประเทศไทยจะเติบโต 7% YoY สู่ 2.1 ล้านคันในปี 2560 แนวโน้มอุตสาหกรรมยานยนต์ไทยที่ดีขึ้นเพราะการผลิตที่สูงขึ้น น่าจะช่วยสนับสนุนให้ยอดขายของ SAT เติบโต 10% YoY ในปี 2560 และ 9% ในปี 2561 และอัตรากำไรขั้นต้นจะเพิ่มขึ้นจาก 14.1% ในปี 2559 สู่ 15.5% ในปี 2560 และ 16.0% ในปี 2561 เนื่องจากปัจจัยกระตุ้นรายได้ทั้งสองอย่างปรับตัวดีขึ้นและอัตรากำไรเพิ่มขึ้น เราจึงคาดว่ากำไรของ SAT จะเติบโต 27% YoY สู่ 768 ล้านบาทในปี 2560 และ 20% YoY สู่ 919 ล้านบาทในปี 2561 ฟื้นตัวจากแนวโน้มขาลงตั้งแต่ปี 2557

Valuation น่าสนใจ ราคาหุ้น SAT ปรับตัวลดลงมาแล้วถึง 59% จากจุดสูงสุดในปี 2556 และปัจจุบันซื้อขายที่ระดับต่ำสุดในรอบ 4 ปี เพราะถูกฉุดลงโดยแนวโน้มขาลงของอุตสาหกรรมยานยนต์ไทยและกำไรของบริษัท แต่เรามองว่าสถานการณ์ที่เป็นลบเหล่านี้ใกล้จะจบลงแล้ว ถ้าไรที่มีแนวโน้มฟื้นตัวดีขึ้นจะทำให้ valuation ของ SAT ในแง่ PE ปรับตัวลดลงสู่ 7.4 เท่าในปี 2560 ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยในอดีตที่ 10 เท่าอยู่ 26% ผลตอบแทนจากเงินปันผลของ SAT น่าดึงดูด โดยในปี 2558 บริษัทจ่ายเงินปันผล 0.60 บาท/หุ้น คิดเป็นผลตอบแทนจากเงินปันผล 3% ในช่วงที่กำไรอ่อนตัวลง และเราคาดว่า SAT จะให้ผลตอบแทนจากเงินปันผลเฉลี่ย 4-5% ต่อปีในปี 2559-60

Top pick ของกลุ่มยานยนต์; แนะนำ "ซื้อ" ด้วยราคาเป้าหมายกลางปี 2560 ที่ 18 บาท/หุ้น เรามีมุมมองเชิงบวกต่อกลุ่มยานยนต์ไทย และ SAT เป็น top pick ของเรา เพราะบริษัทมีสัดส่วนยอดขายสูงจากตลาดรถยนต์เพื่อการพาณิชย์และรถเพื่อการเกษตร ซึ่งจะเป็นกลุ่มนำการฟื้นตัวของอุปสงค์ valuation ระดับต่ำในปัจจุบันของ SAT สะท้อนถึงจุดเข้าซื้อที่น่าดึงดูด เนื่องจากชี้ให้เห็นว่าตลาดยังไม่รับรู้ปัจจัยบวกที่กำลังจะเกิดขึ้น เราแนะนำ "ซื้อ" SAT ด้วยราคาเป้าหมายกลางปี 2560 ที่ 18 บาท/หุ้นอิงกับ PE 10 เท่า (ค่าเฉลี่ยในอดีต) ซึ่งให้ upside 35%

Forecasts and valuation

Year to 31 Dec	Unit	2014	2015	2016F	2017F	2018F
Revenue	(Btmn)	8,084	8,644	8,889	9,765	10,648
EBITDA	(Btmn)	1,646	1,619	1,501	1,672	1,803
Core profit	(Btmn)	650	641	603	768	919
Reported profit	(Btmn)	650	642	603	768	919
Core EPS	(Bt)	1.53	1.51	1.42	1.81	2.16
DPS	(Bt)	0.60	0.60	0.57	0.72	0.86
P/E, core	(x)	8.6	8.8	9.3	7.3	6.1
EPS growth, core	(%)	(19.9)	(1.5)	(5.9)	27.4	19.7
P/BV, core	(x)	1.1	1.0	1.0	0.9	0.8
ROE	(%)	12.9	11.9	10.6	12.5	13.9
Dividend yield	(%)	4.5	4.5	4.3	5.5	6.6
EV/EBITDA	(x)	4.5	4.1	4.0	3.1	2.5

Source: SCBS Investment Research

ระวีบุษ ปิยะกรียงไกร

นักวิเคราะห์การลงทุนวิจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1002

raweenuch.piyakriengkai@scb.co.th

Financial statement

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	2014	2015	2016F	2017F	2018F
Total revenue	8,084	8,644	8,889	9,765	10,648
Cost of goods sold	(6,667)	(7,392)	(7,635)	(8,255)	(8,942)
Gross profit	1,417	1,252	1,254	1,510	1,707
SG&A	(705)	(680)	(696)	(787)	(848)
Other income	95	172	133	146	160
Interest expense	(147)	(116)	(110)	(100)	(91)
Pre-tax profit	660	627	581	769	928
Corporate tax	(69)	(43)	(41)	(69)	(84)
Equity a/c profits	59	56	62	68	75
Minority interests	0	0	0	0	0
Core profit	650	641	603	768	919
Extra-ordinary items	(0)	1	0	0	0
Net Profit	650	642	603	768	919
EBITDA	1,646	1,619	1,501	1,672	1,803
Core EPS (Bt)	1.53	1.51	1.42	1.81	2.16
Net EPS (Bt)	1.53	1.51	1.42	1.81	2.16
DPS (Bt)	0.60	0.60	0.57	0.72	0.86

Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	2014	2015	2016F	2017F	2018F
Total current assets	3,145	3,428	4,055	4,797	5,621
Total fixed assets	6,209	5,705	5,235	4,850	4,483
Total assets	9,814	9,634	9,828	10,192	10,658
Total loans	2,911	2,242	2,002	1,763	1,524
Total current liabilities	2,185	2,333	2,404	2,547	2,701
Total long-term liabilities	2,411	1,769	1,528	1,289	1,050
Total liabilities	4,596	4,103	3,933	3,836	3,750
Paid-up capital	425	425	425	425	425
Total equity	5,217	5,531	5,893	6,353	6,905
BVPS (Bt)	12.27	13.01	13.86	14.94	16.24

Cash Flow Statement (Btmn)

FY December 31	2014	2015	2016F	2017F	2018F
Core Profit	650	641	603	768	919
Depreciation and amortization	839	876	810	803	784
Operating cash flow	1,267	1,555	1,196	1,463	1,597
Investing cash flow	(576)	(778)	(400)	(400)	(400)
Financing cash flow	(663)	(939)	(495)	(547)	(607)
Net cash flow	28	(162)	301	516	590

Key Financial Ratios

	2014	2015	2016F	2017F	2018F
Gross margin (%)	17.5	14.5	14.1	15.5	16.0
Operating margin (%)	8.8	6.6	6.3	7.4	8.1
EBITDA margin (%)	20.4	18.7	16.9	17.1	16.9
EBIT margin (%)	9.9	8.4	7.7	8.8	9.4
Net profit margin (%)	8.0	7.4	6.8	7.9	8.6
ROE (%)	12.9	11.9	10.6	12.5	13.9
ROA (%)	6.6	6.6	6.2	7.7	8.8
Net D/E (x)	0.3	0.2	0.1	Net cash	Net cash
Interest coverage (x)	11.2	14.0	13.7	16.7	19.9
Debt service coverage (x)	2.3	2.1	1.8	2.0	2.2
Payout Ratio (%)	39.3	39.8	40.0	40.0	40.0

12-Month Cumulative directors trade

NA

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16
Total revenue	2,429	1,820	2,263	2,133	2,194
Cost of goods sold	(2,052)	(1,605)	(1,912)	(1,823)	(1,889)
Gross profit	377	215	351	309	304
SG&A	(177)	(169)	(171)	(164)	(178)
Other income	27	49	25	71	30
Interest expense	(33)	(31)	(28)	(24)	(24)
Pre-tax profit	195	63	178	192	133
Corporate tax	(13)	(10)	(13)	(8)	(11)
Equity a/c profits	10	13	13	21	23
Minority interests	0	0	0	0	0
Core profit	192	66	178	205	145
Extra-ordinary items	2	(1)	(0)	0	6
Net Profit	194	65	177	205	151
EBITDA	227	95	205	216	157
Core EPS (Bt)	0.45	0.16	0.42	0.48	0.34
Net EPS (Bt)	0.46	0.15	0.42	0.48	0.35

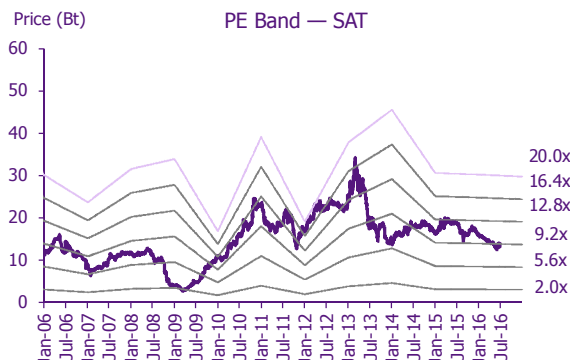
Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16
Total current assets	3,675	3,190	3,492	3,428	3,414
Total fixed assets	5,965	5,828	5,697	5,705	5,785
Total assets	10,230	9,627	9,786	9,634	9,733
Total loans	2,803	2,667	2,479	2,242	2,055
Total current liabilities	2,542	2,218	2,462	2,333	2,459
Total long-term liabilities	2,276	2,094	1,917	1,769	1,594
Total liabilities	4,818	4,312	4,379	4,103	4,053
Paid-up capital	425	425	425	425	425
Total equity	5,412	5,315	5,407	5,531	5,680
BVPS (Bt)	12.73	12.50	12.72	13.01	13.36

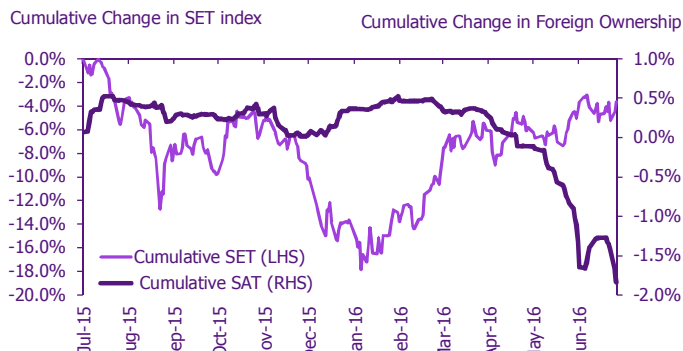
Main Assumptions

	2014	2015	2016F	2017F	2018F
Auto production (000 units)	1,881	1,912	1,927	2,072	2,207
% growth	(23.5)	1.7	0.8	7.5	6.5
Domestic sales (000 units)	882	799	799	864	919
% growth	(33.7)	(9.4)	-	8.1	6.4
Auto export (000 units)	1,126	1,205	1,220	1,300	1,380
% growth	1.8	7.0	1.2	6.6	6.2

PE Band Chart

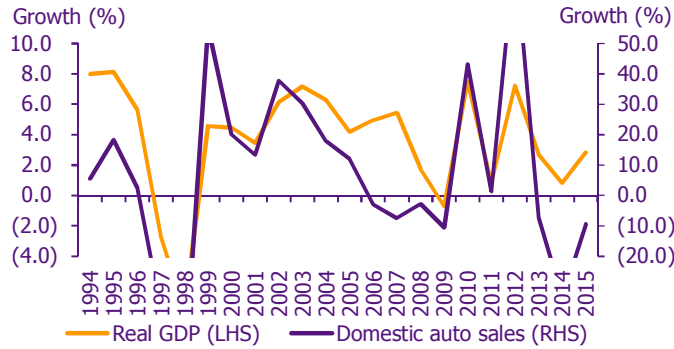


12 Month cumulative chg in foreign ownership versus cumulative chg in SET index



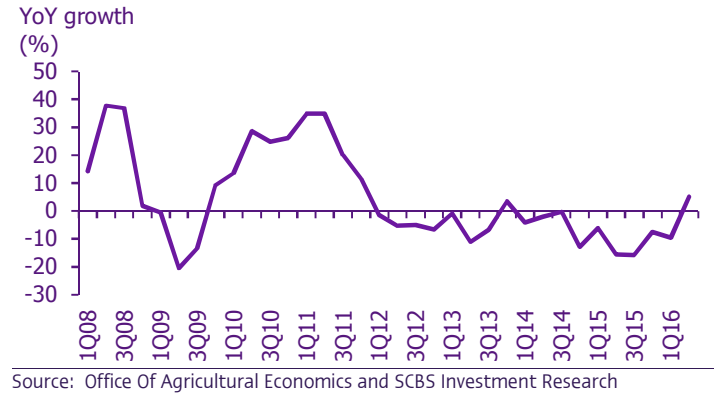
Source: SET, SCBS Investment Research

Figure 1: Auto demand is tied to the economy



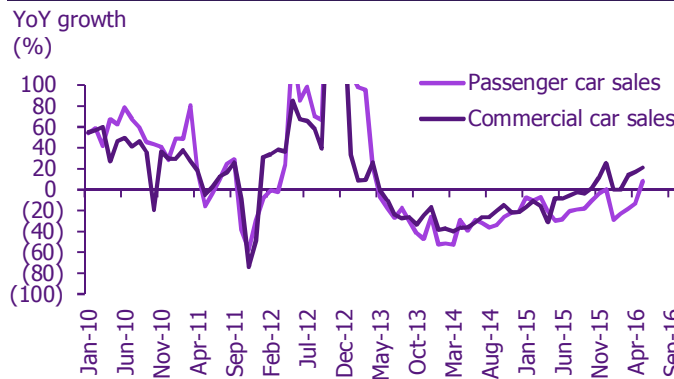
Source: NESDB, Thailand Automotive Institute and SCBS Investment Research

Figure 2: Better economy with growing farm income



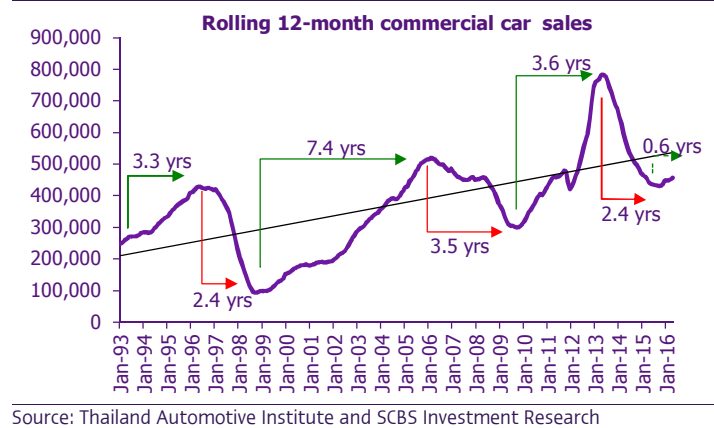
Source: Office Of Agricultural Economics and SCBS Investment Research

Figure 3: Commercial vehicle segment recovers first



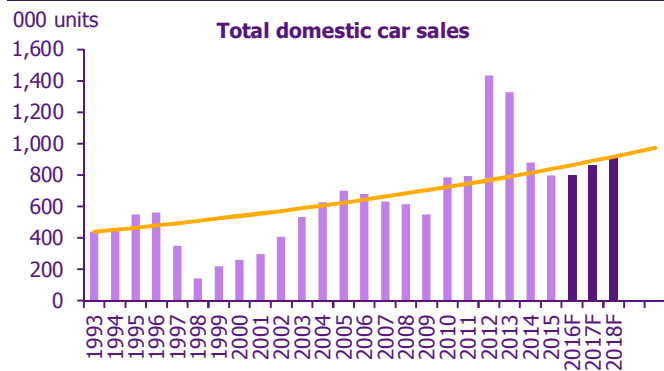
Source: Thailand Automotive Institute and SCBS Investment Research

Figure 4: Commercial car sales: early in an uptrend



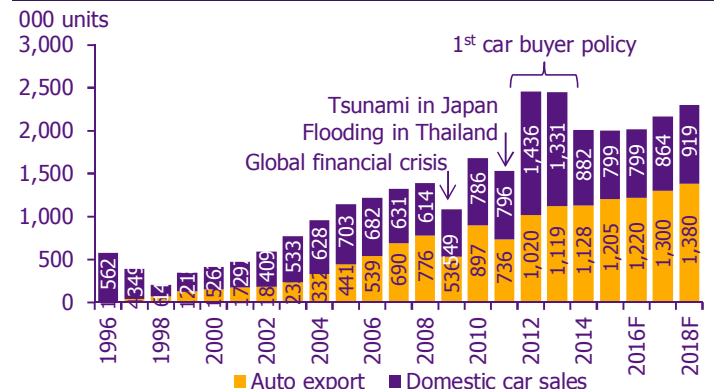
Source: Thailand Automotive Institute and SCBS Investment Research

Figure 5: Domestic auto market to return to an uptrend with 8% YoY growth in 2017



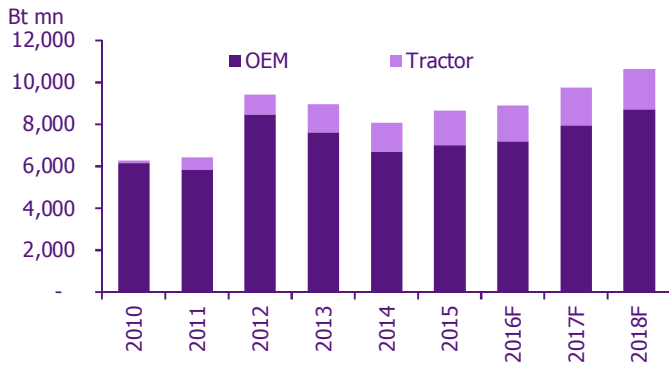
Source: Thailand Automotive Institute and SCBS Investment Research

Figure 6: Thai auto production to be back to an uptrend in 2017



Source: Thailand Automotive Institute and SCBS Investment Research

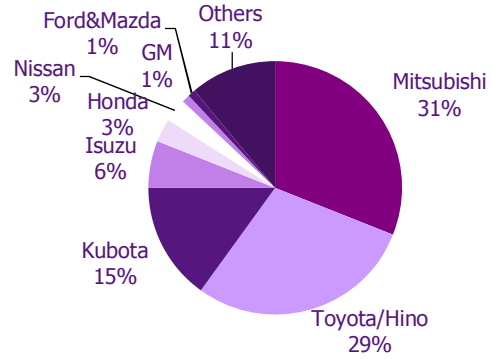
Figure 7: Sales breakdown by business



Source: Company data and SCBS Investment Research

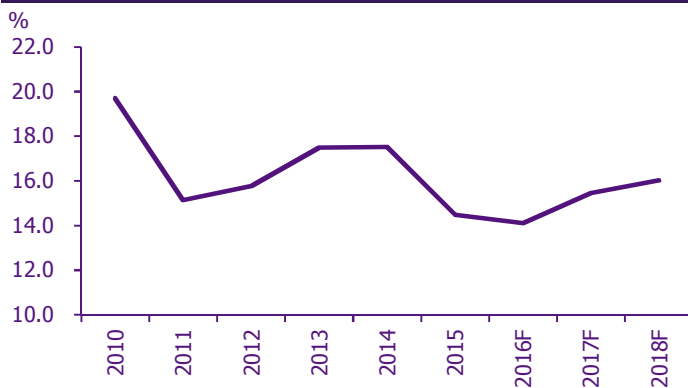
Figure 8: Revenue breakdown by automaker

Sales breakdown by automaker (%)



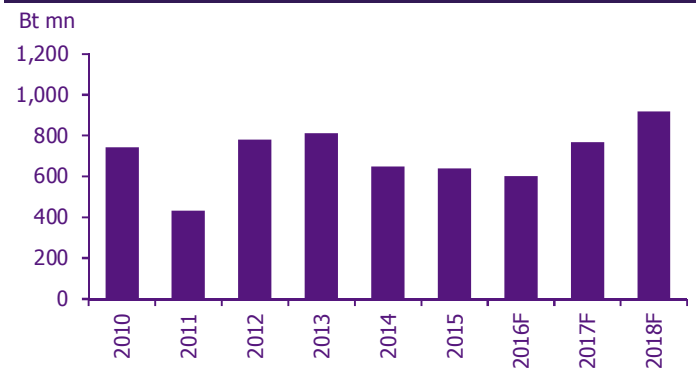
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 9: Gross margin trend



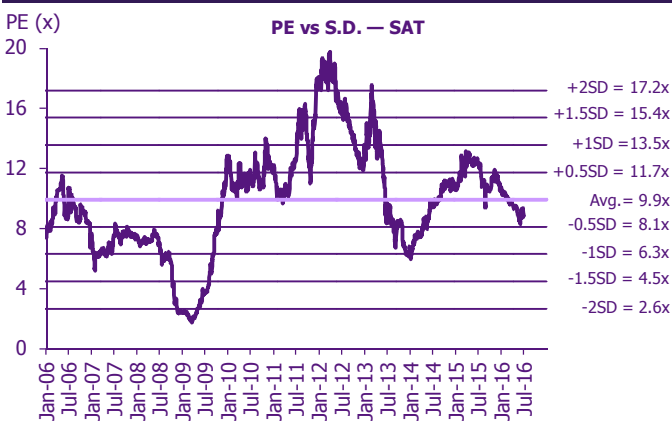
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 10: SAT's earnings forecast



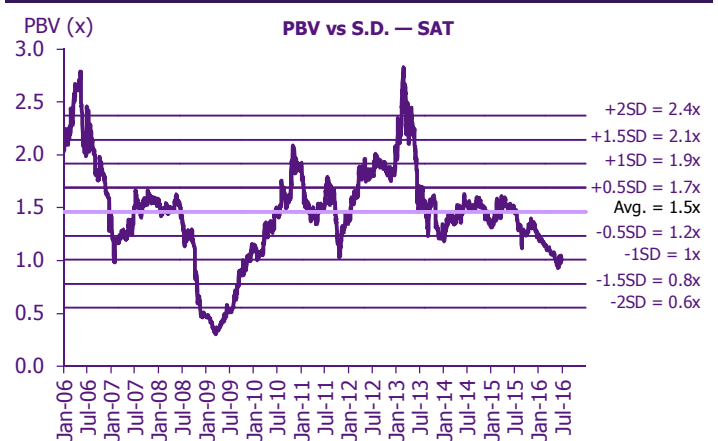
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 11: PE band



Source: SET and SCBS Investment Research

Figure 12: PB band



Source: SET and SCBS Investment Research

ได้ส่วนแบ่งตลาดเพิ่ม, AAV อยู่ในตำแหน่งดีที่สุด

ระวีบุษ ปิยะกรียงไกร

นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1002

raweenuch.piyakriengkai@scb.co.th

- เราคาดว่า AAV จะได้ส่วนแบ่งตลาดตลาดจาก NOK อย่างต่อเนื่อง
- การทำสัญญาซื้อน้ำมันล่วงหน้าในสัดส่วนสูงจะช่วยลดความเสี่ยงด้านผลการดำเนินงานเมื่อราคาน้ำมันเครื่องบินสูงขึ้น
- AAV เป็น top pick ของเรา

ผลการดำเนินงานไตรมาส 1/59 ของหุ้นสายการบินทุกตัว (ยกเว้น NOK) แข็งแกร่ง ในไตรมาส 1/59 AAV และ THAI รายงานผลการดำเนินงานดีกว่าตลาดคาด หลักๆ เกิดจากต้นทุนน้ำมันเครื่องบินที่ลดลง เนื่องจากราคาน้ำมันเครื่องบิน (spot price) โดยเฉลี่ยในไตรมาส 1/59 อยู่ที่ 42 ดอลลาร์สหรัฐ/บาร์เรล ลดลงถึง 39% YoY และ 22% QoQ AAV รายงานกำไรปกติทำสถิติสูงสุดที่ 1.0 พันล้านบาทในไตรมาส 1/59 เกือบเท่ากับกำไรทั้งปี 2558 กำไรปกติของ THAI อยู่ที่ 6.9 พันล้านบาท เพิ่มขึ้น 2% YoY และฟื้นตัวจากขาดทุนปกติ 1.5 พันล้านบาทในไตรมาส 4/58 NOK ต่างจากหุ้นสายการบินอื่นๆ ตรงที่รายงานขาดทุนสุทธิ 460 ล้านบาทในช่วงไตรมาส เพราะได้รับผลกระทบจากจำนวนผู้โดยสารที่ลดลงหลังจากยกเลิกเที่ยวบินในเดือน ก.พ.-มี.ค. เพราะขาดแคลนนักบิน ประกอบกับค่าซ่อมบำรุงและค่าใช้จ่ายพนักงานสูงขึ้น

AAV ได้ส่วนแบ่งตลาดเพิ่ม จำนวนผู้โดยสารของ AAV เพิ่มขึ้นถึง 18% YoY และ 10% QoQ สู่ 4.4 ล้านคนในไตรมาส 1/59 สวนทางกับ NOK ที่จำนวนผู้โดยสารลดลง 10% YoY และ 8% QoQ สู่ 2.1 ล้านคน AAV ได้ประโยชน์จากความแข็งแกร่งของอุตสาหกรรมท่องเที่ยวไทย และเราเชื่อว่าบริษัทได้ประโยชน์ทางอ้อมในช่วงที่ NOK ทำการยกเลิกเที่ยวบินด้วย เราคาดว่า AAV จะยังคงได้ส่วนแบ่งตลาดเพิ่มจาก NOK อย่างต่อเนื่อง เนื่องจาก NOK อยู่ระหว่างการปรับนักบินและบริษัทคาดว่าจะการดำเนินงานกับตารางบินจะกลับคืนสู่ภาวะปกติได้ในเดือน ก.ย.-ไตรมาส 4/59 ซึ่งเรามองว่าเป็นกรณีที่ดีที่สุด มุมมองของเราที่ว่า AAV จะยังคงได้ส่วนแบ่งตลาดเพิ่มจาก NOK สามารถยืนยันได้ด้วยจำนวนผู้โดยสารของ AAV ที่เติบโตอย่างแข็งแกร่งที่ 17% YoY ในเดือน เม.ย. และ 21% YoY ในเดือน พ.ค.

ราคาน้ำมันเครื่องบินสูงขึ้น การทำสัญญาซื้อน้ำมันล่วงหน้าในสัดส่วนสูงเป็นตัวเลือกที่ดีที่สุด ราคาน้ำมันเครื่องบินปรับตัวเพิ่มขึ้น โดยราคาน้ำมันเครื่องบิน (spot price) เฉลี่ย QTD อยู่ที่ 54 ดอลลาร์สหรัฐ/บาร์เรล เพิ่มขึ้น 27% QoQ แม้ลดลง 28% YoY แนวโน้มการเพิ่มขึ้น QoQ เช่นนี้ส่งผลทำให้ตลาดมีความกังวลเกี่ยวกับผลการดำเนินงานของกลุ่มสายการบิน ในสถานะเช่นนี้ เรามองว่า AAV อยู่ในตำแหน่งดีที่สุด เนื่องจากบริษัททำสัญญาซื้อน้ำมันเครื่องบินล่วงหน้าไว้ในสัดส่วนสูงซึ่งจะช่วยลดความเสี่ยงด้านผลการดำเนินงาน โดย AAV ได้ทำสัญญาซื้อน้ำมันเครื่องบินล่วงหน้าเพิ่มขึ้นสู่ 70-76% ของปริมาณการใช้เครื่องบินทั้งหมดในไตรมาส 2-4/59 สูงกว่านโยบายปกติของบริษัทที่ 30% ด้วยต้นทุนเฉลี่ยที่ 54-55 ดอลลาร์สหรัฐ/บาร์เรล สัดส่วนการทำสัญญาซื้อน้ำมันเครื่องบินล่วงหน้าของ AAV สูงกว่าระดับ 45% ของ THAI และ 13% ของ NOK

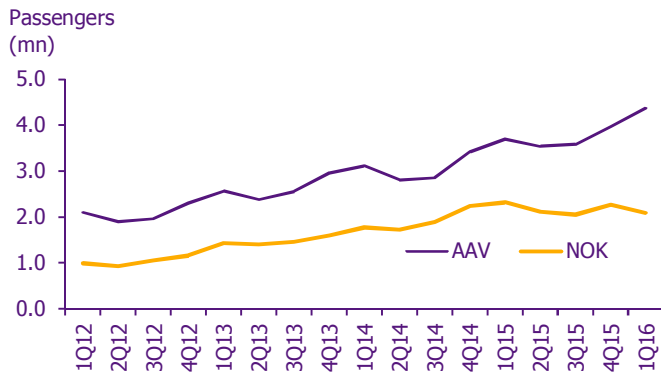
อัปเดตการแก้ปัญหา ICAO องค์การการบินพลเรือนระหว่างประเทศ (ICAO) ส่งผู้เชี่ยวชาญด้านความปลอดภัยการบินมาช่วยเหลือประเทศไทยปรับปรุงระบบกฎหมายการบินหลังจาก ICAO ติดตรงแดงประเทศไทยโดยอ้างถึงข้อบกพร่องที่มีนัยสำคัญต่อความปลอดภัยในเดือน มิ.ย.ปีที่ผ่านมารวม. คมนาคมกล่าวว่าการตรวจสอบและการออกใบรับรองผู้ดำเนินการเดินอากาศใหม่ให้แก่สายการบินสัญชาติไทยเพื่อแก้ไขปัญหาข้อบกพร่องตามที่ ICAO ระบุจะเริ่มในเดือนหน้า และคาดว่าจะแล้วเสร็จภายใน 6 เดือน คือประมาณเดือน ธ.ค. 2559 ถึง ม.ค. 2560 หลังจากนั้นก็จะเชิญ ICAO มาประเมินพัฒนาการเหล่านี้ เราหวังว่าหลักฐานที่ยืนยันถึงมาตรฐานความปลอดภัยที่ดีขึ้นจะช่วยสนับสนุนให้ ICAO ปลดไทยออกจากรายชื่อประเทศที่ติดตรงแดง

AAV เป็น top pick เรามองว่า AAV เป็นหุ้นที่น่าสนใจที่สุดในกลุ่มสายการบิน เราชอบ AAV เพราะปัจจัยพื้นฐานดีและกำไรจะเติบโตอย่างแข็งแกร่งด้วยแนวโน้มที่สดใสโดยได้รับปัจจัยหนุนจากความต้องการเดินทางที่ปรับตัวเพิ่มขึ้น โดยเฉพาะอย่างยิ่งจากจีนและกลุ่มประเทศ AEC บวกกับแนวโน้มการเติบโตจากธุรกิจจำหน่ายสินค้าปลอดอากรหลังจากนายวิชัย ศรีวัฒนประภา ประธานกรรมการบริษัทคิง เพาเวอร์ (ผู้ประกอบการจำหน่ายสินค้าปลอดอากรรายใหญ่ของไทย) และครอบครัวกลายเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่สุดของ AAV ที่สัดส่วน 39% ของทุนชำระแล้วทั้งหมดเมื่อวันที่ 13 มิ.ย. 2559

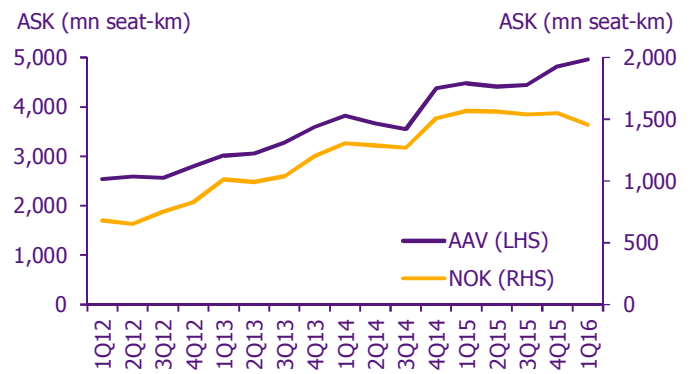
Valuation summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F
AAV	Buy	6.15	7.5	23.7	25.0	14.5	14.1	n.m.	73	3	1.5	1.4	1.3	6	10	9	1.6	1.7	1.8	9.3	6.2	5.7
NOK	Buy	8.60	9.5	10.5	n.m.	n.m.	20.8	(120)	79	n.m.	1.8	1.9	1.8	(30)	(7)	9	0.0	0.0	2.4	(2.2)	33.7	8.9
THAI	Sell	24.60	15.5	(37.0)	n.m.	n.m.	18.4	77	95	n.m.	1.6	1.6	1.5	(13)	(1)	9	0.0	0.0	1.4	11.4	8.0	6.9
Average					25.0	14.5	17.8	(22)	82	3	1.6	1.6	1.5	(13)	1	9	0.5	0.6	1.8	6.2	16.0	7.2

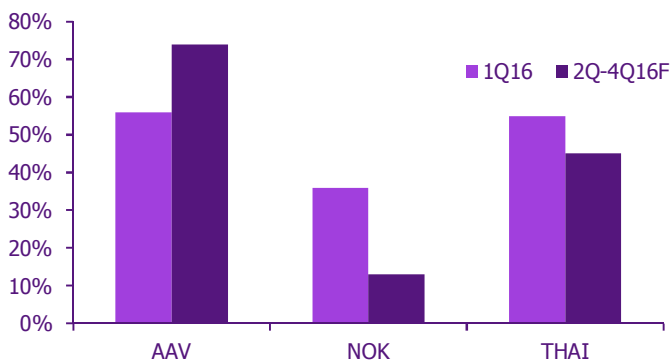
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: AAV is gaining market share

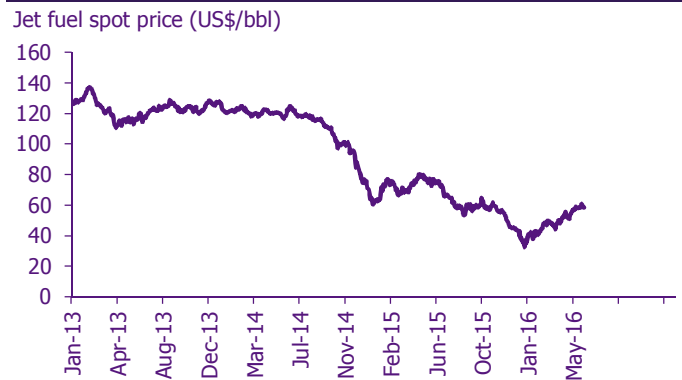
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 2: NOK's capacity is cut due to pilot shortage

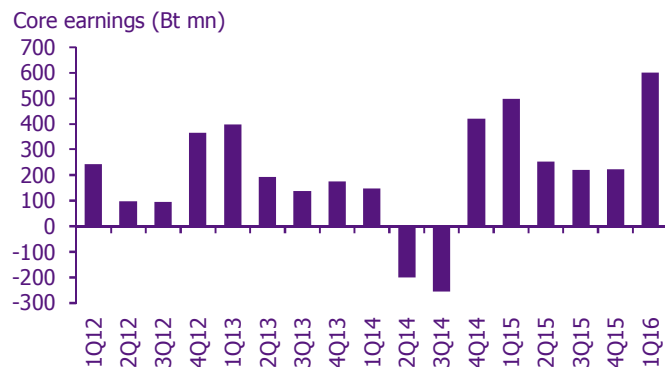
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 3: AAV has high hedging position

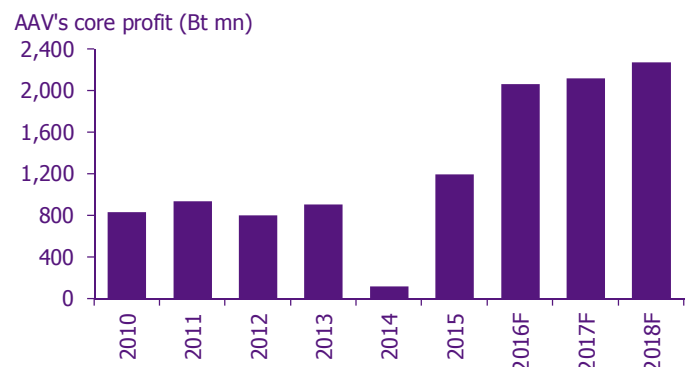
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 4: Jet fuel price trend

Source: Bloomberg and SCBS Investment Research

Figure 5: AAV's quarterly earnings

Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 6: AAV's earnings uptrend

Source: Company data, SCBS Investment Research

ใกล้ฟื้นตัว

ระวีบุษ ปิยะกรียงไกร

นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1002

raweenuch.piyakriangkai@scb.co.th

- หุ่นยนต์ไทยไม่ได้รับความสนใจมาตั้งแต่ปี 2556 เนื่องจากการผลิตรถยนต์ของประเทศไทยปรับตัวลดลงเพราะอุปสงค์รถยนต์ในประเทศตกต่ำ แนวโน้มขาลงเป็นเวลานานของตลาดรถยนต์ในประเทศดูเหมือนกำลังจะสิ้นสุดลง เพราะมีปัจจัยบางอย่างที่บ่งชี้ว่าเศรษฐกิจจะเริ่มฟื้นตัว
- ด้วยเหตุนี้อุตสาหกรรมยานยนต์จึงดูเหมือนกำลังจะเข้าสู่ช่วงของการฟื้นตัว เราเชื่อว่าตอนนี้เป็นโอกาสเข้าลงทุนในหุ้นกลุ่มยานยนต์ไทย
- Top picks ของเรา คือ SAT และ PCSGH ทั้งสองบริษัทมีความเสี่ยง/ผลตอบแทนที่น่าสนใจด้วย upside กว่า 30% และผลตอบแทนจากเงินปันผลสูงเฉลี่ย 4-6% ต่อปีในปี 2559-60

การผลิตรถยนต์จะกลับสู่แนวโน้มขาขึ้นในปี 2560 การผลิตรถยนต์ของประเทศไทยปรับตัวลดลงอย่างมากในปี 2557 หลังจากมาตรการรถคันแรก (กระตุ้นให้ผู้ที่ต้องการซื้อรถยนต์เร่งตัดสินใจซื้อเร็วขึ้น) สิ้นสุดลง นอกจากนี้เศรษฐกิจไทยที่ปรับตัวแย่ลงก็กดดันให้อุปสงค์ยังปรับตัวลดลงด้วย ทั้งนี้หลังจากการผลิตรถยนต์ปรับตัวลดลงเป็นเวลานานและเศรษฐกิจส่งสัญญาณฟื้นตัวดีขึ้น อุปสงค์รถยนต์ในประเทศน่าจะปรับตัวเพิ่มขึ้นหลังจากปรับตัวลดลงถึงจุดต่ำสุด จากการที่อุปสงค์รถยนต์ในประเทศและการส่งออกรถยนต์ส่งสัญญาณฟื้นตัว ดังนั้นเราจึงคาดว่า การผลิตรถยนต์ของประเทศไทยจะกลับสู่แนวโน้มขาขึ้นด้วยอัตราเติบโต 7% YoY สู่ 2.1 ล้านคันในปี 2560 หลังจากแทบไม่เติบโตในปี 2558-59

ตลาดรถยนต์ในประเทศอยู่ในช่วงปลายขาลงแล้ว ยอดขายรถยนต์ในประเทศในเดือน พ.ค. เพิ่มขึ้นถึง 16% YoY ซึ่งตลาดมองว่ามีสาเหตุมาจากยอดขายระดับต่ำผิดปกติในปีที่ผ่านมาจากการปรับเปลี่ยนโฉมรถกระบะ Vigo ของโตโยต้า อย่างไรก็ดี เราเชื่อว่ายอดขายรถยนต์ในประเทศที่เพิ่มขึ้นยังสะท้อนถึงอุปสงค์รถยนต์ในประเทศที่ฟื้นตัวกลับมาบางส่วนด้วย ทั้งนี้เป็นเพราะอุปสงค์รถยนต์มีความสัมพันธ์กับภาวะเศรษฐกิจ และข้อมูลส่วนหนึ่งบ่งชี้ว่าเศรษฐกิจปรับตัวดีขึ้น: รายได้เกษตรกรสูงขึ้น, ยอดค้าปลีกแข็งแกร่ง, และมีการปรับประมาณการ GDP เพิ่มขึ้น รถยนต์เพื่อการพาณิชย์จะเป็นกลุ่มแรกที่อุปสงค์ฟื้นตัวดีขึ้น เนื่องจากอุปสงค์รถยนต์เพื่อการพาณิชย์มีความสัมพันธ์กับกิจกรรมภาคเกษตรและกิจกรรมทางธุรกิจ ข้อมูลในอดีตของยอดขายรถยนต์เพื่อการพาณิชย์ในรอบ 12 เดือน (rolling 12-month sales) ตั้งแต่ปี 2535 ถึงปัจจุบันแสดงให้เห็นว่าแนวโน้มขาลงของตลาดรถยนต์เพื่อการพาณิชย์เกิดขึ้นนาน 2.4-3.5 ปี ในขณะที่แนวโน้มขาขึ้นมีเวลานานกว่าที่ 3.3-7.4 ปี เมื่ออิงกับแนวโน้มในอดีตเช่นนี้ ทำให้เรามองว่ายอดขายรถยนต์เพื่อการพาณิชย์ที่เพิ่มขึ้นในระยะหลังนี้เป็นเวลา 0.6 ปี บ่งชี้ว่าตลาดรถยนต์เพื่อการพาณิชย์เพิ่งอยู่ในระยะเริ่มต้นของการฟื้นตัว เราคาดว่ายอดขายรถยนต์ในประเทศจะอยู่ในระดับทรงตัวในปี 2559 ซึ่งหมายความว่ายอดขายจะดีขึ้นในช่วงที่เหลือของปีนี้ หลังจากนั้นจะเติบโต 8% YoY ในปี 2560 กลับคืนสู่แนวโน้มขาขึ้นในระยะยาว

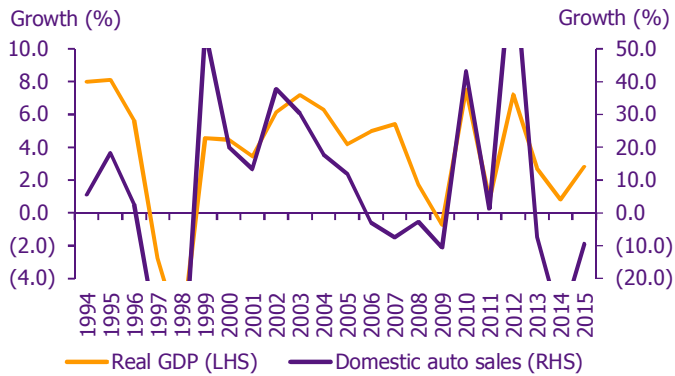
การส่งออกรถยนต์ที่เพิ่มขึ้นได้รับปัจจัยหนุนจากการขยายกำลังการผลิต การส่งออกรถยนต์มีความสำคัญ เนื่องจากคิดเป็นสัดส่วน 60% ของการผลิตรถยนต์ และประเทศไทยเป็นประเทศที่ผลิตรถยนต์มากเป็นอันดับที่ 13 ของโลกในปี 2558 เราคาดว่าแผนของบริษัทผลิตรถยนต์ที่จะเพิ่มกำลังการผลิตอีก 15% ในปี 2560 เป็นการยืนยันว่าการส่งออกฟื้นตัวดีขึ้นบ้างแล้ว นอกจากนี้การขยายกำลังการผลิตยังช่วยตอกย้ำถึงความเชื่อมั่นของบริษัทผลิตรถยนต์ต่อการลงทุนในประเทศไทยด้วย เพราะประเทศไทยจัดเป็นฐานการผลิตและส่งออกรถยนต์ที่สำคัญของโลก เราคาดว่า การส่งออกรถยนต์จะเพิ่มขึ้น 1% YoY ในปี 2559 และ 7% YoY ในปี 2560

โอกาสลงทุนในหุ้นกลุ่มยานยนต์ซึ่งราคาหุ้นปรับตัวลดลงมากเกินไป Top picks คือ SAT และ PCSGH หุ่นยนต์ไทยตกอยู่ภายใต้ภาวะกดดันมาตั้งแต่ปี 2556 สะท้อนถึงการคาดการณ์ระดับต่ำที่ตลาดมีต่ออุตสาหกรรมยานยนต์และผลการดำเนินงานซึ่งตอนนี้มีแนวโน้มฟื้นตัวดีขึ้น เรามองว่าตอนนี้เป็นโอกาสดีที่จะเข้าลงทุนในหุ้นกลุ่มยานยนต์ และ top picks ของเรา คือ SAT และ PCSGH เพราะทั้งสองบริษัทมีรายได้จากตลาดรถยนต์เพื่อการพาณิชย์ที่ในสัดส่วนสูง และราคาหุ้นที่ปรับตัวลดลงมากเกินไปทำให้ความเสี่ยง/ผลตอบแทนดูน่าสนใจ ราคาหุ้น SAT มี upside 35% และให้ผลตอบแทนจากเงินปันผลเฉลี่ย 4-5% ต่อปีในปี 2559-60 ขณะที่ราคาหุ้น PCSGH มี upside 33% สู่ราคาเป้าหมายของเรา บวกกับผลตอบแทนจากเงินปันผลเฉลี่ย 5-6% ต่อปีในปี 2559-60

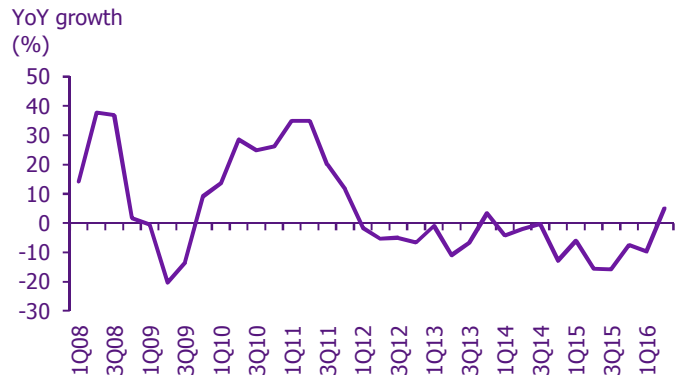
Valuation summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F
AH	Buy	12.00	15.0	28.4	12.4	9.0	7.3	(16)	37	24	0.6	0.6	0.6	5	7	8	2.5	3.4	4.3	6.2	4.9	3.8
PCSGH	Buy	5.30	7.0	37.0	15.4	16.4	12.7	(29)	(6)	29	1.7	1.6	1.6	11	10	13	7.5	4.9	6.3	6.5	6.7	5.7
SAT	Buy	13.20	18.0	40.7	8.8	9.3	7.3	(1)	(6)	27	1.0	1.0	0.9	12	11	13	4.5	4.3	5.5	4.1	4.0	3.1
STANLY	Neutral	176.50	200.0	15.9	13.2	11.5	9.5	(4)	15	20	1.1	1.0	0.9	9	9	10	2.8	2.6	3.1	3.9	3.7	3.0
Average					12.4	11.6	9.2	(12)	10	25	1.1	1.1	1.0	9	9	11	4.4	3.8	4.8	5.2	4.8	3.9

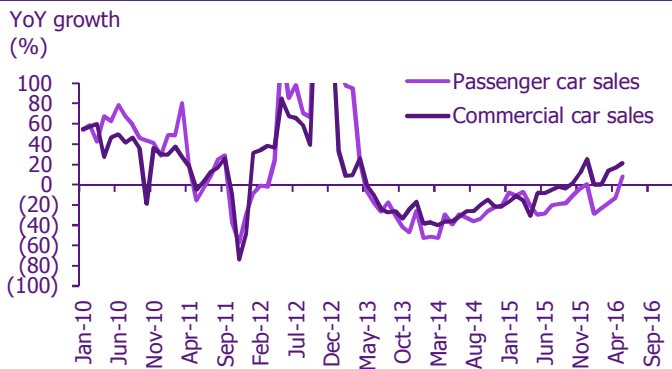
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: Auto demand is tied to the economy

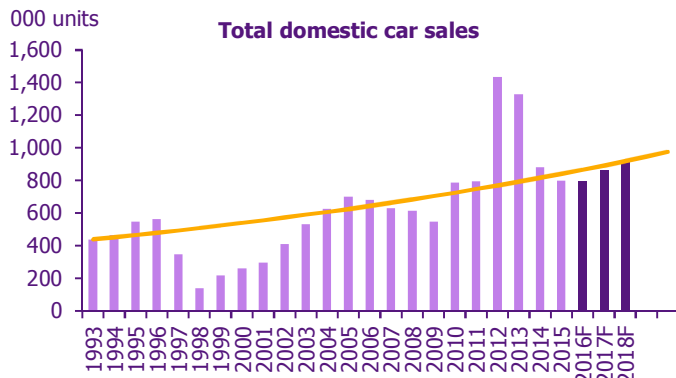
Source: NESDB, Thailand Automotive Institute and SCBS Investment Research

Figure 2: Better economy with growing farm income

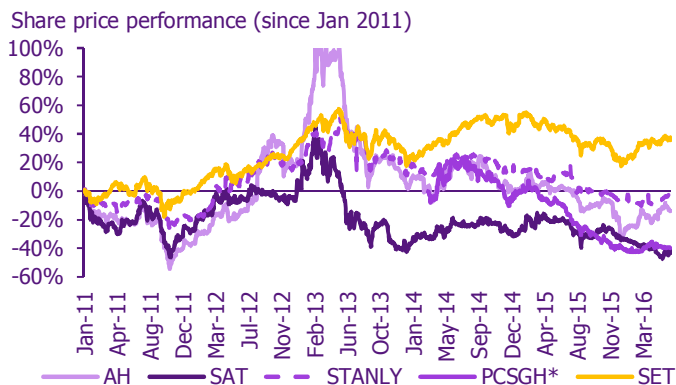
Source: Office Of Agricultural Economics and SCBS Investment Research

Figure 3: Commercial car segment recovers first

Source: Thailand Automotive Institute and SCBS Investment Research

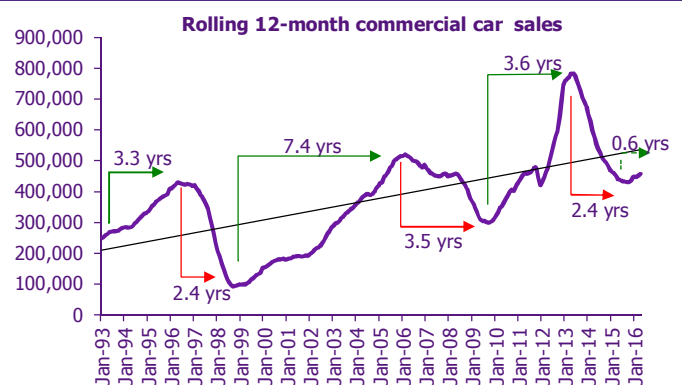
Figure 5: Domestic auto market to return to an uptrend with 8% YoY growth in 2017

Source: Thailand Automotive Institute and SCBS Investment Research

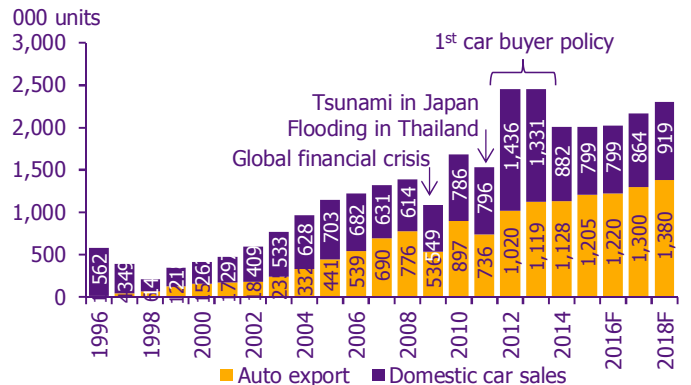
Figure 7: Auto stocks have been under the pressure

Source: SET and SCBS Investment Research

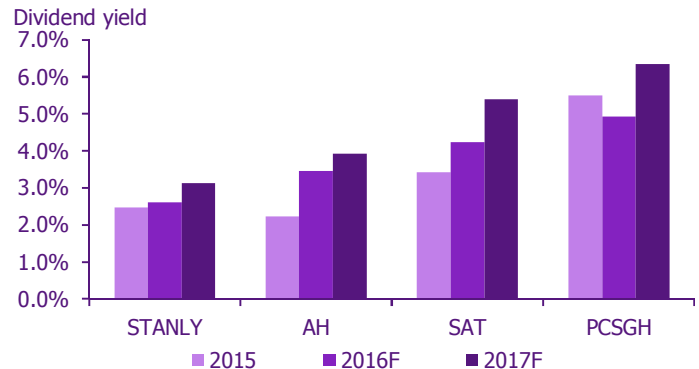
*PCSGH's share price performance started at IPO period in March 2014.

Figure 4: Commercial car sales: early in an uptrend

Source: Thailand Automotive Institute and SCBS Investment Research

Figure 6: Thai auto production to be back to an uptrend in 2017

Source: Thailand Automotive Institute and SCBS Investment Research

Figure 8: SAT and PCSGH offer high dividend yield

Source: SET and SCBS Investment Research

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

ไตรมาสแย่ที่สุดกำลังจะมาถึง

- ไตรมาส 2/59 จะเป็นไตรมาสที่กลุ่มธนาคารรายงานผลการดำเนินงานแย่ที่สุดในปีนี้ เพราะสินเชื่อเติบโตไม่มาก, NIM หดตัวลงมาก, และตั้งค่าเผื่อหนี้สงสัยจะสูญจำนวนมากอย่างต่อเนื่องเพื่อรองรับคุณภาพสินทรัพย์ที่ปรับตัวแย่ลงอีกในไตรมาส 2/59
- ผลการดำเนินงานไตรมาส 2/59 มีแนวโน้มชะลอตัว และรายได้ค่าธรรมเนียมมีแนวโน้มลดลง
- TCAP เป็น top pick ในกลุ่มธนาคาร เนื่องจากเราคาดว่าสินทรัพย์ของ TCAP จะมีคุณภาพดีกว่าธนาคารอื่น ๆ บวกกับการรับรู้ผลประโยชน์ทางภาษีในระยะสั้น

สรุปผลประกอบการไตรมาส 1/59: NPL เพิ่มขึ้น และกำไรก่อนตั้งสำรองอยู่ในระดับทรงตัว กำไรสุทธิไตรมาส 1/59 ของกลุ่มธนาคารลดลง 9% YoY แต่เพิ่มขึ้น 9% QoQ เป็นไปตามที่ SCBS และตลาดคาด ธนาคารที่รายงานกำไรไตรมาส 1/59 ต่ำกว่าคาด คือ SCB (เพราะได้รับผลกระทบด้านลบครั้งเดียวจากการเปลี่ยนนโยบายบัญชีของ SCB Life) และ KTB (เพราะคุณภาพสินทรัพย์แย่กว่าคาด) ขณะที่ KKP รายงานกำไรไตรมาส 1/59 สูงกว่าคาด หลักๆ เกิดจากการตั้งค่าเผื่อหนี้สงสัยจะสูญต่ำกว่าคาด ผลประกอบการไตรมาส 1/59 โดยรวมสะท้อนถึง 1) คุณภาพสินทรัพย์ที่แย่ลง โดยอัตราส่วน NPL ต่อสินเชื่อรวมเพิ่มขึ้น 0.16% QoQ (ยอด NPL +6%) และการตั้งค่าเผื่อหนี้สงสัยจะสูญต่อสินเชื่อรวมเพิ่มขึ้น 0.14% QoQ เพื่อหนุนให้ LLR coverage อยู่ในระดับทรงตัวที่ 130%; 2) สินเชื่อในระดับทรงตัว (-0.3% QoQ) โดยเกิดจากการชำระคืนสินเชื่อธุรกิจขนาดใหญ่และสินเชื่อภาครัฐจำนวนมาก และนโยบายปล่อยสินเชื่อที่เข้มงวดมากขึ้น; 3) NIM ที่หดตัวลง 0.05% QoQ; 4) รายได้ที่มีโชดกเบียดในระดับทรงตัว; และ 5) อัตราส่วนต้นทุนต่อรายได้ที่ลดลงจากการควบคุมต้นทุน

ไตรมาส 2/59 จะเป็นไตรมาสแย่ที่สุดของปีนี้ เราคาดว่าจะเห็นสินเชื่อเติบโตไม่มาก, NIM หดตัวลงอย่างมาก, และการตั้งค่าเผื่อหนี้สงสัยจะสูญจำนวนมากอย่างต่อเนื่องเพื่อรองรับคุณภาพสินทรัพย์ที่ปรับตัวแย่ลงอีกในไตรมาส 2/59 ดังนั้นเราคาดว่าไตรมาส 2/59 จะเป็นไตรมาสที่กลุ่มธนาคารรายงานผลการดำเนินงานแย่ที่สุดในปีนี้ เราคาดว่า NIM ของธนาคารขนาดใหญ่และกลางจะลดลง ~0.2% QoQ ในไตรมาส 2/59 โดยมีสาเหตุมาจากการลดอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ถึง 0.25% ในเดือน เม.ย. NPL (โดยเฉพาะอย่างยิ่งจากสินเชื่อ SME) น่าจะเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องในไตรมาส 2/59 เราคาดว่า KBANK จะเป็นธนาคารที่รายงานกำไรไตรมาส 2/59 ลดลง YoY มากที่สุด

รายได้ค่าธรรมเนียมมีแนวโน้มลดลง เราคาดว่าแผนยุทธศาสตร์การพัฒนาระบบโครงสร้างพื้นฐานระบบการชำระเงินแบบอิเล็กทรอนิกส์แห่งชาติ (National e-Payment Master Plan) จะส่งผลทำให้รายได้ค่าธรรมเนียมของกลุ่มธนาคารปรับตัวลดลง ธปท.จะประกาศใช้แผนนี้พร้อมกันกับระบบโอนเงินรูปแบบใหม่ที่เรียกว่า "พร้อมเพย์" (PromptPay) ตอนสิ้นเดือน ต.ค. เพื่อสนับสนุนระบบการโอนเงินหรือชำระเงินโดยใช้เลขที่บัตรประชาชน หรือหมายเลขโทรศัพท์เคลื่อนที่ที่ลงทะเบียนไปผูกกับบัญชีธนาคารที่เลือกไว้ แทนการใช้หมายเลขบัญชีเงินฝากค่าธรรมเนียมการทำธุรกรรมสำหรับบริการพร้อมเพย์อยู่ที่ 0-10 บาท ต่ำกว่าค่าธรรมเนียมการทำธุรกรรมตามปกติที่ 0-120 บาทอย่างมาก รายได้ค่าธรรมเนียมการโอนเงินและการเรียกเก็บเงินคิดเป็นสัดส่วน ~11% ของรายได้ค่าธรรมเนียมทั้งหมดของระบบธนาคาร เราประเมินเบื้องต้นได้ว่าระบบนี้จะส่งผลกระทบต่อกำไรของกลุ่มธนาคาร ~3% ถ้าเราใช้สมมติฐานธุรกรรมการโอนเงิน 50% ของทั้งหมดเปลี่ยนไปใช้บริการ "พร้อมเพย์" โดยส่วนใหญ่เกิดขึ้นที่ธนาคารขนาดใหญ่ นอกจากนี้ ธปท.ก็กำลังพิจารณาปรับค่าธรรมเนียมส่วนอื่นๆ เพื่อนำไปสู่ระบบการทำธุรกรรมทางธนาคารโดยไม่ใช้เงินสด อย่างไรก็ตาม ผลกระทบด้านลบจากค่าธรรมเนียมการทำธุรกรรมที่ลดลงน่าจะถูกชดเชยด้วยปริมาณธุรกิจที่สูงขึ้นและต้นทุนการดำเนินงานที่ลดลงในระยะยาว

คาดการณ์กำไรปี 2559 อยู่ในระดับทรงตัว เราคาดว่ากำไรปี 2559 ของกลุ่มธนาคารจะอยู่ในระดับทรงตัว หลังจากลดลง 7% ในปี 2558 กำไรปี 2559 น่าจะถูกกดดันโดย: 1) NIM ที่แคบลงจากการลดอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ และ 2) คุณภาพสินทรัพย์ที่แย่ลงอย่างต่อเนื่อง เราคาดว่าสินเชื่อจะขยายตัวเพิ่มขึ้นเล็กน้อยจาก 4% ในปี 2558 สู่ 5% ในปี 2559 และรายได้ที่มีโชดกเบียดจะเติบโตในอัตราชะลอตัวลง

TCAP เป็น top pick ของกลุ่มธนาคาร เนื่องจากเราคาดว่าสินทรัพย์ของ TCAP จะมีคุณภาพดีกว่าธนาคารอื่นๆ ประกอบกับบริษัทจะใช้ขาดทุนทางภาษีจำนวนมากจากการชำระบัญชีเงินลงทุนใน SCIB มาเพิ่ม LLR coverage และ ROE

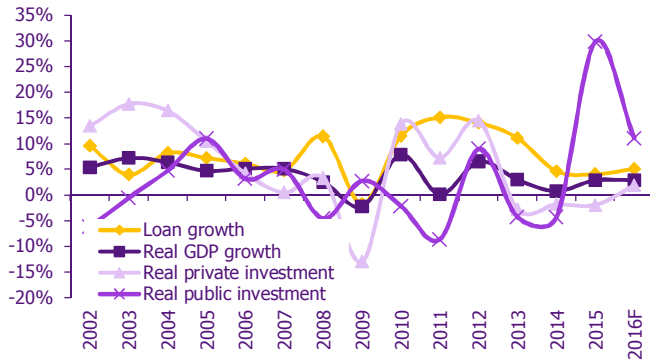
Valuation Summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)		
					15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F
BAY	Sell	36.75	29.0	(18.9)	14.5	13.6	11.8	9	7	15	1.4	1.3	1.2	12	10	11	2.1	2.2	2.5
BBL	Buy	159.00	180.0	17.2	8.9	9.0	8.4	(6)	(1)	7	0.8	0.8	0.7	10	9	9	4.1	4.0	4.3
KBANK	Buy	169.50	180.0	8.6	10.3	10.5	9.0	(14)	(3)	17	1.4	1.3	1.1	15	13	13	2.4	2.4	2.7
KKP	Neutral	41.75	42.0	8.7	10.7	8.6	7.8	25	24	11	0.9	0.9	0.9	9	11	11	7.2	8.1	9.0
KTB	Buy	16.60	19.0	19.0	8.1	8.2	7.0	(14)	(1)	18	0.9	0.8	0.8	12	11	12	4.6	4.5	5.3
LHBANK	Sell	1.75	1.5	(12.7)	14.5	18.7	16.8	33	(23)	11	1.3	1.0	1.0	10	7	6	1.9	1.6	1.8
TCAP	Buy	35.25	42.0	23.7	8.3	7.6	6.9	6	9	10	0.9	0.8	0.7	10	11	11	4.5	4.5	4.5
TISCO	Neutral	47.00	48.0	7.2	8.9	7.8	7.4	0	14	5	1.3	1.2	1.1	16	16	16	5.1	5.1	5.3
TMB	Neutral	2.22	2.5	15.6	10.4	10.1	8.9	(2)	3	14	1.3	1.2	1.1	13	12	12	2.9	3.0	3.4
Average					10.4	10.4	9.3	(7)	3	10	1.2	1.1	1.0	12	11	12	3.9	4.0	4.3

Source: SCBS Investment Research

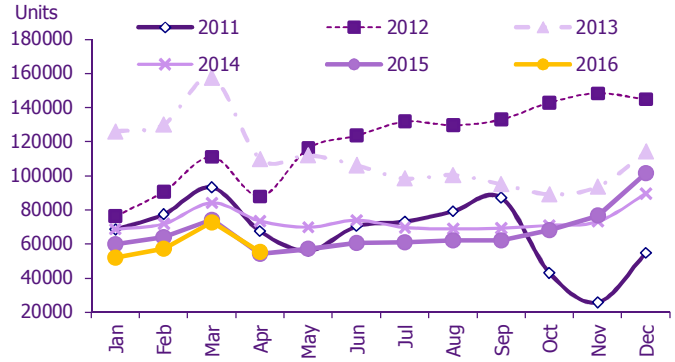
หมายเหตุสำคัญ: บริษัทหลักทรัพย์ ไทยพาณิชย์ จำกัด (SCBS) เป็นบริษัทย่อยที่ธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) (SCB) ถือหุ้นทั้งหมด ข้อมูลใด ๆ ที่เกี่ยวข้องกับ SCB มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ในการเปรียบเทียบเท่านั้น

Figure 1: Loans vs. GDP & investment growth



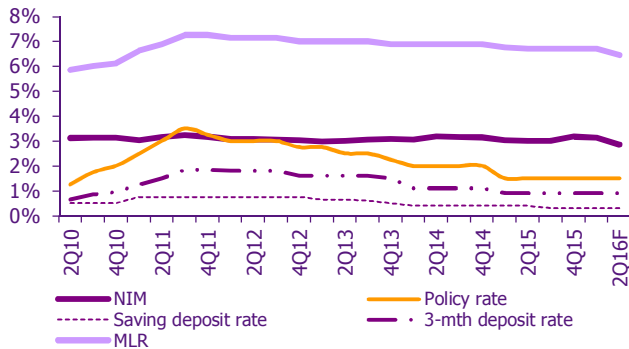
Source: NESDB, SCB EIC and SCBS Investment Research

Figure 2: Domestic car sales



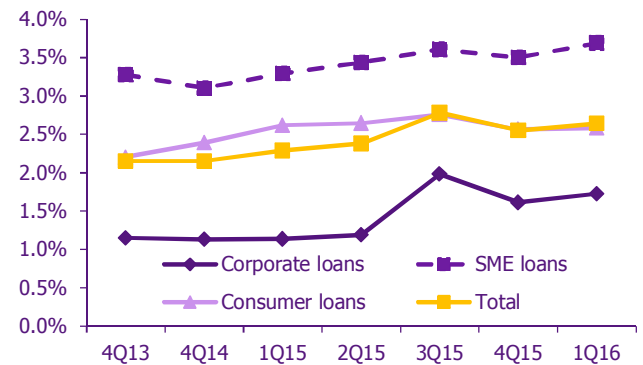
Source: Toyota (Thailand) and SCBS Investment Research

Figure 3: NIM and interest rates



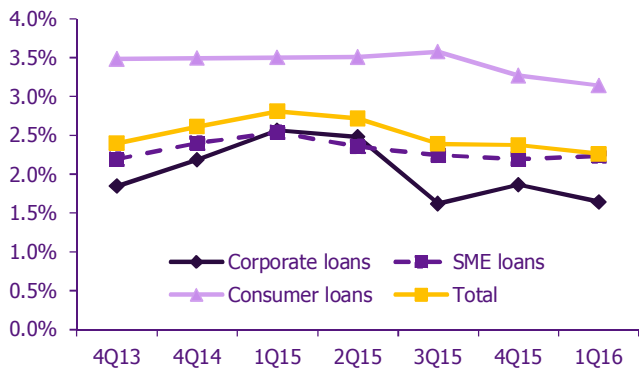
Source: SCBS Investment Research

Figure 4: NPL ratio by segment



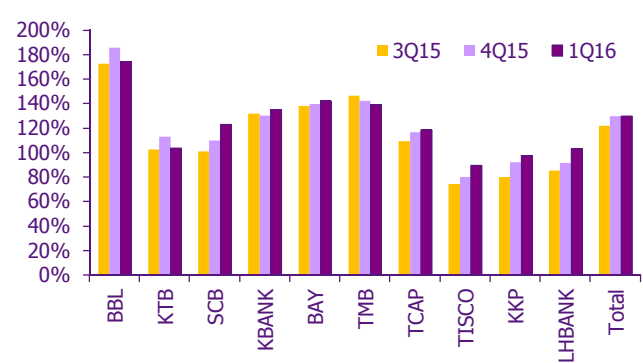
Source: NESDB and SCBS Investment Research

Figure 5: Special-mention loans



Source: BoT and SCBS Investment Research

Figure 6: LLR coverage



Source: BoT and SCBS Investment Research

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

ปัจจัยบวกทยอยเข้ามาอย่างต่อเนื่อง

- มาตรการกระตุ้นของรัฐบาล รายได้เกษตรกรที่สูงขึ้น และการแข่งขันกีฬารายการใหญ่ในเดือน มิ.ย.-ส.ค. จะกระตุ้นให้ยอดขายสาขาเดิมเติบโต และจะหนุนให้ PE ของกลุ่มพาณิชย์ปรับตัวขึ้นอีก
- หุ้น top picks ของเรา คือ GLOBAL CPALL และ ROBINS เพราะคาดว่าหุ้นสามตัวนี้จะรายงานกำไร ไตรมาส 2/59 ที่แข็งแกร่ง และ valuation น่าสนใจ

ปัจจัยกระตุ้น #1: การเบิกจ่ายงบประมาณกระตุ้นเศรษฐกิจของรัฐบาลเป็นไปตามเป้า นับตั้งแต่เดือน ก.ย. ปีที่ผ่านมา รัฐบาลออกมาตรากระตุ้นเศรษฐกิจ วงเงินรวม 6.45 แสนล้านบาท โดยตั้งเป้าช่วยเหลือผู้มียาได้น้อยและเกษตรกร เริ่มต้นด้วยมาตรการวงเงิน 4.34 แสนล้านบาทในเดือน ก.ย.-ธ.ค. 2558 (กองทุนหมู่บ้าน มาตรการช่วยเหลือ SME และมาตรการช่วยเหลือเกษตรกรชาวสวนยาง) ตามมาด้วยมาตรการวงเงิน 2.12 แสนล้านบาทในปี 2559 (มาตรการช่วยเหลือผู้ประกอบการและโครงการบ้านประชารัฐ) รัฐบาลเบิกจ่ายงบประมาณ 3.45 แสนล้านบาท (55%) จากงบประมาณทั้งหมด 6.45 แสนล้านบาทไปแล้วในไตรมาส 4/58-ไตรมาส 1/59 และจะเบิกจ่ายงบประมาณอีก 1.16 แสนล้านบาท (18%) ในไตรมาส 2/59-ไตรมาส 4/59 ซึ่งน่าจะช่วยกระตุ้นการอุปโภคบริโภคที่แท้จริงในช่วงที่เหลือของปี 2559

ปัจจัยกระตุ้น #2: รายได้เกษตรกรส่งสัญญาณฟื้นตัว รายได้เกษตรกรที่ปรับตัวดีขึ้นจะเป็นปัจจัยสำคัญอีกอย่างหนึ่งที่ช่วยกระตุ้นการอุปโภคบริโภคในปีนี้ ดัชนีรายได้เกษตรกรในเดือน เม.ย. พลิกกลับมาเติบโต 5% YoY สิ้นสุดการหดตัวต่อเนื่องมาตั้งแต่ไตรมาส 1/57 โดยได้รับปัจจัยหนุนจากราคาผลผลิตทางการเกษตรที่เติบโต 5% YoY โดยเกิดจากราคาผลผลิตสินค้าเกษตรสำคัญ (ยางและผลไม้) ที่ปรับตัวสูงขึ้น และราคาสัตว์ปีกที่ปรับตัวดีขึ้น ในขณะที่ปริมาณผลผลิตทรงตัว (ผลผลิตสินค้าเกษตรสำคัญที่ลดลงได้รับการชดเชยมากเกินพอจากผลผลิตสัตว์ปีกและผลผลิตประมงที่ปรับตัวสูงขึ้น) ปริมาณผลผลิตสินค้าเกษตรที่ลดลงมีสาเหตุมาจากภัยแล้ง ทั้งนี้เมื่ออิงกับประมาณการล่าสุดโดยกรมอุตุนิยมวิทยาคาดว่าผลกระทบของปรากฏการณ์เอลนีโญจะเบาบางลงในเดือน พ.ค.-ก.ค. 2559 และจะเกิดปรากฏการณ์ลานีญาตามมา ซึ่งจะช่วยให้ปริมาณผลผลิตสินค้าทางการเกษตรฟื้นตัวเพิ่มขึ้นในช่วงครึ่งหลังปี 59

ปัจจัยกระตุ้น #3: การแข่งขันกีฬารายการใหญ่ระดับโลกในเดือน มิ.ย.-ส.ค. การแข่งขันฟุตบอล UEFA Euro จะมีขึ้นในวันที่ 10 มิ.ย. ถึง 10 ก.ค. ตามด้วยการแข่งขันโอลิมปิกในวันที่ 5-21 ส.ค. โดยปกติแล้วการแข่งขันกีฬารายการใหญ่เช่นนี้จะช่วยสนับสนุนให้ความเชื่อมั่นและการใช้จ่ายอุปโภคบริโภคปรับตัวเพิ่มขึ้น ทั้งนี้เมื่ออิงกับข้อมูลจากมหาวิทยาลัยหอการค้าไทยพบว่า การใช้จ่ายในช่วงที่มีการแข่งขันฟุตบอล 2012 UEFA Euro และ 2010/2014 World Cup อยู่ที่ 2.2-2.6 หมื่นล้านบาท โดยใช้จ่ายเพื่อซื้อสินค้าอุปโภคบริโภค (อาหารและเครื่องดื่ม, สินค้าแฟชั่นกีฬา) มากที่สุด (85%) และที่เหลือเป็นการใช้จ่ายเพื่อซื้อเครื่องใช้ไฟฟ้าและอื่นๆ รายงานข่าวระบุว่าผู้ประกอบการค้าปลีกสินค้าแฟชั่นกีฬา (SuperSport, Sports Mall) และเครื่องใช้ไฟฟ้า (เช่น Power Buy) คาดว่ายอดขายในช่วงที่จัดการแข่งขันกีฬาในปีนี้จะเติบโต 10-20% YoY

กลุ่มพาณิชย์: ดีขึ้นตั้งแต่ต้นไตรมาส 2/59 ถึงปัจจุบัน และปี 2559 ความเชื่อมั่นที่ดีขึ้น มาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจ และฐานต่ำ ช่วยสนับสนุนให้ยอดขายสาขาเดิมตั้งแต่ต้นไตรมาส 2/59 ถึงปัจจุบันของกลุ่มพาณิชย์เติบโต 3-4% YoY (เทียบกับ 0.3% ในไตรมาส 2/58 และ 1.4% ในไตรมาส 1/59) สูงที่สุดในรอบ 10 ไตรมาสที่ผ่านมา ตัวเลขยอดขายสาขาเดิมของทุกบริษัทเป็นบวก: เติบโตเป็นตัวเลขหลักเดียวกลางๆ สำหรับ HMPRO ROBINS CPALL และ MAKRO และเป็นบวกเล็กน้อยสำหรับ GLOBAL และ BIGC ตัวเลขยอดขายสาขาเดิมที่ปรับตัวดีขึ้นช่วยสนับสนุนให้ราคาหุ้นกลุ่มพาณิชย์ปรับตัวขึ้นมาซื้อขายที่ PE ปี 2559 ระดับ 29 เท่า (ยังต่ำกว่า PE เฉลี่ย 5 ปีที่ 32 เท่า)

ในปี 2559 เราคาดว่าจะยอดขายสาขาเดิมของกลุ่มพาณิชย์จะเติบโตเพิ่มขึ้น 2.7% จากฐานต่ำเป็นเวลา 2 ปี (-1.1% ในปี 2557 และ -1.2% ในปี 2558) และการอุปโภคบริโภคจะปรับตัวเพิ่มขึ้น ซึ่งเมื่อรวมกับ EBIT margin ที่สูงขึ้นและการเปิดสาขาเพิ่มจะช่วยสนับสนุนให้กำไรปกติของกลุ่มพาณิชย์เติบโต 16% ในปี 2559

Top picks GLOBAL เป็นหุ้น top pick ตัวแรกของเรา เนื่องจาก GLOBAL มีแนวโน้มรายงานกำไรไตรมาส 2/59 เติบโตสูงที่สุดในกลุ่มพาณิชย์ (อัตรากำไรปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างน่าประทับใจเนื่องจากราคาเหล็กสูง และมีสัดส่วนยอดขายสินค้า private brand เพิ่มขึ้น) และมีอัตราส่วน PEG ระยะ 2 ปีในระดับที่น่าสนใจที่ 1.3 เท่า (เทียบกับค่าเฉลี่ยของกลุ่มพาณิชย์ที่ 1.8 เท่า) นอกจากนี้เรายังชอบบริษัทที่รายงานกำไรไตรมาส 2/59 เติบโตอย่างแข็งแกร่ง และมี valuation ที่น่าสนใจ: CPALL (ธุรกิจร้านสะดวกซื้อและ cash&carry ปรับตัวดีขึ้น โดยได้รับปัจจัยหนุนจากมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจและการแข่งขันกีฬา รวมถึงต้นทุนทางการเงินที่ลดลง, ด้วย PEG ระยะ 2 ปีที่ 1.3 เท่า) และ ROBINS (ยอดขายสาขาเดิมและส่วนแบ่งกำไรปรับตัวดีขึ้น โดยได้รับปัจจัยหนุนจากมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจในเดือน เม.ย. และการแข่งขันกีฬาในเดือน มิ.ย., ด้วย PEG ระยะ 2 ปีที่ 1.6 เท่า)

Valuation summary

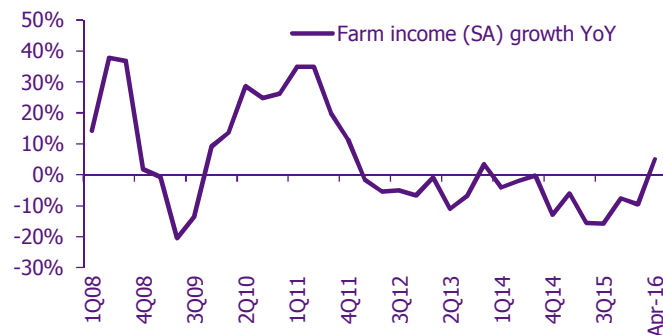
	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F
BIGC	Neutral	208.00	230.0	11.9	24.9	22.0	19.6	(5)	13	12	3.7	3.3	2.9	16	16	16	1.3	1.4	1.5	14.0	12.8	11.3
CPALL	Buy	49.25	60.0	23.7	32.3	27.0	22.4	39	20	21	10.6	8.8	7.2	36	36	35	1.8	1.9	2.2	18.5	16.7	14.8
GLOBAL	Buy	13.50	15.0	11.6	56.9	40.5	33.9	24	40	20	3.3	3.1	2.9	6	8	9	0.3	0.4	0.5	27.5	21.6	18.7
HMPRO	Neutral	9.80	9.7	1.6	36.8	31.9	28.0	6	15	14	7.6	7.3	6.8	21	23	25	2.6	2.7	2.9	18.3	16.5	14.9
MAKRO	Buy	33.25	43.0	31.6	29.7	28.0	23.9	9	6	17	11.2	10.1	8.5	40	38	39	2.6	2.3	2.3	18.4	17.2	14.9
ROBINS	Buy	67.00	70.0	6.2	34.6	29.3	25.0	12	18	17	5.1	4.7	4.2	16	17	18	1.5	1.7	2.0	16.9	15.3	14.1
Average					35.9	29.8	25.4	14	19	17	6.9	6.2	5.4	22	23	24	1.7	1.7	1.9	18.9	16.7	14.8

Source: SCBS Investment Research

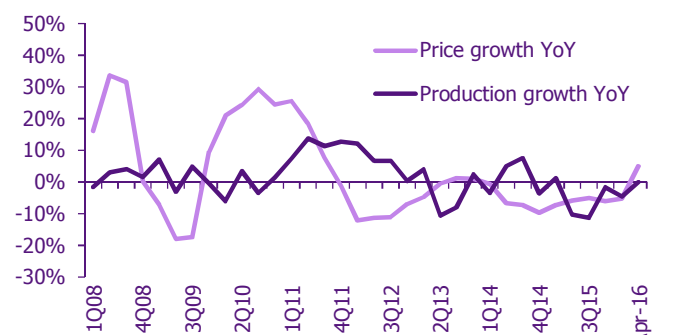
Figure 1: Series of government measures to boost economy, positive to domestic consumption in 2016

Stimulus package	Size (Bt bn)	Disbursement (Btbn)				
		2015	1Q16	Total	Disbursement (%)	To be disbursed for the rest of 2016
Stimulus package announced in Sep-Dec 2015						
1) Assistance measures for low income earners and small public investment	139.7	58.4	41.7	100.1	71.6%	27.5
1.1) Soft loan via the village fund program	60.0	47.6	0.3	47.9	79.8%	0.0
1.2) Quick-spending budget for local government (Bt5mn per sub-district)	39.7	0.6	21.7	22.3	56.0%	17.5
1.3) Local government mini investment projects (Bt1mn per project)	40.0	10.2	19.7	30.0	74.9%	10.0
2) Monetary and fiscal measures for SMEs Promotion	256.0	141.9	71.5	213.4	83.4%	42.6
3) Monetary and fiscal measures for a real estate sector promotion	25.0	12.0	7.7	19.7	78.8%	5.3
4) Tax incentive for domestic investment promotion measure						
5) Board of Investment (BOI)'s speeding up investment measure						
6) Assistance Measure for Rubber Farmers	13.1	0.1	9.1	9.1	69.6%	4.0
7) tax deduction up to Bt15,000 for purchases made from Dec 25-31						
Subtotal	433.9	212.4	130.0	342.4	78.9%	79.4
Stimulus package announced in 2016 to date						
1) Strengthening Glass Root Economy Measure following Pracha Rat Approach	35.0		4.2	4.2	11.9%	30.8
2) Baan Pracha Rat	70.0					
3) Assistance measures for drought experiencers in agricultural sector	93.0		7.2	7.2	7.7%	5.4
4) Credit Guarantee program for Micro Entrepreneurs (Phase 2)	13.5		0.0	0.0	0.1%	n.a.
5) tax deduction of up to Bt15,000 for dining and travel expenses from Apr 9-17						
6) Extended tax deduction up to Bt15,000 of hotel expenses by 1 year to end-2016						
Subtotal	211.5	0.0	11.4	11.4	5.4%	36.3
Total	645.4	212.4	141.3	353.7	54.8%	115.7

Source: NESDB and SCBS Investment Research

Figure 2: Farm income turned to positive growth in April

Source: OAE and SCBS Investment Research

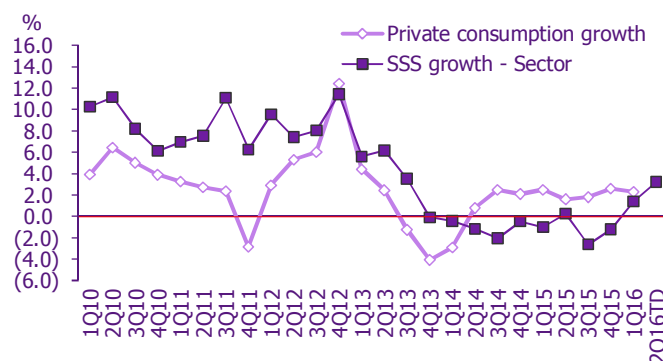
Figure 3: Agricultural price growth picked up in April, with anticipation of better output in 2H16

Source: OAE and SCBS Investment Research

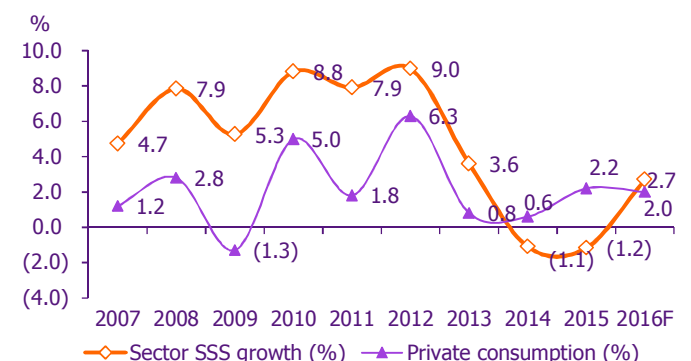
Figure 4: Estimated spending during 2010/2014 world cup and 2012 Euro

Categories (Btmn)	World cup 2010 11 Jun-11 Jul 2010	EURO 2012 8 Jun - 1 Jul 2012	World Cup 2014 12 Jun - 13 Jul 2014	EURO 2016 10 Jun - 10 Jul 2016	Olympic 5-21 Aug 2016
Consumer products and parties	19,025	19,671	21,917		
Electrical appliances and TV reception equipment	2,205	2,254	2,497		
Others (lotteries, souvenirs)	1,235	1,293	1,301		
Total general spending	22,465	23,218	25,715	N/A	N/A

Source: UTCC and SCBS Investment Research

Figure 5: In 2Q16TD, sector's SSS growth was highest seen in ten quarters

Source: Company data, NESDB and SCBS Investment Research

Figure 6: Yearly private consumption growth and sector SSS growth

Source: Company data, SCB EIC and SCBS Investment Research

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

สรุปปัจจัยพื้นฐาน

- อุปสงค์จะเริ่มปรับตัวดีขึ้นบ้าง แต่จะยังไม่ฟื้นตัวอย่างชัดเจนจนกว่าจะถึงปลายปี 2559 เมื่อโครงการลงทุนโครงสร้างพื้นฐานคืบหน้า ซึ่งจะช่วยกระตุ้นให้การลงทุนภาคเอกชนปรับตัวเพิ่มขึ้น
- อัตราค่าไของผู้ผลิตกระเบื้องเซรามิกจะกว้างขึ้นในปี 2559 เพราะต้นทุนเชื้อเพลิงต่ำ; อัตราค่าไของผู้ผลิตปูนซีเมนต์จะอ่อนแอในระยะสั้น เพราะราคาปูนซีเมนต์ลดลง แต่จะปรับตัวดีขึ้นในช่วงปลายปี 2559 ตามอุปสงค์ที่ปรับตัวดีขึ้น
- **Top picks: SCC** (ธุรกิจเคมีภัณฑ์แข็งแกร่ง) และ **DCC** (อัตราค่าไกว้างขึ้น) เพราะมีแนวโน้มรายงานกำไรไตรมาส 2/59 ดีกว่าบริษัทอื่น ๆ ในกลุ่มวัสดุก่อสร้าง

สรุปผลประกอบการไตรมาส 1/59 SCC เป็นบริษัทที่รายงานผลประกอบการโดดเด่นมากที่สุดในกลุ่มวัสดุก่อสร้าง โดยกำไรปกติไตรมาส 1/59 เติบโต 42% YoY หลักๆ เกิดจากธุรกิจเคมีภัณฑ์ที่ปรับตัวดีขึ้น (ได้ประโยชน์จากเงินบาทอ่อนค่าเมื่อเทียบกับดอลลาร์สหรัฐ และส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์กว้างขึ้น) ซึ่งมากเกินพอชดเชยธุรกิจปูนซีเมนต์และธุรกิจวัสดุก่อสร้าง (ราคาปูนซีเมนต์ลดลงและค่าเสื่อมราคาสูงขึ้น) ที่ปรับตัวแยลง DCC รายงานกำไรเติบโต 14% YoY โดยเกิดจากปริมาณขายที่สูงขึ้นและอัตราค่าไที่กว้างขึ้นเพราะต้นทุนเชื้อเพลิงลดลง SCCC เป็นบริษัทที่รายงานผลประกอบการอ่อนแอที่สุดในกลุ่มวัสดุก่อสร้าง โดยกำไรลดลง 6% YoY เพราะราคาปูนซีเมนต์ลดลง

อุปสงค์จะปรับตัวดีขึ้นอย่างช้าๆ ในระยะสั้น ในช่วง 4 เดือนแรกปี 59 ปริมาณขายปูนซีเมนต์และกระเบื้องเซรามิกในประเทศเติบโต 1% YoY (เทียบกับ -1% ในปี 2558) และลดลง 6% YoY (-8% ในปี 2558) ในระยะสั้น อุปสงค์ในประเทศจะเริ่มปรับตัวดีขึ้นอย่างช้าๆ จากการเบิกจ่ายงบประมาณลงทุนของรัฐบาล ในขณะที่การลงทุนภาคเอกชนยังคงชะงัก ในช่วง 7 เดือนแรกของปีงบประมาณ 2559 (ต.ค. 2558-เม.ย. 2559) รัฐบาลเบิกจ่ายงบประมาณลงทุนไปแล้วจำนวน 1.88 แสนล้านบาท (+33% YoY) หลักๆ เป็นการลงทุนในโครงการบริหารจัดการทรัพยากรน้ำและโครงการถนน เนื่องจากรัฐบาลเร่งเบิกจ่ายเพิ่มขึ้น 38% ของงบประมาณ (เทียบกับ 33% ในช่วง 7 เดือนแรกของปีงบประมาณ 2558) และเพิ่มงบประมาณลงทุน 5.44 แสนล้านบาท (+21% YoY) ในปีงบประมาณ 2559 ในทางกลับกัน การลงทุนภาคเอกชนอยู่ในภาวะชะงัก เพราะความเชื่อมั่นเปราะบาง และอัตราการใช้จ่ายในการผลิตในหลายๆ อุตสาหกรรมอยู่ในระดับต่ำ ดัชนีความเชื่อมั่นทางธุรกิจ (BSI) ปรับตัวลดลง 3 เดือนติดต่อกันมาอยู่ที่ 49.7 จุดในเดือนพ.ค. 2559 พื้นที่ที่ได้รับอนุญาตก่อสร้าง (เครื่องขึ้นอุปสงค์วัสดุก่อสร้างในระยะ 1-2 ไตรมาสข้างหน้า) ปรับตัวลดลง 6% YoY ในช่วง 4 เดือนแรกปี 59 โดยลดลงในกลุ่มอสังหาริมทรัพย์ (-4%) และกลุ่มพาณิชย์กรรมและอุตสาหกรรม (-11%)

...และแข็งแกร่งมากขึ้นในช่วงปลายปี 2559 ในช่วงปลายปี 2559 เราคาดว่าปริมาณขายในประเทศมีแนวโน้มที่จะฟื้นตัวอย่างแข็งแกร่งมากขึ้น โดยได้รับปัจจัยหนุนจากความคืบหน้ามากขึ้นของโครงการลงทุนโครงสร้างพื้นฐานและการฟื้นตัวของการลงทุนภาคเอกชน ทั้งนี้ในจำนวนโครงการลงทุนโครงสร้างพื้นฐานเร่งด่วนทั้งหมด 20 โครงการภายใต้การกำกับดูแลของกระทรวงคมนาคม มูลค่ารวม 1.4 ล้านล้านบาท มี 11 โครงการได้รับอนุมัติจาก ครม.แล้วในเดือน พ.ค. 2558-เม.ย. 2559 และที่เหลือจะได้รับอนุมัติในเดือน มิ.ย.-ช่วงครึ่งหลังปี 59 ในขณะที่การก่อสร้างโครงการเหล่านี้จะช่วยกระตุ้นการลงทุนภาครัฐในปี 2559-63 แต่ที่สำคัญกว่านั้น คือ การอนุมัติและการลงทุนในโครงการลงทุนโครงสร้างพื้นฐานขนาดใหญ่จะช่วยให้ความเชื่อมั่นปรับตัวเพิ่มขึ้นและกระตุ้นการลงทุนภาคเอกชน ในปี 2559 เราคาดว่าอุปสงค์ปูนซีเมนต์และกระเบื้องเซรามิกจะเติบโต 2% จากฐานต่ำ, การลงทุนภาครัฐที่เติบโตมากขึ้น (+11%), และการลงทุนภาคเอกชนที่เติบโตดีขึ้น (+2%)

อัตราค่าไของผู้ผลิตกระเบื้องเซรามิกจะเพิ่มขึ้นในปี 2559 ในช่วง 4 เดือนแรกปี 59 ราคากระเบื้องเซรามิกในประเทศยังอยู่ในระดับทรงตัว YoY ผู้ผลิตกระเบื้องเซรามิกจะมีอัตราค่าไเพิ่มขึ้น เพราะต้นทุนเชื้อเพลิงยังคงอยู่ในระดับต่ำ (ต้นทุนก๊าซปรับตัวตามหลังราคาน้ำมันอยู่ประมาณ 6 เดือน) แม้ราคาน้ำมันปรับตัวเพิ่มขึ้นในช่วง 2-3 เดือนที่ผ่านมา แต่ยังคงลดลง 27% YoY ตั้งแต่ต้นปี 2559 ถึงปัจจุบัน ซึ่งจะช่วยให้ต้นทุนค่าไลดลงในปี

อัตราค่าไของผู้ผลิตปูนซีเมนต์จะเพิ่มขึ้นในช่วงปลายปี 59 สำหรับผู้ผลิตปูนซีเมนต์ มีความกังวลว่าอาจจะมีการแข่งขันทางราคาภายในประเทศเกิดขึ้น โดยเกิดจากอุปทานใหม่ที่เข้าสู่ตลาดในภาวะที่อุปสงค์เปราะบาง อย่างไรก็ตาม เราคาดว่าราคาจะปรับขึ้นตามอุปสงค์ในช่วงปลายปี 2559 ทั้งนี้ในช่วง 4 เดือนแรกปี 59 ราคาปูนซีเมนต์ในประเทศลดลง 5% YoY สอดคล้องกับประมาณการของเรา หลังจาก -4% YoY ในปี 2558 ราคาถ่านหิน (spot price) ที่ลดลง 14% ตั้งแต่ต้นปี 2559 ถึงปัจจุบันจะช่วยให้ต้นทุนการผลิตลดลงในปี เนื่องจากโดยปกติแล้วผู้ผลิตปูนซีเมนต์มักจะทำสัญญาซื้อถ่านหินล่วงหน้า 6-12 เดือน

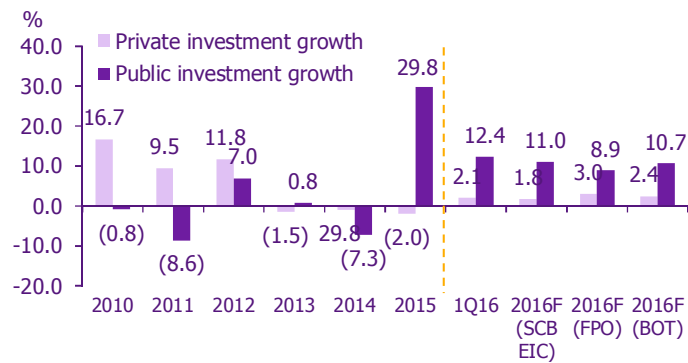
Top picks: SCC และ DCC เนื่องจากอุปสงค์ในประเทศมีแนวโน้มฟื้นตัวอย่างช้าๆ ในระยะสั้น ดังนั้นเราจึงชอบ SCC (ส่วนต่างราคาเคมีภัณฑ์แข็งแกร่ง ส่วนแบ่งกำไรจากการผลิตใหม่ และได้ประโยชน์จากเงินบาทอ่อนค่าเมื่อเทียบกับดอลลาร์สหรัฐ) และ DCC (อัตราค่าไของกระเบื้องเซรามิกกว้างขึ้นเพราะต้นทุนเชื้อเพลิงต่ำ) เพราะทั้งสองบริษัทนี้มีแนวโน้มเติบโตดีกว่า SCCC (ทำธุรกิจปูนซีเมนต์อย่างเดียว)

Valuation summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F
DCC	Buy	4.18	4.8	19.5	19.9	17.3	15.3	12	15	13	8.7	8.1	7.0	46	48	49	4.4	4.6	6.5	13.7	12.1	10.7
SCC	Buy	482.00	600.0	28.3	13.3	11.7	10.7	29	14	9	2.4	2.1	1.9	19	19	19	3.3	3.9	4.2	8.5	7.7	7.0
SCCC	Neutral	295.00	340.0	19.9	14.8	15.2	14.2	(9)	(3)	7	3.1	2.9	2.7	21	20	20	5.1	4.6	4.6	9.9	9.7	9.5
Average					16.0	14.7	13.4	11	9	10	4.7	4.4	3.9	29	29	29	4.3	4.4	5.1	10.7	9.8	9.1

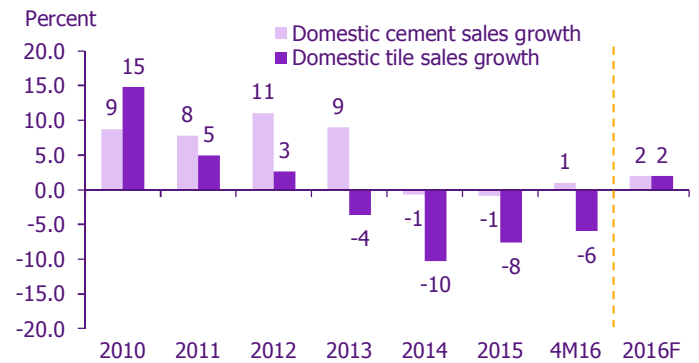
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: Public and private investment in 2016F



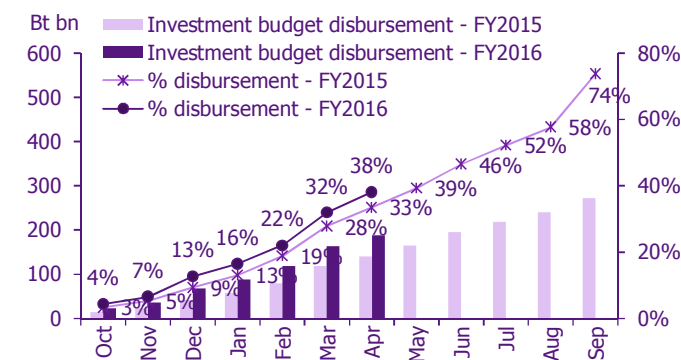
Source: SCB EIC, FPO, BOT and SCBS Investment Research

Figure 2: Local demand growth in 2016F



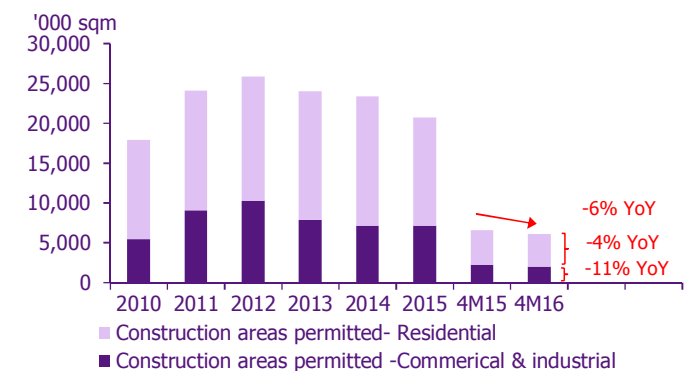
Source: BOT and SCBS Investment Research

Figure 3: Gov't budget disbursement rose FY2016TD



Source: FPO and SCBS Investment Research

Figure 4: Construction area permitted fell in 4M16



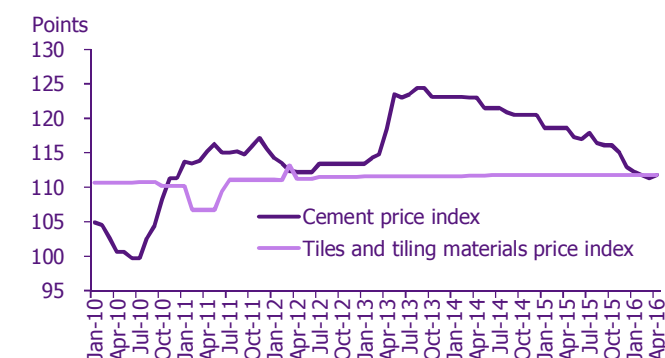
Source: BoT and SCBS Investment Research

Figure 5: 20 urgent infrastructure projects to open for bid in 2016F and be constructed in 2016-20F

Approval date	Project	Budget (Bt mn)	Disbursement (Bt mn)	% disbursed	Construction period	Completion period
Projects approved by Cabinet						
7-May-15	1. Dual-track Railway: Jira - Khon Kaen	23,802	2,343	9.8%	2016-17	2018
26-May-15	2. Coastal port development: Laem Chabang Port	1,864	165	8.8%	2016-18	2018
23-Jun-15	3. Suvarnabhumi Airport Phase II	50,322			2017-20	2020
14-Jul-15	4. Motorway: Pattaya-Mab Taphut	20,200	1,920	9.5%	2016-19	2019
15-Jul-15	5. Motorway: Bang Pa In - Nakhon Ratchasima	84,600	448	0.5%	2016-20	2020
16-Jul-15	6. Motorway: Bang Yai - Kanchanaburi	55,620	46	0.1%	2016-20	2020
22-Sep-15	7. Single Rail Transfer Operator (SRT0): Laem Chabang Port	2,031			2016-18	2018
29-Mar-16	8. Mass transit: Pink line: Kae Rai - Minburi	56,691			2017-20	2021
30-Mar-16	9. Mass transit: Yellow line: Lad Praow - Sam Rong	54,644			2017-20	2021
19-Apr-16	10. Mass transit: Orange line: Thailand Cultural Centre-Minburi	109,540			2016-19	2020
26-Apr-16	11. Dual-track Railway: Prachuab Kirikan - Chumpon	17,249			2017-18	2018
Projects awaiting for Cabinet approval in June 2016						
Jun-16	12. Mass transit: Light and Dark Red Lines	44,157			2017-18	2018
Jun-16	13. Dual-track Railway: Mab Kabao - Jira	26,004			2017-20	2020
Projects under study & awaiting for Cabinet approval in 2H16						
2H16	14. Mass transit: Purple Line: Tao Poon - Ratburana				2018-20	2021
2H16	15. Dual-track Railway: Nakhon Pathom - Hua Hin				2017-18	2018
2H16	16. Dual-track Railway: Lop Buri - Pak Nam Po				2017-19	2019
2H16	17. High-speed train: Bangkok - Hua Hin				2018-20	2021
2H16	18. High-speed train: Bangkok - Ra Yong				2018-20	2021
2H16	19. Thai-Chinese railway: Bangkok - Korat				2018-20	2021
2H16	20. Thai-Japan railway: Bangkok - Phitsanulok				2017-20	2021
Total		1,410,763	4,922	0.3%		

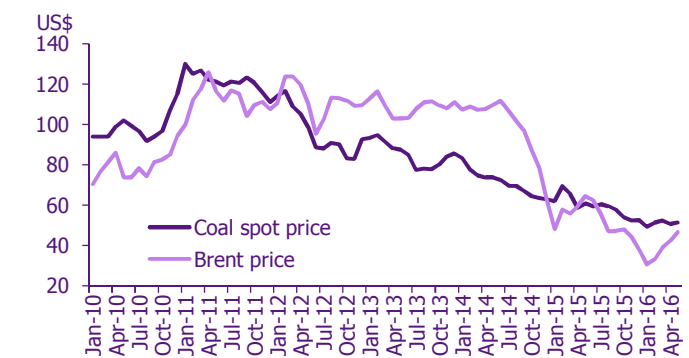
Source: Local newspapers, Ministry of Transport and SCBS Investment Research

Figure 6: Local product selling prices



Source: REIC and SCBS Investment Research

Figure 7: Fuel costs still falling YoY in 2016TD



Source: Barlow Jucker, Bloomberg, and SCBS Investment Research

ศลยา ณ สงขลา
นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน
ด้านหลักทรัพย์
0-2949-1006
solaya.na_songkhla@scb.co.th

มีจุดสว่างท่ามกลางแนวโน้มอุตสาหกรรมที่ยังคลุมเครือ

อุตสาหกรรมชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์ดูประสาบบ้างเนื่องจากความกังวลเกี่ยวกับยูโรโซน, การปรับตัวแย่งชิงต่อเนื่องของตลาดใหญ่อย่าง PC, และตลาดโทรศัพท์เคลื่อนที่ดูไม่น่าตื่นเต้น อย่างไรก็ตาม บริษัทผลิตชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์ไทยเลือกมองไปข้างหน้าและปรับตัวครั้งใหญ่ผ่านการทำ M&A, ขยายโรงงานในกลุ่มประเทศ CLMV, และสร้างแหล่งรายได้ใหม่ แม้มีความกังวลเกี่ยวกับแนวโน้มเศรษฐกิจมหภาคและการปรับตัวที่เกิดขึ้นอย่างต่อเนื่อง แต่เราพบว่ามีจุดสว่างอยู่บ้าง และธุรกิจชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์สำหรับยานยนต์ก็เป็นหนึ่งในนั้น บริษัทวิจัยอุตสาหกรรม “Research and Markets” คาดการณ์ว่าตลาดชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์สำหรับยานยนต์ทั่วโลกจะเติบโตที่อัตราเฉลี่ย 14.42% ต่อปีในระหว่างปี 2559-2563 โดยได้รับปัจจัยกระตุ้นจากอุปสงค์ของผู้บริโภคที่เพิ่มสูงขึ้น KCE ซึ่งเป็น 1 ใน 5 ผู้ผลิต PCB สำหรับยานยนต์รายใหญ่ของโลก มีแนวโน้มที่จะได้รับประโยชน์จากแนวโน้มเช่นนี้ อุปสงค์ที่เพิ่มขึ้น, การขยายกำลังการผลิตอีก 24% ในระหว่างปี 2559-2560, และการปรับปรุงประสิทธิภาพการผลิตอย่างต่อเนื่อง ทำให้ KCE ดูโดดเด่นที่สุด โดยกำไรจะเติบโต 39% ในปี 2559 และจะเติบโตเฉลี่ย 17% ต่อปีในระหว่างปี 2559-61 ดังนั้นเราจึงเลือก KCE เป็น top pick ในกลุ่มชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์

แนวโน้มอุตสาหกรรมชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์ประสาบบ้าง แต่มีจุดสว่างอยู่บ้าง แนวโน้มเศรษฐกิจโลกที่คลุมเครือและตัวเลขอุตสาหกรรมที่ปรับตัวแย่งชิงในช่วงครึ่งแรกของปีนี้ทำให้แนวโน้มอุตสาหกรรมชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์ดูประสาบบ้าง สมาคมอุตสาหกรรมเซมิคอนดักเตอร์ (SIA) เพิ่งปรับประมาณการยอดขายอุปกรณ์เซมิคอนดักเตอร์ทั่วโลกในปี 2559-2560 ลดลง 4-5% เรามองว่ามีโอกาสสูงที่บริษัทวิจัย Gartner จะปรับประมาณการยอดขาย PC ทั่วโลกในปี 2559 ลดลงอีก จากปัจจุบันที่คาดว่าจะลดลง 1% หลังจากยอดขาย PC ในไตรมาส 1/59 ลดลง 9.6% YoY นอกจากนี้ตลาดโทรศัพท์เคลื่อนที่ก็ดูไม่น่าตื่นเต้น เพราะไม่มีคุณสมบัติใหม่ๆ ที่น่าดึงดูด (killer features) อย่างไรก็ตาม แนวโน้มตลาดชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์สำหรับยานยนต์ดูสดใส เพราะบริษัทวิจัยอุตสาหกรรม “Research and Markets” คาดการณ์ว่าตลาดชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์สำหรับยานยนต์ทั่วโลกจะเติบโตเฉลี่ย 14.42% ต่อปีในระหว่างปี 2559-2563 โดยได้รับปัจจัยกระตุ้นจากอุปสงค์ของผู้บริโภคที่เพิ่มสูงขึ้นสำหรับอุปกรณ์ที่เกี่ยวข้องกับความปลอดภัย การเชื่อมต่อ และระบบบันเทิง ปัจจัยสำคัญที่จะช่วยกระตุ้นอุปสงค์ในระยะยาว คือ 1) ระบบช่วยเหลือผู้ขับขี่ที่ก้าวหน้า (ADAS), 2) การพัฒนารถยนต์ไร้คนขับ (จะเปิดตัวภายในปี 2563), และ 3) การเติบโตของรถยนต์ไฟฟ้า (EV car)

ความไม่แน่นอนจะยังคงมีอยู่ต่อไปอีกในปี 2560 สืบเนื่องจากความกังวลเกี่ยวกับ EU และการปรับตัวอย่างต่อเนื่อง สัญญาณเตือนทั้งจากเครื่องชี้เศรษฐกิจที่อ่อนตัวลงและความไม่แน่นอนหลัง Brexit ทำให้ sentiment ต่อกลุ่มชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์ปรับตัวแย่งชิง บริษัทที่มีสัดส่วนรายได้จากการส่งออกผลิตภัณฑ์ไปยังยุโรปสูงที่สุดไปจนถึงต่ำที่สุด คือ SVI (77%), KCE (55%), DELTA (27%), และ HANA (10%) อย่างไรก็ตาม ผลิตภัณฑ์ส่วนใหญ่จะถูกนำกลับไปผลิตอีกครั้งเพื่อส่งออกไปทั่วโลก ดังนั้นสัดส่วนรายได้ในแง่ของตลาดผู้ใช้งานขั้นสุดท้ายจะต่ำกว่านั้นมาก ความกังวลอีกอย่างหนึ่ง คือ การปรับตัวหลายอย่างเริ่มเกิดขึ้นในปี 2559: SVI (M&A), DELTA (รุกตลาดอินเดียเพื่อปูทางสู่ธุรกิจใหม่, ขยายโรงงานในเมียนมาร์), และ HANA (เปลี่ยนแปลงส่วนผสมผลิตภัณฑ์, สร้างโรงงานใหม่ในกัมพูชา) แม้การปรับตัวเหล่านี้จะสร้างประโยชน์ในระยะยาว แต่ในระยะกลาง การปรับตัวเหล่านี้จะทำให้มีความไม่แน่นอนเกิดขึ้นต่อเนื่องไปถึงปี 2560 มีเพียง KCE (ซึ่งปรับตัวครั้งใหญ่เสร็จสิ้นไปแล้วเมื่อหลายปีก่อน) ที่มีแนวโน้มชัดเจนที่สุด

Valuation เราประเมินราคาเป้าหมายด้วยวิธี PE เนื่องจาก ROE เฉลี่ยของกลุ่มชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์ปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างมากในช่วง 10 ปีที่ผ่านมา จาก 12.6% ในปี 2549 สู่ 20% ในปี 2558 (อิงกับหุ้นภายใต้การวิเคราะห์ของเรา) ดังนั้นเราเชื่อว่าหุ้นกลุ่มชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์ควรจะซื้อขายที่ระดับ +1SD ของ PE เฉลี่ยย้อนหลัง 10 ปี การคำนวณด้วยวิธีนี้ทำให้เราได้ราคาเป้าหมายกลางปี 2560 (ปกติเศษทศนิยม) ของ DELTA ที่ 74 บาท, HANA ที่ 30 บาท, KCE ที่ 100 บาท, และ SVI ที่ 5.4 บาท

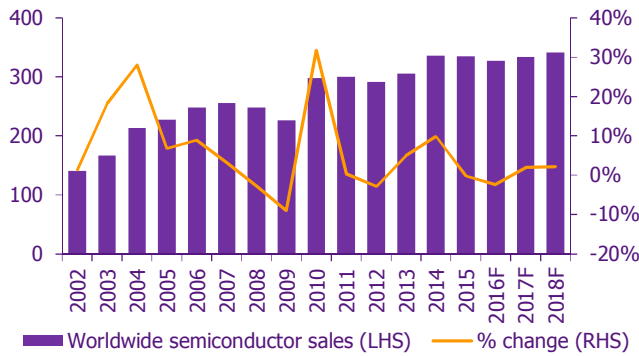
KCE โดดเด่นที่สุด แม้แนวโน้มอุตสาหกรรมชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์ยังดูคลุมเครือ แต่ KCE ดูโดดเด่นออกมา และเราเลือกเป็น top pick ในกลุ่มชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์ เนื่องจาก KCE มีแนวโน้มที่ชัดเจนมากที่สุด, ได้ประโยชน์มากที่สุดจากธุรกิจชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์สำหรับยานยนต์ที่กำลังเติบโต (ในฐานะ 1 ใน 5 ผู้ผลิต PCB สำหรับยานยนต์รายใหญ่ของโลก), และเราคาดว่ากำไรจะเติบโตอย่างโดดเด่นถึง 39% ในปี 2559 และจะเติบโตเฉลี่ย 17% ต่อปีในระหว่างปี 2559-61

Valuation summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F
DELTA	Neutral	67.00	74.0	15.1	13.3	13.1	12.6	14	1	4	2.7	2.5	2.3	22	20	19	4.6	4.6	4.8	8.6	8.4	7.7
HANA	Neutral	29.75	30.0	7.6	10.3	11.3	10.8	39	(9)	4	1.2	1.2	1.2	12	11	11	6.7	6.7	6.7	4.2	4.2	3.7
KCE	Buy	84.50	100.0	20.4	22.1	15.9	13.3	25	39	19	6.1	4.8	3.8	31	34	32	1.5	2.0	2.4	17.3	12.7	10.6
SVI	Neutral	5.10	5.4	7.5	16.6	15.9	13.6	(5)	4	17	2.0	1.6	1.5	15	11	12	1.6	1.6	3.1	9.9	9.3	7.7
Average					15.6	14.0	12.6	18	9	11	3.0	2.5	2.2	20	19	18	3.6	3.7	4.3	10.0	8.7	7.4

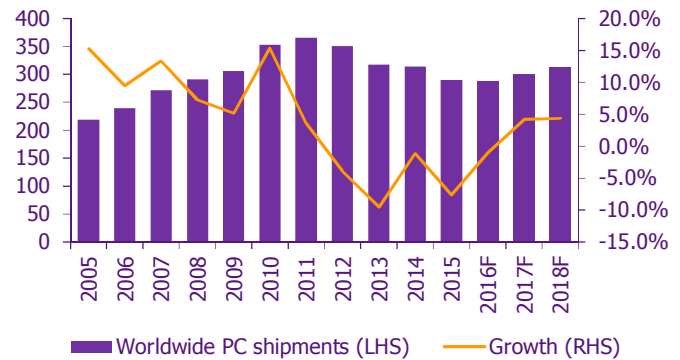
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: Worldwide semiconductor sales (US\$,bn)



Source: SIA and WSTS

Figure 2: Worldwide PC shipments (mn)



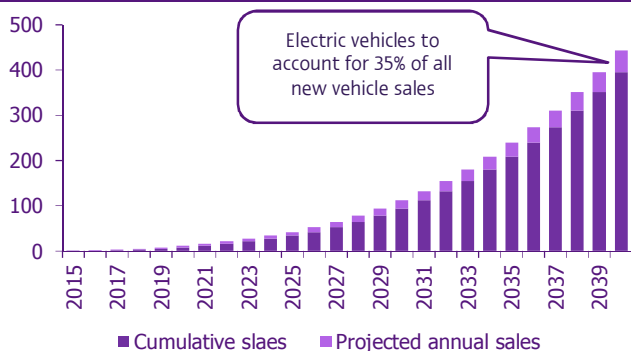
Source: Gartner (January 2016)

Figure 3: Worldwide Devices Shipments by Device Type (mn units)

Device Type	2015	2016F	2017F	2018F	Growth			
					2015	2016F	2017F	2018F
1. Traditional PCs (Desk-Based and Notebook)	246	232	226	219	-11.2%	-5.7%	-2.6%	-3.1%
2. Ultramobiles (Premium)	45	55	74	92	21.6%	22.2%	34.5%	24.3%
PC Market (1+2)	290	287	299	312	-7.6%	-1.0%	4.2%	4.3%
3. Ultramobiles (Basic and Utility)	196	195	196	198	-13.3%	-0.5%	0.5%	1.0%
Computing Devices Market (1+2+3)	486	482	495	510	-10.0%	-0.8%	2.7%	3.0%
4. Mobile Phones	1,910	1,959	1,983	2,034	1.6%	2.6%	1.2%	2.6%
Total Devices Market (1+2+3+4)	2,396	2,441	2,478	2,545	-1.0%	1.9%	1.5%	2.7%

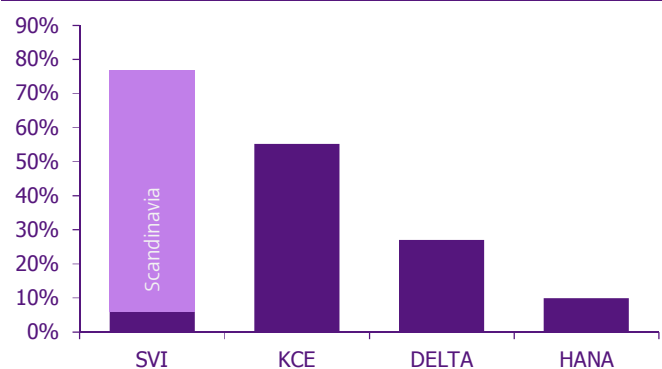
Note: The Ultramobile (Premium) category includes devices such as Microsoft's Windows 8 Intel x86 products and Apple's MacBook Air. The Ultramobile (Basic and Utility Tablets) category includes devices such as, iPad, iPad mini, Samsung Galaxy Tab S 10.5, Nexus 7 and Acer Iconia Tab 8, Source: Gartner (January 2016)

Figure 4: Electric vehicle projection (mn, units)



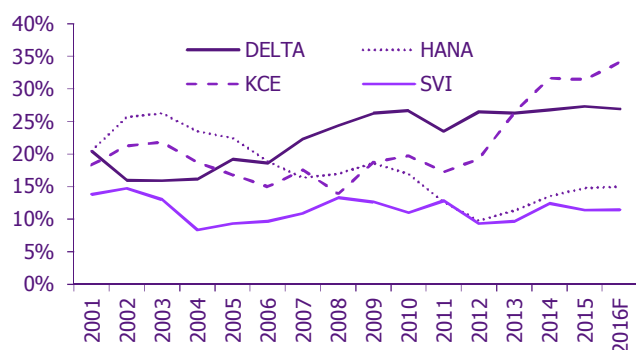
Source: Data compiled by Bloomberg New Energy Finance, Marklines

Figure 5: % export to Europe (before re-export globally)



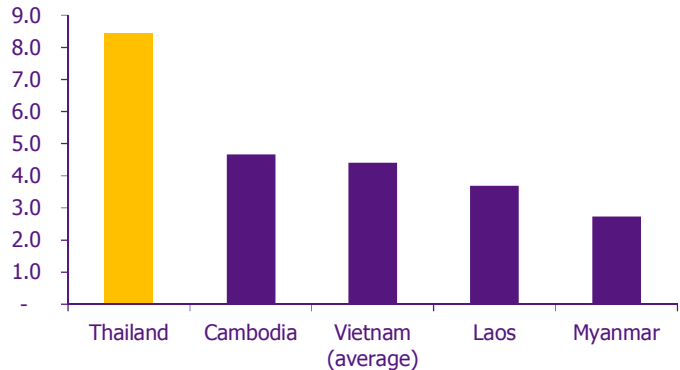
Source: Company reports and SCBS Investment Research

Figure 6: Comparisons of companies' gross margin trends



Source: Company reports and SCBS Investment Research

Figure 7: Daily minimum wages in Thailand vs CLMV (US\$)



Source: Philippines' Department of Labor and Employment (Feb 2016)

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

แนวโน้มรายได้สดใสบ๊ว

- แนวโน้มรายได้ทั้งของ AEONTS และ KTC สดใสบ๊ว
- ค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานของ KTC จะเติบโตเพิ่มขึ้น แต่สำหรับ AEONTS จะเติบโตน้อยลงในปี 2559 ต้นทุนเงินทุนของสองบริษัทนี้หน้าจะลดลงอีกเล็กน้อยในปี 2559 และอัตราส่วนค่าเผื่อหนี้สงสัยจะสูญต่อสินเชื่รวมจะอยู่ในระดับทรงตัว
- ชอบ AEONTS มากกว่า KTC เพราะ valuation ถูกกว่า มีโอกาสเติบโตสูงกว่า และค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานจะเติบโตน้อยกว่า KTC

AEONTS จะได้รับประโยชน์จากรายได้เกษตรกรที่ฟื้นตัวดีขึ้น มาตรการช่วยเหลือเกษตรกร และการขึ้นค่าจ้าง เราคาดว่าปริมาณธุรกิจของ AEONTS จะปรับตัวเพิ่มขึ้นในช่วงครึ่งหลังของปีนี้ โดยได้รับปัจจัยหนุนจากรายได้เกษตรกรที่เริ่มฟื้นตัว มาตรการของรัฐบาลในการช่วยเหลือเกษตรกร และค่าจ้างที่สูงขึ้น รายได้เกษตรกรกลับมาเมื่ออัตราเติบโตเป็นบวกที่ 5% YoY ในเดือน เม.ย. โดยเติบโตเป็นบวกเดือนแรกนับตั้งแต่ปี 2558 และเราคาดว่ารายได้เกษตรกรจะฟื้นตัวอย่างต่อเนื่อง เนื่องจากราคาพืชผลทางการเกษตรปรับตัวดีขึ้น นอกจากนี้ กรม. ก็เพิ่มอนุมัติงบประมาณ 4.5 หมื่นล้านบาทเพื่อช่วยเหลือเกษตรกรผ่านช่องทาง: 1) การสนับสนุนการผลิตรายย่อย (3.8 หมื่นล้านบาท); 2) พักชำระหนี้ (5.4 พันล้านบาท); และ 3) ประกันภัยข้าวนาปี (2.1 พันล้านบาท) กรม.ยังอนุมัติขึ้นค่าจ้างขั้นต่ำใน 5 อุตสาหกรรมจาก 300 บาท/วัน สู่ 360-550 บาท/วัน ซึ่งคาดว่าจะมีผลบังคับใช้ในเดือน ส.ค. ด้วย เราคาดสินเชื่จะเติบโตเพิ่มขึ้นจาก 7% ในปีบัญชี 2558 สู่ 8% ในปีบัญชี 2559 และ 10% ในปีบัญชี 2560

KTC มองว่าการใช้จ่ายผ่านบัตรเครดิตจะเติบโตแบบเร่งตัวขึ้น การใช้จ่ายผ่านบัตรเครดิตของ KTC ปรับตัวเพิ่มขึ้น ~16% YoY ในช่วง 5 เดือนแรกปี 59 จาก 12% ในปี 2558 เทียบกับการใช้จ่ายผ่านบัตรเครดิตทั้งระบบที่เพิ่มขึ้น 9% YoY ในช่วง 4 เดือนแรกปี 59 จาก 6% YoY ในปี 2558 การใช้จ่ายผ่านบัตรเครดิตของ KTC ที่เติบโต 16% ในช่วง 5 เดือนแรกปี 59 สูงกว่าเป้าที่บริษัทวางไว้ทั้งปีที่ 15% และประมาณการของเราที่ 12%

ตั้งค่าเผื่อหนี้สงสัยจะสูญเพิ่มขึ้นตามปัจจัยฤดูกาลในไตรมาส 2/59 แต่ค่าเผื่อหนี้สงสัยจะสูญทั้งปี 2559 จะอยู่ในระดับทรงตัว เราคาดว่าค่าเผื่อหนี้สงสัยจะสูญของทั้ง KTC และ AEONTS จะเพิ่มขึ้น QoQ ในไตรมาส 2/59 โดยเกิดจากการติดตามหนี้ได้ลดลงตามปัจจัยฤดูกาลเพราะมีวันหยุดหลายวันในเดือน เม.ย. และ พ.ค. อย่างไรก็ตาม คุณภาพสินทรัพย์ตลอดทั้งปีน่าจะอยู่ภายใต้การควบคุมที่ดีขึ้น ซึ่งจะทำให้บริษัทที่ประกอบธุรกิจสินเชื่ออุปโภคบริโภคสามารถตั้งค่าเผื่อหนี้สงสัยจะสูญในระดับทรงตัวในปี 2559 ได้

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

ค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานของ KTC จะเติบโตเพิ่มขึ้น แต่สำหรับ AEONTS จะเติบโตน้อยลงในปี 2559 KTC คาดว่ากำไรจะเติบโตเล็กน้อยในปี 2559 เนื่องจากรายได้ที่เพิ่มขึ้นจะถูกหักล้างโดยค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานที่สูงขึ้นจากการปรับปรุงระบบการทำงานเพื่อเพิ่มประสิทธิภาพในปี และค่าใช้จ่ายการตลาดที่เพิ่มขึ้นถึง 36% KTC คำนวณว่าค่าใช้จ่ายการตลาดที่สูงขึ้นบวกกับการเก็บค่าธรรมเนียมติดตามหนี้ลดลงจะส่งผลให้อัตราส่วนต้นทุนต่อรายได้ปรับตัวเพิ่มขึ้นสู่ 41-42% จาก 39-40% ในปี 2558 ในทางกลับกัน AEONTS จะควบคุมค่าใช้จ่ายในการดำเนินงาน (ไม่เพิ่มจำนวนพนักงาน) อย่างเข้มงวดมากขึ้นในปีบัญชี 2559

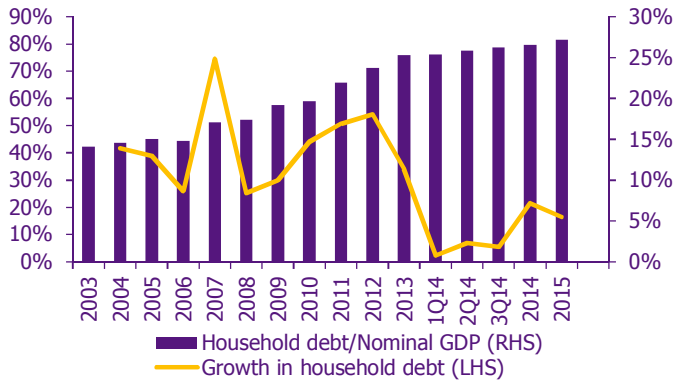
ก้าวใหญ่ของ AEONTS ในกลุ่มพหุและเมียนมาร์ บริษัทย่อยในกลุ่มพหุจะเริ่มดำเนินงานธุรกิจบัตรเครดิตในปี และบริษัทย่อยในเมียนมาร์รายงานกำไร 11 ล้านบาทในปีบัญชี 2558 และจะขยายสินเชื่อเร็วขึ้นในระยะ 2-3 ปีข้างหน้า เนื่องจากตอนนี้บริษัทสามารถใช้เงินกู้จากธนาคารเป็นแหล่งเงินทุนอีกทางหนึ่ง หลังจากรัฐบาลเมียนมาร์ออกใบอนุญาตธนาคารแก่ธนาคารต่างชาติ AEONTS ตั้งเป้าเพิ่มสัดส่วนรายได้จากบริษัทย่อยในตลาด CLMV สู่ 10% ภายในปีบัญชี 2563 จากปัจจุบันที่มีสัดส่วนประมาณ 1% โดยตั้งเป้ารายได้ในระยะ 5 ปีข้างหน้าเติบโตเฉลี่ย 43% ต่อปี เราคาดว่าบริษัทย่อยในกลุ่มประเทศ CLMV ที่เติบโตอย่างแข็งแกร่งจะช่วยสนับสนุนให้สินเชื่อเติบโตเพิ่มมากขึ้นในระยะยาว

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

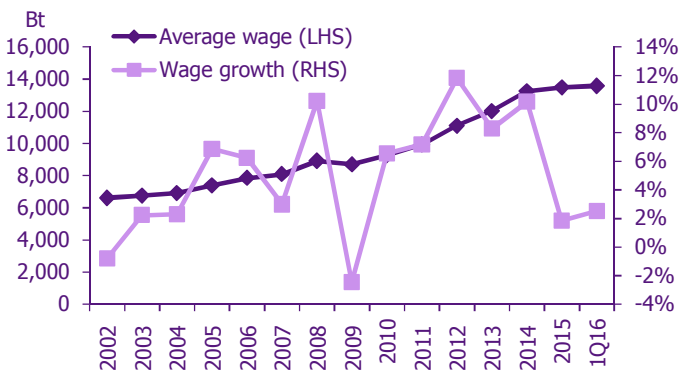
Valuation Summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)		
					15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F
AEONTS	Buy	95.25	115.0	24.7	9.7	8.9	8.1	1	9	10	2.0	1.7	1.5	22	21	20	3.6	3.9	4.3
KTC	Neutral	96.50	86.0	(7.4)	12.0	11.6	10.5	18	3	10	2.8	2.5	2.2	26	23	22	3.3	3.4	3.8
Average					10.9	10.3	9.3	10	6	10	2.4	2.1	1.8	24	22	21	3.5	3.7	4.1

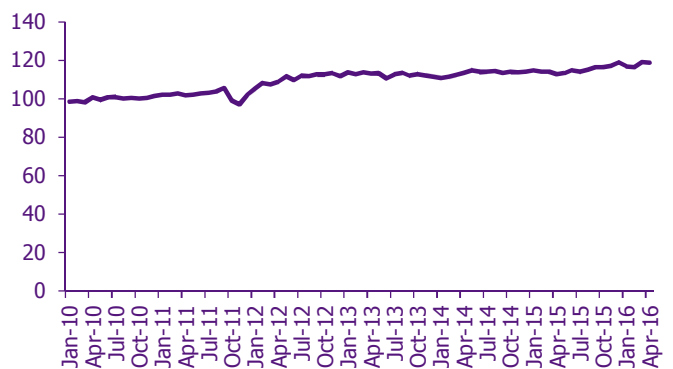
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: Household debt as a percentage of GDP

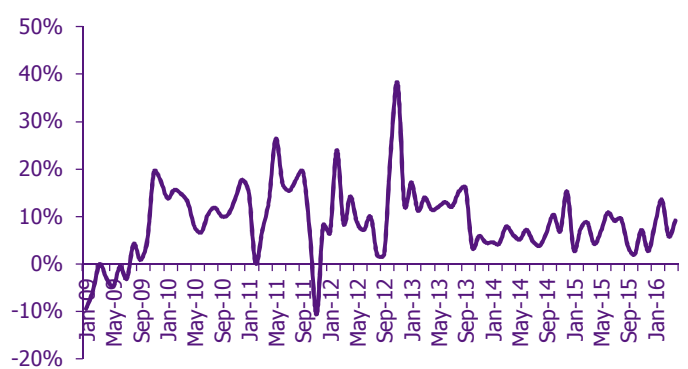
Source: NESDB, BoT and SCBS Investment Research

Figure 2: Average wage

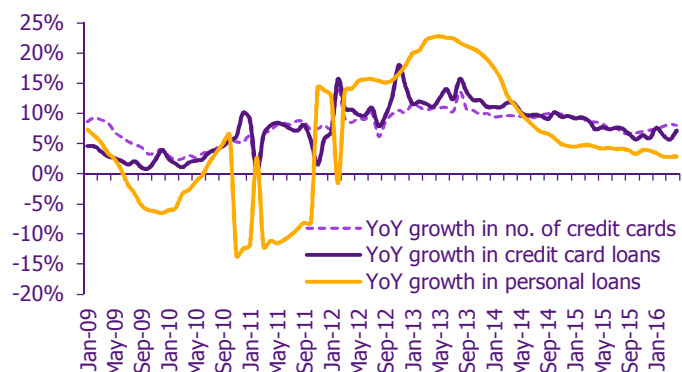
Source: BoT and SCBS Investment Research

Figure 3: Private consumption index

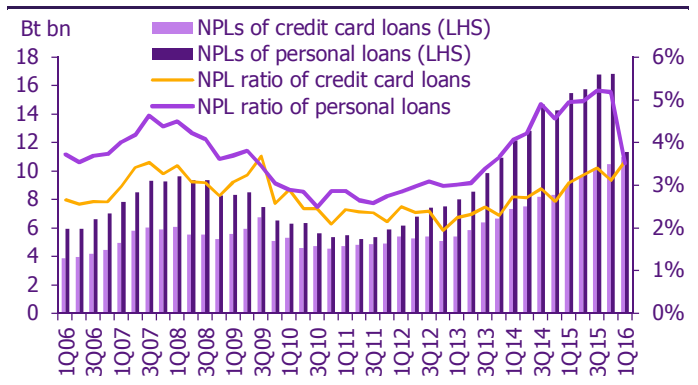
Source: BoT and SCBS Investment Research

Figure 4: YoY growth in monthly credit card spending

Source: BoT and SCBS Investment Research

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

Source: BoT and SCBS Investment Research

Figure 6: Credit card and personal loan NPLs

Source: Banks and SCBS Investment Research

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

เข้าสู่ช่วงไฮซีซั่น

■ ผลการดำเนินงานไตรมาส 2/59-ไตรมาส 3/59 มีแนวโน้มแข็งแกร่งมากขึ้น โดยได้รับปัจจัยหนุนจากช่วงไฮซีซั่น, ราคาสัตว์ปีกที่ปรับตัวดีขึ้น (ส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์กับต้นทุนอาหารสัตว์กว้างขึ้น), การฟื้นตัวของธุรกิจสัตว์น้ำ (ปริมาณขายและอัตรากำไรเพิ่มขึ้น), และเงินบาทอ่อนค่า

■ Top picks ของเรา คือ CPF และ GFPT

อุตสาหกรรมสัตว์ปีก ส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์กับต้นทุนอาหารสัตว์ ในไตรมาส 2/59 ถึงปัจจุบัน ส่วนต่างราคาหมูและไก่กับต้นทุนอาหารสัตว์ปรับตัวเพิ่มขึ้น 28% YoY และ 8% YoY โดยได้รับปัจจัยหนุนจากราคาผลิตภัณฑ์ที่ดีขึ้นอันเป็นผลมาจากการปรับอุปทานและต้นทุนอาหารสัตว์ที่ลดลง ราคาหมูเพิ่มขึ้นมากสู่ 75 บาท/กก. (+11% YoY) ขณะที่ราคาไก่อยู่ในระดับทรงตัวที่ 37 บาท/กก. (-1% YoY) ราคาข้าวโพดและถั่วเหลืองลดลงสู่ 8.5 บาท/กก. (-12% YoY) และ 16.8 บาท/กก. (-2% YoY) **ราคาเนื้อสัตว์** การขาดแคลนหมูในจีน (ผู้บริโภคหมูรายใหญ่สุดของโลก) จากประเด็นสิ่งแวดล้อมและการเปลี่ยนแปลงของสภาพอากาศผลักดันให้ราคาหมูในจีนปรับตัวสูงขึ้น และราคาหมูในภูมิภาค (CLMV และไทย) ก็ปรับขึ้นจากการค้าขายแดน ราคาหมูที่ปรับตัวขึ้นมากทำให้ราคาหมูและราคาไก่มีความแตกต่างกันเพิ่มมากขึ้นสู่ 38 บาท/กก. (สูงกว่าค่าเฉลี่ย 3 ปีที่ 29 บาท/กก.) ถ้าสถานการณ์นี้ยังเกิดขึ้นต่อเนื่อง เราอาจจะเห็นราคาไก่ปรับตัวเพิ่มขึ้น ราคาไก่ที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นสู่ 12 บาท/ตัว (+24% YoY) ในไตรมาส 2/59 ถึงปัจจุบัน เป็นเครื่องชี้ว่าอุปทานดั้งเดิมมากขึ้น ต้นทุนอาหารสัตว์ การเปลี่ยนแปลงของสภาพอากาศในอเมริกาใต้ทำให้ฤดูเพาะปลูกเลื่อนออกไปและการผลิตลดลง ส่งผลทำให้เกิดความกังวลว่าต้นทุนอาหารสัตว์อาจจะสูงขึ้นในระยะสั้น แต่เมื่อเทียบกับแนวโน้มที่จะมีอุปทานจำนวนมากจากฤดูเพาะปลูกครั้งต่อไปของสหรัฐ ช่วงปลายปี 2559 ทำให้ผู้ประกอบการเชื่อว่าต้นทุนที่เพิ่มขึ้นน่าจะอยู่ในระดับที่สามารถบริหารจัดการได้ และเพื่อลดผลกระทบที่อาจเกิดขึ้น ผู้ประกอบการจึงเริ่มขยายระยะเวลาจัดเก็บสต็อกวัตถุดิบล่วงหน้าเพิ่มเป็น 3-6 เดือน จาก 2-3 เดือน ดังนั้นถ้าราคาวัตถุดิบอาหารสัตว์ (spot price) ปรับตัวเพิ่มขึ้นในไตรมาส 3/59 ก็จะสะท้อนให้เห็นในต้นทุนจริงในไตรมาส 4/59 เป็นอย่างเร็ว

อุตสาหกรรมสัตว์น้ำ กุ้ง: ในไตรมาส 2/59 ถึงปัจจุบัน ราคากุ้งปรับตัวเพิ่มขึ้นสู่ 153 บาท/กก. +2% YoY ซึ่งอาจจะกระตุ้นให้เกษตรกรผู้เลี้ยงกุ้งในประเทศเพิ่มการผลิต ซึ่งเมื่อรวมกับอัตราการรอดชีวิตที่สูงขึ้นของกุ้งจากการใช้เทคโนโลยีใหม่ในการทำฟาร์มกุ้งเพื่อป้องกันโรค EMS แล้ว น่าจะช่วยสนับสนุนให้มีผลผลิตกุ้งออกสู่ตลาดภายในประเทศเพิ่มมากขึ้น ในปี 2559 ปริมาณผลผลิตกุ้งไทยมีแนวโน้มที่จะเพิ่มขึ้น 15% YoY สู่ 300,000 ตัน ซึ่งจะช่วยสนับสนุนให้ปริมาณขายและอัตรากำไรของผู้ประกอบการปรับตัวเพิ่มขึ้น **ทูน่า**: ตั้งแต่เดือน มี.ค. ราคาทูน่าปรับตัวเพิ่มขึ้นสู่ 1,555 ดอลลาร์สหรัฐ/ตัน (+41% YoY) ในไตรมาส 2/59 ถึงปัจจุบัน ซึ่งน่าจะช่วยสนับสนุนให้ปริมาณขายทูน่า OEM ปรับตัวเพิ่มขึ้นในระยะสั้น ในขณะที่อัตรากำไรของทูน่าแบรนด์มีแนวโน้มแข็งแกร่งต่อเนื่องในไตรมาส 2/59-ไตรมาส 2/59 โดยได้รับแรงหนุนจากการเก็บสต็อกต้นทุนต่ำเป็นเวลา 5-6 เดือน **กฎระเบียบ**: เมื่อวันที่ 28 มิ.ย. สหรัฐฯ ได้ปรับระดับสถานการณ์ค้ามนุษย์ในไทยดีขึ้น จากระดับ Tier 3 มาอยู่ชั้น Tier 2 ในรายการที่เฝ้าระวัง (watch list) ภายใต้รายงานสถานการณ์ค้ามนุษย์ของสหรัฐฯ (US TIP report) จากความคืบหน้าของรัฐบาลไทยในการแก้ไขปัญหาค้ามนุษย์ ในขณะที่การพิจารณาทบทวนสถานะของอุตสาหกรรมประมงไทยประจำปี 2559 ภายใต้ EU IUU fishing report จะมีการเผยแพร่ในเดือน ก.ค. รายงานนี้น่าจะถูกจับตามองอย่างใกล้ชิด เนื่องจากอาจจะส่งผลกระทบต่อภาพลักษณ์ของผลิตภัณฑ์ไทย แม้ผลกระทบด้านการดำเนินงานจะมีน้อยมาก (TU ส่งออกอาหารทะเล 5% ให้ EU และ 13% ให้สหรัฐฯ; CPF ส่งออกกุ้ง 1% ให้ EU และสหรัฐฯ)

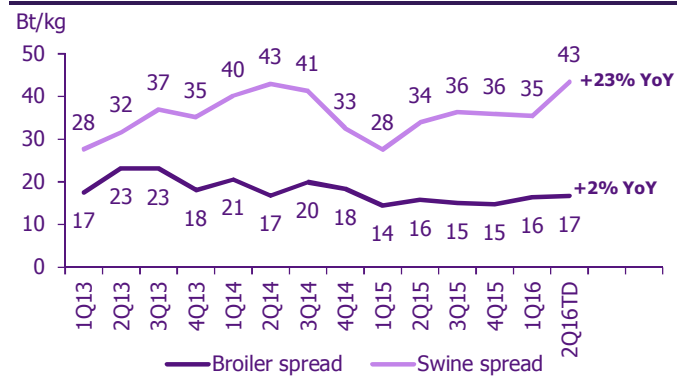
ประเด็น Brexit ตลาดกังวลว่าการออกจาก EU ของ UK อาจส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจและการค้า การเจรจาข้อตกลงการค้าใหม่ระหว่าง UK EU และประเทศไทยจะต้องดำเนินการภายใน 2 ปีก่อนที่การถอนตัวของ UK จะมีผลบังคับใช้ และเรื่องนี้จะเป็นตัวกำหนดผลกระทบ ทั้งนี้ในปี 2558 มูลค่าการส่งออกไก่จากประเทศไทยไป EU อยู่ที่ 2.8 หมื่นล้านบาท คิดเป็น 34% ของมูลค่าการส่งออกไก่ทั้งหมดของประเทศไทย; มูลค่าการส่งออกอาหารทะเลอยู่ที่ 1.7 หมื่นล้านบาท คิดเป็น 9% ของมูลค่าการส่งออกอาหารทะเลทั้งหมดของประเทศไทย TU มียอดขายในตลาด EU คิดเป็นสัดส่วน 29% ของยอดขายทั้งหมด ในขณะที่สัดส่วนยอดขายในตลาด EU ของ CPF อยู่ที่ 8% และ GFPT อยู่ที่ 7%

Top picks: CPF และ GFPT หลังจากประกาศผลประกอบการไตรมาส 1/59 ที่น่าประทับใจ กำไรของทุกบริษัทจะปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องในไตรมาส 2/59-ไตรมาส 3/59 โดยได้รับปัจจัยหนุนจาก: 1) ช่วงไฮซีซั่นของปริมาณขายและอัตรากำไร; 2) ราคาสัตว์ปีกที่ปรับตัวดีขึ้น (ส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์กับต้นทุนอาหารสัตว์กว้างขึ้น); 3) การฟื้นตัวอย่างต่อเนื่องของธุรกิจสัตว์น้ำ (ปริมาณขายเพิ่มขึ้นและอัตรากำไรกว้างขึ้น); 4) เงินบาทอ่อนค่า (ส่งผลดีต่อกิจการต่างประเทศและการส่งออก) เราชอบ CPF มากที่สุด เนื่องจากกำไรไตรมาส 2/59 ของบริษัทมีแนวโน้มที่จะออกมาดีที่สุด (ราคาสัตว์ปีกและราคาสัตว์น้ำปรับตัวดีขึ้น) ตามมาด้วย GFPT ซึ่งจะรายงานกำไรไตรมาส 2/59 เติบโตสูงเป็นอันดับ 2 โดยได้รับปัจจัยหนุนจากส่วนแบ่งกำไรที่แข็งแกร่งจากฐานต่ำและราคาสัตว์ปีกที่ปรับตัวดีขึ้น

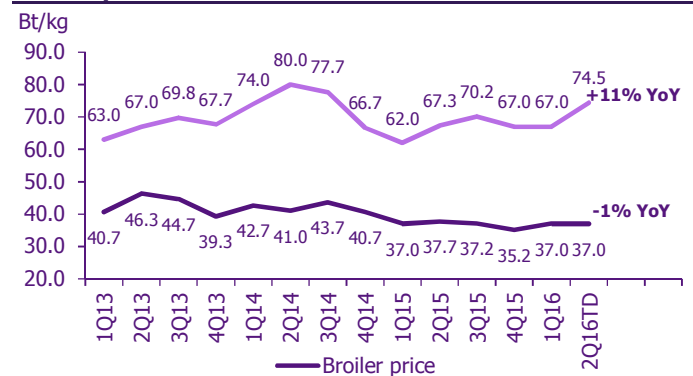
Valuation summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F
CPF	Buy	27.75	38.0	39.5	80.5	22.7	18.9	(63)	255	20	1.2	1.1	1.1	2	5	6	2.7	2.6	2.6	18.5	14.1	13.8
GFPT	Buy	11.30	16.0	44.3	11.9	10.3	9.0	(32)	16	14	1.5	1.3	1.2	13	14	14	2.2	2.7	3.1	8.3	7.4	6.6
TU	Buy	21.80	25.0	17.8	18.7	15.9	13.9	(3)	18	14	2.1	2.0	1.8	12	13	14	2.9	3.2	3.6	12.6	11.0	10.0
Average					37.0	16.3	13.9	(33)	96	16	1.6	1.5	1.4	9	11	11	2.6	2.8	3.1	13.1	10.8	10.1

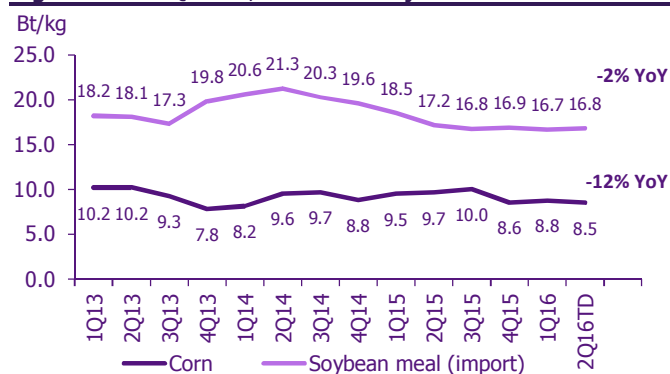
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: In 2Q16TD, broiler and swine spreads widened

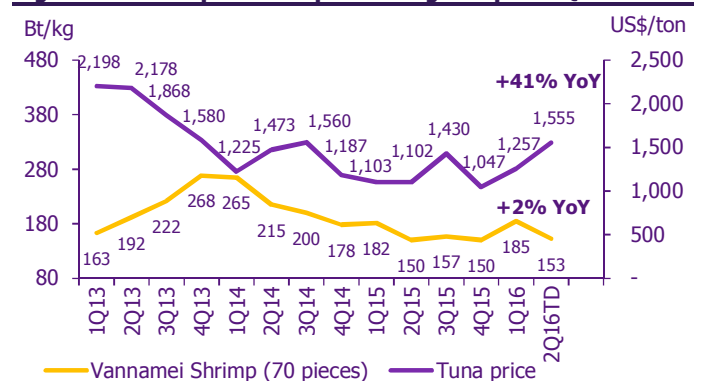
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 2: In 2Q16TD, swine price jumped YoY while broiler price was flat

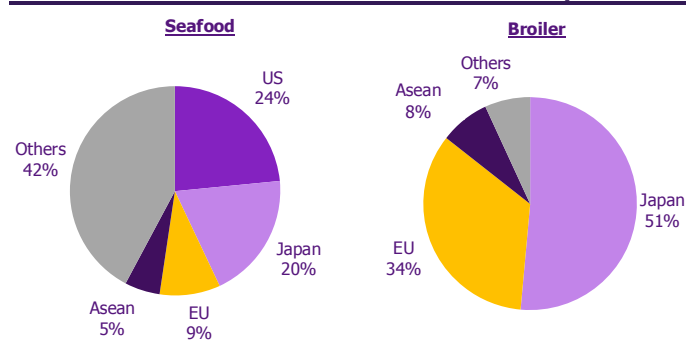
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 3: In 2Q16TD, corn and soybean meal costs slid

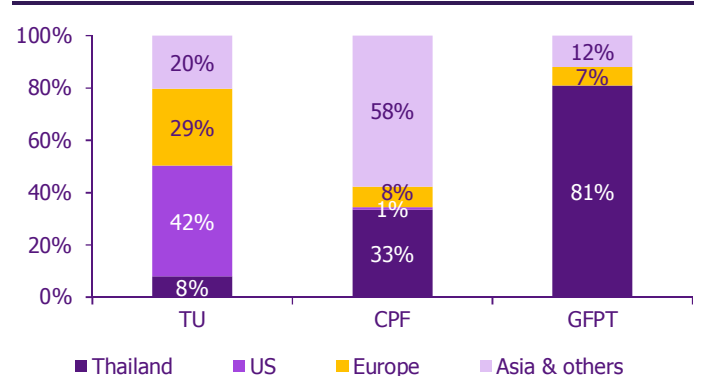
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 4: Shrimp & tuna prices edged up in 2Q16TD

Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 5: Thailand exported broiler and seafood to EU of 34% and 9% to total broiler and seafood export

Source: MOC and SCBS Investment Research

Figure 6: Sector's revenue contribution from each market

Source: MOC and SCBS Investment Research

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

ความเชื่อมั่นในผลการดำเนินงานเป็นสิ่งสำคัญ ชอบ BCH

- **Valuation** ของกลุ่มการแพทย์ไทยอยู่ในระดับสูงในปัจจุบัน สะท้อนให้เห็นว่านักลงทุนชั้นชอบการลงทุนในกลุ่มอุตสาหกรรมที่กำลังมีแนวโน้มเติบโตและไม่ได้ได้รับผลกระทบจากความผันผวนทางเศรษฐกิจ และ valuation จะลดลงโดยเกิดจากการที่เติบโตอย่างต่อเนื่องในปี 2561
- ในสภาพแวดล้อมเช่นนี้ เราเชื่อว่าหุ้นที่มีผลการดำเนินงานแข็งแกร่งมากที่สุดเป็นตัวเลือกลงทุนที่ปลอดภัยที่สุด ด้วยเหตุนี้เราจึงชอบ BCH

ไตรมาส 1/59 เป็นไตรมาสที่ดี ในไตรมาส 1/59 กำไรของกลุ่มการแพทย์เติบโต 6% YoY และ 20% QoQ BCH รายงานกำไรเติบโตอย่างโดดเด่นที่ 64% YoY (แต่ลดลง 18% QoQ) โดยเกิดจากรายได้ที่สูงขึ้นและผลขาดทุนที่ลดลงที่ World Medical Center (WMC) ซึ่งเป็นโรงพยาบาลระดับบนของบริษัท กำไรปกติของ BDMS ทำสถิติสูงสุดในไตรมาส 1/59 (+5% YoY และ +21% QoQ) โดยได้รับปัจจัยกระตุ้นจากรายได้ที่สูงขึ้นและ EBITDA margin ที่แข็งแกร่ง กำไรปกติของ BH เติบโตเพียง 1% YoY (และเพิ่มขึ้น 28% QoQ) เพราะรายได้เติบโตต่ำ

กำไรจะอ่อนตัวลงตามปัจจัยฤดูกาลในไตรมาส 2/59 แต่จะแยกว่าปกติสำหรับ BH ช่วงโลว์ซีซั่นของกลุ่มการแพทย์ไทย คือ ไตรมาสที่ 2 ดังนั้นกำไรจึงมักจะอ่อนตัวลง QoQ (จะประกาศผลประกอบการไตรมาส 2/59 ในเดือน ส.ค.) เรามองว่าไตรมาส 2/59 จะเป็นช่วงโลว์ซีซั่นที่แยกว่าปกติสำหรับ BH ด้วยเหตุผล 2 ข้อ: 1) จำนวนผู้ป่วยจาก UAE ของ BH ลดลงในไตรมาส 1/59 และคาดว่าจะลดลงอย่างต่อเนื่อง เนื่องจาก UAE ส่งเสริมให้ประชาชนใช้บริการทางการแพทย์ในประเทศ เราเชื่อว่าเหตุการณ์นี้จะส่งผลกระทบต่อ BH มากกว่าบริษัทอื่นๆ ในกลุ่มการแพทย์ เนื่องจากรายได้จาก UAE คิดเป็นสัดส่วน 8% ของรายได้ของ BH (เทียบกับ 2% สำหรับ BDMS และน้อยมากสำหรับ BCH) และ 2) ผู้ป่วยจากตะวันออกกลางมักจะปรับตัวลดลงในช่วงรอมฎอน (ในปีนี้เริ่มตั้งแต่วันที่ 6 มิ.ย.-7 ก.ค.) และรายได้จากผู้ป่วยตะวันออกกลางคิดเป็นสัดส่วน 15-20% ของรายได้ทั้งหมดของ BH เราคาดว่า BCH จะรายงานกำไรปกติเติบโต YoY อย่างแข็งแกร่งมากที่สุดในไตรมาส 2/59 โดยได้รับปัจจัยกระตุ้นจากการดำเนินงานที่แข็งแกร่งมากขึ้นที่ WMC, รายได้ที่สูงขึ้นจากโครงการประกันสังคม, และฐานกำไรระดับต่ำในปีที่ผ่านมา

Valuation สูง แต่จะลดลงเพราะกำไรจะเติบโตเพิ่มขึ้น ราคาหุ้นกลุ่มการแพทย์ไทยและภูมิภาคปรับตัวเพิ่มขึ้นมาตั้งแต่ปี 2557 หุ้นในการวิเคราะห์ของเรา (BCH BDMS และ BH) ซื้อขายที่ PE ปี 2559 ระดับ 38-46 เท่า หรือเท่ากับ +1.5-2.5SD ของค่าเฉลี่ยในอดีต สูงกว่าค่าเฉลี่ยของหุ้นกลุ่มการแพทย์ในตลาดภูมิภาคที่ 39 เท่าอยู่เล็กน้อย เรามองว่า valuation ระดับสูงในปัจจุบันสะท้อนความชื่นชอบของนักลงทุนที่ต้องการลงทุนในหุ้นที่กำลังมีแนวโน้มเติบโตและไม่ได้ได้รับผลกระทบจากการเปลี่ยนแปลงของภาวะเศรษฐกิจ เนื่องจากกำลังมีแนวโน้มเติบโตอย่างต่อเนื่อง ดังนั้น valuation ของกลุ่มการแพทย์ไทยจะปรับลดลงสู่ PE ระดับ 30-32 เท่าในปี 2561 หรือเท่ากับ +0.5-1.0SD ของค่าเฉลี่ยในอดีต ในขณะเดียวกัน แนวโน้มเช่นนี้ยังหมายความว่าปัจจัยเสี่ยงสำคัญสำหรับกลุ่มการแพทย์ไทย คือ แนวโน้มกำไรที่อ่อนตัวลง

BCH เป็น top pick ในภาวะ valuation สูง หุ้นที่กำลังมีแนวโน้มเติบโตมากที่สุดจะเป็นตัวเลือกลงทุนที่ปลอดภัยที่สุด และเราชอบ BCH การรอคอยผลการดำเนินงานของ BCH พื้นตัวมาเป็นเวลานานใกล้จะสิ้นสุดลงแล้ว เนื่องจากกำไรของ BCH กำลังเคลื่อนเข้าสู่วัฏจักรการเติบโตรอบใหม่ โดยกำไรปกติจะเติบโตเฉลี่ย 22% ต่อปีในระยะ 3 ปีข้างหน้า (สูงกว่าระดับ 15% สำหรับ BCH และ 10% สำหรับ BH) เนื่องจาก WMC จะเปลี่ยนจากตัวถ่วงมาเป็นตัวกระตุ้นกำไร เพราะผลขาดทุนปรับตัวลดลง และมีแนวโน้มที่จะทำกำไรได้ในปี 2561 เรามองว่า EV/EBITDA เป็นวิธีประเมิน valuation ในเชิงเปรียบเทียบที่ดีกว่า PE สำหรับ BCH เนื่องจากผลการดำเนินงานของบริษัทยังคงถูกกดดันโดยผลขาดทุน (ซึ่งกำลังจะสิ้นสุดลง) ที่ WMC หุ้น BCH ซื้อขายที่ EV/EBITDA ปี 2559 ระดับ 19.6 เท่า ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของหุ้นกลุ่มเดียวกันในตลาดภูมิภาคที่ 21 เท่า และจะลดลงสู่ 15.5 เท่าในปี 2561 เราแนะนำ "ซื้อ" BCH ด้วยราคาเป้าหมายปลายปี 2559 ที่คำนวณได้จากวิธี DCF ที่ 14 บาท/หุ้น

Valuation Summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F
BCH	Buy	12.60	14.0	11.8	59.6	47.5	39.1	1	26	21	6.4	6.0	5.4	11	13	15	0.6	0.7	0.9	23.4	20.7	18.0
BDMS	Buy	23.70	27.0	15.1	47.6	41.5	35.7	8	15	16	6.5	6.4	5.9	15	16	17	1.1	1.2	1.4	27.7	24.7	21.8
BH	Sell	183.00	190.0	5.2	39.3	37.3	33.5	26	6	11	12.1	11.0	9.6	28	26	26	1.3	1.3	1.5	24.2	23.1	20.7
Average					48.8	42.1	36.1	12	15	16	8.3	7.8	7.0	18	18	19	1.0	1.1	1.3	25.1	22.9	20.2

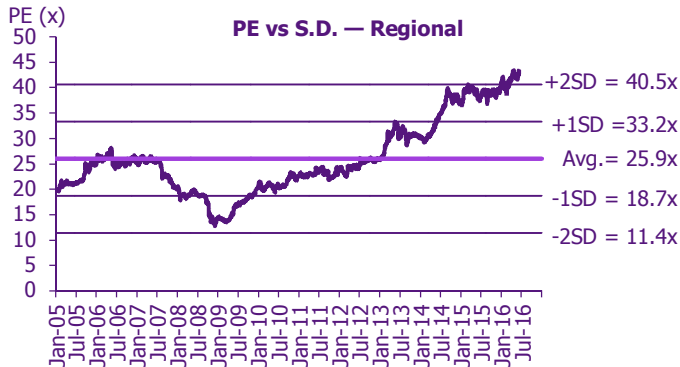
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: 1Q16 earnings review

Core earnings (Bt mn)	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	% YoY	% QoQ
BCH	95	98	144	191	156	64.2	(18.4)
BDMS	2,289	1,491	1,879	1,993	2,406	5.1	20.7
BH	962	836	831	760	972	1.0	27.8
Sector	3,346	2,426	2,854	2,944	3,534	5.6	20.0

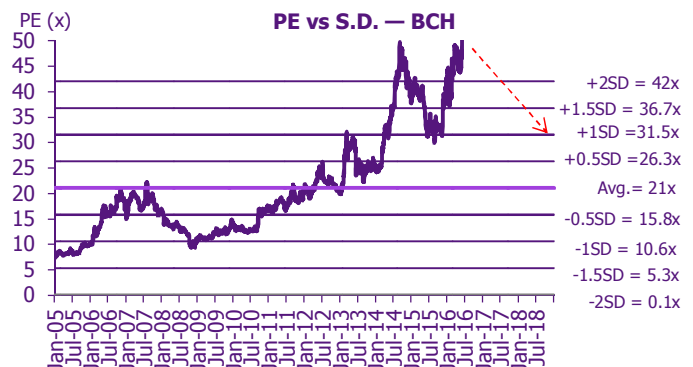
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 2: PE band: Regional average



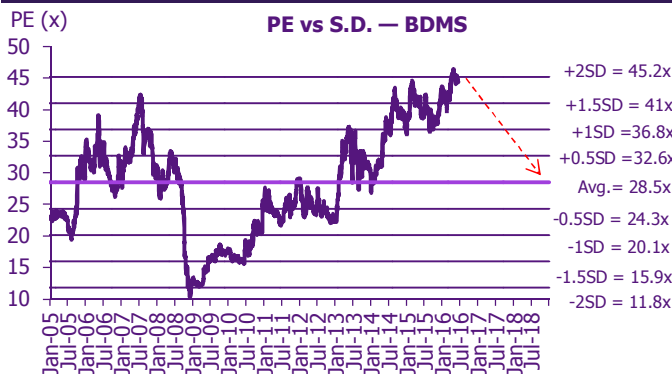
Source: Bloomberg and SCBS Investment Research

Figure 3: PE band: BCH



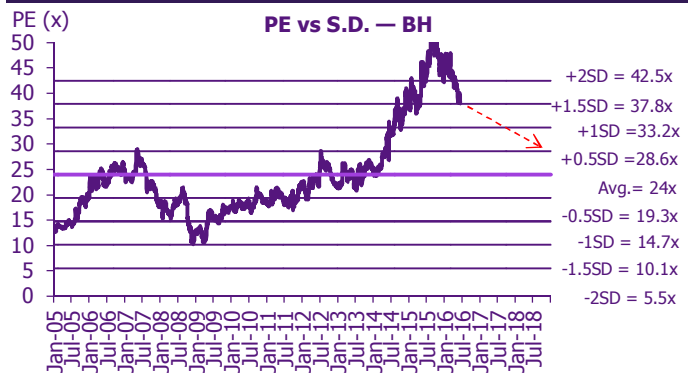
Source: Bloomberg and SCBS Investment Research

Figure 4: PE band: BDMS



Source: Bloomberg and SCBS Investment Research

Figure 5: PE band: BH



Source: Bloomberg and SCBS Investment Research

Figure 6: Regional valuation comparison

Company name	Country	Mkt Cap U\$ mn.	PE (x)			EPS Growth (%)			PBV (x)			Div. Yield (%)			ROE (%)			EV/EBITDA (x)		
			16F	17F	18F	16F	17F	18F	16F	17F	18F	16F	17F	18F	16F	17F	18F	16F	17F	18F
Bangkok Chain Hospital *	Thailand	891	47.5	39.1	32.9	25.5	21.3	19.1	6.0	5.4	4.9	0.7	0.9	1.1	13.0	14.5	15.7	20.7	18.0	16.2
Bangkok Dusit Medical*	Thailand	10,414	41.7	35.9	31.5	14.7	16.2	14.0	6.5	5.9	5.4	1.2	1.4	1.6	15.6	17.2	17.9	24.8	21.9	19.4
Bumrungrad Hospital*	Thailand	3,782	37.3	33.5	29.4	5.5	11.1	14.2	9.2	8.1	7.2	1.3	1.5	1.7	26.0	25.7	26.0	23.1	20.7	18.0
Chularat Hospital	Thailand	1,005	49.5	42.4	35.0	32.7	16.9	21.1	10.9	10.0	8.7	1.2	1.4	1.9	21.2	23.3	24.9	34.6	28.8	23.8
Ladprao General Hospital	Thailand	206	42.2	36.9	32.6	35.3	14.3	13.3	4.5	4.3	4.2	1.7	1.9	2.4	10.7	11.9	13.6	25.1	21.8	18.6
Vibhavadi Medical Center	Thailand	1,087	50.7	46.8	40.5	2.6	8.3	15.4	6.3	6.0	5.4	1.3	1.3	1.6	14.9	16.4	17.3	24.1	21.6	19.4
KPJ Healthcare Bhd	Malaysia	1,086	30.6	25.4	23.4	5.8	20.3	8.4	2.9	2.7	2.6	1.8	1.9	2.2	10.0	10.6	11.6	14.4	12.8	11.3
IHH Healthcare Bhd	Malaysia	13,187	50.0	41.1	34.8	14.2	21.5	18.4	2.4	2.3	2.2	0.6	0.6	0.7	4.8	5.5	6.4	23.4	20.5	17.6
Raffles Medical Group	Singapore	1,930	34.3	30.2	25.2	8.6	13.6	20.0	4.0	3.6	3.3	1.4	1.5	1.7	12.2	12.8	14.1	24.7	21.5	18.4
Apollo Hospitals Enterpris	India	2,707	45.3	35.8	27.4	11.5	26.6	30.4	4.9	4.4	4.1	0.5	0.6	1.0	11.2	12.9	15.5	22.0	18.5	15.4
Ramsay Health Care	Australia	10,221	27.1	24.5	22.4	14.9	10.5	9.5	6.4	5.7	5.2	1.9	2.2	2.3	23.5	23.2	22.6	13.1	12.2	11.3
Ryman Healthcare	New Zealand	3,117	25.5	21.9	18.7	-2.2	16.2	17.2	3.1	2.8	2.5	2.0	2.3	2.6	14.5	14.8	14.4	20.8	19.3	17.0
Average			40.1	34.5	29.5	14.1	16.4	16.7	5.6	5.1	4.6	1.3	1.5	1.7	14.8	15.7	16.7	22.6	19.8	17.2

Source: Bloomberg and SCBS Investment Research

*SCBS estimates

สิริการย์ กฤษณิพัทธ์
นักวิเคราะห์การลงทุนวิจัยพื้นฐาน
ด้านหลักทรัพย์
0-2949-1020
sirikarn.krisnipat@scb.co.th

แนวโน้มไม่แน่นอน

- ยอดขายที่ดินนิคมอุตสาหกรรม และอุปสงค์โรงงานสำเร็จรูปกับคลังสินค้าชะลอตัวในไตรมาส 1/59 สร้างความเสี่ยงต่อประมาณการปี 2559
- ความไม่แน่นอนทั่วโลกอาจจะส่งผลทำให้ยอดขายที่ดินและยอดปล่อยเช่าพื้นที่โรงงานสำเร็จรูปต่ำกว่าเป้า
- พ.ร.บ.ภาษีที่ดินและสิ่งปลูกสร้างจะทำให้ผู้ประกอบการนิคมอุตสาหกรรมมีค่าใช้จ่ายภาษีเพิ่มเติม 3-7% ในปี 2560 โดยใช้สมมติฐานว่าที่ดินที่มีอยู่จัดเป็นที่ดินเพื่อการพาณิชย์

ยอดขายที่ดินนิคมอุตสาหกรรมชะลอตัวในไตรมาส 1/59; เพิ่มความเสี่ยงต่อประมาณการปี 2559 ข้อมูลจาก CBRE แสดงให้เห็นว่ายอดขายที่ดินนิคมอุตสาหกรรมลดลงถึง 83% YoY เหลือเพียง 113 ไร่ในไตรมาส 1/59 สอดคล้องกับยอดอนุมัติส่งเสริมการลงทุนของบีโอไอที่ลดลง (-50% YoY) และต่ำกว่าประมาณการทั้งปีของเราที่ 2,651 ไร่อย่างมาก แม้อุปสงค์จะต่ำ แต่ AMATA ยังสามารถขึ้นราคาขายที่ดินที่มอดะนครจาก 7.5 ล้านบาท/ไร่ สู่ 8.5 ล้านบาท/ไร่ ได้ เราคาดว่ายอดขายที่ดินนิคมอุตสาหกรรมจะเพิ่มขึ้น QoQ ในไตรมาส 2/59 โดยได้รับปัจจัยหนุนจากยอดขายที่เพิ่มขึ้นที่ AMATA และ HEMRAJ แต่จะมีความเสี่ยงในช่วงครึ่งหลังปี 59 เนื่องจากนักลงทุนยังจับตาดูสถานการณ์ต่อไปก่อน

โรงงานสำเร็จรูปและคลังสินค้า เมื่ออิงกับข้อมูลจาก CBRE พบว่าในไตรมาส 1/59 ทั้งอุปสงค์และอุปทานคลังสินค้าเพิ่มขึ้น 7% QoQ สู่ 2.2 ล้านตร.ม. และ 2.7 ล้านตร.ม. ตามลำดับ ส่งผลทำให้อัตราการเช่าพื้นที่ทรงตัวอยู่ที่ 83% ภาวะอุปสงค์/อุปทานสำหรับโรงงานสำเร็จรูปดีขึ้น เพราะอุปสงค์เติบโต 4% QoQ สูงกว่าอุปทานที่เติบโตเพียง 1% ส่งผลให้ตราการเช่าพื้นที่เพิ่มขึ้นจาก 69% สู่ 71% ทั้งนี้ในไตรมาส 1/59 สัญญาใหม่ของ TICON คิดเป็นสัดส่วนเพียง 3% ของเป้าทั้งปีสำหรับคลังสินค้า และ 4% สำหรับโรงงานสำเร็จรูป ขณะที่สัญญาใหม่ของ WHA คิดเป็นสัดส่วน 13% ของเป้าทั้งปี TICON อาจจะทำสัญญาให้เช่าพื้นที่โรงงานสำเร็จรูปใหม่ได้ไม่ถึงเป้าที่บริษัทวางไว้ แต่ทั้ง TICON และ WHA อาจจะทำสัญญาให้เช่าพื้นที่คลังสินค้าใหม่ได้สำเร็จตามเป้าที่วางไว้จากโครงการ build-to-suit ซึ่งแต่ละสัญญาจะใช้พื้นที่ขนาดใหญ่

Brexit จะส่งผลกระทบต่อ FDI ในระยะสั้น นักลงทุนจะรอดูสถานการณ์ที่ชัดเจนหลังจากสหราชอาณาจักร (UK) ลงประชามติออกจากสหภาพยุโรป (EU) แม้การค้าโดยตรงระหว่างประเทศไทยกับ UK จะน้อยมาก (3.0% ของ FDI ภาคการผลิต และ 1.8% ของการส่งออก) แต่ความเป็นไปได้ที่ประเทศอื่นๆ ใน EU จะดำเนินรอยตาม UK ทำให้ความเสี่ยงสูงขึ้น เนื่องจาก EU คิดเป็น 26.2% ของ FDI ภาคการผลิตของไทย และ 10.2% ของการส่งออก UK มีเวลา 2 ปีในการเจรจาทำข้อตกลงการค้าใหม่ ซึ่งจะเป็นตัวกำหนดผลกระทบสุดท้าย และความไม่แน่นอนอาจจะยังคงมีอยู่ต่อไปจนกว่าจะถึงตอนนั้น

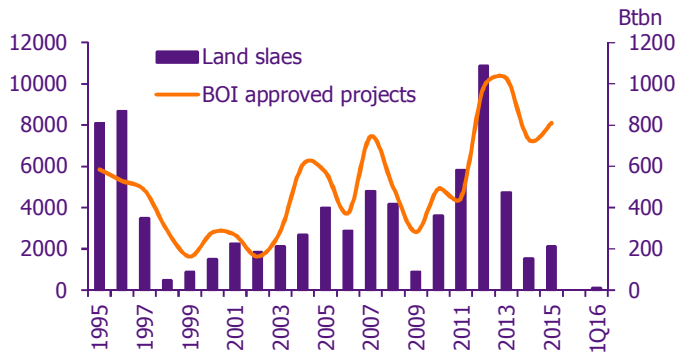
ได้รับผลกระทบปานกลางจาก พ.ร.บ.ภาษีที่ดินและสิ่งปลูกสร้าง กรม.ได้มีมติเห็นชอบร่างพ.ร.บ. ภาษีที่ดินและสิ่งปลูกสร้างซึ่งจะจัดเก็บภาษีในอัตราที่กำหนดตามมูลค่าสังหาริมทรัพย์ ภาษีที่ดินและสิ่งปลูกสร้างจะถูกนำมาใช้แทนภาษีสังหาริมทรัพย์เก่าที่จัดเก็บภาษีตามรายได้ค่าเช่า โดยจะมีผลบังคับใช้วันที่ 1 ม.ค. 2560 ทั้งนี้ยังไม่มีคำแนะนำว่าที่ดินที่ผู้ประกอบการนิคมอุตสาหกรรมมีอยู่จะถูกจัดเป็นที่ดินเพื่อการพาณิชย์ซึ่งจะถูกเก็บภาษีในอัตรา 0.3-1.5% ขึ้นอยู่กับขนาดที่ดิน หรือจัดเป็นที่ดินรกร้างว่างเปล่าซึ่งจะถูกเก็บภาษีในอัตรา 1% และจะเพิ่มขึ้นเท่าตัวทุก 3 ปี โดยมีเพดานอัตราภาษีที่ 3% การวิเคราะห์ของเราพบว่าพ.ร.บ.ภาษีที่ดินและสิ่งปลูกสร้างไม่มีผลกระทบต่อ AMATAV แต่จะส่งผลกระทบต่อ 5-7% ต่อกำไรปี 2560 ของผู้ประกอบการนิคมอุตสาหกรรมรายอื่นๆ โดยภาษีใหม่จะถูกชดเชยด้วยการขึ้นราคาขาย 1-2% ผลกระทบต่อกำไรของผู้ประกอบการโรงงานสำเร็จรูปและคลังสินค้าจะอยู่ที่ 3% สำหรับ WHA และ 7% สำหรับ TICON เนื่องจากผู้เช่าจะจ่ายภาษีเฉพาะอสังหาฯ ที่เช่าเท่านั้น ในขณะที่ผู้ประกอบการจะต้องรับภาระภาษีสำหรับที่ดินที่ยังไม่พัฒนาและอสังหาฯ ที่ยังไม่มีผู้เช่า

Top pick – AMATA (ราคาเป้าหมาย 21 บาท/หุ้น) ตลาดมองข้ามมูลค่าที่ดินของ AMATA ซึ่งตั้งอยู่ในทำเลยุทธศาสตร์ในประเทศไทย ณ ราคาปิดล่าสุด ราคาหุ้น AMATA ยังต่ำกว่ามูลค่าของบริษัท โดยซื้อขายที่ EV/ไร่ ที่ 1.1 ล้านบาท ต่ำกว่าราคาประเมินถึง 47%

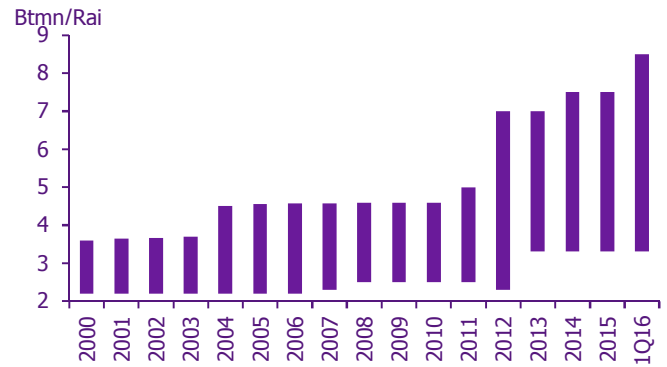
Valuation summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F
AMATA	Buy	12.70	21.0	68.3	15.7	13.4	9.1	(61)	17	48	1.0	1.0	0.9	7	7	10	3.6	2.9	4.3	8.9	9.7	7.9
AMATAV	Buy	8.60	10.5	24.0	56.9	16.9	9.4	(6)	236	81	2.6	2.4	2.0	6	15	23	1.8	1.9	2.1	19.8	15.3	8.6
TICON	Neutral	13.90	13.0	(2.4)	19.0	17.3	15.8	(5)	10	10	1.3	1.3	1.2	7	7	8	3.6	4.1	4.5	20.1	18.7	17.6
Average					30.5	15.9	11.4	(24)	88	46	1.7	1.5	1.4	7	10	14	3.0	3.0	3.6	16.3	14.6	11.4

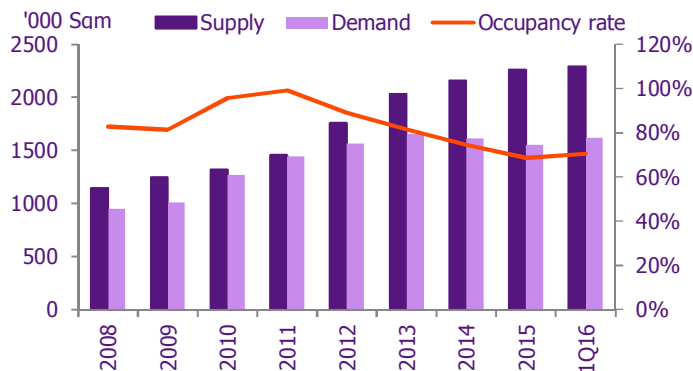
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: Land sales sluggish in 1Q16

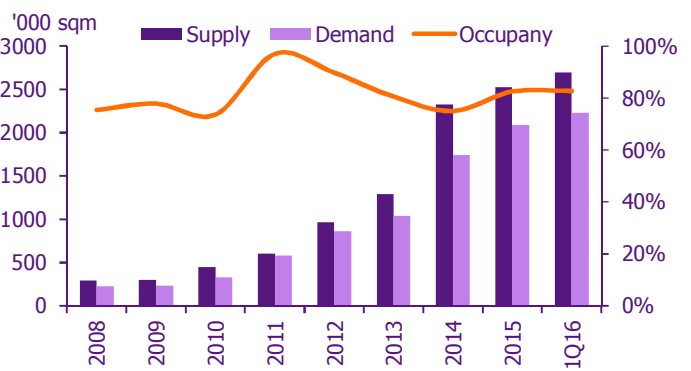
Source: CBRE, BoI

Figure 2: Asking price rising in Chonburi

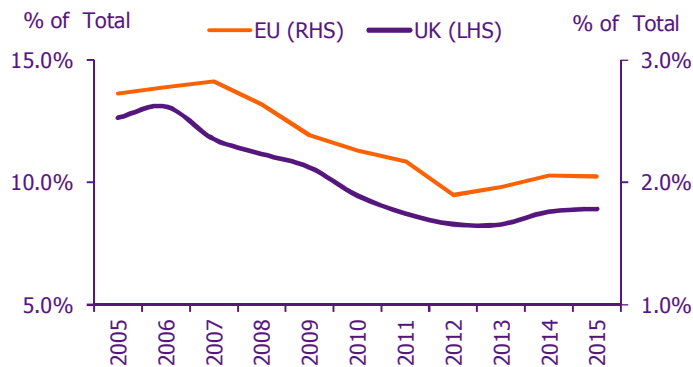
Source: CBRE

Figure 3: RBF: Demand, supply and occupancy rate inch up slightly

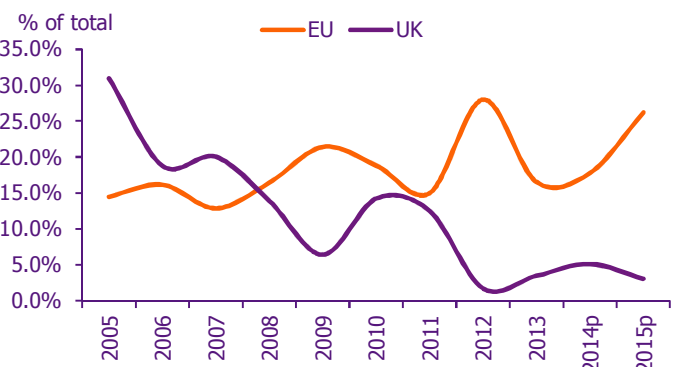
Source: CBRE

Figure 4: WH: Demand and supply grow equally in 1Q16, occupancy rate unchanged

Source: CBRE

Figure 5: Export to UK and EU are declining

Source: BoT

Figure 6: FDI from UK declining, but EU rising

Source: BoT

Figure 7: Tentative tax rates on industrial and unused land

Type of property	Property value (Btmn)	Tentative tax rate
Commercial, Industrial	=<20	0.30%
	20-50	0.50%
	50-100	0.70%
	100-1,000	0.90%
	1,000-3,000	1.20%
	>3,000	1.50%
Unused land		
	Year 1-3	1.00%
	Year 4-6	2.00%
	Year 7 onward	3.00%

Source: Krungthep Turakij newspaper

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

ไม่น่าดึงดูดทั้ง valuation และความสามารถในการทำกำไร

- THRE น่าจะบันทึกขาดทุนจากปรับลดมูลค่าเงินลงทุนใน THREL ลงสู่มูลค่าตลาด แต่หน้าจะถูกชดเชยด้วยกำไรพิเศษจากส่วนแบ่งค่าคอมมิชชั่นจากการนำกรมธรรม์ประกันภัยสำหรับครูไปประกันภัยต่อช่วงกับบริษัทอื่น
- THREL ปรับเป้าการเติบโตของเบี้ยประกันรับปี 2559 ลดลง โดยมีสาเหตุมาจากหลักเกณฑ์ที่เข้มงวดมากขึ้นสำหรับการขายผลิตภัณฑ์ประกันชีวิตแก่ผู้สูงอายุผ่านการโฆษณาทางสื่อโทรทัศน์
- BLA น่าจะกลับมาทำกำไรในไตรมาส 2/59 เพราะผลตอบแทนพันธบัตรระยะยาวปรับเพิ่มขึ้น
- แนะนำลดน้ำหนักการลงทุนหุ้นกลุ่มประกัน เพราะ valuation ไม่น่าสนใจ และความสามารถในการทำกำไรลดลง

คาดการณ์ผลการดำเนินงานไตรมาส 2/59 ของ THRE: ขาดทุนจาก THREL จะถูกชดเชยด้วยกำไรพิเศษจากส่วนแบ่งค่าคอมมิชชั่นจากการนำกรมธรรม์ประกันภัยสำหรับครูไปประกันภัยต่อช่วงกับบริษัทอื่น THRE ต้องปรับลดมูลค่าเงินลงทุนใน THREL ลงสู่มูลค่าตลาดในไตรมาส 2/59 หลังจากบริษัทลดสัดส่วนการถือครองหุ้น THREL ลงจาก 24.83% ณ สิ้นปี 2558 สู่ ~18% ในไตรมาส 1/59 และผู้บริหารทั้งหมดจาก THRE ลาออกจากการเป็นกรรมการของ THREL เมื่อวันที่ 10 พ.ค. ทำให้ THREL ไม่มีสถานะเป็นบริษัทร่วมของ THRE อีกต่อไป เราคาดว่า THRE จะต้องปรับลดมูลค่าเงินลงทุนใน THREL ลงจาก 12.5 บาท/หุ้น สู่ 10.1 บาท/หุ้น (อิงกับราคาหุ้น THREL เมื่อวันที่ 10 พ.ค.) ซึ่งจะทำให้บริษัทมีขาดทุนจากเงินลงทุน ~260 ล้านบาทในไตรมาส 2/59 แต่จะถูกชดเชยด้วยกำไรพิเศษจากส่วนแบ่งค่าคอมมิชชั่นจากการนำกรมธรรม์ประกันภัยสำหรับครูไปประกันภัยต่อช่วงกับบริษัทอื่น THRE คาดว่าจะบันทึกกำไรจากส่วนแบ่งค่าคอมมิชชั่นของกรมธรรม์ (ผลิตภัณฑ์ประกันภัยสำหรับครู) ที่บริษัทนำไปประกันภัยต่อช่วงกับบริษัทประกันภัยต่อรายอื่นในไตรมาส 3/58 บริษัทจะบันทึกส่วนแบ่งค่าคอมมิชชั่นสำหรับไตรมาส 3/58-ไตรมาส 2/59 ทั้งหมดครั้งเดียวในไตรมาส 2/59 ซึ่งจะส่งผลทำให้ combined ratio ในไตรมาส 2/59 ต่ำกว่าปกติ และจะช่วยชดเชยขาดทุนจากเงินลงทุนที่เกิดจากการปรับลดมูลค่าเงินลงทุนใน THREL ลงสู่มูลค่าตลาด เมื่อรวมส่วนแบ่งค่าคอมมิชชั่นดังกล่าวเข้ามา บริษัทคาดว่า combined ratio สำหรับปี 2559 จะอยู่ที่ ~95% (เทียบกับ 102% ในไตรมาส 1/59 และ 93% ในปี 2558) เราคาดการณ์ combined ratio ของ THRE ที่ ~80% ในไตรมาส 2/59

THREL ปรับเป้าการเติบโตของเบี้ยประกันรับในปี 2559 ลดลง THREL ปรับเป้าการเติบโตของเบี้ยประกันรับลดลงจาก 15% สู่ 8-9% (เทียบกับ 16% ในปี 2558) โคลงเคียงกับการคาดการณ์การเติบโตของเบี้ยประกันรับของตลาดประกันชีวิตโดยรวม ทั้งนี้ในอดีตที่ผ่านมา THREL สามารถขยายเบี้ยประกันรับได้อัตราที่สูงกว่าตลาดโดยรวม เพราะบริษัทเร่งขยายผลิตภัณฑ์แบบ non-conventional โดยเฉพาะอย่างยิ่งการโฆษณาขายประกันชีวิตผ่านสื่อโทรทัศน์ อย่างไรก็ตาม บริษัทต้องระงับการโฆษณาขายประกันชีวิตผ่านสื่อโทรทัศน์ในปีนี้ โดยมีสาเหตุมาจากหลักเกณฑ์ที่เข้มงวดมากขึ้นเกี่ยวกับการขายผลิตภัณฑ์ประกันชีวิตสำหรับผู้สูงอายุผ่านช่องทางนี้ บริษัทประกันชีวิตทุกแห่งต้องเลื่อนการขายผลิตภัณฑ์ประกันชีวิตสำหรับผู้สูงอายุผ่านการโฆษณาทางสื่อโทรทัศน์ออกไปจนกว่าจะปรับปรุงรายละเอียดและเงื่อนไขของผลิตภัณฑ์ประกันชีวิตสำหรับผู้สูงอายุให้สอดคล้องกับหลักเกณฑ์ใหม่

คาดการณ์ผลการดำเนินงานไตรมาส 2/59 ของ BLA: กำไรฟื้นตัวเพราะผลตอบแทนพันธบัตรปรับตัวเพิ่มขึ้น หลังจากบันทึกขาดทุนจำนวนมากถึง 6.9 พันล้านบาทในไตรมาส 1/59 อันเป็นผลมาจากการตั้งสำรองกรมธรรม์ประกันชีวิตพิเศษจำนวน 1.04 หมื่นล้านบาท เพื่อสะท้อนผลตอบแทนพันธบัตรระยะยาวที่ปรับตัวลดลงมาก (-0.8% QoQ สำหรับพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปี) นับถึงปัจจุบัน ผลตอบแทนพันธบัตรระยะยาวฟื้นตัวขึ้นมาแล้วในไตรมาส 2/59 (+0.37% จากสิ้นไตรมาส 1/59 สำหรับพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปี) ดังนั้นเราคาดว่า BLA จะตั้งสำรองกรมธรรม์ประกันชีวิตลดลงอย่างมาก และจะกลับมาทำกำไรในไตรมาส 2/59

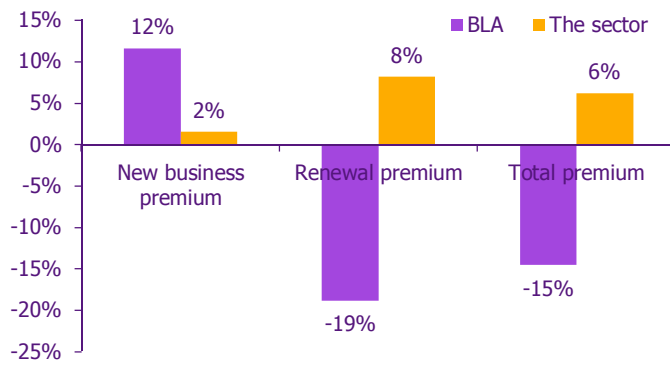
แนะนำลดน้ำหนักการลงทุนหุ้นกลุ่มประกัน หุ้นกลุ่มประกันทั้งหมดสามตัวในการวิเคราะห์ของเรา มี valuation ที่ไม่น่าสนใจ และความสามารถในการทำกำไรมีแนวโน้มปรับตัวลดลงในปี 2559

Valuation Summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)		
					15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F
BLA	Neutral	37.50	38.0	1.3	15.6	n.m.	14.5	54	n.m.	n.m.	2.4	2.4	2.0	16	(13)	15	0.0	0.0	0.0
THRE	Sell	2.40	2.0	(16.2)	17.0	59.0	15.7	n.m.	(71)	276	1.9	1.7	1.6	13	3	10	0.0	0.5	1.9
THREL	Neutral	10.00	11.0	15.7	15.4	13.1	11.7	5	17	12	4.7	4.1	3.7	31	33	33	5.0	5.7	6.4
Average					16.0	36.1	14.0	29	(27)	144	3.0	2.7	2.4	20	8	20	1.7	2.1	2.8

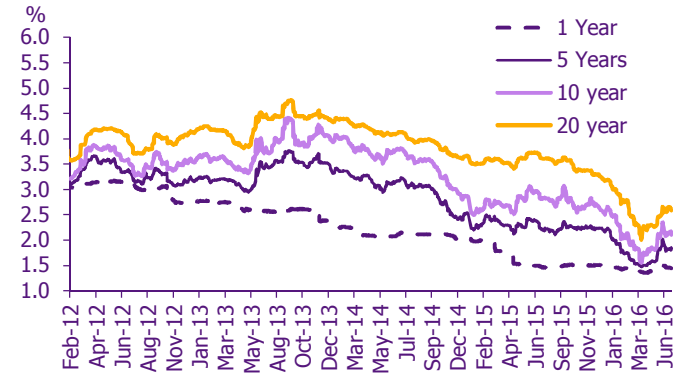
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: Life insurance premium growth in January



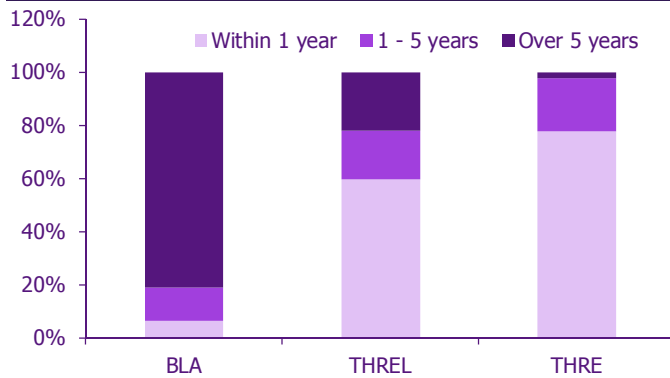
Source: The Thai Life Assurance Association and SCBS Investment Research

Figure 2: Government bond yield



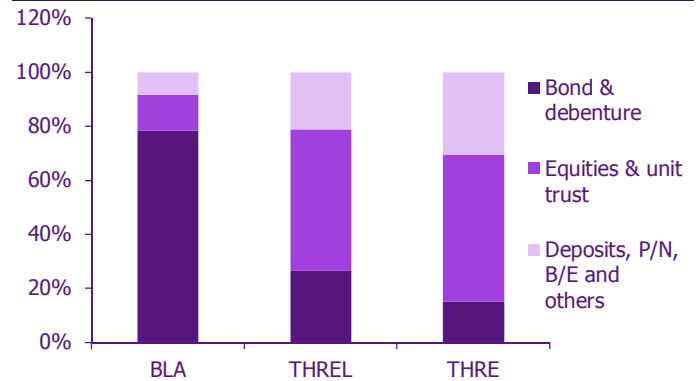
Source: Thai BMA and SCBS Investment Research

Figure 3: Investment in debt securities by maturity



Source: BLA, THRE, THREL and SCBS Investment Research

Figure 4: Investment portfolio



Source: BLA, THRE, THREL and SCBS Investment Research

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

แนวโน้มขาลงกำลังจะสิ้นสุดลง, วัฏจักรขาขึ้นกำลังจะมาถึงในไม่ช้า

- ปัจจุบันการใช้จ่ายเม็ดเงินโฆษณาทยอย เพราะยังคงลดลง YoY อย่างไรก็ดี เราเชื่อว่าการใช้จ่ายเม็ดเงินโฆษณาในช่วงปลายขาลงแล้ว และคาดว่าจะการใช้จ่ายเม็ดเงินโฆษณาจะเริ่มปรับตัวเพิ่มขึ้นอีกครั้งในไตรมาสถัดออกไป
- แม้ทีนี้จะยังคงเป็นสื่อที่ได้เม็ดเงินโฆษณาส่วนใหญ่ไป แต่สื่อ OOH มีแนวโน้มที่จะได้ส่วนแบ่งเม็ดเงินโฆษณาเพิ่มมากขึ้น
- WORK และ RS เป็นหุ้น top picks ของเราในกลุ่มสื่อโทรทัศน์ เนื่องจากช่อง DTTV จะสามารถดึงดูดเม็ดเงินโฆษณาเข้ามาเพิ่มขึ้น และสองบริษัทนี้ยังมีโอกาสขึ้นอัตราค่าโฆษณาได้อีกมาก สำหรับสื่อ OOH เราเลือก PLANB เป็น top pick เพราะกำไรมีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง

อัตรการใช้จ่ายเม็ดเงินโฆษณา บริษัทผลิตสินค้าอุปโภคบริโภครายใหญ่ เช่น Unilever และ Beiersdorf ปรับลดงบโฆษณาลง ซึ่งส่งผลกระทบต่ออุตสาหกรรมโฆษณา การใช้จ่ายเม็ดเงินโฆษณาในเดือน พ.ค. ดูไม่ตึงนัก โดยอยู่ในระดับทรงตัว MoM แต่ลดลง YoY ซึ่งเป็นการปรับตัวลดลง YoY ต่อเนื่องมาตั้งแต่เดือน ก.ย. 2558 การใช้จ่ายเม็ดเงินโฆษณาในช่วง 5 เดือนแรกของปี 2559 ปรับตัวลดลง 8.5% เมื่อเทียบกับช่วงเดียวกันของปีก่อน ตัวชี้วัดหลักๆ คือ TVI ซึ่งคิดเป็นสัดส่วนมากถึง 68% ของเม็ดเงินโฆษณาทั้งหมด การใช้จ่ายเม็ดเงินโฆษณาทางทีวีลดลง 10% YoY ในเดือน พ.ค. และลดลง 11% YoY ในช่วง 5 เดือนแรกปี 59 ในขณะที่สื่อที่ได้รับการจัดสรรเม็ดเงินโฆษณาเพิ่มขึ้นสวนทางกับภาพรวมอุตสาหกรรมในเดือน พ.ค. คือ โรงภาพยนตร์ (+18% YoY), สื่อ OOH (+15% YoY), และอินเทอร์เน็ต (+33% YoY) นอกจากนี้ในช่วง 5 เดือนแรกปี 59 การใช้จ่ายเม็ดเงินโฆษณาในสื่อเหล่านี้ก็ปรับตัว outperform การใช้จ่ายเม็ดเงินโฆษณาโดยรวมด้วย โดยโรงภาพยนตร์ปรับตัวเพิ่มขึ้น 16% YoY, สื่อ OOH เพิ่มขึ้น 13% YoY, และอินเทอร์เน็ตเพิ่มขึ้น 64% YoY

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

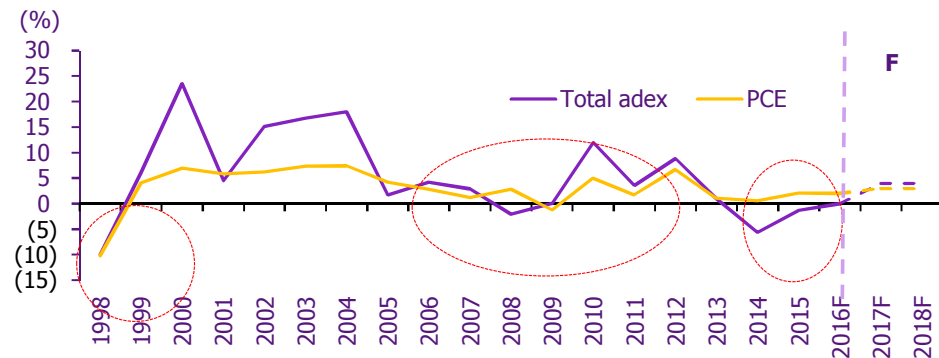
สื่อ OOH ยังคงเป็นสื่อที่เราชื่นชอบมากที่สุด หากมองข้ามการใช้จ่ายเม็ดเงินโฆษณาโดยรวมที่มีอัตราเติบโตไม่น่าตื่นเต้นไป เราพบว่ามีการเปลี่ยนแปลงทางโครงสร้างของการใช้จ่ายเม็ดเงินโฆษณาจากสื่อดั้งเดิมสู่สื่อโฆษณาภายนอกที่อยู่อาศัย (OOH) ในช่วง 8 ปีที่ผ่านมา (ตั้งแต่ปี 2550-2558) การใช้จ่ายเม็ดเงินโฆษณาทางสื่อ OOH เติบโตดีกว่าอุตสาหกรรมโฆษณาโดยรวม (OOH โต 8% เทียบกับอุตสาหกรรมโฆษณาโดยรวมที่โต 4%) และส่วนแบ่งตลาดของสื่อ OOH ก็เพิ่มขึ้นจาก 6% ในปี 2550 สู่ 9% ในปี 2558 เราจึงคงมองว่ามีโอกาสที่สื่อ OOH จะเติบโตได้อีก ถ้าเราดูที่ประเทศที่คนใช้เวลาที่บ้านน้อยลง เช่น ฮองกง และสิงคโปร์ สื่อ OOH คิดเป็น 25% ของการใช้จ่ายเม็ดเงินโฆษณาทั้งหมด ด้วยไลฟ์สไตล์ที่เปลี่ยนไปสู่การใช้เวลาที่บ้านน้อยลง สื่อ OOH จึงมีโอกาสที่จะขยายตัวได้อีกมาก

WORK PLANB และ RS เป็น top picks สำหรับสื่อโฆษณาภายนอกที่อยู่อาศัย เราชอบ PLANB มากกว่า VGI เนื่องจาก PLANB มีสื่อโฆษณาภายนอกที่อยู่อาศัยที่หลากหลายกว่า VGI ทำให้บริษัทสามารถดึงดูดเม็ดเงินโฆษณาได้มากกว่า การเปลี่ยนแปลงโครงสร้างการใช้จ่ายเม็ดเงินโฆษณาจากช่องที่วณาลึกมาช่อง DTTV ช่วยสนับสนุนให้เราเลือก WORK เป็นหุ้น top pick อันดับหนึ่ง เราแนะนำ "ซื้อ" WORK ด้วยราคาเป้าหมายที่คำนวณได้จากวิธี DCF ที่ 55 บาท ปัจจุบันที่สนับสนุนให้เราเลือก WORK เป็น top pick คือ รายการที่น่าสนใจและมีเอกลักษณ์โดดเด่นมากกว่าช่อง DTTV อื่นๆ ดังเห็นได้จากทีวีเรตติ้งระดับสูงของบริษัท บวกกับกำไรมีแนวโน้มเติบโตเพิ่มขึ้นตามอัตราค่าโฆษณาที่สูงขึ้น เนื่องจากบริษัทมีสัดส่วนรายได้จาก DTTV มากกว่าผู้ประกอบการรายอื่นๆ นอกจากนี้แล้ว WORK ยังซื้อขายที่ PEG ต่ำที่สุดในกลุ่มผู้ประกอบการ DTTV ด้วย สำหรับ RS การเข้าซื้อหุ้น RS ตอนนี้ก็เหมือนกับการซื้อบริษัทที่แทบไม่มีหนี้ซึ่งกำลังจะเข้าสู่วัฏจักรการเติบโตรอบใหม่

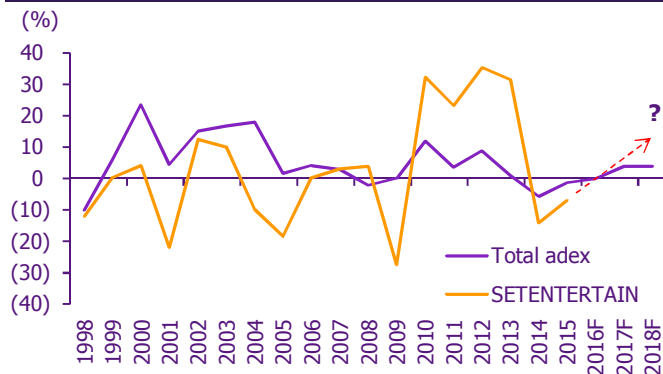
Valuation summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F
BEC	Sell	22.70	25.0	14.2	15.2	22.3	33.2	(35)	(32)	(33)	6.17	6.77	7.28	38	29	21	5.9	4.0	2.7	8.7	11.4	13.4
GRAMMY	Neutral	8.05	8.0	(0.6)	n.m.	n.m.	n.m.	29	80	24	2.25	2.43	2.60	(45)	(11)	(10)	0.0	0.0	0.0	90.1	11.6	20.1
MAJOR	Neutral	32.25	32.0	2.7	28.9	25.8	21.9	1	12	18	4.41	4.35	4.20	15	17	20	3.6	3.5	4.1	13.9	13.3	11.8
MCOT	Sell	8.70	6.0	(31.0)	59.8	n.m.	n.m.	(80)	n.m.	(209)	0.75	0.75	0.75	1	(1)	(3)	0.7	0.0	0.0	5.2	27.3	66.6
PLANB	Buy	5.30	8.5	61.5	45.9	45.1	23.7	96	2	91	6.38	6.31	5.42	22	23	24	1.1	1.1	2.1	20.2	19.2	11.9
RS	Buy	11.30	14.0	25.7	92.0	32.5	25.9	(67)	188	26	6.28	5.80	5.30	7	19	22	0.7	1.8	2.3	10.4	7.9	6.8
VGI	Neutral	6.05	5.0	(15.4)	49.3	44.1	42.9	(8)	(21)	16	21.25	15.80	15.20	54	41	44	1.7	1.9	2.0	29.4	34.7	16.3
WORK	Buy	40.00	55.0	38.5	95.6	48.8	30.3	n.m.	96	61	5.27	4.51	3.85	7	11	14	0.6	1.0	1.6	21.7	18.7	14.9
Average					55.2	36.4	29.7	(9)	46	(1)	6.59	5.84	5.57	12	16	16	1.8	1.7	1.9	24.9	18.0	20.2

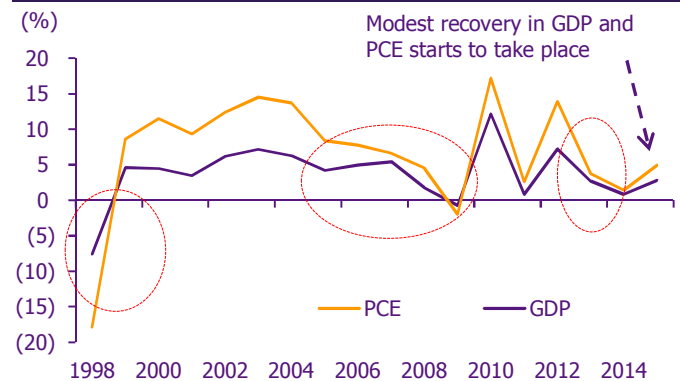
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: : We expect ad spending to grow at a normal rate of 4% from 2017 on

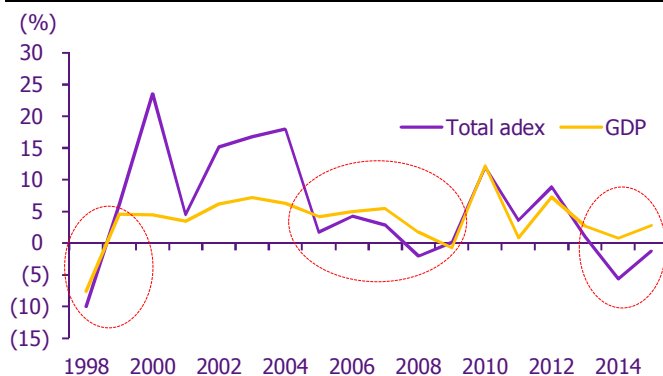
Source: Company and SCBS Investment Research

Figure 2: Adspend dictates price media performances

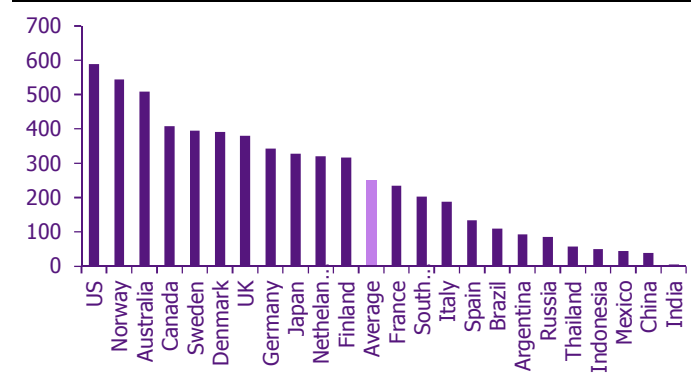
Source: Company and SCBS Investment Research

Figure 3: PCE is slowing but see signs of recovery

Source: Company and SCBS Investment Research

Figure 4: Recovery of GDP will help improve ad spending in the future

Source: Company and SCBS Investment Research

Figure 5: Ad spending/head in Thailand is still far below other countries

Source: Company and SCBS Investment Research

สิริกรรย์ กฤษณ์นิพัทธ์
นักวิเคราะห์การลงทุนประจำพื้นฐาน
ด้านหลักทรัพย์
0-2949-1020
sirikarn.krisnipat@scb.co.th

มีปัจจัยบวกรออยู่

- มาตรการกระตุ้นอสังหาฯ ช่วยระบายสต็อกที่อยู่อาศัยสร้างเสร็จในไตรมาส 1/59 แต่อุปทานใหม่จะกระตุ้นให้ยอดขายเพิ่มขึ้นในช่วงที่เหลือของปีนี้ รายได้จะผันผวนตามช่วงเวลาที่ยอดก่อสร้างเสร็จและผลของมาตรการกระตุ้นอสังหาฯ ที่หมดอายุในเดือน เม.ย.
- ยอดขายรอรับรายได้จะเพิ่มขึ้นในปีนี้ ซึ่งจะช่วยสนับสนุนให้รายได้เติบโตและลดความเสี่ยงด้านประมาณการ
- กำลังซื้อในต่างจังหวัดและอุปสงค์เริ่มฟื้นตัว โดยได้รับปัจจัยหนุนจากรายได้เกษตรกรที่เพิ่มขึ้นและการท่องเที่ยวที่เติบโต

แนวโน้มยอดขายปรับตัวเพิ่มขึ้น... มาตรการกระตุ้นอสังหาฯ ของรัฐบาลช่วยระบายสต็อกที่อยู่อาศัยสร้างเสร็จในไตรมาส 1/59 จากโครงการเปิดใหม่ที่ลดลงถึง 44% YoY เทียบกับยอดขายของบริษัทพัฒนาที่อยู่อาศัย 7 รายใหญ่ (AP LH LPN PS QH SIRI และ SPALI) ที่ลดลงเพียง 3% ถึงแม้จะไม่มีมาตรการกระตุ้นอสังหาฯ เราคาดว่ายอดขายจะเติบโต QoQ ในไตรมาส 2/59 และไตรมาส 3/59 และสูงสุดในไตรมาส 4/59 เนื่องจากการเปิดตัวโครงการใหม่เพิ่มมากขึ้น โดยเฉพาะคอนโด เรายังกังวลประมาณการยอดขายของบริษัทพัฒนาที่อยู่อาศัย 7 รายใหญ่จะเติบโต 19% สู่ 2.16 แสนล้านบาทในปี 2559 (บ้านแนวราบ 54% และคอนโด 46%) สูงกว่ายอดขายของอุตสาหกรรมที่อยู่อาศัยโดยรวมที่คาดว่าจะเติบโต 5-10% เนื่องจากบริษัทเหล่านี้แย่งชิงยอดขายมาจากบริษัทนอกตลาดฯ ที่เปิดตัวโครงการระดมทุนในปีที่แล้ว และบริษัทจดทะเบียนรายเล็ก ๆ โดยได้รับประโยชน์จากอัตราดอกเบี้ยต่ำ ทำให้จัดหาเงินทุนได้ง่ายขึ้นและถูกลง

...แต่รายได้ผันผวน เราคาดว่ารายได้จะเติบโต QoQ ในไตรมาส 2/59 เนื่องจากยอดโอนในกรุงเทพฯ และปริมณฑลทำสถิติสูงสุดที่ 32,950 ยูนิตในเดือน เม.ย. (+181% YoY) และรายได้จะลดลง QoQ ในไตรมาส 3/59 แล้วฟื้นตัวในไตรมาส 4/59 สอดคล้องกับการคอนโดสร้างเสร็จ SPALI มีแนวโน้มที่จะเป็นบริษัทที่รายได้เติบโตที่สุดในไตรมาส 2/59 ในปี 2559 รายได้รวมของ 7 รายใหญ่จะขยับขึ้นเพียง 5% แต่ผลการดำเนินงานของบริษัทที่รวมกันที่ฟื้นตัวจากขาดทุนเป็นกำไรจะช่วยหนุนให้กำไรเติบโต 10% ยอดขายรอรับรายได้ ณ เดือน มี.ค. ที่ 1.25 แสนล้านบาท รองรับรายได้ 55% ที่เราคาดการณ์ไว้ในปีนี้ ยอดขายรอรับรายได้จะสูงขึ้น, สัญญาณบวก ยอดขายรอรับรายได้โดยรวมปรับตัวลดลงมาตั้งแต่ปี 2557 เพราะยอดขายคอนโดตกต่ำ (-40% YoY ในปี 2557) อย่างไรก็ดี ในปี 2559 ยอดขายคอนโดจะเติบโตที่ 30% สวนทางกับรายได้คอนโดที่จะหดตัวลง 7% สะท้อนถึงยอดขายรอรับรายได้ที่จะเพิ่มขึ้น ซึ่งจะช่วยสนับสนุนแนวโน้มการเติบโตในอนาคตและลดความเสี่ยงด้านประมาณการ

อุปสงค์ต่างจังหวัดส่งสัญญาณฟื้นตัว, SIRI จะได้รับประโยชน์มากที่สุด ปัจจัยสำคัญ 2 ใน 3 อย่างที่ช่วยกระตุ้นยอดขายในต่างจังหวัดเริ่มแสดงสัญญาณฟื้นตัวให้เห็นบ้างแล้ว คือ ราคาผลิตภัณฑ์การเกษตรและจำนวนนักท่องเที่ยวที่ปรับตัวเพิ่มขึ้น การฟื้นตัวของปัจจัยทั้งสองอย่างนี้จะทำให้เม็ดเงินไหลเข้าสู่ต่างจังหวัดมากขึ้น ซึ่งจะช่วยเพิ่มกำลังซื้อและอุปสงค์ที่อยู่อาศัยจากผู้ประกอบการ SME และผู้ที่ทำงานเกี่ยวกับบริการด้านท่องเที่ยว เมื่อเศรษฐกิจในต่างจังหวัดปรับตัวดีขึ้น ก็จะมีการโยกย้ายถิ่นฐานเพิ่มมากขึ้น และจะหนุนให้อุปสงค์ที่อยู่อาศัยปรับตัวเพิ่มขึ้น SIRI มีแนวโน้มที่จะได้รับประโยชน์มากที่สุดจากแนวโน้มเช่นนี้ เพราะบริษัทมีสต็อกที่อยู่อาศัยสร้างเสร็จมากที่สุดที่ 5-6 พันล้านบาทในจังหวัดใหญ่ ๆ อย่างภูเก็ต เชียงใหม่ และขอนแก่น

ได้รับผลกระทบน้อยมากจาก พ.ร.บ.ภาษีที่ดินและสิ่งปลูกสร้าง และ Brexit ครม.ได้มีมติเห็นชอบร่างพ.ร.บ.ภาษีที่ดินและสิ่งปลูกสร้างซึ่งจะจัดเก็บภาษีในอัตราก้าวหน้า โดยจะมีผลบังคับใช้วันที่ 1 ม.ค. 2560 กฎหมายฉบับนี้จะกดดันให้เจ้าของที่ดินขายที่ดินเปล่าออกมา ซึ่งจะช่วยชะลอการปรับขึ้นของราคาที่ดินดิบ การจัดเก็บภาษีเพียง 0.05% เป็นเวลา 3 ปีสำหรับที่ดินที่อยู่ระหว่างการพัฒนาโครงการที่อยู่อาศัย จะทำให้บริษัทพัฒนาโครงการที่อยู่อาศัยมีค่าใช้จ่ายภาษีเพิ่มเติมเพียงเล็กน้อยในสัดส่วนไม่ถึง 1% ของประมาณการกำไรปี 2560 ของเรา การเก็บภาษีระดับต่ำที่ 0.03%-0.3% สำหรับบ้านหลังที่สองขึ้นไปไม่น่าจะส่งผลกระทบต่ออุปสงค์เพื่อการลงทุน เนื่องจากมูลค่าสินทรัพย์ที่สูงขึ้นสูงกว่าค่าใช้จ่ายภาษีอย่างมาก อุตสาหกรรมที่อยู่อาศัยเป็นธุรกิจที่พึ่งพิงอุปสงค์ภายในประเทศเป็นส่วนใหญ่ ดังนั้นจึงไม่ได้รับผลกระทบจาก Brexit

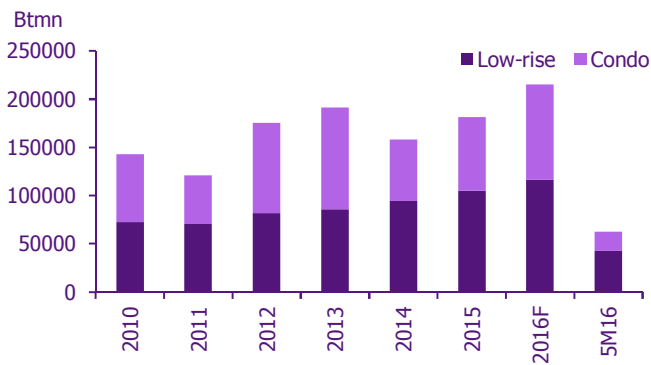
Top pick: LH (ราคาเป้าหมาย 12 บาท/หุ้น) และ SPALI (ราคาเป้าหมาย 28 บาท/หุ้น) เราชอบ LH และ SPALI เพราะกำไรของทั้งสองบริษัทมีแนวโน้มเติบโตในปีนี้เป็นพิเศษ ยอดขายรอรับรายได้ที่สูงขึ้นของทั้งสองบริษัทสะท้อนถึงรายได้ที่มีความแน่นอนมากขึ้น และความเสี่ยงด้านประมาณการที่ลดลง ขณะที่ SIRI เป็นตัวเลือกที่ดีในแง่ที่ได้รับประโยชน์จากการฟื้นตัวของกำลังซื้อในต่างจังหวัด

Valuation Summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F
AP	Buy	7.20	8.0	15.5	9.1	7.5	6.0	(5)	21	25	1.3	1.1	1.0	15	16	18	3.5	4.4	5.5	10.5	9.2	7.4
LH	Buy	9.05	12.0	37.8	15.9	13.5	11.0	(10)	18	23	2.3	2.3	2.1	15	17	20	7.2	5.2	6.4	13.9	14.0	11.2
LPN	Neutral	12.80	15.0	25.2	7.8	6.9	6.8	19	14	1	1.6	1.5	1.3	22	22	20	7.0	8.0	8.0	7.3	6.6	6.6
PS	Neutral	25.00	30.0	27.3	7.3	7.0	6.6	15	4	6	1.6	1.5	1.3	24	22	21	7.0	7.3	7.7	8.4	8.0	7.2
QH	Buy	2.62	3.3	31.6	9.1	8.5	7.5	(8)	7	13	1.3	1.2	1.1	15	15	15	5.3	5.7	6.4	12.5	11.8	10.2
SIRI	Buy	1.86	2.1	18.3	9.3	9.0	8.7	8	3	3	1.0	0.9	0.9	11	11	10	6.5	5.4	5.6	13.6	13.5	12.4
SPALI	Buy	22.60	28.0	29.1	8.9	7.7	6.5	(3)	16	18	2.0	1.7	1.5	23	24	24	4.4	5.2	6.1	9.5	8.0	6.8
Average					9.6	8.6	7.6	2	12	13	1.6	1.5	1.3	18	18	18	5.8	5.9	6.5	10.8	10.2	8.8

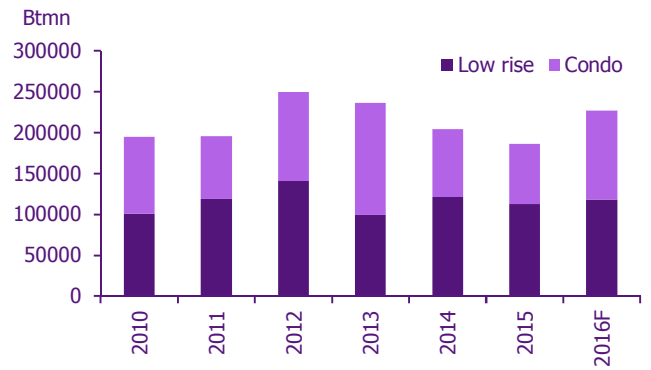
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: Growing presales



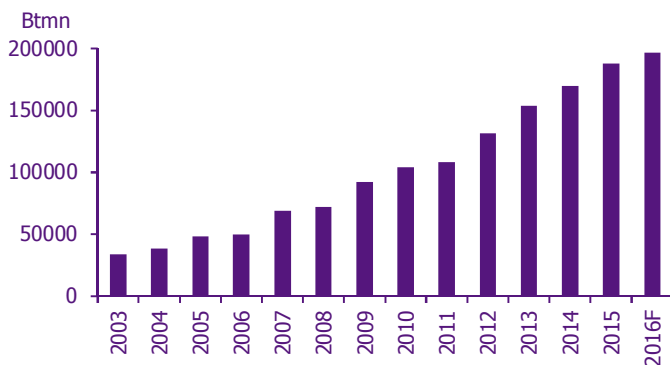
Source: AP, LH, LPN, PS, QH, SIRI, SPALI

Figure 2: ... and new launches



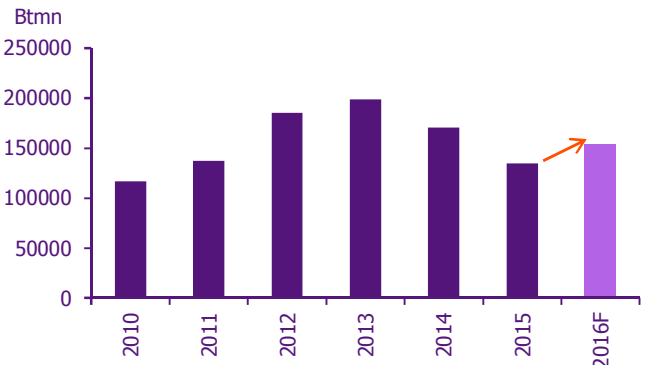
Source: AP, LH, LPN, PS, QH, SIRI, SPALI

Figure 3: Revenue growth of 5% in 2016



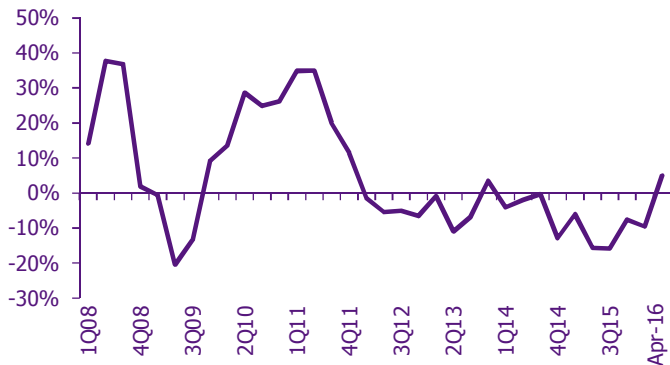
Source: AP, LH, LPN, PS, QH, SIRI, SPALI, SCBS Investment Research

Figure 4: Backlog to turn around in 2016



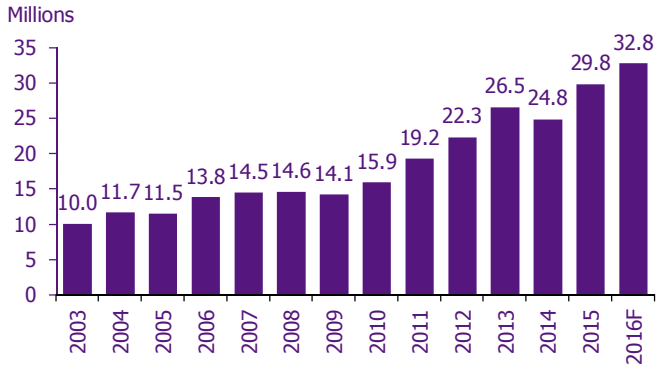
Source: AP, LH, LPN, PS, QH, SIRI, SPALI, SCBS Investment Research

Figure 5: Farm income turned to growth in April



Source: OAE

Figure 6: Record international tourist arrivals in 2016



Source: Department of Tourism, Thailand and SCBS Investment Research

Figure 7: Summary of property tax

Type of property	Ceiling tax rate	Note
1. Residential estate		
1.1 House price < Bt50mn/unit for first home	No	
1.2 House price > Bt50mn/unit for first home	0.5%	Price above Bt50mn
1.3 Second home or more	0.5%	All prices
2. Agricultural land	0.2%	
3. Commercial, Industrial	2.0%	
4. Unused land	5.0%	For years 1-3
	Doubling from year 1-3, but no greater than 5%	For years 4-6

Source: Prime Minister Office

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

กำไรจะลดลงในไตรมาส 2/59 และชอบ ASP

- เราคาดว่ากำไรไตรมาส 2/59 จะลดลงทั้ง YoY และ QoQ หลัก ๆ เกิดจากส่วนแบ่งการตลาดที่ลดลง
- เราชอบ ASP มากกว่า MBET เพราะ ASP มีงาน IB อยู่จำนวนมาก และมีแนวโน้มได้ประโยชน์จากการฟื้นตัวของ SET

รายได้ค่านายหน้าลดลงเพราะส่วนแบ่งการตลาดลดลง QoQ ทั้ง ASP และ MBKET ส่วนแบ่งการตลาดของ ASP ลดลงจาก 3.24% ในไตรมาส 1/59 สู่ 3.11% ในไตรมาส 2/59 ส่วนแบ่งการตลาดของ MBKET ลดลงจาก 8.02% ในไตรมาส 1/59 สู่ 7.78% ในไตรมาส 2/59 มูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์เฉลี่ยต่อวัน (ไม่รวมบัญชีบล.) ในไตรมาส 2/59 (ณ วันที่ 16 มิ.ย.) อยู่ที่ 4.04 หมื่นล้านบาท ลดลง 1% QoQ (แต่ +14% YoY) เราคาดว่ารายได้ค่านายหน้าในไตรมาส 2/59 ของ ASP จะลดลง 18% QoQ และ 15% YoY รายได้ค่านายหน้าในไตรมาส 2/59 ของ MBKET จะลดลง 17% QoQ และ 10% YoY

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

ASP มีงาน IB อยู่จำนวนมาก ASP มีงานพาณิชย์ธนกิจ (IB) 53 คิลอยู่ในมือ ณ ไตรมาส 1/59 เพิ่มขึ้นกว่าเท่าตัวจาก 28 คิล ณ สิ้นปี 2557 บริษัททำคิล IB ไปแล้ว 15 คิลในไตรมาส 1/59 เทียบกับ 32 คิลในปี 2558 ทั้งนี้จากงาน IB ที่มีอยู่ 53 คิล เป็นคิล IPO 26 คิล ซึ่งคาดว่าจะเกิดขึ้น 2-3 คิลปี 2559 และมากกว่า 10 คิลในปี 2560 งาน IB ส่วนใหญ่น่าจะดำเนินการในช่วงครึ่งหลังปี 59 ประมาณการรายได้ค่าธรรมเนียมที่ไม่ใช่ค่านายหน้าที่เราคาดว่าจะอยู่ในระดับทรงตัวในปี 2560 มีแนวโน้มที่จะปรับขึ้นได้อีก

พริวิวลประกอบการไตรมาส 2/59 เราคาดว่ากำไรสุทธิไตรมาส 2/59 ของ ASP จะลดลง 13% YoY และ 10% QoQ สู่ 121 ล้านบาท และกำไรสุทธิไตรมาส 2/59 ของ MBKET จะลดลง 7% YoY และ 17% QoQ สู่ 215 ล้านบาท หลัก ๆ เกิดจากส่วนแบ่งการตลาดที่ลดลง

มีมุมมองที่เป็นกลางต่อกลุ่มหลักทรัพย์ แต่ชอบ ASP มากกว่า MBKET เรามีมุมมองที่เป็นกลางต่อกลุ่มหลักทรัพย์ เนื่องจากปัจจุบันราคาการณถึงผลตอบแทนจากเงินปันผลในระดับปานกลาง เรายังคงชอบ ASP มากกว่า MBKET เพราะเหตุผล 3 ข้อ 1) ASP มีแนวโน้มให้ผลตอบแทนจากเงินปันผลสูงกว่า MBKET 2) ASP มีคิลงาน IB อยู่ในมือจำนวนมาก และ 3) ASP ได้รับผลกระทบจากการแข่งขันที่สูงขึ้นจากโบรกเกอร์รายใหม่น้อยกว่า MBKET เนื่องจาก ASP มีแหล่งรายได้ที่กระจายตัวมากกว่า

Valuation summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)		
					15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F
ASP	Neutral	3.38	3.7	17.0	12.7	11.2	10.5	(32)	13	7	1.6	1.6	1.5	12	14	15	7.1	7.6	8.1
MBKET	Sell	22.20	21.0	1.2	12.4	12.9	12.2	(19)	(4)	6	2.6	2.6	2.5	21	20	21	6.8	6.6	7.0
Average					12.6	12.1	11.3	(26)	5	6	2.1	2.1	2.0	17	17	18	7.0	7.1	7.5

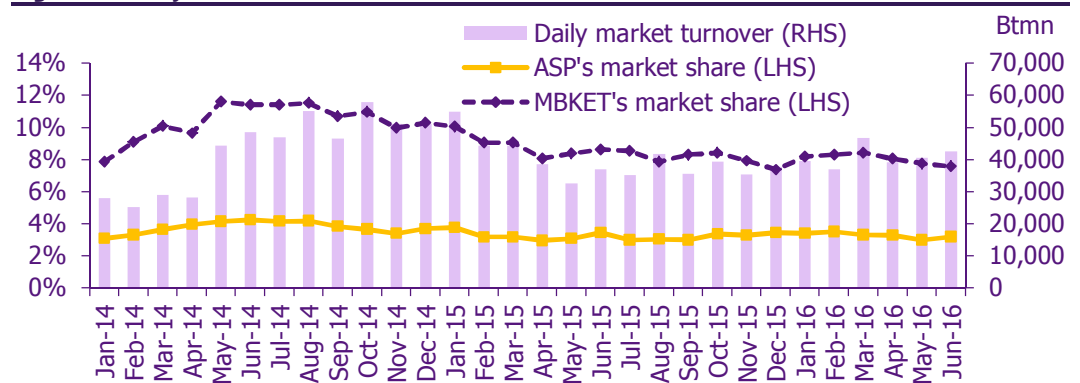
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: Target price sensitivity to turnover

	ASP	MBKET
Target price at 2016F various daily mkt. turnover		
Bt37bn	3.4	19
Bt40bn — base case	3.7	21
Bt43bn	4.0	23
2016F EPS (Bt) at 2016F various daily mkt. turnover		
Bt37bn	0.28	1.57
Bt40bn — base case	0.30	1.72
Bt43bn	0.33	1.87
2016F DPS (Bt) at 2016F various daily mkt. turnover		
Bt37bn	0.24	1.33
Bt40bn — base case	0.26	1.46
Bt43bn	0.28	1.59
Dividend payout	85%	85%
Target PE (x)	12.1	12.1

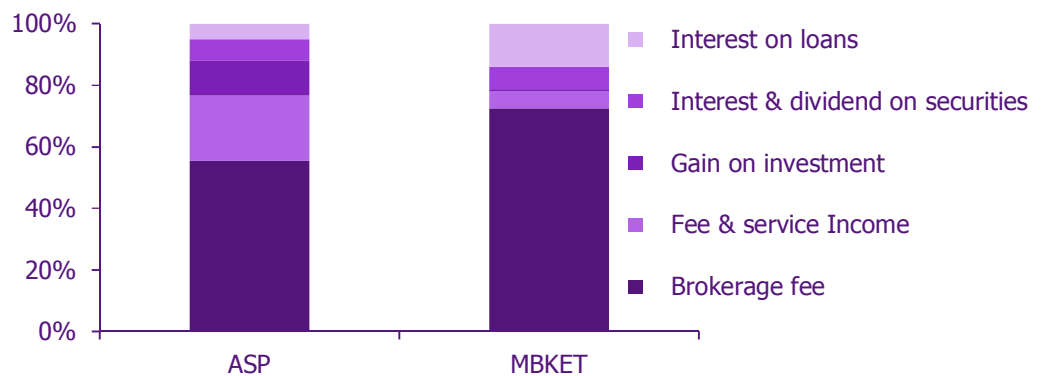
Source: SCBS Investment Research

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



Source: SET and SCBS Investment Research

Figure 3: 2015 revenue breakdown



Source: ASP, MBKET and SCBS Investment Research

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

ถูกรอบงำด้วยต้นทุนใบอนุญาตราคาแพง

- แม้สภาพแวดล้อมไม่เปลี่ยนแปลง และนักลงทุนไม่มีความกังวลเกี่ยวกับสงครามราคาอีกต่อไป แต่การแข่งขันจะรุนแรงอย่างต่อเนื่อง เนื่องจาก TRUE ยังคงแย่งส่วนแบ่งตลาดมาจาก ADVANC และ DTAC โดยเฉพาะตลาดเติมเงิน
- ความสามารถในการทำกำไรในระยะสั้นจะได้รับผลกระทบจากต้นทุนที่เกี่ยวข้องกับใบอนุญาต เช่น ค่าติดตั้งและค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานโครงข่าย ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อ ADVANC และ TRUE นอกจากนี้ DTAC ก็กำลังเผชิญกับแนวโน้มที่กำไรจะปรับตัวลดลง แต่เกิดจากส่วนแบ่งตลาดที่ลดลงและต้นทุนที่เกี่ยวข้องกับความพยายามในการรักษาส่วนแบ่งตลาดเอาไว้
- “ซื้อ” ADVANC และ TRUE เนื่องจาก ADVANC เป็นหุ้นราคาถูก และผลตอบแทนจากเงินปันผลจะยังอยู่ในระดับสูง ความกังวลที่ส่งผลกระทบต่อ ADVANC ในช่วง 2 เดือนที่ผ่านมาสิ้นสุดลงแล้ว เนื่องจากบริษัทระบุว่าคงอัตราการจ่ายเงินปันผลไว้ที่ 100% TRUE มีส่วนแบ่งตลาดเพิ่มขึ้น ซึ่งจะช่วยให้ผลการดำเนินงานของบริษัทพลิกมาทำกำไรได้ในปี 2560 เร็วกว่าที่ตลาดคาด 3 ปี

ข่าวดีสำหรับ: ไม่มีสงครามราคา สภาพแวดล้อมในการแข่งขันไม่เปลี่ยนแปลงหลังจากการประมูลใบอนุญาตสิ้นสุดลงและมีโอกาสที่จะเกิดสงครามราคาน้อยลง เหตุการณ์นี้สะท้อนในราคาหุ้นแล้ว เพราะราคาหุ้น DTAC และ TRUE ปรับตัวขึ้นมากถึง 45% YTD ตามด้วย ADVANC ที่ปรับขึ้น 36% YTD

ผลการดำเนินงานไตรมาส 3/59 ตกอยู่ในภายใต้แรงกดดัน หลังจาก ADVANC และ TRUE จ่ายเงินจำนวนมากเพื่อประมูลใบอนุญาตคลื่นความถี่ใหม่ ผลการดำเนินงานของสองบริษัทนี้จะถูกกดดันโดยต้นทุนใบอนุญาต (ค่าติดตั้งและค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานโครงข่าย) เป็นเวลาอย่างน้อย 12 เดือน อย่างไรก็ตาม เราคาดว่า TRUE จะรายงานขาดทุนเฉพาะในปีนี้ ก่อนที่จะพลิกกลับมาทำกำไรในปี 2560 สำหรับ ADVANC เราคาดว่าต้นทุนใบอนุญาตจะส่งผลกระทบทำให้กำไรลดลง 20% YoY ในปี 2559 ขณะที่ DTAC ที่แม้ว่าจะไม่มีต้นทุนดังกล่าว แต่จะมีค่าใช้จ่ายจำนวนมากเพื่อรักษาส่วนแบ่งตลาดเอาไว้ด้วยการอุดหนุนราคาเครื่องโทรศัพท์ ขณะเดียวกันก็กำลังเสียส่วนแบ่งตลาดไป ซึ่งหมายความว่ากำไรของ DTAC จะลดลง YoY ในไตรมาส 3/59 เช่นเดียวกับ ADVANC และ TRUE

เป้าหมายอยู่ที่ตลาดเติมเงิน การมีใบอนุญาตคลื่น 900MHz อยู่ในมือจะทำให้ TRUE หันมาเน้นตลาดเติมเงินมากขึ้น บริษัทวางแผนที่จะใช้ bandwidth บนคลื่น 900MHz ประมาณครึ่งหนึ่งของทั้งหมดมาใช้ให้บริการ 2G ซึ่งส่วนใหญ่เป็นบริการแบบเติมเงิน เนื่องจากคลื่นความถี่นี้ครอบคลุมพื้นที่ในวงกว้างมากกว่าคลื่นความถี่ที่สูงกว่าอย่างคลื่น 1800MHz หรือ 2100MHz ซึ่งจะทำให้ TRUE สามารถแย่งส่วนแบ่งตลาดมาจาก ADVANC และ DTAC (ผู้นำในตลาดเติมเงิน) ได้ง่ายขึ้น ปัจจุบัน TRUE มีส่วนแบ่งตลาดรายได้จากตลาดเติมเงินเพียง 13% (เทียบกับ 34% สำหรับตลาดเหมาจ่าย) และตั้งเป้าเพิ่มส่วนแบ่งตลาดรายได้สู่ 34% ภายในปี 2561 จาก 22% ในปัจจุบัน

“ซื้อ” ADVANC และ TRUE เราแนะนำ “ซื้อ” ADVANC ด้วยราคาเป้าหมายที่คำนวณได้จากวิธี DCF ที่ 190 บาท และ TRUE ด้วยราคาเป้าหมาย (รวมผลกระทบจาก dilution เข้ามาแล้ว) ที่ 10.2 บาท (ราคาเป้าหมายของ TRUE ก่อนรวมผลกระทบจาก dilution อยู่ที่ 12 บาท) เรามองว่า ADVANC เป็นหุ้นราคาถูก ณ ราคาปัจจุบัน ADVANC ยืนยันว่าการประมูลใบอนุญาตคลื่น 900MHz ได้มาในราคาสูงจะไม่ส่งผลกระทบต่ออัตราการจ่ายเงินปันผลที่ 100% ของบริษัท ผลตอบแทนจากเงินปันผล ณ ราคาปัจจุบัน อยู่ที่ 6% ซึ่งถือว่าสูงสำหรับหุ้นขนาดใหญ่อย่าง ADVANC เราแนะนำ “ซื้อ” TRUE ด้วยเหตุผลที่ว่าส่วนแบ่งตลาดรายได้ของบริษัทมีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้น ในขณะที่ส่วนแบ่งตลาดรายได้ของ ADVANC และ DTAC จะปรับตัวลดลง TRUE จะมีส่วนแบ่ง 1 ใน 3 ของรายได้ทั้งหมดในธุรกิจโทรศัพท์เคลื่อนที่ในระยะ 3 ปีข้างหน้า เนื่องจากคุณภาพโครงข่ายจะปรับตัวดีขึ้นมาเทียบเท่าหรืออาจจะดีกว่าผู้นำตลาดอย่าง ADVANC ต้นทุนใบอนุญาตจะกดดันผลการดำเนินงานของ TRUE ลงมา มีผลขาดทุนในปี 2559 และจะกลับมาทำกำไรได้อีกครั้งในปี 2560 เร็วกว่าตลาดคาด 3 ปี DTAC เป็นหุ้นที่ให้ผลตอบแทนจากเงินปันผลสูง โดยราคาเป้าหมายที่เราคำนวณได้จากวิธี DCF อยู่ที่ 40 บาท

Valuation summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F
ADVANC	Buy	156.50	190.0	27.9	11.9	15.5	17.1	9	(23)	(9)	9.6	9.6	9.6	82	62	56	8.4	6.5	5.9	6.8	7.0	6.6
DTAC	Neutral	32.75	40.0	28.2	12.5	16.4	14.7	(42)	(24)	12	2.8	1.9	1.7	21	14	12	8.9	6.1	6.8	4.3	5.4	5.8
TRUE	Buy	7.30	10.2	39.7	n.m.	n.m.	62.7	n.m.	n.m.	n.m.	2.4	2.5	2.4	0	(4)	4	0.1	0.0	0.8	12.1	15.9	11.4
Average					12.2	16.0	31.5	(17)	(24)	1	5.0	4.7	4.6	34	24	24	5.8	4.2	4.5	7.7	9.4	7.9

Source: SCBS Investment Research

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

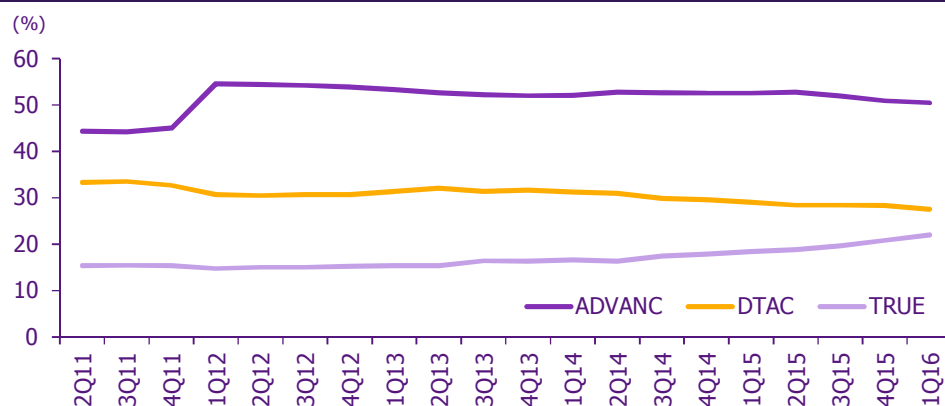
SK Telecom, average monthly data consumption per connection, Q2 2010 – Q1 2013

Source: SK Telecom

Figure 2: Comparison between 3G and 4G

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

Source: www.diffen.com

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

Source: Company and SCBS Investment Research

รวีบุษ ปิยะกรียงไกร

นักวิเคราะห์การลงทุนวิจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1002

raweenuch.piyakriengkai@scb.co.th

ช่วงโลว์ซีซั่นที่แข็งแกร่ง

■ จำนวนผู้โดยสารที่เพิ่มขึ้นของ AOT และอัตราการเข้าพักระดับสูงของกลุ่มโรงแรมสะท้อนถึงช่วงโลว์ซีซั่นที่แข็งแกร่ง

■ ขอบ ERW บริษัทมีแนวโน้มรายงานกำไรปกติในช่วงโลว์ซีซั่นได้เป็นครั้งแรกนับตั้งแต่ปี 2552 นักท่องเที่ยวต่างชาติเดินทางเข้าไทยสูงสุดเป็นประวัติการณ์ในไตรมาส 1/59 ERW รายงานผลการดำเนินงานดีที่สุด ในไตรมาส 1/59 มีนักท่องเที่ยวต่างชาติเดินทางเข้ามาในประเทศไทยสูงสุดเป็นประวัติการณ์ที่ 9.0 ล้านคน เพิ่มขึ้น 15% YoY และ 16% QoQ จีนเป็นปัจจัยสนับสนุนที่สำคัญ เนื่องจากนักท่องเที่ยวจากจีนทำสถิติสูงสุดที่ 2.6 ล้านคนในไตรมาส 1/59 เพิ่มขึ้น 31% YoY และ 45% QoQ และคิดเป็นสัดส่วนมากที่สุดที่ 29% ของนักท่องเที่ยวต่างชาติทั้งหมดที่เดินทางเข้ามาในประเทศไทย ปัจจัยบวกอีกอย่างหนึ่ง คือ นักท่องเที่ยวจากรัสเซีย (4% ของนักท่องเที่ยวต่างชาติทั้งหมดที่เดินทางเข้ามาในประเทศไทย) เริ่มแสดงการฟื้นตัว โดยเพิ่มขึ้น 10% YoY ในไตรมาส 1/59 หลังจากปรับตัวลดลงมาตั้งแต่ไตรมาส 2/57 อย่างไรก็ตาม ตัวเลขดังกล่าวยังไม่ได้ฟื้นตัวกลับคืนสู่ระดับก่อนวิกฤต การมีกิจกรรมทั้งหมดอยู่ในประเทศไทยทำให้ ERW เป็นบริษัทที่รายงานผลการดำเนินงานดีที่สุดด้วยกำไรปกติสูงสุดเป็นประวัติการณ์ในไตรมาส 1/59

ตัวเลขสถิติด้านการดำเนินงานบ่งชี้ถึงช่วงโลว์ซีซั่นที่แข็งแกร่ง จากการพูดคุยกับบริษัทที่เกี่ยวข้องกับการท่องเที่ยวพบว่าอุตสาหกรรมท่องเที่ยวไทยกำลังเติบโตด้วยช่วงโลว์ซีซั่นที่แข็งแกร่ง AOT (ผู้ประกอบการท่าอากาศยานรายใหญ่ของไทย) เปิดเผยว่าจำนวนผู้โดยสารระหว่างประเทศเติบโต 11.2% YoY ในเดือน เม.ย., 9.5% YoY ในเดือน พ.ค., และ 10.5% YoY ระหว่างวันที่ 1-4 มิ.ย. กลุ่มโรงแรมรายงานอัตราการเข้าพักระดับสูง QTD และที่สำคัญคือ ความแตกต่างของอัตราการเข้าพักระหว่างช่วงไฮซีซั่นกับช่วงโลว์ซีซั่นแคบลง ซึ่งช่วยยืนยันมุมมองของเราว่าฤดูกาลมีอิทธิพลต่อการท่องเที่ยวไทยน้อยลง โดยอัตราการเข้าพัก QTD ของ ERW (ไม่รวมโรงแรมชั้นประหยัด HOP INN) อยู่ในระดับสูงที่ ~85% ต่ำกว่าระดับ 88% ในไตรมาส 1/59 เพียงเล็กน้อย และความแตกต่างระหว่างช่วงไฮซีซั่นกับช่วงโลว์ซีซั่นแคบลงจากในช่วงปี 2551-55 ที่ ~15% อัตราการเข้าพัก QTD ของ CENTEL สำหรับโรงแรมในไทยอยู่ที่ ~80% หรือต่ำกว่าระดับ 87% ในไตรมาส 1/59 อยู่ 7% แต่ความแตกต่างระหว่างช่วงไฮซีซั่นกับช่วงโลว์ซีซั่นนี้ได้น้อยลงเมื่อเทียบกับค่าเฉลี่ยในปี 2551-55 ที่ 15%

ผู้ประกอบการโรงแรม: อัตราการเข้าพักสูงหมายถึงโอกาสที่จะขึ้น ARR ในอนาคตเมื่ออัตราการเข้าพักในช่วงโลว์ซีซั่นอยู่ในระดับสูง เรามองว่าเป็นโอกาสที่ผู้ประกอบการโรงแรมจะปรับขึ้นอัตราค่าห้องพักเฉลี่ย (ARR) ได้แม้ว่าจะเป็นช่วงโลว์ซีซั่น ARR ระหว่างช่วงไฮซีซั่นกับช่วงโลว์ซีซั่นมีความแตกต่างกันอยู่ราว 20% ARR ที่สูงขึ้นเป็นปัจจัยลำดับที่สองที่จะช่วยกระตุ้นให้รายได้เฉลี่ยต่อห้องพัก (RevPar) เติบโตเพิ่มขึ้นและไม่มิต้นทุนเพิ่ม การดำเนินงานในช่วงโลว์ซีซั่นที่แข็งแกร่งมากขึ้นสะท้อนถึงการดำเนินงานโดยรวมที่ดีขึ้น ทั้งนี้ในกลุ่มโรงแรม เรามองว่า ERW จะเป็นบริษัทที่ได้รับประโยชน์มากที่สุดจากแนวโน้มเช่นนี้ เนื่องจาก ERW ประกอบธุรกิจโรงแรมเพียงอย่างเดียว และรายได้มีความสัมพันธ์กับการท่องเที่ยวไทยมากที่สุด

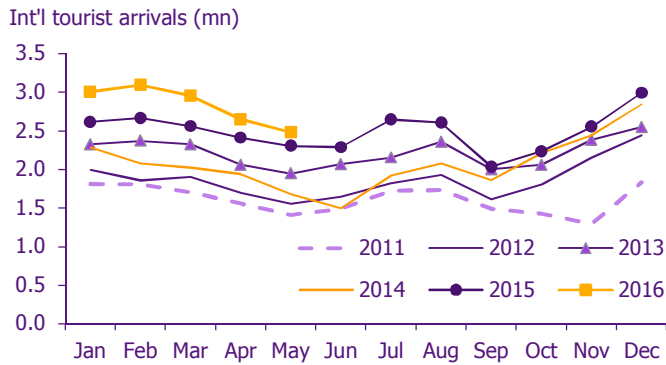
Brexit อาจส่งผลกระทบต่ออุตสาหกรรมท่องเที่ยวไทย แต่ตลาดนักท่องเที่ยวระยะใกล้ที่กำลังเติบโตจะช่วยลดผลกระทบ การตัดสินใจออกจาก EU ของสหราชอาณาจักรทำให้ตลาดเกิดความกังวลเกี่ยวกับเศรษฐกิจของประเทศเหล่านี้และต่อเนื่องมาถึงอุตสาหกรรมท่องเที่ยวไทย เนื่องจากนักท่องเที่ยวจากยุโรปและ UK คิดเป็นสัดส่วน 19% และ 3% ของจำนวนนักท่องเที่ยวทั้งหมดที่เดินทางเข้ามาในไทยตามลำดับ และมีสัดส่วนมากขึ้นเมื่อมองในแง่ของการใช้จ่ายที่ 28% และ 5% ตามลำดับ อย่างไรก็ตาม ผลกระทบต่ออุตสาหกรรมท่องเที่ยวไทยจะถูกบรรเทาด้วยการเปลี่ยนแปลงทางโครงสร้างของนักท่องเที่ยวจากตลาดระยะใกล้อย่างเอเชียตะวันออกที่ปรับตัวเพิ่มขึ้น ปัจจุบันเอเชียตะวันออกเป็นภูมิภาคที่ใหญ่ที่สุดสำหรับอุตสาหกรรมท่องเที่ยวไทย โดยคิดเป็นสัดส่วน 65% ของจำนวนนักท่องเที่ยวทั้งหมดที่เดินทางเข้ามาในไทย และ 54% ของการใช้จ่ายทั้งหมด ในขณะที่เมื่อแยกตามประเทศ พบว่าจีนเป็นตลาดใหญ่ที่สุด โดยคิดเป็นสัดส่วน 27% ของนักท่องเที่ยวทั้งหมดที่เดินทางเข้ามาในไทยและการใช้จ่ายทั้งหมด

ERW เป็น top pick ปัจจัยกระตุ้น คือ การทำกำไรในช่วงโลว์ซีซั่นได้เป็นครั้งแรก แม้กำไรที่ต่ำที่สุดในไตรมาส 1/59 ช่วยกระตุ้นให้ราคาหุ้น ERW ปรับตัวขึ้นมาแล้ว 5% YTD แต่ภาพรวมอุตสาหกรรมที่เป็นบวกจากช่วงโลว์ซีซั่นที่แข็งแกร่งของการท่องเที่ยวไทยจะทำให้ ERW สามารถรายงานกำไรปกติในช่วงโลว์ซีซั่นได้เป็นครั้งแรกนับตั้งแต่ปี 2552 และจะหนุนให้ราคาหุ้นปรับตัวขึ้นอีก ทั้งนี้ในกลุ่มโรงแรม ERW เป็น top pick ของเรา และเราแนะนำ "ซื้อ" ด้วยราคาเป้าหมาย 6.5 บาท/หุ้น

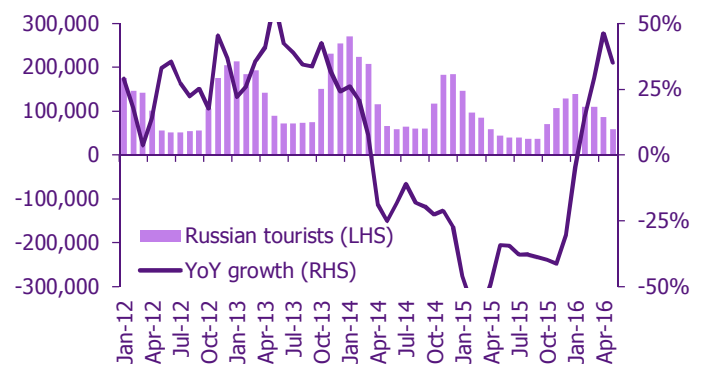
Valuation summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F
AOT	Neutral	389.00	420.0	9.3	35.3	29.1	24.4	31	21	19	5.1	4.6	4.1	15	17	18	1.7	1.4	1.6	19.2	16.7	14.8
CENTEL	Buy	37.25	47.0	27.7	30.0	26.5	22.6	54	13	17	5.1	4.5	4.0	18	18	19	1.1	1.5	1.8	12.3	11.5	10.3
ERW	Buy	4.50	6.5	45.5	56.3	33.0	27.3	n.m.	70	21	2.3	2.2	2.1	4	7	8	0.9	1.1	1.3	13.2	11.3	10.8
MINT	Neutral	39.25	38.0	(2.0)	37.1	30.0	26.1	7	24	15	4.8	4.4	3.9	14	15	16	0.9	1.2	1.3	25.2	21.1	18.8
Average					39.7	29.6	25.1	31	32	18	4.3	3.9	3.5	13	14	15	1.1	1.3	1.5	17.5	15.2	13.7

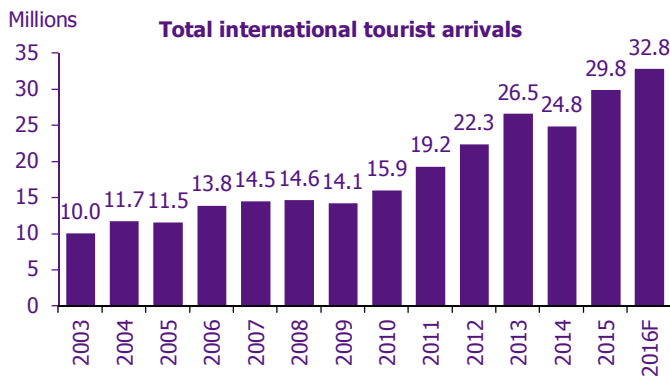
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: Growing international tourist arrivals

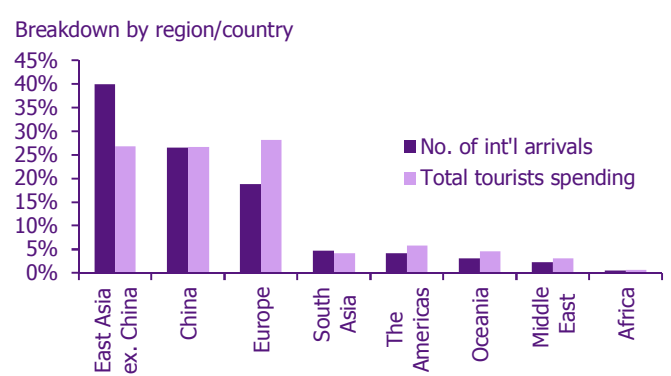
Source: Department of Tourism, Thailand and SCBS Investment Research

Figure 2: Russian tourists are returning

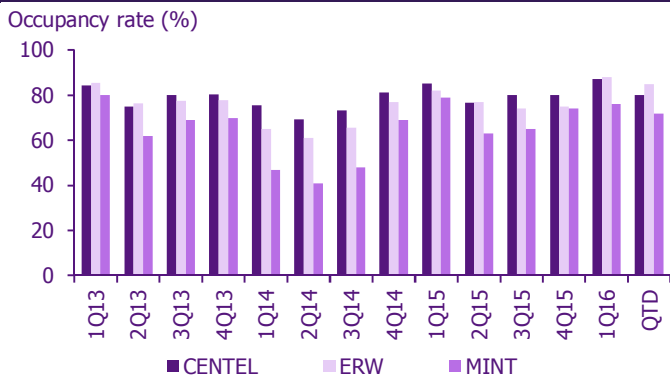
Source: Department of Tourism, Thailand and SCBS Investment Research

Figure 3: Record high Thai tourism in 2016

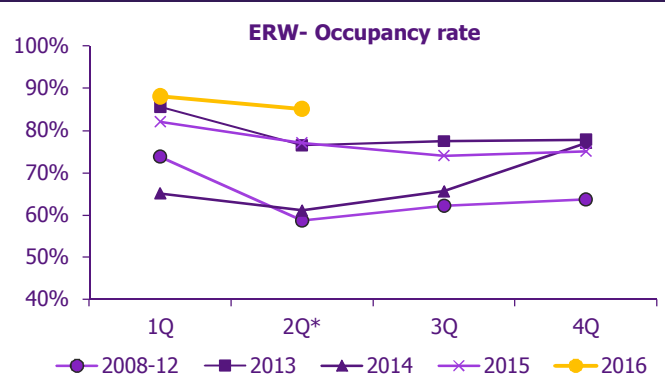
Source: Department of Tourism, Thailand and SCBS Investment Research

Figure 4: Breakdown of arrivals and spending

Source: Department of Tourism, Thailand and SCBS Investment Research

Figure 5: High hotel occupancy rate

Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 6: ERW: Rooms are filled in the low seasonsSource: Company data and SCBS Investment Research
Occupancy rate is excluded HOP INN budget hotels

คำแนะนำการลงทุนของ SCBS

ราคา ณ วันที่ : 28 มิ.ย. 59



Company	Rec.	Price (Bt)	Target Price	% Up/(Down)	12-mth BB-CON	Core Profit (Btm)			Core EPS (Bt)			Core EPS growth (%)			Core PER (x)			BVPS(Bt)			P/BV (x)			ROE (%)		
						15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F
Agribusiness						1,189	1,374	1,573							11.9	10.3	9.0				1.50	1.35	1.21	13%	14%	14%
GFPT	Buy	11.30	16.00	41.6	14.1	1,189	1,374	1,573	0.95	1.10	1.25	-32%	16%	14%	11.9	10.3	9.0	7.5	8.4	9.3	1.50	1.35	1.21	13%	14%	14%
Automotive						2,507	2,708	3,361							12.4	11.6	9.2				1.11	1.05	1.00	9%	9%	11%
AH	Buy	12.00	15.00	25.0	11.3	313	428	532	0.97	1.33	1.65	-16%	37%	24%	12.4	9.0	7.3	18.5	19.9	21.5	0.65	0.60	0.56	5%	7%	8%
PCSGH	Buy	5.30	7.00	32.1	5.3	532	500	643	0.34	0.32	0.42	-29%	-6%	29%	15.4	16.4	12.7	3.2	3.2	3.3	1.68	1.65	1.61	11%	10%	13%
SAT	Buy	13.20	18.00	36.4	15.5	641	603	768	1.51	1.42	1.81	-1%	-6%	27%	8.8	9.3	7.3	13.0	13.9	14.9	1.01	0.95	0.88	12%	11%	13%
STANLY	Neutral	176.50	200.00	13.3	188.0	1,022	1,177	1,417	13.34	15.36	18.49	-4%	15%	20%	13.2	11.5	9.5	163.2	174.3	187.3	1.08	1.01	0.94	9%	9%	10%
Banking						16.4			191,953	194,447	218,584				10.4	10.4	9.3				1.19	1.07	0.99	12%	11%	12%
Large Banks																										
BBL	Buy	159.00	180.00	13.2	175.6	34,181	33,847	36,144	17.91	17.73	18.94	-6%	-1%	7%	8.9	9.0	8.4	189.6	200.9	213.4	0.84	0.79	0.75	10%	9%	9%
KBANK	Buy	169.50	198.00	16.8	179.9	39,474	38,489	46,366	16.49	16.08	19.37	-14%	-2%	20%	10.3	10.5	8.7	119.4	133.4	148.7	1.42	1.27	1.14	15%	13%	14%
KTB	Buy	16.60	19.00	14.5	18.0	28,494	28,241	33,259	2.04	2.02	2.38	-14%	-1%	18%	8.1	8.2	7.0	17.6	19.6	21.2	0.94	0.85	0.78	12%	11%	12%
Mid/small banks																										
BAY	Sell	36.75	29.00	(21.1)	32.0	18,634	19,884	22,826	2.53	2.70	3.10	9%	7%	15%	14.5	13.6	11.8	25.9	27.8	30.1	1.42	1.32	1.22	12%	10%	11%
KKP	Neutral	41.75	42.00	0.6	44.3	3,317	4,097	4,535	3.92	4.84	5.36	25%	24%	11%	10.7	8.6	7.8	44.8	46.9	48.8	0.93	0.89	0.86	9%	11%	11%
LHBANK	Sell	1.75	1.50	(14.3)	1.7	1,652	1,981	2,203	0.12	0.09	0.10	33%	-23%	11%	14.5	18.7	16.8	1.3	1.7	1.8	1.33	1.03	0.98	10%	7%	6%
TCAP	Buy	35.25	42.00	19.1	40.2	5,437	5,922	6,525	4.25	4.63	5.11	6%	9%	10%	8.3	7.6	6.9	41.2	44.3	47.8	0.86	0.80	0.74	10%	11%	11%
TISCO	Neutral	47.00	48.00	2.1	46.8	4,250	4,829	5,056	5.31	6.03	6.31	0%	14%	5%	8.9	7.8	7.4	35.1	38.7	42.6	1.34	1.21	1.10	16%	16%	16%
TMB	Neutral	2.22	2.50	12.6	2.5	9,333	9,571	10,895	0.21	0.22	0.25	-2%	3%	14%	10.4	10.1	8.9	1.7	1.9	2.1	1.27	1.17	1.06	13%	12%	12%
Commerce						16.5			32,483	37,669	44,253				35.9	29.8	25.4				6.94	6.22	5.42	22%	23%	24%
BIGC	Neutral	208.00	230.00	10.6	219.5	6,898	7,793	8,757	8.36	9.45	10.61	-5%	13%	12%	24.9	22.0	19.6	56.6	63.4	71.2	3.68	3.28	2.92	16%	16%	16%
CPALL	Buy	49.25	60.00	21.8	55.6	13,687	16,378	19,767	1.52	1.82	2.20	39%	20%	21%	32.3	27.0	22.4	4.6	5.6	6.9	10.62	8.84	7.18	36%	36%	35%
GLOBAL	Buy	13.50	15.00	11.1	12.8	868	1,220	1,459	0.24	0.33	0.40	24%	40%	20%	56.9	40.5	33.9	4.1	4.4	4.7	3.31	3.09	2.87	6%	8%	9%
HMPRO	Neutral	9.80	9.70	(1.0)	8.7	3,499	4,040	4,610	0.27	0.31	0.35	6%	15%	14%	36.8	31.9	28.0	1.3	1.3	1.4	7.63	7.30	6.84	21%	23%	25%
MAKRO	Buy	33.25	43.00	29.3	38.0	5,378	5,697	6,679	1.12	1.19	1.39	9%	6%	17%	29.7	28.0	23.9	3.0	3.3	3.9	11.23	10.09	8.49	40%	38%	39%
ROBINS	Buy	67.00	70.00	4.5	57.7	2,153	2,541	2,981	1.94	2.29	2.68	12%	18%	17%	34.6	29.3	25.0	13.0	14.3	15.8	5.15	4.69	4.23	16%	17%	18%
Construction Materials						20.9			50,689	58,609	64,352				44.4	20.0	17.0				3.63	3.35	3.01	19%	20%	21%
Cement																										
SCC	Buy	482.00	600.00	24.5	546.7	43,435	49,577	54,014	36.20	41.31	45.01	29%	14%	9%	13.3	11.7	10.7	202.5	226.5	252.1	2.38	2.13	1.91	19%	19%	19%
SCCC	Neutral	295.00	340.00	15.3	333.4	4,596	4,465	4,777	19.98	19.41	20.77	-9%	-3%	7%	14.8	15.2	14.2	96.1	100.5	107.7	3.07	2.94	2.74	21%	20%	20%
TPIPL	Sell	2.18	2.30	5.5	2.3	278	1,342	1,592	0.01	0.07	0.08	-51%	383%	19%	158.3	32.8	27.7	2.9	3.0	3.0	0.75	0.74	0.72	0%	2%	3%
Ceramics																										
DCC	Buy	4.18	4.80	14.8	4.4	1,372	1,575	1,782	0.21	0.24	0.27	12%	15%	13%	19.9	17.3	15.3	0.5	0.5	0.6	8.74	8.06	6.98	46%	48%	49%
DRT	Sell	4.98	5.00	0.4	5.1	331	350	383	0.32	0.33	0.37	14%	6%	10%	15.8	14.9	13.6	2.1	2.2	2.3	2.35	2.28	2.20	15%	16%	16%
Others																										
EPG	Buy	13.10	18.00	37.4	16.2	676	1,300	1,805	0.30	0.46	0.64	16%	57%	39%	44.3	28.2	20.3	2.9	3.3	3.7	4.47	3.98	3.51	11%	15%	18%
Construction Services						-			2,570	4,467	4,768				167.1	44.6	33.7				2.55	2.47	2.35	12%	11%	11%
BJCHI	U/R *	6.35	U/R		7.8	1,214	1,138	1,253	0.83	0.71	0.78	32%	-15%	10%	7.7	9.0	8.1	3.4	3.7	4.1	1.89	1.70	1.54	24%	19%	20%
CK	U/R *	28.00	U/R		32.0	182	1,831	1,572	0.11	1.06	0.94	-82%	887%	-12%	261.1	26.5	29.9	12.4	12.4	12.5	2.25	2.25	2.25	9%	9%	7%
ITD	U/R *	6.65	U/R		7.5	96	276	507	0.02	0.06	0.09	-60%	221%	59%	367.6	114.7	72.3	2.8	2.7	2.8	2.40	2.47	2.39	2%	3%	4%
STEC	U/R *	22.80	U/R		26.4	1,079	1,223	1,435	0.71	0.81	0.94	-29%	14%	16%	32.2	28.3	24.3	6.2	6.6	7.1	3.66	3.47	3.20	12%	12%	14%
Electronic Components						11.1			11,567	12,344	13,449				15.6	14.0	12.6				3.04	2.53	2.20	20%	19%	18%
DELTA	Neutral	67.00	74.00	10.4	77.4	6,302	6,370	6,650	5.05	5.11	5.33	14%	1%	4%	13.3	13.1	12.6	24.5	26.5	28.7	2.73	2.53	2.33	22%	20%	19%
HANA	Neutral	29.75	30.00	0.8	30.1	2,328	2,124	2,216	2.89	2.64	2.75	39%	-9%	4%	10.3	11.3	10.8	24.1	24.8	25.5	1.23	1.20	1.17	12%	11%	11%
KCE	Buy	84.50	100.00	18.3	87.9	2,240	3,119	3,724	3.82	5.32	6.35	25%	39%	19%	22.1	15.9	13.3	13.8	17.8	22.3	6.14	4.76	3.79	31%	34%	32%
SVI	Neutral	5.10	5.40	5.9	5.8	697	732	858	0.31	0.32	0.37	-5%	4%	17%	16.6	15.9	13.6	2.5	3.1	3.3	2.03	1.63	1.53	15%	11%	12%
Energy & Utilities						140,911	154,916	173,311							16.2	15.7	12.3				1.45	1.63	1.53	13%	12%	12%
Oil & Gas and Coal																										
BANPU	U/R *	14.60	U/R		12.5	-1,534	1,530	3,029	-0.59	0.40	0.70	n.m.	n.m.	77%	n.m.	36.8	20.8	28.9	18.6	18.8	0.51	0.79	0.78	-2%	3%	4%
PTT	U/R *	312.00	U/R		322.2	64,239	81,451																			

คำแนะนำการลงทุนของ SCBS

ราคา ณ วันที่ : 28 มิ.ย. 59



Company	Rec.	Price (Bt)	Target Price	% Up/(Down)	12-mth BB-CON	Core Profit (Btm)			Core EPS (Bt)			Core EPS growth (%)			Core PER (x)			BVPS(Bt)			P/BV (x)			ROE (%)		
						15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F
Finance & Securities						3.2			6,098 6,436 7,034						11.7 11.2 10.3						2.27 2.08 1.91			20% 19% 19%		
Credit card																										
AEONTS	Buy	95.25	115.00	20.7	117.7	2,446	2,678	2,955	9.79	10.71	11.82	1%	9%	10%	9.7	8.9	8.1	48.1	55.2	63.2	1.98	1.72	1.51	22%	21%	20%
KTC	Neutral	96.50	86.00	(10.9)	107.2	2,073	2,143	2,361	8.04	8.31	9.16	18%	3%	10%	12.0	11.6	10.5	33.9	39.0	44.8	2.85	2.48	2.15	26%	23%	22%
Securities																										
ASP	Neutral	3.38	3.70	9.5	4.2	560	634	677	0.27	0.30	0.32	-32%	13%	7%	12.7	11.2	10.5	2.1	2.2	2.2	1.60	1.56	1.51	12%	14%	15%
MBKET	Sell	22.20	21.00	(5.4)	21.0	1,019	981	1,041	1.79	1.72	1.82	-19%	-4%	6%	12.4	12.9	12.2	8.4	8.6	9.0	2.63	2.58	2.47	21%	20%	21%
Food & Beverage						18.1			12,780 21,368 24,968						45.4 22.8 19.6						2.71 2.49 2.29			9% 11% 12%		
CPF	Buy	27.75	38.00	36.9	32.5	2,548	9,044	10,854	0.34	1.22	1.47	-63%	255%	20%	80.5	22.7	18.9	23.5	24.5	25.2	1.18	1.13	1.10	2%	5%	6%
MINT	Neutral	39.25	38.00	(3.2)	40.5	4,655	5,767	6,612	1.06	1.31	1.50	7%	24%	15%	37.1	30.0	26.1	8.2	9.0	10.0	4.81	4.36	3.93	14%	15%	16%
TU	Buy	21.80	25.00	14.7	22.9	5,576	6,557	7,501	1.17	1.37	1.57	-3%	18%	14%	18.7	15.9	13.9	10.2	11.0	11.9	2.14	1.98	1.84	12%	13%	14%
Health Care Services						11.2			11,626 13,079 15,051						48.8 42.1 36.1						8.35 7.81 6.99			18% 18% 19%		
BDMS	Buy	23.70	27.00	13.9	25.4	7,709	8,839	10,272	0.50	0.57	0.66	8%	15%	16%	47.6	41.5	35.7	3.6	3.7	4.0	6.54	6.44	5.89	15%	16%	17%
BH	Sell	183.00	190.00	3.8	201.3	3,390	3,578	3,976	4.65	4.91	5.46	26%	6%	11%	39.3	37.3	33.5	15.1	16.6	19.0	12.12	11.01	9.64	28%	26%	26%
BCH	Buy	12.60	14.00	11.1	12.0	527	662	803	0.21	0.27	0.32	1%	26%	21%	59.6	47.5	39.1	2.0	2.1	2.3	6.38	5.98	5.44	11%	13%	15%
Information & Communication Technology						19.6			64,978 50,157 53,677						360.7 32.6 27.7						4.17 3.57 3.53			31% 25% 24%		
Mobile																										
ADVANC	Buy	156.50	190.00	21.4	179.2	39,154	30,065	27,254	13.17	10.11	9.16	9%	-23%	-9%	11.9	15.5	17.1	16.3	16.3	16.3	9.62	9.62	9.62	82%	62%	56%
DTAC	Neutral	32.75	40.00	22.1	36.3	6,188	4,715	5,281	2.61	1.99	2.23	-42%	-24%	12%	12.5	16.4	14.7	11.5	17.5	19.6	2.85	1.87	1.67	21%	14%	12%
TRUE	Buy	7.30	10.20	39.7	6.9	53	-3,086	2,860	0.00	-0.13	0.12	n.m.	n.m.	n.m.	3385.7	n.m.	62.7	3.0	2.9	3.0	2.41	2.52	2.42	0%	-4%	4%
Internet																										
CSL	U/R *	6.00	U/R		5.5	315	340	261	0.53	0.57	0.52	-21%	8%	-9%	11.3	10.5	11.5	1.1	1.3	1.3	5.43	4.52	4.78	50%	45%	44%
THCOM	U/R *	21.50	U/R		31.7	2,717	2,466	2,513	2.48	2.25	2.29	100%	-9%	2%	8.7	9.6	9.4	16.5	17.7	18.9	1.30	1.21	1.14	15%	13%	13%
Other																										
INTUCH	U/R *	54.25	U/R		65.4	14,913	13,450	13,134	4.65	4.25	4.23	7%	-9%	0%	11.7	12.8	12.8	4.4	7.1	7.4	12.21	7.64	7.30	105%	67%	63%
JMART	U/R *	10.10	U/R		12.5	323	506	497	0.62	0.80	0.79	-2%	30%	-1%	16.4	12.6	12.8	7.2	5.7	5.7	1.40	1.76	1.76	11%	16%	12%
SAMART	U/R *	15.90	U/R		16.9	795	1,078	1,218	0.79	1.00	1.19	-46%	26%	19%	20.1	15.9	13.3	8.3	7.2	7.5	1.92	2.21	2.13	10%	16%	17%
SAMTEL	U/R *	15.70	U/R		15.8	468	564	599	0.76	0.91	0.97	-35%	21%	6%	20.7	17.2	16.2	5.6	6.1	6.1	2.81	2.60	2.58	13%	15%	16%
SIM	U/R *	1.28	U/R		0.7	52	59	60	0.01	0.01	0.01	-93%	-41%	71%	108.2	182.9	106.7	0.7	0.7	0.7	1.74	1.72	1.87	2%	3%	2%
Insurance						(0.3)			7,152 -2,958 5,571						16.0 36.1 14.0						2.97 2.73 2.43			20% 8% 20%		
BLA	Neutral	37.50	38.00	1.3	39.0	4,108	-3,587	4,415	2.41	-2.10	2.59	54%	n.m.	n.m.	15.6	n.m.	14.5	15.8	15.8	18.4	2.37	2.37	2.04	16%	-13%	15%
THRE	Sell	2.40	2.00	(16.7)	2.0	2,655	171	645	0.14	0.04	0.15	n.m.	-71%	276%	17.0	59.0	15.7	1.3	1.4	1.5	1.85	1.72	1.56	13%	3%	10%
THREL	Neutral	10.00	11.00	10.0	14.3	389	457	511	0.65	0.76	0.85	5%	17%	12%	15.4	13.1	11.7	2.1	2.4	2.7	4.68	4.10	3.68	31%	33%	33%
Media & Publishing						8.8			4,741 4,819 5,057						54.1 37.4 29.8						6.94 6.90 6.67			13% 15% 18%		
TV broadcasting																										
BEC	Sell	22.70	25.00	10.1	24.4	2,983	2,032	1,366	1.49	1.02	0.68	-35%	-32%	-33%	15.2	22.3	33.2	3.7	3.4	3.1	6.17	6.77	7.27	38%	29%	21%
GRAMMY	Neutral	8.05	8.00	(0.6)	11.7	-1,074	-216	-164	-1.31	-0.26	-0.20	29%	80%	24%	n.m.	n.m.	n.m.	2.4	2.2	2.0	3.31	3.71	4.08	-42%	-11%	-10%
MCOT	Sell	8.70	6.00	(31.0)	7.4	100	-72	-222	0.15	-0.10	-0.32	-80%	n.m.	-209%	59.8	n.m.	n.m.	11.7	11.7	11.6	0.75	0.75	0.75	1%	-1%	-3%
RS	Buy	11.30	14.00	23.9	12.8	122	344	432	0.12	0.34	0.43	-67%	183%	26%	93.8	33.2	26.4	1.8	1.9	2.1	6.42	5.96	5.46	7%	19%	22%
WORK	Buy	40.00	55.00	37.5	48.3	163	361	581	0.42	0.82	1.32	n.m.	96%	61%	95.6	48.8	30.3	7.5	8.7	10.2	5.36	4.58	3.90	7%	11%	14%
Cinema																										
MAJOR	Neutral	32.25	32.00	(0.8)	33.5	990	1,109	1,307	1.12	1.25	1.47	1%	12%	18%	28.9	25.8	21.9	7.3	7.4	7.7	4.41	4.35	4.20	15%	17%	20%
Other																										
PLANB	Buy	5.30	8.50	60.4	6.9	405	414	792	0.12	0.12	0.22	45%	2%	91%	45.9	45.1	23.7	0.8	0.8	1.0	6.38	6.31	5.42	22%	14%	25%
VGI	Neutral	6.05	5.00	(17.4)	4.2	1,053	846	966	0.15	0.12	0.14	-8%	-20%	14%	39.5	49.1	43.0	0.3	0.3	0.3	22.70	22.77	22.28	56%	46%	52%
Petrochemicals & Chemicals						-			27,112 33,076 37,254						17.8 13.9 13.1						1.52 1.41 1.32			10% 11% 11%		
IVL	U/R *	30.25	U/R		31.8	6,609	7,992	8,908	1.23	1.76	1.79	13284%	43%	2%	24.6	17.2	16.9	15.4	17.4	18.5	1.96	1.74	1.63	9%	12%	10%
PTTGC	U/R *	58.50	U/R		69.1	20,502	25,084	28,345	5.34	5.54	6.34	67%	4%	14%	11.0	10.6	9.2	54.3	54.7	57.6	1.08	1.07	1.02	10%	11%	11%
Property Development						22.0			33,624 39,481 45,649						16.4 11.7 9.9						1.59 1.45 1.31			14% 15% 16%		
Industrial Estate																										
AMATA	Buy	12.70	21.00	65.4	17.0	865	1,010	1,492	0.81	0.95	1.40	-61%	17%	48%	15.7	13.4	9.1	12.7	13.1	14.2	1.00	0.97	0.90	7%	7%	10%
AMATAV	Buy	8.60	10.50	22.1	10.5	121	475	858	0.15	0.51	0.92	-6%	236%	81%	56.9	16.9	9.4	3.3	3.6	4.3	2.64	2.39	1.98	6%	15%	23%
ROJNA	Neutral	5.15	7.16	39.0		418	418	418	0.24	0.24	0.24	-35%	0%	0%	21.6	21.6	21.6	7.8	7.8	7.8	0.66	0.66	0.66	3%	0%	0%
TICON	Neutral	13.90	13.00	(6.5)	12.6	803	883	969	0.73	0.80	0.88	-5%	10%	10%	19.0	17.3	15.8	10.6	10.9	11.2	1.31	1.27	1.24	7%	7%	8%
WHA	U/R *	3.04	U/R	-	3.6	1,845	3,769	4,487	0.19	0.27	0.30	0%	0%	0%	15.8	11.4	10.0	1.3	1.5	1.8	2.35	1.97	1.74	25%	18%	17%

Company	Rec.	Price (Bt)	Target Price	% Up/(Down)	12-mth BB-CON	Core Profit (Btm)			Core EPS (Bt)			Core EPS growth (%)			Core PER (x)			BVPS(Bt)			P/BV (x)			ROE (%)			
						15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F	
Residential																											
AP	Buy	7.20	8.00	11.1	7.5	2,486	3,010	3,772	0.79	0.96	1.20	-5%	21%	25%	9.1	7.5	6.0	5.6	6.3	7.2	1.28	1.14	1.00	15%	16%	18%	
LH	Buy	9.05	12.00	32.6	10.2	6,690	7,866	9,676	0.57	0.67	0.82	-10%	18%	23%	15.9	13.5	11.0	3.9	3.9	4.3	2.33	2.31	2.12	15%	17%	20%	
LPN	Neutral	12.80	15.00	17.2	14.2	2,413	2,742	2,759	1.64	1.86	1.87	19%	14%	1%	7.8	6.9	6.8	7.8	8.8	9.7	1.63	1.45	1.33	22%	22%	20%	
PS	Neutral	25.00	30.00	20.0	29.5	7,680	8,014	8,467	3.44	3.59	3.79	15%	4%	6%	7.3	7.0	6.6	15.3	17.2	19.2	1.63	1.45	1.31	24%	22%	21%	
QH	Buy	2.62	3.30	26.0	2.8	3,084	3,312	3,746	0.29	0.31	0.35	-8%	7%	13%	9.1	8.5	7.5	2.0	2.2	2.4	1.30	1.20	1.10	15%	15%	15%	
SIRI	Buy	1.86	2.10	12.9	1.8	2,869	2,958	3,053	0.20	0.21	0.21	8%	3%	3%	9.3	9.0	8.7	1.9	2.0	2.1	0.98	0.94	0.89	11%	11%	10%	
SPALI	Buy	22.60	28.00	23.9	22.8	4,349	5,026	5,951	2.53	2.93	3.47	-3%	16%	18%	8.9	7.7	6.5	11.6	13.3	15.4	1.96	1.70	1.47	23%	24%	24%	
Property Fund						6,082	6,041	6,402													1.03	1.03	1.02				
Commercial																											
CPNRF	Buy	20.10	21.00	4.5	21.8	2,988	3,071	3,318	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	12.6	12.7	12.7	1.60	1.59	1.58	n.a.	n.a.	n.a.	
LHSC	Buy	13.50	12.00	(11.1)		344	371	404	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	10.3	10.3	10.5	1.32	1.31	1.29	n.a.	n.a.	n.a.	
Industrial																											
TFUND	Sell	11.00	11.00	-	9.1	1,048	834	853	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	11.3	11.3	11.3	0.98	0.97	0.97	n.a.	n.a.	n.a.	
TLOGIS	Buy	12.40	13.00	4.8	12.9	369	391	428	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	11.7	11.7	11.8	1.06	1.06	1.05	n.a.	n.a.	n.a.	
WHAPF	Buy	11.40	14.00	22.8	11.0	706	728	751	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	10.8	11.1	11.4	1.06	1.03	1.00	n.a.	n.a.	n.a.	
Office																											
QHPF	Buy	11.50	10.50	(8.7)		252	259	251	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	10.9	10.9	10.9	1.05	1.05	1.05	n.a.	n.a.	n.a.	
POPF	Buy	16.90	12.00	(29.0)		374	386	396	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	93.2	93.2	93.2	0.18	0.18	0.18	n.a.	n.a.	n.a.	
Tourism & Leisure						29.5	1,874	2,238	2,628							43.2	29.8	25.0				3.66	3.35	3.06	11%	12%	13%
CENTEL	Buy	37.25	47.00	26.2	43.3	1,676	1,900	2,220	1.24	1.41	1.64	54%	13%	17%	30.0	26.5	22.6	7.4	8.2	9.2	5.05	4.53	4.05	18%	18%	19%	
ERW	Buy	4.50	6.50	44.4	5.6	198	337	408	0.08	0.14	0.16	n.m.	70%	21%	56.3	33.0	27.3	2.0	2.1	2.2	2.27	2.17	2.06	4%	7%	8%	
Transportation & Logistics						6.0	13,228	22,445	29,991							36.0	35.6	26.9				2.42	2.38	2.23	-4%	4%	10%
Aviation																											
AAV	Buy	6.15	7.50	22.0	6.9	1,191	2,060	2,118	0.25	0.42	0.44	946%	73%	3%	25.0	14.5	14.1	4.2	4.5	4.8	1.48	1.37	1.28	6%	10%	9%	
AOT	Neutral	389.00	420.00	8.0	422.0	15,755	19,109	22,741	11.03	13.38	15.92	31%	21%	19%	35.3	29.1	24.4	76.2	84.1	94.7	5.11	4.62	4.11	15%	17%	18%	
NOK	Buy	8.60	9.50	10.5	7.5	-1,039	-216	258	-1.66	-0.34	0.41	-120%	79%	n.m.	n.m.	n.m.	20.8	4.9	4.5	4.9	1.76	1.92	1.76	-30%	-7%	9%	
THAI	Sell	24.60	15.50	(37.0)	13.6	-5,008	-258	2,924	-2.29	-0.12	1.34	77%	95%	n.m.	n.m.	n.m.	18.4	15.1	15.0	16.3	1.63	1.64	1.51	-13%	-1%	9%	
Mass Transit																											
BTS	Buy	9.35	10.50	12.3	10.1	2,329	1,749	1,950	0.20	0.15	0.16	3%	-25%	11%	47.6	63.2	56.7	4.4	4.0	3.8	2.13	2.36	2.49	4%	4%	4%	
Infrastructure Fund																											
DIF	Buy	12.60	14.00	11.1	15.6	4,862	6,025	6,180										13.5	13.6	13.7	0.93	0.93	0.92				
SCBS Coverage		1437.42	12.0			617,080	656,759	750,718	80.18	85.34	97.63	6.2%	6.4%	14.4%	17.9	16.8	14.7				1.8	1.7	1.6	11%	11%	12%	

Note: Under Review; consensus data used

Company	Rec.	Price (Bt)	Target Price	% Up/(Down)	12-mth BB-CON	DPS (Bt)			Dividend Yield (%)			EV/EBITDA (x)			EBITDA Growth (%)			Net Debt (Btm)			Shares (m Shrs.)	Mkt. Cap. (Btm)	%Mkt.Cap / SET
						15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F			
Agribusiness																							
GFPT	Buy	11.30	16.00	41.6	14.1	0.25	0.31	0.35	2.21	2.72	3.11	8.31	7.43	6.56	-16.68	8.81	9.06	3,553	3,054	2,421	1,254	14,168	0.10
Automotive																							
AH	Buy	12.00	15.00	25.0	11.3	0.30	0.41	0.51	2.50	3.42	4.25	6.22	4.93	3.80	-7.13	11.73	10.27	2,932	2,149	1,248	323	3,871	0.03
PCSGH	Buy	5.30	7.00	32.1	5.3	0.40	0.26	0.33	0.08	0.05	0.06	6.55	6.72	5.69	-9.68	-6.78	14.19	(800)	(1,118)	(1,358)	1,545	8,189	0.06
SAT	Buy	13.20	18.00	36.4	15.5	0.60	0.57	0.72	4.55	4.30	5.47	4.07	4.00	3.14	-1.63	-7.27	11.40	973	391	(364)	425	5,613	0.04
STANLY	Neutral	176.50	200.00	13.3	188.0	5.00	4.60	5.50	2.83	2.61	3.12	3.93	3.71	2.96	11.66	-4.38	11.38	(3,960)	(4,907)	(5,855)	77	13,524	0.10
Banking																							
Large Banks																							
BBL	Buy	159.00	180.00	13.2	175.6	6.50	6.38	6.82	4.09	4.01	4.29							-	-	-	1,909	303,506	2.21
KBANK	Buy	169.50	198.00	16.8	179.9	4.00	4.00	4.50	2.36	2.36	2.65							-	-	-	2,393	405,658	2.96
KTB	Buy	16.60	19.00	14.5	18.0	0.76	0.75	0.88	4.58	4.50	5.30							-	-	-	13,976	232,003	1.69
Mid/small banks																							
BAY	Sell	36.75	29.00	(21.1)	32.0	0.76	0.81	0.93	2.07	2.21	2.53							-	-	-	7,356	270,324	1.97
KKP	Neutral	41.75	42.00	0.6	44.3	3.00	3.39	3.75	7.19	8.11	8.98							-	-	-	847	35,352	0.26
LHBANK	Sell	1.75	1.50	(14.3)	1.7	0.03	0.03	0.03	1.89	1.60	1.78										13,639	23,868	0.17
TCAP	Buy	35.25	42.00	19.1	40.2	1.60	1.60	1.60	4.54	4.54	4.54							-	-	-	1,278	45,043	0.33
TISCO	Neutral	47.00	48.00	2.1	46.8	2.40	2.40	2.50	5.11	5.11	5.32							-	-	-	801	37,630	0.27
TMB	Neutral	2.22	2.50	12.6	2.5	0.06	0.07	0.07	2.88	2.96	3.37							-	-	-	43,807	97,252	0.71
Commerce																							
BIGC	Neutral	208.00	230.00	10.6	219.5	2.62	2.83	3.18	1.26	1.36	1.53	14.02	12.81	11.31	-6.39	6.64	9.50	10,291	5,589	-203	825	171,600	1.25
CPALL	Buy	49.25	60.00	21.8	55.6	0.90	0.91	1.10	1.83	1.85	2.23	18.55	16.70	14.81	21.41	9.83	11.11	166,485	159,743	151,077	8,983	442,418	3.23
GLOBAL	Buy	13.50	15.00	11.1	12.8	0.04	0.06	0.07	0.32	0.44	0.53	27.50	21.62	18.71	15.25	25.19	14.99	4,226	3,364	3,125	3,658	49,390	0.36
HMPRO	Neutral	9.80	9.70	(1.0)	8.7	0.25	0.26	0.28	2.55	2.66	2.86	18.30	16.46	14.85	11.62	13.12	11.68	11,661	14,105	15,247	13,151	128,882	0.94
MAKRO	Buy	33.25	43.00	29.3	38.0	0.85	0.77	0.78	2.56	2.32	2.34	18.44	17.22	14.90	14.13	7.39	15.11	4,909	5,389	4,729	4,800	159,600	1.16
ROBINS	Buy	67.00	70.00	4.5	57.7	1.00	1.14	1.34	1.49	1.71	2.00	16.87	15.27	14.05	14.22	9.44	7.73	1,465	769	122	1,111	74,414	0.54
Construction Materials																							
Cement																							
SCC	Buy	482.00	600.00	24.5	546.7	16.00	18.59	20.26	3.32	3.86	4.20	8.51	7.74	7.05	30.36	10.15	8.98	167,991	168,822	163,190	1,200	578,400	4.22
SCCC	Neutral	295.00	340.00	15.3	333.4	15.00	13.61	13.50	5.08	4.61	4.58	9.90	9.66	9.50	-2.86	-1.16	7.20	5,991	3,368	7,180	230	67,850	0.49
TPIPL	Sell	2.18	2.30	5.5	2.3	0.01	0.01	0.01	0.52	0.46	0.54	15.32	12.37	11.16	43.74	22.27	8.84	26,141	25,257	23,969	20,190	44,014	0.32
Ceramics																							
DCC	Buy	4.18	4.80	14.8	4.4	0.19	0.19	0.27	4.43	4.62	6.54	13.73	12.12	10.69	8.14	12.82	11.51	743	628	176	6,528	27,287	0.20
DRT	Sell	4.98	5.00	0.4	5.1	0.27	0.29	0.32	5.33	5.83	6.43	7.91	7.41	6.90	7.96	5.37	5.53	1,097	1,009	905	1,048	5,219	0.04
Others																							
EPG	Buy	13.10	18.00	37.4	16.2	0.00	0.20	0.26	0.00	1.53	1.97	27.32	20.44	15.70	9.92	58.51	29.25	2,430	1,746	1,465	2,800	36,680	0.27
Construction Services																							
				-					3.10	2.41	2.60	17.15	17.77	17.39	-9.19	2.60	8.61	68,566	80,218	86,223		127,472	0.93
BJCHI	U/R *	6.35	U/R		7.8	0.50	0.41	0.46	7.87	6.46	7.17	6.70	7.20	6.39	9.07	5.05	7.29	-1,147	-1,009	-1,433	1,600	10,160	0.07
CK	U/R *	28.00	U/R		32.0	0.65	0.44	0.38	2.32	1.56	1.36	29.89	34.05	36.12	-24.10	2.29	-2.65	39,928	53,356	58,030	1,694	47,429	0.35
ITD	U/R *	6.65	U/R		7.5	0.00	0.00	0.01	0.00	0.05	0.11	14.32	13.04	12.98	-3.20	3.64	12.86	30,508	30,301	32,982	5,280	35,111	0.26
STEC	U/R *	22.80	U/R		26.4	0.50	0.36	0.40	2.19	1.59	1.76	17.68	16.77	14.08	-18.54	-0.59	16.93	-723	-2,430	-3,356	1,525	34,772	0.25
Electronic Components																							
DELTA	Neutral	67.00	74.00	10.4	77.4	3.10	3.10	3.20	4.63	4.63	4.78	8.56	8.41	7.67	14.45	1.72	5.62	-20,298	-20,324	-22,630	1,247	83,575	0.61
HANA	Neutral	29.75	30.00	0.8	30.1	2.00	2.00	2.00	6.72	6.72	6.72	4.18	4.24	3.75	11.69	-2.49	5.07	-9,121	-9,282	-10,346	805	23,945	0.17
KCE	Buy	84.50	100.00	18.3	87.9	1.30	1.70	2.00	1.54	2.01	2.37	17.28	12.68	10.59	26.77	31.21	15.61	5,587	3,515	1,700	577	48,721	0.36
SVI	Neutral	5.10	5.40	5.9	5.8	0.08	0.08	0.16	1.57	1.57	3.14	9.90	9.31	7.72	-11.18	10.37	20.01	-2,987	-2,736	-2,860	2,266	11,555	0.08
Energy & Utilities																							
Oil & Gas and Coal																							
BANPU	U/R *	14.60	U/R		12.5	1.00	0.44	0.50	6.85	2.98	3.45	6.69	13.82	12.93	6.90	-39.49	10.98	80,048	91,058	90,012	3,873	56,543	0.41
PTT	U/R *	312.00	U/R		322.2	10.00	11.02	12.14	3.21	3.53	3.89	3.70	3.88	3.62	25.31	-11.42	6.28	313,121	212,170	203,112	2,856	891,165	6.50
PTTEP	U/R *	81.00	U/R		76.6	3.00	1.67	2.21	3.70	2.06	2.73	2.38	3.14	2.49	-25.75	-18.89	11.22	-9,182	-3,379	-15,684	3,970	321,569	2.35
Refineries																							
BCP	U/R *	30.50	U/R		34.1	1.40	1.69	1.81	4.59	5.53	5.93	5.58	5.60	5.28	124.62	17.13	8.45	15,331	25,370	26,870	1,377	41,996	0.31
ESSO	U/R *	5.90	U/R		3.8	0.00	0.02	0.00	0.00	0.34	0.00	8.18	11.80	10.90	n.m.	-29.81	8.41	38,031	34,730	34,730	3,461	20,419	0.15
IRPC	U/R *	4.78	U/R		5.5	0.22	0.21	0.23	4.60	4.39	4.75	7.43	7.18	6.52	n.m.	1.96	2.10	50,128	47,237	37,850	20,434	97,677	0.71
TOP	U/R *	59.75	U/R		71.5	2.70	3.19	3.18	4.52	5.34	5.32	6.83	5.26	4.97	1194.70	10.41	-0.02	37,839	20,789	12,135	2,040	121,892	0.89
Utilities																							
EGCO	U/R *	190.00	U/R		192.1	6.25	6.51	7.06	3.29	3.42	3.72	24.47	23.88	18.24	-7.93	4.97	31.42	78,441	82,759	83,409	526	100,028	0.73
GLOW	U/R *	85.00	U/R		88.4	5.75	5.05	5.21	6.76	5.94	6.13	9.15	8.84	8.61	-6.04	0.78	-1.43	41,938	37,715	31,074	1,463	124,344	0.91
GUNKUL	U/R *	5.35	U/R		5.7	0.06	0.09	0.17	1.17	1.70	3.16	51.83	17.97	14.08	77.73	147.84	85.18	1,027	5,955	18,654	6,359	34,019	0.25
RATCH	U/R *	51.00	U/R		58.0	2.27	2.39	2.49	4.45	4.69	4.88	38.26	10.09	10.02	-0.68	279.33	-3.56	9,861	9,696	6,377	1,450	73,950	0.54
TTW	Neutral	10.80	11.00	1.9	11.4	0.60	0.62	0.63	5.56	5.70	5.81	10.06	10.25	10.02	-1.76	-0.63	1.61	1,288	1,841	1,548	3,990	43,092	0.31

Company	Rec.	Price (Bt)	Target Price	% Up/(Down)	12-mth BB-CON	DPS (Bt)			Dividend Yield (%)			EV/EBITDA (x)			EBITDA Growth (%)			Net Debt (Btm)			Shares (m Shrs.)	Mkt. Cap. (Btm)	%Mkt.Cap / SET		
						15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F					
Finance & Securities						3.2			5.22 5.38 5.80												68,483		0.50		
Credit card																									
AEONTS	Buy	95.25	115.00	20.7	117.7	3.45	3.75	4.14	3.62	3.94	4.34										250	23,813	0.17		
KTC	Neutral	96.50	86.00	(10.9)	107.2	3.22	3.32	3.66	3.33	3.45	3.80										258	24,881	0.18		
Securities																									
ASP	Neutral	3.38	3.70	9.5	4.2	0.24	0.26	0.27	7.10	7.57	8.09										2,106	7,117	0.05		
MBKET	Sell	22.20	21.00	(5.4)	21.0	1.52	1.46	1.55	6.84	6.58	6.98										571	12,672	0.09		
Food & Beverage						18.1			2.16 2.29 2.53			18.74 15.41 14.16			-0.88 22.99 7.76			291,660 305,665 304,327			491,888		3.59		
CPF	Buy	27.75	38.00	36.9	32.5	0.75	0.71	0.73	2.70	2.56	2.65	18.47	14.08	13.76	-7.15	34.76	3.30	213,917	225,471	229,420	7,743	214,867	1.57		
MINT	Neutral	39.25	38.00	(3.2)	40.5	0.35	0.46	0.53	0.89	1.17	1.34	25.20	21.12	18.78	6.09	21.42	10.85	41,441	45,153	42,005	4,408	172,996	1.26		
TU	Buy	21.80	25.00	14.7	22.9	0.63	0.69	0.79	2.89	3.15	3.61	12.56	11.04	9.96	-1.59	12.78	9.11	36,302	35,041	32,901	4,772	104,026	0.76		
Health Care Services						11.2			0.97 1.09 1.26			25.11 22.87 20.19			10.87 9.97 11.40			25,492 26,645 20,224			531,899		3.88		
BDMs	Buy	23.70	27.00	13.9	25.4	0.26	0.29	0.33	1.08	1.20	1.40	27.67	24.73	21.77	11.70	12.09	12.39	24,337	25,172	20,940	15,491	367,136	2.68		
BH	Sell	183.00	190.00	3.8	201.3	2.35	2.46	2.73	1.28	1.34	1.49	24.25	23.12	20.74	17.71	5.21	10.54	(1,832)	(1,399)	(2,488)	729	133,342	0.97		
BCH	Buy	12.60	14.00	11.1	12.0	0.07	0.09	0.11	0.56	0.74	0.89	23.43	20.74	18.04	3.21	12.60	11.27	2,987	2,872	1,772	2,494	31,421	0.23		
Information & Communication Technology						19.6			4.79 4.48 4.53			9.70 13.50 10.71			-3.79 -6.96 12.61			167,334 323,133 336,419			962,882		7.02		
Mobile																									
ADVANC	Buy	156.50	190.00	21.4	179.2	13.17	10.11	9.17	8.42	6.46	5.86	6.75	6.98	6.58	7.92	-5.40	6.19	13,327	2,636	2,636	2,973	465,289	3.39		
DTAC	Neutral	32.75	40.00	22.1	36.3	2.93	1.99	2.23	8.95	6.08	6.81	4.33	5.38	5.77	-10.32	1.92	5.50	42,026	73,632	93,670	2,368	77,546	0.57		
TRUE	Buy	7.30	10.20	39.7	6.9	0.01	0.00	0.06	0.09	0.00	0.80	12.08	15.93	11.44	28.41	13.84	37.83	87,547	221,630	217,481	24,977	182,332	1.33		
Internet																									
CSL	U/R *	6.00	U/R		5.5	0.44	0.49	0.47	7.33	8.22	7.83	6.77	6.34	5.42	-13.31	-8.06	-4.26	65	-455	-455	595	3,567	0.03		
THCOM	U/R *	21.50	U/R		31.7	0.65	0.90	0.93	3.02	4.20	4.31	4.95	4.63	4.19	31.48	6.36	3.97	5,053	4,865	3,182	1,096	23,564	0.17		
Other																									
INTUCH	U/R *	54.25	U/R		65.4	4.63	4.12	3.93	8.53	7.60	7.24	11.52	31.30	29.46	6.96	-61.83	2.70	-1,799	6,588	4,226	3,206	173,948	1.27		
JMART	U/R *	10.10	U/R		12.5	0.47	0.48	0.40	4.65	4.70	3.96	12.84	14.03	10.25	8.59	-15.05	36.35	4,389	2,608	2,608	524	5,297	0.04		
SAMART	U/R *	15.90	U/R		16.9	0.50	0.60	0.67	3.14	3.77	4.19	7.65	6.27	5.48	-24.85	13.55	11.94	8,289	5,434	5,843	1,007	16,003	0.12		
SAMTEL	U/R *	15.70	U/R		15.8	0.40	0.53	0.58	2.55	3.39	3.69	7.44	7.02	6.85	-15.30	12.92	10.23	2,918	3,741	4,773	618	9,703	0.07		
SIM	U/R *	1.28	U/R		0.7	0.02	0.01	0.01	1.17	0.39	0.63	22.69	37.07	21.69	-57.44	-27.81	15.64	5,519	2,455	2,455	4,400	5,632	0.04		
Insurance						(0.3)			1.67 2.07 2.77															80,056	0.58
BLA	Neutral	37.50	38.00	1.3	39.0	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00										1,705	63,940	0.47		
THRE	Sell	2.40	2.00	(16.7)	2.0	0.00	0.01	0.05	0.00	0.51	1.91										4,215	10,116	0.07		
THREL	Neutral	10.00	11.00	10.0	14.3	0.50	0.57	0.64	5.00	5.71	6.38										600	6,000	0.04		
Media & Publishing						8.8			1.79 1.67 1.85			24.68 17.75 21.81			10.90 92.25 2.71			14,699 18,113 20,427			174,984		1.28		
TV broadcasting																									
BEC	Sell	22.70	25.00	10.1	24.4	1.34	0.91	0.61	5.91	4.03	2.71	8.73	11.41	13.39	-28.25	-21.14	-13.60	5,781	7,349	8,091	2,000	45,400	0.33		
GRAMMY	Neutral	8.05	8.00	(0.6)	11.7	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	90.14	11.59	20.11	-75.50	788.47	-32.62	3,077	4,451	6,328	820	6,601	0.05		
MCOT	Sell	8.70	6.00	(31.0)	7.4	0.06	0.00	0.00	0.71	0.00	0.00	5.20	27.26	66.60	60.85	-80.30	-58.99	3,424	3,722	3,739	687	5,978	0.04		
RS	Buy	11.30	14.00	23.9	12.8	0.07	0.21	0.26	0.65	1.84	2.31	10.38	7.91	6.76	-21.28	32.04	12.99	65	141	-258	1,010	11,412	0.08		
WORK	Buy	40.00	55.00	37.5	48.3	0.22	0.40	0.65	0.56	0.99	1.63	20.23	19.30	15.02	112.15	22.30	34.79	-62	507	1,398	417	16,690	0.12		
Cinema																									
MAJOR	Neutral	32.25	32.00	(0.8)	33.5	1.18	1.11	1.31	3.65	3.45	4.07	13.88	13.29	11.81	2.03	3.98	11.51	3,635	3,513	3,212	893	28,785	0.21		
Other																									
PLANB	Buy	5.30	8.50	60.4	6.9	0.06	0.06	0.11	1.12	1.11	2.12	20.17	19.17	11.93	41.78	2.84	56.39	-1,034	-1,503	-2,030	3,507	18,589	0.14		
VGI	Neutral	6.05	5.00	(17.4)	4.2	0.10	0.12	0.12	1.72	1.93	1.98	28.70	32.04	28.82	-4.62	-10.16	11.22	-187	-66	-52	6,864	41,529	0.30		
Petrochemicals & Chemicals						-			3.19 3.26 3.59			9.31 7.98 7.50			28.69 14.68 9.31			135,203 139,100 139,100			409,399		2.99		
IVL	U/R *	30.25	U/R		31.8	0.48	0.56	0.58	1.59	1.84	1.92	12.51	9.35	8.97	26.42	27.12	10.25	73,843	87,198	87,198	4,814	145,632	1.06		
PTTGC	U/R *	58.50	U/R		69.1	2.80	2.74	3.08	4.79	4.68	5.27	6.10	6.61	6.03	30.96	2.25	8.36	61,360	51,902	51,902	4,509	263,768	1.92		
Property Development						22.0			4.37 4.34 4.93			12.43 11.27 9.73			12.59 21.01 18.33			220,963 216,514 210,416			387,914		2.83		
Industrial Estate																									
AMATA	Buy	12.70	21.00	65.4	17.0	0.46	0.37	0.55	3.62	2.91	4.29	8.93	9.72	7.90	-44.26	16.50	42.70	3,349	7,874	11,310	1,067	13,551	0.10		
AMATAV	Buy	8.60	10.50	22.1	10.5	0.16	0.17	0.18	1.82	1.94	2.12	19.78	15.27	8.60	15.21	162.10	80.08	-899	4,111	4,285	935	8,041	0.06		
ROJNA	Neutral	5.15	7.16	39.0		0.13	0.00	0.00	2.54	0.00	0.00	19.28	19.28	19.28	-19.50	0.00	0.00	15,306	15,306	15,306	1,975	10,172	0.07		
TICON	Neutral	13.90	13.00	(6.5)	12.6	0.50	0.57	0.63	3.60	4.12	4.53	18.36	16.88	15.83	12.98	8.68	9.33	20,172	20,129	21,036	1,099	15,278	0.11		
WHA	U/R *	3.04	U/R	-	3.6	0.00	0.06	0.07	0.00	1.97	2.37	10.88	6.28	6.46	154.69	13.88	3.27	46,602	30,633	32,562	14,322	43,540	0.32		

Company	Rec.	Price (Bt)	Target Price	% Up/(Down)	12-mth BB-CON	DPS (Bt)			Dividend Yield (%)			EV/EBITDA (x)			EBITDA Growth (%)			Net Debt (Btm)			Shares (m Shrs.)	Mkt. Cap. (Btm)	%Mkt.Cap / SET
						15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F			
Residential																							
AP	Buy	7.20	8.00	11.1	7.5	0.25	0.32	0.40	3.47	4.44	5.50	10.50	9.21	7.41	-3.29	16.27	20.17	14,258	14,986	13,757	3,146	22,650	0.17
LH	Buy	9.05	12.00	32.6	10.2	0.65	0.47	0.58	7.18	5.19	6.38	13.93	14.02	11.20	-8.77	1.20	22.69	31,493	34,097	31,264	11,772	106,539	0.78
LPN	Neutral	12.80	15.00	17.2	14.2	0.90	1.02	1.03	7.03	7.99	8.04	7.32	6.61	6.59	21.51	9.69	0.61	4,367	4,142	4,212	1,476	18,889	0.14
PS	Neutral	25.00	30.00	20.0	29.5	1.75	1.83	1.93	7.00	7.30	7.72	7.25	6.90	6.15	11.24	4.81	6.14	18,339	18,122	14,178	2,233	55,817	0.41
QH	Buy	2.62	3.30	26.0	2.8	0.14	0.15	0.17	5.34	5.66	6.41	12.54	11.76	10.17	-6.85	6.85	12.52	22,362	22,436	21,110	10,714	28,072	0.20
SIRI	Buy	1.86	2.10	12.9	1.8	0.12	0.10	0.10	6.45	5.35	5.62	10.88	11.03	10.39	16.84	-4.32	3.60	26,224	24,666	23,409	14,286	26,571	0.19
SPALI	Buy	22.60	28.00	23.9	22.8	1.00	1.17	1.39	4.42	5.18	6.14	9.54	8.28	6.73	1.27	16.50	18.88	19,390	20,011	17,988	1,717	38,794	0.28
Property Fund									5.59	5.88	6.11										96,847	0.71	
Commercial																							
CPNRF	Buy	20.10	21.00	4.5	21.8	1.22	1.25	1.35	6.05	6.22	6.72	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	2,212	44,471	0.32
LHSC	Buy	13.50	12.00	(11.1)		0.74	0.76	0.78	5.50	5.63	5.76	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	488	6,589	0.05
Industrial																							
TFUND	Sell	11.00	11.00	-	9.1	0.65	0.70	0.72	5.86	6.40	6.54	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	1,150	12,645	0.09
TLOGIS	Buy	12.40	13.00	4.8	12.9	0.79	0.93	1.01	6.37	7.46	8.18	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	414	5,132	0.04
WHAPF	Buy	11.40	14.00	22.8	11.0	0.73	0.70	0.71	6.40	6.17	6.25	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	939	10,705	0.08
Office																							
QHPF	Buy	11.50	10.50	(8.7)		0.31	0.32	0.31	2.69	2.77	2.68	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	797	9,166	0.07
POPF	Buy	16.90	12.00	(29.0)		1.06	1.10	1.12	6.27	6.48	6.65	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	482	8,140	0.06
Tourism & Leisure						29.5			0.98	1.29	1.52	12.78	11.39	10.54	38.92	14.68	8.17	15,766	17,412	16,483	61,529	0.45	
CENTEL	Buy	37.25	47.00	26.2	43.3	0.40	0.56	0.66	1.07	1.51	1.77	12.33	11.48	10.30	16.37	9.68	8.78	8,175	9,405	7,989	1,350	50,288	0.37
ERW	Buy	4.50	6.50	44.4	5.6	0.04	0.05	0.06	0.89	1.06	1.28	13.22	11.29	10.77	61.47	19.69	7.55	7,591	8,008	8,494	2,498	11,242	0.08
Transportation & Logistics						6.0			1.94	2.07	1.72	13.23	21.16	15.30	162.65	19.75	59.36	136,093	132,072	122,997	756,152	5.51	
Aviation																							
AAV	Buy	6.15	7.50	22.0	6.9	0.10	0.11	0.11	1.63	1.73	1.77	9.32	6.15	5.74	191.73	54.28	5.83	6,446	7,137	6,657	4,850	29,828	0.22
AOT	Neutral	389.00	420.00	8.0	422.0	6.54	5.35	6.37	1.68	1.38	1.64	19.17	16.74	14.83	24.78	13.14	13.65	-16,060	-22,506	-18,802	1,429	555,714	4.05
NOK	Buy	8.60	9.50	10.5	7.5	0.00	0.00	0.21	0.00	0.00	2.40	-2.17	33.73	8.85	n.m.	n.m.	264.45	-4,010	-1,992	-2,139	625	5,375	0.04
THAI	Sell	24.60	15.50	(37.0)	13.6	0.00	0.00	0.33	0.00	0.00	1.36	11.39	7.99	6.86	436.37	33.05	7.53	160,911	146,543	131,140	2,183	53,696	0.39
Mass Transit																							
BTS	Buy	9.35	10.50	12.3	10.1	0.60	0.68	0.13	6.42	7.23	1.41	28.43	41.20	40.22	-2.28	-21.45	5.37	-11,194	2,890	6,141	11,929	111,539	0.81
Infrastructure Fund																							
DIF	Buy	12.60	14.00	11.1	15.6	0.90	1.00	1.01	7.12	7.92	8.03										5,808	73,181	0.53
SCBS Coverage		1437.42		12.0					3.4%	3.3%	3.5%	10.14	10.35	9.44	16.72	-1.13	8.87	2,112,957	2,187,111	2,122,691		10,054,803	72.36

Note: Under Review; consensus data used

Disclaimer:

ข้อมูลในรายงานนี้เป็นข้อมูลที่มีการเปิดเผยต่อสาธารณะ ซึ่งนักลงทุนสามารถเข้าถึงได้โดยทั่วไป และเป็นข้อมูลที่เชื่อว่ามาเชื่อถือได้ แต่ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ไทยพาณิชย์ จำกัด (“บริษัท”) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความถูกต้อง หรือสมบูรณ์ของข้อมูลดังกล่าวแต่อย่างใด ความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานนี้เป็นเพียงการนำเสนอในมุมมองของบริษัท และเป็นความคิดเห็น ณ วันที่ที่ปรากฏในรายงานเท่านั้น ซึ่งอาจเปลี่ยนแปลงได้ตามหลังวันดังกล่าว โดยบริษัทไม่จำเป็นต้องแจ้งให้สาธารณชน หรือนักลงทุนทราบ รายงานนี้จัดทำขึ้นเพื่อเผยแพร่ข้อมูลให้กับนักลงทุนเท่านั้น บริษัทไม่รับผิดชอบต่อการนำข้อมูลหรือความคิดเห็นใดๆไปใช้ในทางกรณี ดังนั้นนักลงทุนควรควรใช้ดุลพินิจในการพิจารณาตัดสินใจก่อนการลงทุน นอกจากนี้ บริษัท แล/หรือ บริษัทใดเครือของบริษัทอาจมีส่วนเกี่ยวข้องหรือผลประโยชน์ใดๆกับบริษัทใดๆที่ถูกลำดับถึงในรายงานนี้ก็ได้

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

เอกสารฉบับนี้จัดทำโดย บริษัทหลักทรัพย์ไทยพาณิชย์ จำกัด (“SCBS”) ซึ่งมีธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) (“ธนาคาร”) (“ธนาคาร”) เป็นผู้ออกยืมรายใหญ่แห่งเดียวเพียงผู้เดียว โดยธนาคารฯ ได้ทำหน้าที่เป็นที่ปรึกษาทางการเงินของ บริษัท สยามนิเคโคร จำกัด (มหาชน) SCBS ได้ทำหน้าที่เป็นผู้จัดการร่วมการจัดจำหน่ายและรับประกันการจำหน่ายของ บริษัท สยามนิเคโคร จำกัด (มหาชน) ความเห็น ว่า บทวิจัย บทวิเคราะห์ ราคา ข้อความ การคาดการณ์ การประเมิน แล/หรือ ข้อมูลอื่นที่ระบุในเอกสารฉบับนี้ (“ข้อมูล”) มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้เป็นข้อมูลทั่วไปเท่านั้น แต่อาจตีความได้ว่าเป็นการให้คำแนะนำแก่บุคคลใดๆ หรือเป็นการเสนอซื้อ หรือเสนอขาย หรือชักชวนให้เสนอซื้อหรือเสนอขายหลักทรัพย์ โดย SCBS แล/หรือกรรมการ พนักงาน แลลูกจ้างของ SCBS ย่อมไม่ได้รับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่ความเสียหายทางตรง ความเสียหายทางอ้อม ความเสียหายจากการตัดสินใจ หรือความเสียหายอื่นสืบเนื่อง อันเป็นผลจากการใช้หรือการเชื่อถือต่อการใช้ข้อมูล ทั้งนี้ รวมทั้งแต่ไม่จำกัดเพียงการสูญเสียค่าไร นักลงทุนพึงใช้ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ประกอบข้อมูลและความคิดเห็นอื่นๆ รวมทั้งพิจารณาขนาดของงบในการตัดสินใจลงทุน ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นจากแหล่งข้อมูล SCBS เห็นว่าน่าเชื่อถือ โดย SCBS ไม่รับรองถึงความถูกต้อง สมบูรณ์ แล/หรือ ครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว

SCBS สงวนสิทธิ์ในการใช้ดุลพินิจของคณะผู้บริหารผู้เดียวในการแก้ไขเพิ่มเติมข้อมูลในครั้งคราวโดยไม่ต้องบอกกล่าว เอกสารฉบับนี้จัดส่งให้เฉพาะบุคคลที่กำหนดเท่านั้น และห้ามมิให้มีการทำซ้ำ ดัดแปลง เผยแพร่ ขาย จำหน่าย พิมพ์ซ้ำ ส่งต่อ หรือแสวงหาประโยชน์ในเชิงพาณิชย์ไม่ว่าในลักษณะใดๆ เว้นแต่จะได้รับอนุญาตยินยอมเป็นลายลักษณ์อักษรจาก SCBS ก่อน

เอกสารฉบับนี้จัดทำโดย บริษัทหลักทรัพย์ไทยพาณิชย์ จำกัด (“SCBS”) ซึ่งมีธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) (“ธนาคาร”) (“ธนาคาร”) เป็นผู้ออกยืมรายใหญ่แห่งเดียวเพียงผู้เดียว โดยธนาคารฯ ได้ทำหน้าที่เป็นที่ปรึกษาทางการเงินและผู้จัดการร่วมการจัดจำหน่ายหลักทรัพย์ของ หน่วยธุรกิจระดับธุรกิจเพื่อการลงทุนในสิทธิการเช่าอสังหาริมทรัพย์หลาย SCBS ได้รับการแต่งตั้งเป็นผู้สนับสนุนการขยายหน่วยธุรกิจระดับธุรกิจเพื่อการลงทุนในสิทธิการเช่าอสังหาริมทรัพย์หลาย ความเห็น ว่า บทวิจัย บทวิเคราะห์ ราคา ข้อความ การคาดการณ์ การประเมิน แล/หรือ ข้อมูลอื่นที่ระบุในเอกสารฉบับนี้ (“ข้อมูล”) มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้เป็นข้อมูลทั่วไปเท่านั้น แต่อาจตีความได้ว่าเป็นการให้คำแนะนำแก่บุคคลใดๆ หรือเป็นการเสนอซื้อ หรือเสนอขาย หรือชักชวนให้เสนอซื้อหรือเสนอขายหลักทรัพย์ โดย SCBS แล/หรือกรรมการ พนักงาน แลลูกจ้างของ SCBS ย่อมไม่ได้รับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่ความเสียหายทางตรง ความเสียหายทางอ้อม ความเสียหายจากการตัดสินใจ หรือความเสียหายอื่นสืบเนื่อง อันเป็นผลจากการใช้หรือการเชื่อถือต่อการใช้ข้อมูล ทั้งนี้ รวมทั้งแต่ไม่จำกัดเพียงการสูญเสียค่าไร นักลงทุนพึงใช้ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ประกอบข้อมูลและความคิดเห็นอื่นๆ รวมทั้งพิจารณาขนาดของงบในการตัดสินใจลงทุน ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นจากแหล่งข้อมูล SCBS เห็นว่าน่าเชื่อถือ โดย SCBS ไม่รับรองถึงความถูกต้อง สมบูรณ์ แล/หรือ ครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว

SCBS สงวนสิทธิ์ในการใช้ดุลพินิจของคณะผู้บริหารผู้เดียวในการแก้ไขเพิ่มเติมข้อมูลในครั้งคราวโดยไม่ต้องบอกกล่าว เอกสารฉบับนี้จัดส่งให้เฉพาะบุคคลที่กำหนดเท่านั้น และห้ามมิให้มีการทำซ้ำ ดัดแปลง เผยแพร่ ขาย จำหน่าย พิมพ์ซ้ำ ส่งต่อ หรือแสวงหาประโยชน์ในเชิงพาณิชย์ไม่ว่าในลักษณะใดๆ เว้นแต่จะได้รับอนุญาตยินยอมเป็นลายลักษณ์อักษรจาก SCBS ก่อน

เอกสารฉบับนี้จัดทำโดย บริษัทหลักทรัพย์ไทยพาณิชย์ จำกัด (“SCBS”) โดยที่ SCBS ได้ทำหน้าที่เป็นผู้ดำเนินการซื้อขายหลักทรัพย์ของ บริษัท เอเชีย เอโอเอ็น จำกัด (มหาชน) (“บริษัท”) ความเห็น ว่า บทวิจัย บทวิเคราะห์ ราคา ข้อความ การคาดการณ์ การประเมิน แล/หรือ ข้อมูลอื่นที่ระบุในเอกสารฉบับนี้ (“ข้อมูล”) มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้เป็นข้อมูลทั่วไปเท่านั้น แต่อาจตีความได้ว่าเป็นการให้คำแนะนำแก่บุคคลใดๆ หรือเป็นการเสนอซื้อ หรือเสนอขาย หรือชักชวนให้เสนอซื้อหรือเสนอขายหลักทรัพย์ โดย SCBS แล/หรือกรรมการ พนักงาน แลลูกจ้างของ SCBS ย่อมไม่ได้รับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่ความเสียหายทางตรง ความเสียหายทางอ้อม ความเสียหายจากการตัดสินใจ หรือความเสียหายอื่นสืบเนื่อง อันเป็นผลจากการใช้หรือการเชื่อถือต่อการใช้ข้อมูล ทั้งนี้ รวมทั้งแต่ไม่จำกัดเพียงการสูญเสียค่าไร นักลงทุนพึงใช้ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ประกอบข้อมูลและความคิดเห็นอื่นๆ รวมทั้งพิจารณาขนาดของงบในการตัดสินใจลงทุน ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นจากแหล่งข้อมูล SCBS เห็นว่าน่าเชื่อถือ โดย SCBS ไม่รับรองถึงความถูกต้อง สมบูรณ์ แล/หรือ ครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว

SCBS สงวนสิทธิ์ในการใช้ดุลพินิจของคณะผู้บริหารผู้เดียวในการแก้ไขเพิ่มเติมข้อมูลในครั้งคราวโดยไม่ต้องบอกกล่าว เอกสารฉบับนี้จัดส่งให้เฉพาะบุคคลที่กำหนดเท่านั้น และห้ามมิให้มีการทำซ้ำ ดัดแปลง เผยแพร่ ขาย จำหน่าย พิมพ์ซ้ำ ส่งต่อ หรือแสวงหาประโยชน์ในเชิงพาณิชย์ไม่ว่าในลักษณะใดๆ เว้นแต่จะได้รับอนุญาตยินยอมเป็นลายลักษณ์อักษรจาก SCBS ก่อน

บริษัทหลักทรัพย์ไทยพาณิชย์ จำกัด (“SCBS”) ทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) ในหุ้นสามัญของ AAV, ADVANC, AOT, BANPU, BBL, BCP, BDMS, BEAUTY, BH, BJCII, BIAN, CENTEL, CK, CPAIL, CPF, CPN, DTAC, EARTH, EPG, GL, GLOBAL, GPSC, HMPRO, ICHI, INTUCH, IRPC, ITD, IVL, JAS, KBANK, KTB, LHBANK, LPN, MAJOR, MINT, PTT, PTTEP, PTGTC, QH, ROBINS, S, SAMART, SCC, SPAIL, STEC, STPI, SVI, TASCOT, THAI, THCOM, TISCO, TMB, TOP, TPIPL, TRUE, TTA, TTCL, TU, UNIQ

นักลงทุนควรพิจารณารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวอย่างรอบคอบก่อนตัดสินใจลงทุน ทั้งนี้ ความเห็น ว่า บทวิจัย บทวิเคราะห์ ราคา ข้อความ การคาดการณ์ การประเมิน แล/หรือ ข้อมูลอื่นที่ระบุในเอกสารฉบับนี้ (“ข้อมูล”) มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้เป็นข้อมูลทั่วไปเท่านั้น แต่อาจตีความได้ว่าเป็นการให้คำแนะนำแก่บุคคลใดๆ หรือเป็นการเสนอซื้อ หรือชักชวนให้เสนอซื้อหรือเสนอขายหลักทรัพย์ โดย SCBS แล/หรือกรรมการ พนักงาน ลูกจ้าง แลตัวแทนของ SCBS จะไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่ความเสียหายทางตรง ความเสียหายทางอ้อม ความเสียหายจากการตัดสินใจ ความเสียหายพิเศษ หรือความเสียหายที่เป็นผลสืบเนื่อง อันเป็นผลจากการใช้หรือการเชื่อถือในข้อมูลดังกล่าว ซึ่งรวมทั้งแต่ไม่จำกัดเพียงการสูญเสียค่าไร นักลงทุนพึงใช้ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ประกอบข้อมูลและความคิดเห็นอื่นๆ รวมทั้งพิจารณาขนาดของงบในการตัดสินใจลงทุน โดยข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ได้รับมาจากแหล่งข้อมูล SCBS เห็นว่าน่าเชื่อถือ ซึ่ง SCBS ไม่สามารถรับรองถึงความถูกต้อง ความสมบูรณ์ แล/หรือ ความครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าวได้

SCBS สงวนสิทธิ์ในการใช้ดุลพินิจแต่เพียงผู้เดียวในการแก้ไขเพิ่มเติมข้อมูลในครั้งคราวโดยไม่ต้องบอกกล่าว ทั้งนี้ เอกสารฉบับนี้จัดส่งให้เฉพาะบุคคลที่กำหนดไว้เท่านั้น และห้ามมิให้มีการทำซ้ำ ดัดแปลง เผยแพร่ ขาย จำหน่าย พิมพ์ซ้ำ ส่งต่อ หรือแสวงหาประโยชน์ในเชิงพาณิชย์ไม่ว่าในลักษณะใดๆ เว้นแต่จะได้รับอนุญาตยินยอมเป็นลายลักษณ์อักษรจาก SCBS ก่อน

CG Rating 2015 Companies with CG Rating

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

AAV, ACAP, AGE, AHG, AKP, AMATA, ANAN, AOT, APCS, ARIP, ASIMAR, ASK, ASP, BANPU, BAY, BBL, BDMS, BEM, BKI, BLA, BOL, BROOK, BWG, CENTEL, CFRESH, CHO, CIMBT, CM, CNT, COL, CPF, CPI, CSL, DCC, DELTA, DEMCO, ECF, EE, ERW, GBX, GC, GFPT, GLOBAL, GLOBAL, HOTROT, HYDRO, ICC, ICHI, INET, IRC, KSL, LANNA, LH, LOXLEY, LRH, MACO, MBK, MC, MEGA, MFC, NBC, NCL, NINE, NSI, NTV, OCC, OGC, OISHI, OTO, PAP, PDI, PE, PG, PJW, PM, PPP, PR, PRANDA, PREB, PT, PTG, Q-CON, QH, RS, S & J, SABINA, SAMCO, SCG, SEAFAC, SFP, SIAM, SINGER, SIS, SITHAI, SMK, SMP, SMT, SNP, SPI, SSF, SSI, SSSC, STA, STEC, SVI, SWC, SYMC, SYNTAC, TASCOT, TBPSC, TCAP, TF, TFCI, THAI, THANA, THANI, THIP, THRE, THREL, TICON, TIP, TPCO, TK, TKS, TMI, TMILL, TMT, TNDT, TNITY, TNL, TOG, TSP, TPCORP, TRC, TRU, TRUE, TSE, TST, TSTL, TTH, TTCL, TTOW, TV, TUD, TVO, TWPC, UAC, UT, UV, VNT, WAVE, WINNER, YUASA, ZMICO

2S, AEC, AEONTS, AF, AH, AIRA, AIT, AJ, AKR, AMANAH, AMARIN, AP, APCO, AQUA, AS, ASIA, AUCT, AYUD, BA, BEAUTY, BEC, BFIT, BH, BIG, BJC, BJCHI, BKD, BTNC, CBG, CGD, CHG, CHOW, CI, CITY, CKP, CNS, CPALL, CPL, CSC, CSP, CSS, CTW, DNA, EARTH, EASON, ECL, EFORI, ESSO, FE, FIRE, FOCUS, FORTH, FPI, FSMART, FSS, FVC, GCAP, GENCO, GL, GLAND, GLOW, GOLD, GYT, HTC, HTECH, IEC, IFEC, IFS, IHL, IRCP, ITD, JSP, JTS, JUBILE, KASET, KBS, KCAR, KGI, KKC, KTIS, KWC, KYE, L&E, LALIN, LHK, LIT, TT, LST, M, MAJOR, MAKRO, MATCH, MATI, MBKET, M-CHAI, MFC, MILL, MD, MK, MODERN, MOONG, MGC, MSC, MTI, MTLN, NC, NOK, NUSA, NUNT, OCEAN, PACE, PATO, PB, PCA, PCSGH, PDG, PF, PICO, PL, PLANB, PLAT, PPM, PRG, PRIN, PSTC, PTL, PYLON, QLT, RCI, RCL, RICHY, RML, RPC, S, SALEE, SAPPE, SAWAD, SCC, SCP, SEAOIL, SIRI, SKR, SMG, SOLAR, SORKON, SPA, SPC, SPCG, SPPT, SPVI, SRICHA, SSC, STANLY, STPI, SUC, SUSCO, SUTHA, SYNEK, TAE, TAKUNI, TCC, TCCC, TCJ, TEAM, TFD, TFI, TIC, TIW, TLUXE, TMC, TMD, TRP, TPCH, TPIPL, TRT, TSE, TSL, UPM, UPF, UPOIC, UREKA, UWC, VIBHA, VIH, VPO, WHA, WIN, XO

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

Anti-corruption Progress Indicator 2015

Level 5: Extended (ขยายผลสู่ผู้ที่เกี่ยวข้อง)
BCP, CPN, GYT, PE, PM, PPP, PT, PTT, PTGTC, SAT, SCC, THANI, TOP

Level 4: Certified (ได้รับการรับรอง)

ADVANC, AMANAH, ASP, AYUD, BAFS, BANPU, BAY, BBL, BKI, BLA, BTS, CFRESH, CIMBT, CNS, CSL, DCC, DRT, DTC, EASTW, ECL, EGCO, ERW, FSS, GCAP, HANA, HTC, IFEC, INTUCH, IRPC, IVL, KBANK, KCE, KGI, KKP, KTB, LANNA, LHBANK, MBKET, MFC, MINT, MTI, NKI, PPS, PSL, PTG, PTTEP, SABINA, SCB, SINGER, SIS, SNC, SNP, SSF, SSI, SSSC, SVI, TCAP, THCOM, THRE, THREL, TISCO, TMB, TMD, TNITY, TOG, TSTH

Level 3B: Established by Commitment and Policy (มีการทำพันธกิจ ตามคำมั่นและนโยบาย)

AAV, AHG, AIT, AKR, ARROW, ASK, BA, BDMS, BEC, BUCHI, CEH, CHG, CHOW, CIG, CITY, CK, CKP, COLOR, CWT, EARTH, EASON, EPG, F&D, FANCY, FIRE, FMT, FORTH, GENCO, GL, GOLD, GPSC, GRAMMY, HYDRO, IRCP, IT, JCT, KCM, KWC, LH, LIT, LOXLEY, MACO, MARIN, MATI, MAMOR, MSC, NOBLE, NOK, NPK, NUSA, OISHI, OTO, PAF, PAP, PATO, PF, PJW, PLANB, PLE, POLAR, PRG, PTL, Q-CON, QTC, RCI, S11, SALEE, SAM, SAMART, SAMTEL, SAPPE, SC, SCG, SFP, SIM, SLP, SMT, SPA, SPORT, SSC, SST, STEC, STPI, SUC, SUTHA, T, TAE, TBPSC, TCC, TDC, TFCI, TPCORP, THANA, THIP, TIW, TK, TMW, TNDT, TPCORP, TRC, TRU, TRUE, TSE, TST, TSTL, TTH, TTCL, TTOW, TV, TUD, TVO, TWPC, UAC, UT, UV, VNT, WAVE, WINNER, YUASA

Level 3A: Established by declaration of intent (มีการทำพันธกิจ ตามคำมั่นประกาศเจตนารมณ์)

ABC, ACAP, AGE, AH, ANAN, AP, APCS, APURE, AS, ASIA, ASIAN, ASIMAR, BIGC, BROOK, BWG, CEN, CENTEL, CHARAN, CHOC, CHOTI, CM, CNT, COL, CPF, CPI, CPL, DELTA, DEMCO, DIMET, DNA, DTAC, EA, ECF, EE, EVER, FPI, GBX, GC, GFPT, GLOW, HMPRO, HOTROT, ICC, ICHI, INOX, INSURE, IRC, JAS, JTS, JUBILE, KC, KTC, KYE, LHK, LPN, LRH, MAKRO, MC, MCOT, MFEC, MID, MONO, MOONG, NBC, NDR, NINE, NMG, NSI, NTV, OCC, PACE, PCSGH, PDI, PG, PHOL, PLAT, PR, PRANDA, PREB, PS, QLT, RATCH, RML, ROBINS, ROJNA, RWI, SAMCO, SCCC, SCG, SEAOIL, SE-ED, SENA, SITHAI, SMK, SMP, SPAIL, SPC, SPCG, SPI, SRICHA, STANLY, SUPER, SYMC, SYNEK, SYNTAC, TASCOT, TCMC, TFI, THAI, TICON, TKT, TLUXE, TMILL, TMT, TNL, TPCORP, TSTL, TTCL, TU, TVI, UOBKH, UREKA, VGI, VNT, WACOL, WHA, ZMICO

Level 2: Declared (ประกาศเจตนารมณ์)

2S, ABICO, AF, AIRA, AKF, ALUCON, AMARIN, AMATA, AOT, APCO, BEAUTY, BFIT, BH, BKD, BLAND, BROOK, BRR, BSMS, BTNC, CCP, CI, CSC, CSR, CSS, EFORL, EPCO, ESTAR, FE, FER, FNS, FVC, GEL, GLOBAL, GUNKUL, IEC, IFS, ILINK, INET, J, JMT, JUTHA, K, KASET, KBS, KCAR, KKC, KSL, KTECH, L&E, LALIN, LTX, M, MALEE, MBAX, MBK, MEGA, MILL, MK, MPG, MTLN, NCH, NCL, NNCL, NPP, OCC, OCEAN, PA, PCA, PDG, PRINC, PSTC, PYLON, QH, ROH, ROCK, ROH, RP, RPC, S & J, SGP, SIAM, SKR, SMG, SMIT, SORKON, SPACK, SPPT, SR, SUSCO, TAKUNI, TEAM, TF, TIC, TIP, TIPOCO, TMC, TMI, TPA, TPP, TRT, TRU, TRUE, TSC, TSI, TTW, TVD, TVO, TVT, U, UKEM, UNIQ, UWC, VIBHA, VNG, WIUK, WIN, XO

Level 1: Committed (ขยายผลสู่ผู้ที่เกี่ยวข้อง)

AEONTS, AFC, AJ, AMJ, AQUA, ARIP, AUCT, BAT-3K, BIG, BJC, BOL, BGC, CCET, CCN, CGD, CMR, CPI, CSP, CTWA, DCON, DRACO, DSGT, DTCH, E, EMC, ESSO, FOCUS, FSMART, GIFT, GLAND, GRAND, GREEN, HFT, HTECH, IHL, ITD, JSP, KDH, KTIS, KTP, LEE, LST, MAJOR, MATCH, MDX, M-CHAI, MDX, MIDA, ML, MPIC, NC, NEP, NWR, OHTL, PICO, PK, PL, PPM, PRAKIT, PRCIA, PRIN, RAM, RICH, RS, SANKO, SAUCE, SAWAD, SAWANG, SCN, SEAFAC, SF, SHANG, SIRI, SMAT, SMM, SOLAR, SPV, STA, STAR, SVI, SVO, SWC, TABAC, TC, TCCC, TCI, TCOAT, TH, TKS, TWH, TNPC, TPAC, TPOLY, TRC, TRUBB, TSE, TTA, TTI, TTL, TTTM, TWP, TWZ, UMS, UPA, UPOIC, UUT, UVAN, VARO, VI, VIH, VTE, WG

Anti-corruption Progress Indicator

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

Reference

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

กรุงเทพฯ – สำนักงานใหญ่

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

กรุงเทพฯ – สาขาธัญโยธิน

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

กรุงเทพฯ – สาขาสินธร

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

กรุงเทพฯ – สาขาเฉลิมนคร

269 มุมถนนเจริญกรุง-วรจักร แขวงบ่อน๊มปราบ เขตบ่อน๊มปราบคัตรุพ่าย
กรุงเทพฯ 10100
โทรศัพท์: 0 2688 9200
โทรสาร: 0 2688 9020

กรุงเทพฯ – สาขาชิดลม

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

กรุงเทพฯ – สาขาเซ็นทรัลพลาซ่า เวสต์เกต

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

เชียงใหม่ – สาขาสี่แยกสนามบินเชียงใหม่

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

เชียงใหม่ – สาขาท่าแพ

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

เชียงใหม่ – สาขาคณะแพทยศาสตร์เชียงใหม่

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

หาดใหญ่ – สาขากบนราษฎร์ยินดี (หาดใหญ่)

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

