Market Strategy
ตุลาคม 2559

SCB
หลักทรัพย์ไทยพาณิชย์

แนวโน้มตลาดหุ้นไทยไตรมาส 4/59

เอาที่สบายใจ

Research Group

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

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

วิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐาน

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

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

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

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

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

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

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

ผู้ช่วยนักวิเคราะห์
ชนัญญ์ธร พิชญะภาณุพัฒน์
chananthorn.pichayapanupat@scb.co.th, (662) 949-1016

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

กลยุทธ์การลงทุน

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

กลยุทธ์การลงทุน
พรเทพ ชูพันธุ์
pornthep.jubandhu@scb.co.th, (662) 949-1015

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

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

วิเคราะห์ตราสารอนุพันธ์
บัณฑิต คงคะจันทร์
banyart.kongkachan@scb.co.th, (662) 949-1088

ผู้ช่วยนักวิเคราะห์
เหมือนมาส บุญงอก
mueanmas.boonngork@scb.co.th, (662) 949-1018

Research Support

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

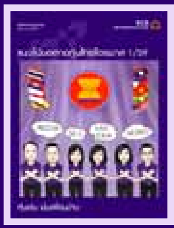
ฐานข้อมูล
อมรรัตน์ คคนานต์กุล
amornrat.kakanankul@scb.co.th, (662) 949-1023

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

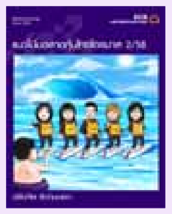
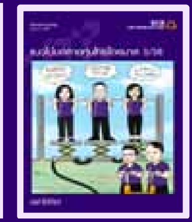
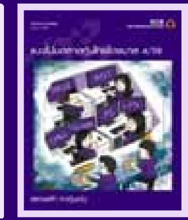
แปลและเรียบเรียง
ปองกนิษฐ์ เผ่าเจริญ
pongkanit.paocharoen@scb.co.th, (662) 949-1027

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

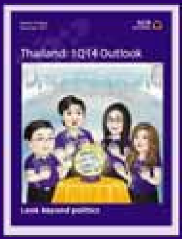
SCBS Market Strategy Reports

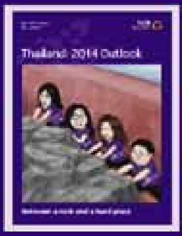


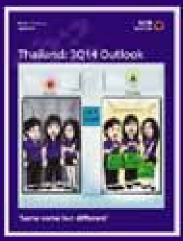
2558

2557







2556

ดูข้อมูลสงวนสิทธิ์และปฏิเสธความรับผิดชอบสำหรับบทวิเคราะห์
ในส่วนท้ายของรายงานฉบับนี้

สารบัญ

เอาที่สบายใจ 1

Top Picks

- บมจ. บางกอก เชน ฮอสปิทอล (BCH) 27
- บมจ. กรุงเทพดุสิตเวชการ (BDMS) 31
- บมจ. บีทีเอส กรุ๊ป โฮลดิ้งส์ (BTS) 35
- บมจ. ซีพี ออลล์ (CPALL) 39
- บมจ. แลนด์แอนด์เฮ้าส์ (LH) 43
- บมจ. ห้างสรรพสินค้าโรบินสัน (ROBINS) 47

กลุ่มอุตสาหกรรม

- สายการบิน 51
- ยานยนต์ 53
- ธนาคาร 55
- พาณิชย์ 57
- วัสดุก่อสร้าง 59
- ชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์ 61
- เงินทุน 63
- อาหาร 65
- การแพทย์ 67
- นิคมอุตสาหกรรม 69
- ประกัน 71
- สื่อ 73
- พัฒนาโครงการที่อยู่อาศัย 75
- หลักทรัพย์ 77
- สื่อสาร 79
- ท่องเที่ยว 81

SCBS Stock Universe 83

This page is left blank intentionally

เอาที่สบายใจ

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

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

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

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

ตลาดหุ้นไทยดีดตัวขึ้นแรงในปีนี้ โดยปรับตัวขึ้นมาแล้วถึง 18% ตั้งแต่ต้นปี ในขณะที่ปัจจัยบวกที่ช่วยสนับสนุนตลาด ได้แก่ การฟื้นตัวทางเศรษฐกิจ มาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจ และสภาพคล่องระดับสูง ยังมีอยู่ครบ อย่างไรก็ตาม เราคาดว่าแรงกดดันภายนอกบางประการ เช่น การขึ้นอัตราดอกเบี้ยของเฟดในช่วงปลายปี การเลือกตั้งประธานาธิบดีสหรัฐฯ ประกอบกับมูลค่าตลาดหุ้นไทยที่แพงขึ้น จะส่งผลทำให้ตลาดเคลื่อนไหวแบบ sideway up ในไตรมาส 4/59 ก่อนที่จะปรับตัวขึ้นในปี 2560 กลยุทธ์การลงทุนหลัก ๆ ที่เราแนะนำ คือ เน้นลงทุนในบริษัทที่กำไรมีแนวโน้มเติบโตสูง โดยเฉพาะหุ้นที่ยังปรับตัวขึ้นน้อยกว่าตลาด

พักตัวชะลอความร้อนแรงในช่วงสั้น หลังจากตลาดหุ้นไทยปรับตัวขึ้นแรง มูลค่าที่แพงขึ้นก็ส่งผลทำให้ตลาดปรับฐานลงมาประมาณ 9% ในเดือน ก.ย. โดยค่าเฉลี่ยเคลื่อนที่ 3 ปีของอัตราส่วน forward PE ปรับตัวลดลงมากจากระดับ +2SD สู่ระดับค่าเฉลี่ยก่อนรีบาวด์ขึ้นมา แรงกดดันตลาดที่คาดว่าจะเกิดขึ้นในไตรมาส 4/59 ส่งผลทำให้เราแนะนำให้นักลงทุนเน้นลงทุนในหุ้นที่แนวโน้มกำไรสดใส และ valuation น่าสนใจ กลุ่มอุตสาหกรรมที่น่าสนใจในไตรมาส 4/59 คือ พาณิชย์ อสังหาริมทรัพย์ และการแพทย์

เงินทุนต่างชาติมีโอกาสไหลเข้าตลาดหุ้นไทยเพิ่ม? เงินทุนต่างชาติไหลเข้าตลาดหุ้นไทยอย่างรวดเร็วและรุนแรงในช่วงที่ผ่านมา ด้วยยอดซื้อสุทธิสูงถึง 1.2 แสนล้านบาทในเวลาเพียงไม่กี่เดือน ส่งผลทำให้เกิดคำถามว่านักลงทุนต่างชาติถือครองหุ้นไทยเต็มที่แล้วหรือยัง เมื่อพิจารณาจากข้อเท็จจริงที่นักลงทุนต่างชาติถอนเงินออกจากตลาดหุ้นไทยไปแล้วประมาณ 4 แสนล้านบาทในช่วงสามปีที่ผ่านมา และตลาดการเงินโลกยังคงเต็มไปด้วยสภาพคล่องจำนวนมาก ทำให้เราเชื่อว่าตลาดหุ้นไทยจะสามารถดึงดูดเม็ดเงินต่างชาติให้ไหลเข้ามาเพิ่มได้อีก โดยได้รับการสนับสนุนจากอุปสงค์ในประเทศที่ฟื้นตัวดีขึ้นและเสถียรภาพทางเศรษฐกิจมหภาคที่แข็งแกร่ง

เน้นการลงทุนที่เกี่ยวเนื่องกับการเติบโตของประเทศไทย ข้อมูลเศรษฐกิจล่าสุดช่วยสนับสนุนประเด็นการลงทุนที่เราเคยกล่าวไว้ก่อนหน้านี้เกี่ยวกับการอุปโภคบริโภคและการลงทุนภาครัฐ รายได้เกษตรกรปรับตัวดีขึ้นอย่างต่อเนื่อง ภาระหนี้สินของผู้ซื้อรถยนต์คันแรกน่าจะหมดลงตั้งแต่ไตรมาส 4/59 เป็นต้นไป ซึ่งจะส่งผลทำให้รายได้ที่สามารถใช้จ่ายได้จริงของผู้ซื้อรถยนต์คันแรกประมาณ 1 ล้านคนปรับตัวเพิ่มขึ้น ผลการสำรวจความเชื่อมั่น (ดัชนีความเชื่อมั่นทางธุรกิจ และดัชนีความเชื่อมั่นผู้บริโภค) แสดงถึงความเชื่อมั่นที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นภายหลังการลงประชามติร่างรัฐธรรมนูญ โครงการก่อสร้างรถไฟฟ้า 3 สาย (สีส้ม สีชมพู และสีเหลือง) มูลค่าประมาณ 2 แสนล้านบาท จะเปิดประมูลภายในเดือนพ.ย.นี้

หุ้น top picks ประจำไตรมาส 4/59 อิงกับ story การเติบโตของประเทศไทยที่เกี่ยวข้องกับการอุปโภคบริโภคและการลงทุนภาคเอกชน เราแนะนำให้นักลงทุนเน้นลงทุนในกลุ่ม laggard play ที่กำไรมีแนวโน้มเติบโตอย่างแข็งแกร่ง ได้แก่ พาณิชย์ การแพทย์ และพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ หุ้น top picks ประจำไตรมาส 4/59 ของเรา ได้แก่ BCH BDMS BTS CPALL LH และ ROBINS

- **BCH:** โอกาสเข้าซื้อ เนื่องจากราคาหุ้นปรับตัว underperform SET สวนทางกับกำไรที่มีแนวโน้มเติบโตเฉลี่ย 20% ต่อปีในระยะ 2 ปีข้างหน้า เนื่องจาก WMC จะเปลี่ยนมาเป็นตัวกระตุ้นกำไร
- **BDMS:** โอกาสซื้อสวนทางกับราคาหุ้นที่ปรับตัว underperform SET การขยายกิจการเชิงรุกในปี 2557-2558 เริ่มเห็นผล และคาดว่าจะหนุนให้กำไรปกติเติบโตเฉลี่ย 15% ต่อปีในปี 2559-2561
- **BTS:** underperform SET และผู้ประมูลโครงการระบบขนส่งมวลชนรายอื่น เพราะตลาดมองข้ามโอกาสที่จะได้โครงการใหม่ การโอนคอนโดของบริษัทร่วมทุน BTS&SIRI จะหนุนให้กำไรไตรมาส 4 ปีบัญชี 60 เพิ่มขึ้น
- **CPALL:** ได้ประโยชน์จากแนวโน้มที่อุปสงค์ในประเทศจะปรับตัวเพิ่มขึ้น โดยยอดขายสาขาเดิมเติบโตโดดเด่นในไตรมาส 3/59 อัตรากำไรจะดีขึ้น ส่วนแบ่งกำไรจาก MAKRO จะเพิ่มขึ้น และประหยัดดอกเบี้ยจ่ายได้
- **LH:** แนวโน้มกำไร 3 ปีข้างหน้าจะเติบโตดีเฉลี่ย 17% ต่อปี และการรับรู้รายได้มีความแน่นอนมากขึ้น ปัจจัยกระตุ้นระยะสั้น: กำไรพิเศษในไตรมาส 4/59, ขายสินทรัพย์ต้นปี 2560
- **ROBINS:** Valuation ดูน่าสนใจมากยิ่งขึ้นหลังปรับฐานในเดือนก.ย. คาดผลการดำเนินงานช่วงครึ่งหลังปี 59 โดดเด่น โดยได้รับปัจจัยหนุนจากยอดขายสาขาเดิมที่เพิ่มขึ้นและอัตรากำไรที่สูงขึ้นจากสินค้า private brand

Top picks ไตรมาส 4/59 – 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
BCH	Buy	12.00	14.0	17.4	56.7	45.2	37.3	1	26	21	6.1	5.7	5.2	11	13	15	0.6	0.8	0.9	22.4	19.5	17.2
BDMS	Buy	22.50	27.0	21.3	45.2	39.4	33.9	8	15	16	6.2	6.1	5.6	15	16	17	1.1	1.3	1.5	26.4	23.6	20.7
BTS	Buy	8.80	11.0	26.4	59.5	59.0	53.7	(25)	1	10	2.2	2.4	2.4	9	4	4	7.7	1.4	1.5	38.8	37.8	37.8
CPALL	Buy	61.50	72.0	18.6	40.4	32.7	27.4	39	23	19	13.3	10.9	8.9	36	37	36	1.5	1.5	1.8	21.9	19.5	17.5
LH	Buy	9.35	13.0	45.9	16.4	13.8	11.1	(10)	19	25	2.4	2.4	2.2	15	17	21	7.0	6.9	8.1	14.3	14.2	12.1
ROBINS	Buy	58.75	80.0	38.2	30.3	25.2	21.4	12	20	18	4.5	4.1	3.7	16	17	18	1.7	2.0	2.3	14.8	13.5	12.4
Average					**41.4**	**35.9**	**30.8**	**4**	**17**	**18**	**5.8**	**5.3**	**4.7**	**17**	**17**	**18**	**3.3**	**2.3**	**2.7**	**23.1**	**21.3**	**19.6**

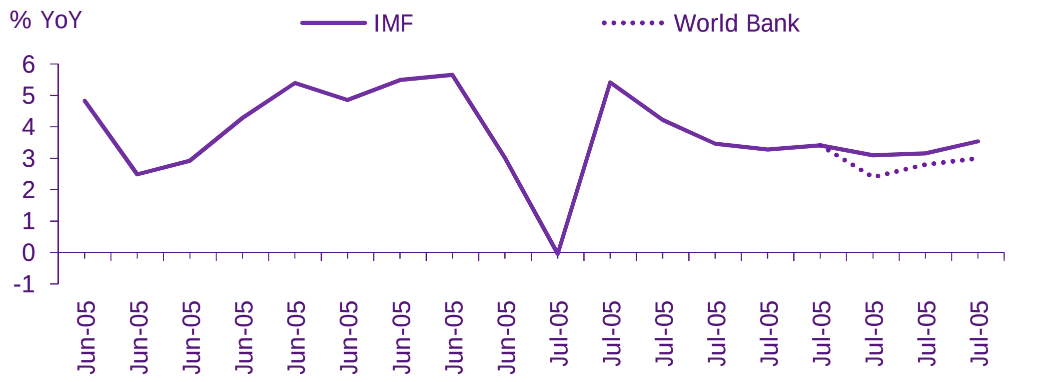
Source: SCBS Investment Research

ภาพรวมเศรษฐกิจโลก

เศรษฐกิจโลกมีแนวโน้มเติบโตเพิ่มมากขึ้นในปี 2560...

ประมาณการอัตราการขยายตัวของเศรษฐกิจโลกสำหรับปี 2559 ถูกปรับลดลงอีกครั้ง โดยมีสาเหตุมาจากแรงกดดันที่มากกว่าคาด ธนาคารโลก (World Bank) ปรับคาดการณ์อัตราการขยายตัวของเศรษฐกิจโลกลดลง 0.5% สู่ 2.4% YoY การปรับลดมากที่สุดเกิดขึ้นในประเทศผู้ส่งออกสินค้าโภคภัณฑ์ซึ่งถูกปรับอัตราการขยายตัวลดลง 1.2% ขณะที่ในด้านบวก ประเทศไทยเป็นหนึ่งในไม่กี่ประเทศที่ได้รับการปรับเพิ่มคาดการณ์อัตราการขยายตัวของเศรษฐกิจ สำหรับการค้าระหว่างประเทศ ธนาคารโลกปรับลดคาดการณ์อัตราการเติบโตของปริมาณการค้าทั่วโลกในปีนี้ลงสู่ 3.1% จากตัวเลขคาดการณ์เดิมที่ 3.8% ทั้งนี้ประมาณการล่าสุดนั้นดูเหมือนว่าจะยังไม่ได้รวมเอาผลกระทบจากปัจจัย Brexit เข้ามา เราคิดว่ารายงานฉบับต่อไปจากกองทุนการเงินระหว่างประเทศ (IMF) ในช่วงปลายปี น่าจะแสดงผลกระทบที่คาดการณ์จาก Brexit อย่างชัดเจนมากขึ้น แม้เศรษฐกิจโลกอาจจะเติบโตต่ำกว่าคาดในปีนี้ แต่การเติบโตในปี 2560 น่าจะแข็งแกร่งมากขึ้น เนื่องจากธนาคารโลกคาดว่าเศรษฐกิจโลกจะขยายตัว 2.8%

Figure 1: ประมาณการอัตราการขยายตัวของเศรษฐกิจโลก

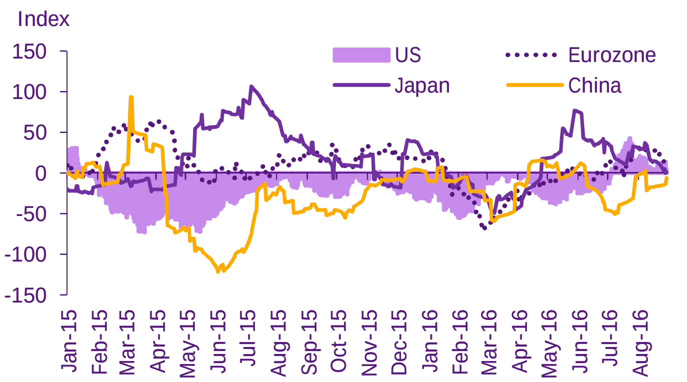


Note : IMF (April 2016), World Bank (June 2016)
Source: International Monetary Fund (IMF), World Bank, SCBS Investment Research

...ด้วยการเติบโตที่สมดุลมากขึ้น

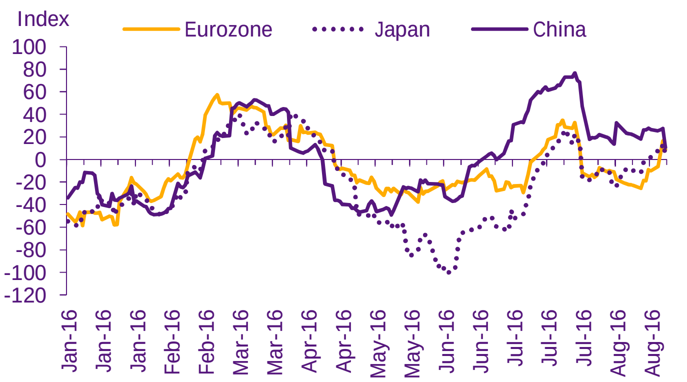
ความแตกต่างทางเศรษฐกิจและนโยบายเป็นหนึ่งในประเด็นวิตกกังวลหลักๆ ของธนาคารกลางประเทศต่างๆ มาระยะหนึ่งแล้ว ในหลายๆ ครั้งด้วยกัน ความแตกต่างทางนโยบายอาจจะกระตุ้นให้เกิดความผันผวนผ่านทางตลาดอัตราแลกเปลี่ยนมากพอที่จะทำให้นักลงทุนวิตกกังวล การจับตาดัชนี surprise index เป็นเครื่องมือที่มีประสิทธิภาพในการวัดโมเมนตัมทางเศรษฐกิจโดยรวม ข้อมูลเมื่อไม่นานนี้แสดงให้เห็นอย่างชัดเจนว่ายูโรโซนและญี่ปุ่นกำลังเสียแรงขับเคลื่อนเศรษฐกิจ (Figure 2) ความท้าทายที่สำคัญ คือ (1) ผลกระทบจากกรณี Brexit (สำหรับยูโรโซน) และ 2) การแข็งค่าขึ้นอย่างมากของเงินเยน (สำหรับญี่ปุ่น) สิ่งที่น่าสนใจมากกว่านั้น คือ แม้การเติบโตชะลอตัวลงในระยะหลังนี้ แต่การเติบโตของเศรษฐกิจโลกมีความสมดุลมากขึ้น Figure 3 แสดงดัชนี surprise index ของยูโรโซน ญี่ปุ่น และจีน เทียบกับ ดัชนี surprise index ของสหรัฐฯ และพบว่าความแตกต่างแคบลง ซึ่งสะท้อนถึงความเสี่ยงที่ลดน้อยลงของความผันผวนที่มีสาเหตุมาจากความแตกต่างทางเศรษฐกิจ

Figure 2: ดัชนี surprise index ของประเทศหลักของโลก



Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

Figure 3: ดัชนี surprise index เทียบกับสหรัฐฯ

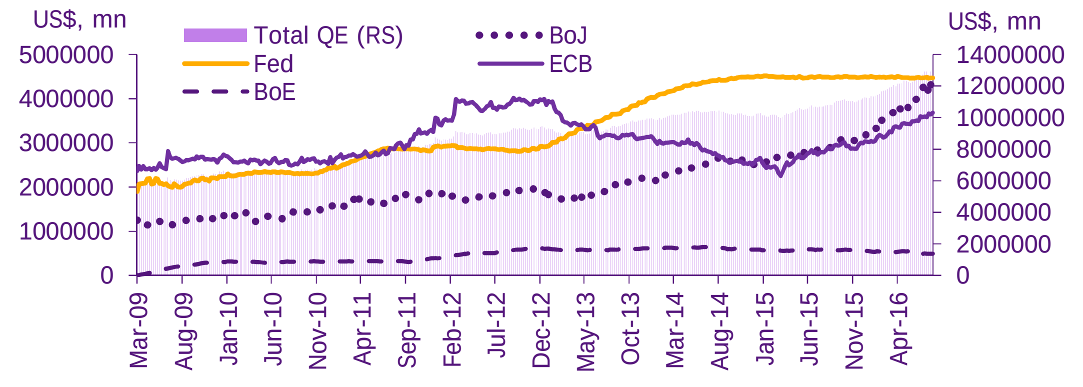


Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

ตลาดโลกยังคงเต็มไปด้วยสภาพคล่องส่วนเกินจำนวนมาก

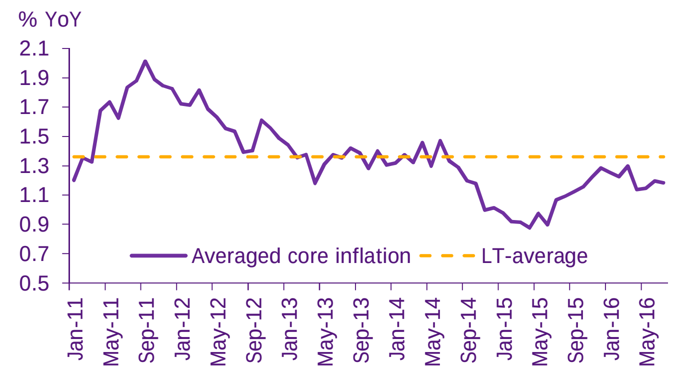
แม้ความจริงแล้วเฟดได้หยุดพิมพ์เงินเข้าระบบแล้ว แต่ตลาดโลกยังคงเต็มไปด้วยสภาพคล่องจำนวนมาก ทั้งนี้เป็นเพราะธนาคารกลางยุโรป (ECB), ธนาคารกลางญี่ปุ่น (BoJ), และธนาคารกลางอังกฤษ (BoE) ยังคงเลือกใช้เครื่องมือทางการเงินที่ใหญ่ขึ้นเพื่อป้องกันเศรษฐกิจชะลอตัวและความเสี่ยงด้านภาวะเงินฝืด ทั้งนี้การที่อังกฤษตัดสินใจถอนตัวออกมาจากสหภาพยุโรปก็เป็นสาเหตุส่วนหนึ่งที่ทำให้มีความจำเป็นต้องปรับมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจในยุโรปและอังกฤษ อย่างไรก็ตาม เรามองว่าหากไม่มีปัจจัยใดๆ มากระตุ้นให้อุปสงค์ในประเทศปรับตัวเพิ่มขึ้น การออกนโยบายการเงินเพิ่มเติมมีแนวโน้มที่จะส่งผลกระทบลดน้อยลงต่ออัตราเงินเฟ้อ หรือกล่าวโดยสรุปว่าเป็นภาวะที่ได้รับผลบวกจากนโยบายการเงินที่ลดลงเรื่อยๆ (diminishing return) โดยเราจะเห็นได้ว่าการที่ระดับเงินเฟ้อเฉลี่ยของประเทศมหาอำนาจของโลกยังคงอยู่ในระดับต่ำกว่า 2%นั้นก็เป็นสัญญาณอย่างหนึ่งที่บ่งชี้ว่าการดำเนินนโยบายการเงินอาจไม่ส่งผลมากนักกับภาคเศรษฐกิจจริง(figure 5) ในขณะเดียวกันสภาพคล่องส่วนเกินก็ดูเหมือนจะพยายามหาผลตอบแทนที่สูงขึ้นซึ่งเป็นเรื่องที่ทำได้ยากมากขึ้นในปัจจุบันนี้ เนื่องจากตอนนี้พันธบัตรมากกว่า 30% ทั่วโลกให้ผลตอบแทนติดลบ ซึ่งหมายความว่าการลงทุนในหุ้นยังคงเป็นสิ่งที่ไม่สามารถหลีกเลี่ยงได้ Figure 6 แสดงให้เห็นว่าตลาดหลักๆ ทุกตลาด (ยกเว้นยูโรโซน) อยู่ในระดับสูงกว่าปี 2551 ในกรณีของตลาดยุโรป ดูเหมือนจะฟื้นตัวอย่างเต็มที่แล้วจากวิกฤตการเงินทั่วโลกที่เริ่มขึ้นตอนปลายปี 2551

Figure 4: มาตรการผ่อนคลายเชิงปริมาณ (Quantitative easing) ในประเทศต่าง ๆ



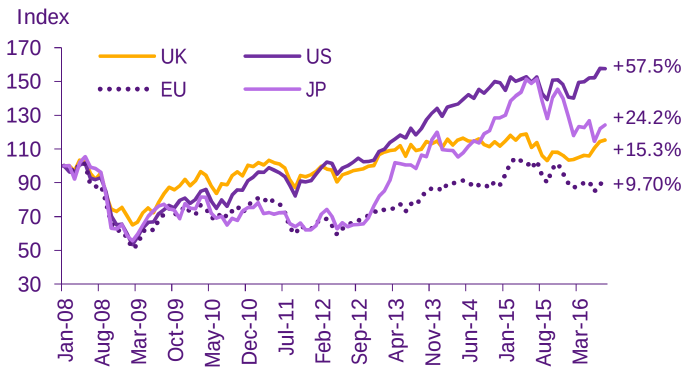
Source: International Monetary Fund (IMF), World Bank, SCBS Investment Research

Figure 5: อัตราเงินเฟ้อโดยเฉลี่ยในสหรัฐฯ, EU, ญี่ปุ่น, และ UK



Source: CEIC, SCBS Investment Research

Figure 6: ตลาดหุ้นหลัก ๆ ของโลก

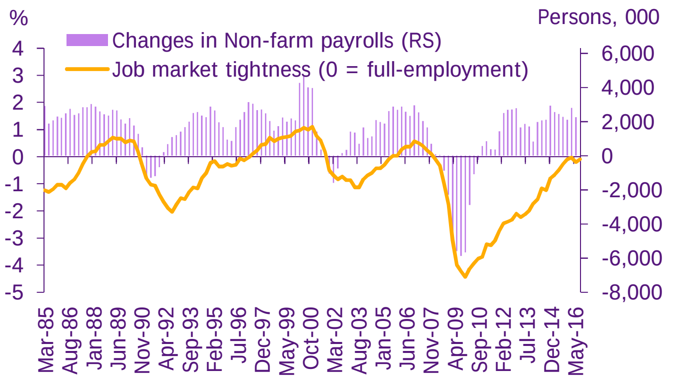


Source: CEIC, SCBS Investment Research

เฟดจะต้องกลับมาขึ้นอัตราดอกเบี้ยในไม่ช้า...

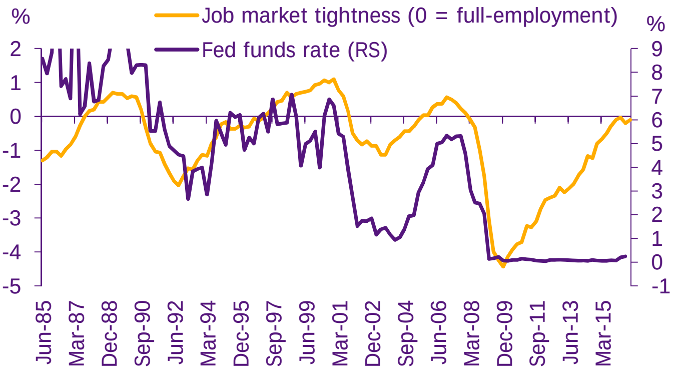
แม้ตัวเลขการจ้างงานนอกภาคเกษตร (non-farm payrolls) เดือน ส.ค. ออกมาต่ำกว่าคาด แต่ตลาดแรงงานสหรัฐฯ ยังคงมีความแข็งแกร่ง ดัชนีบ่งชี้ที่เราใช้ตรวจสอบความตึงตัวของตลาดแรงงาน (Figure 7) ซึ่งดูได้จากความแตกต่างระหว่างระดับการจ้างงานเต็มที่ (NAIRU) กับอัตราการว่างงานจริง บ่งชี้ว่าตลาดแรงงานสหรัฐฯ อยู่ที่ระดับการจ้างงานที่เรียกได้ว่าเต็มศักยภาพแล้ว ซึ่งโดยปกติความตึงตัวของตลาดแรงงานเหนือกว่าระดับนี้มักจะส่งผลทำให้เกิดภาวะเงินเฟ้อเพราะค่าจ้างเพิ่มสูงขึ้น ซึ่งเป็นเหตุผลว่าทำไมเราจึงพบว่าเฟดปรับอัตราดอกเบี้ยนโยบายตามการเปลี่ยนแปลงของภาวะความตึงตัวของตลาดแรงงานอย่างต่อเนื่องดังที่เห็นได้ใน Figure 8 แนวโน้มเช่นนี้สอดคล้องกับการคำนวณตามกฎของเทย์เลอร์ใน Figure 9 ข้อยกเว้นอย่างหนึ่ง คือ เฟดไม่สามารถขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายตามตลาดแรงงานที่ปรับตัวดีขึ้นในรอบนี้ได้ เรามองว่ามีเหตุผลหลายอย่างที่สามารถอธิบายข้อจำกัดดังกล่าวได้ แต่เหตุผลหลัก คือ เศรษฐกิจโลกมีการรวมตัวและเชื่อมโยงกันมากขึ้นและความแตกต่างทางเศรษฐกิจทั่วโลกในระยะหลังนี้เป็นอุปสรรคสำคัญสำหรับเฟดในการบริหารนโยบายเศรษฐกิจอย่างที่เคยเป็น ทั้งนี้เป็นเพราะการขึ้นอัตราดอกเบี้ยสูงกว่าประเทศอื่นๆ จะส่งผลทำให้ดอลลาร์สหรัฐแข็งค่าซึ่งโดยปกติแล้วมักจะสร้างแรงกดดันต่อเศรษฐกิจของสหรัฐฯ

Figure 7: **การจ้างงานนอกภาคเกษตร เทียบกับความตึงตัวของตลาดแรงงาน***



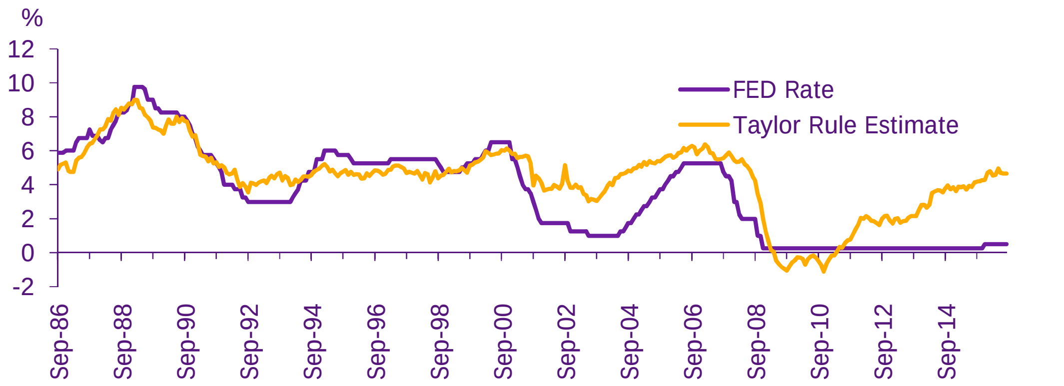
Note:* Job market tightness = NAIRU – actual unemployment
Source: CEIC, SCBS Investment Research

Figure 8: **ความตึงตัวของตลาดแรงงานเทียบกับอัตราดอกเบี้ยนโยบายของเฟด**



Source: CEIC, SCBS Investment Research

Figure 9: **การคำนวณตามกฎของเทย์เลอร์บ่งชี้ว่านโยบายการเงินต้องตึงตัวขึ้น**

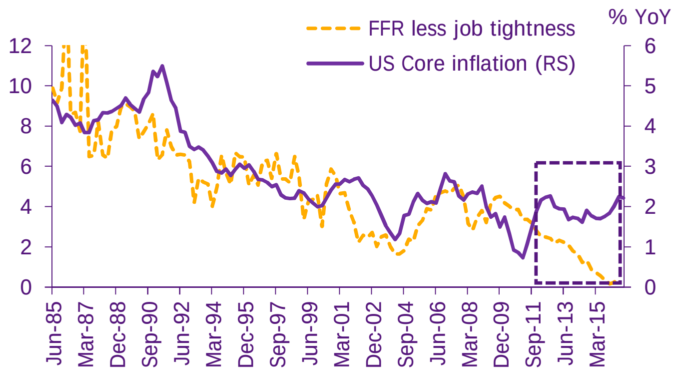


Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

...แต่นโยบายมีแนวโน้มที่จะถูกปรับเปลี่ยนค่อนข้างน้อยและช้า...

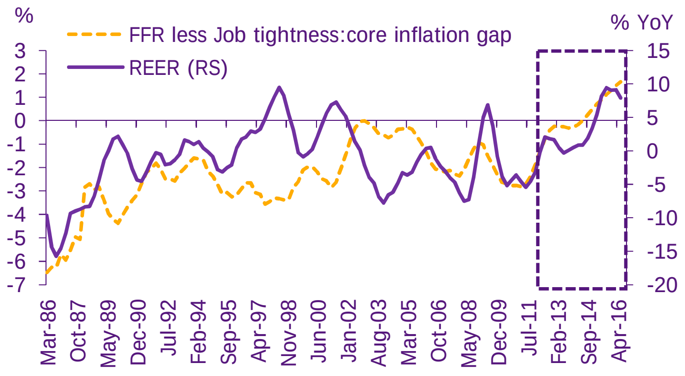
เราเคยกล่าวไว้ในรายงานกลยุทธ์การลงทุนฉบับก่อน (แนวโน้มตลาดหุ้นไทยไตรมาส 3/59 – ด้วย “ฟาร์ม” มั่นใจ!) ว่าแนวโน้มการแข็งค่าของดอลลาร์สหรัฐตั้งแต่เฟดชะลอมาตรการ QE อาจจะทำหน้าที่ได้อย่างมีประสิทธิภาพทดแทนการขึ้นอัตราดอกเบี้ยจริง ดังนั้นเฟดอาจจะไม่จำเป็นต้องขึ้นดอกเบี้ยเร็ว และ/หรือ สูงอย่างที่ผ่านมา Figure 10 และ 11 น่าจะยืนยันทฤษฎีของเราได้มากพอ ประการแรก เราพบว่าโดยปกติแล้วเฟดมักจะปรับอัตราดอกเบี้ยนโยบายตามความตึงตัวของตลาดแรงงานเพื่อคงเงินเฟ้อให้อยู่ในระดับที่เหมาะสม (Figure 10) อย่างไรก็ตาม แนวโน้มดังกล่าวไม่ได้ประสานไปในทางเดียวกันอย่างเห็นได้ชัดในช่วงปลายปี 2554 เมื่ออัตราเงินเฟ้อพื้นฐานเริ่มปรับตัวเพิ่มขึ้นตามความตึงตัวของตลาดแรงงาน แต่เฟดไม่ได้ขึ้นอัตราดอกเบี้ย สิ่งที่เราต้องการจะเน้นย้ำในที่นี้ คือ ความจริงแล้วดอลลาร์สหรัฐที่แข็งค่ามากขึ้น (Figure 11) ช่วยให้เฟดสามารถปิด gap ที่เราเห็นใน Figure 10 บทสรุป คือ มีความจำเป็นค่อนข้างน้อยที่เฟดจะขึ้นอัตราดอกเบี้ยในเชิงรุก เนื่องจากปัจจัยค่าเงินทำหน้าที่ได้ค่อนข้างมีประสิทธิภาพ นอกจากนี้ ธนาคารกลางหลักๆ อย่าง ECB BoJ และ BoE ก็มีแนวโน้มที่ผ่อนคลายนโยบายการเงินเพิ่มเติม ซึ่งอาจจะผลักดันให้ดอลลาร์สหรัฐแข็งค่ามากยิ่งขึ้นในอนาคต

Figure 10: ดูเหมือนว่าเฟดพยายามยืดเวลาในการขึ้นอัตราดอกเบี้ย



Note:* Job market tightness = NAIRU – actual unemployment
Source: CEIC, SCBS Investment Research

Figure 11: ดอลลาร์สหรัฐที่แข็งค่ามากขึ้นทำหน้าที่ทดแทนการขึ้นอัตราดอกเบี้ยได้อย่างมีประสิทธิภาพ



Source: CEIC, SCBS Investment Research

Figure 12: ประมาณการ GDP โลก

	Estimates	Projections			Percentage point differences from January 2016 projections			
	2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017	2018
World	**2.4**	**2.4**	**2.8**	**3.0**	**0.0**	**-0.5**	**-0.3**	**-0.1**
Advanced Economies	**1.8**	**1.7**	**1.9**	**1.9**	**-0.1**	**-0.5**	**-0.2**	**-0.1**
United States	2.4	1.9	2.2	2.1	-0.1	-0.8	-0.2	-0.1
Euro Area	1.6	1.6	1.6	1.5	0.1	-0.1	-0.1	-0.1
Japan	0.6	0.5	0.5	0.7	-0.2	-0.8	-0.4	-0.6
Emerging Market and Developing Economies (EMDE)	**3.4**	**3.5**	**4.4**	**4.7**	**0.0**	**-0.6**	**-0.3**	**-0.2**
Commodity-exporting EMDE	0.2	0.4	2.4	3.0	0.1	-1.2	-0.8	-0.3
Other EMDE	5.9	5.8	5.7	5.8	0.0	-0.1	-0.1	-0.1
Other EMDE excluding China	4.7	4.7	4.9	5.0	0.0	-0.2	-0.2	-0.2
East Asia and Pacific	6.5	6.3	6.2	6.1	0.1	0.0	0.0	-0.1
China	6.9	6.7	6.5	6.3	0.0	0.0	0.0	-0.2
Indonesia	4.8	5.1	5.3	5.5	0.1	-0.2	-0.2	0.0
Thailand	2.8	2.5	2.6	3.0	0.3	0.5	0.2	0.3
Europe and Central Asia	-0.1	1.2	2.5	2.8	0.0	-0.4	-0.1	0.0
Russia	-3.7	-1.2	1.4	1.8	0.1	-0.5	0.1	0.3
Turkey	4.0	3.5	3.5	3.6	-0.2	0.0	0.0	0.2
Poland	3.6	3.7	3.5	3.5	0.1	0.0	-0.4	-0.4
Latin America and the Caribbean	-0.7	-1.3	1.2	2.1	0.2	-1.3	-0.9	-0.3
Brazil	-3.8	-4.0	-0.2	0.8	-0.1	-1.5	-1.6	-0.7
Mexico	2.5	2.5	2.8	3.0	0.0	-0.3	-0.2	-0.2
Argentina	2.1	-0.5	3.1	3.0	0.4	-1.2	1.2	0.0
Middle East and North Africa	2.6	2.9	3.5	3.6	-0.2	-1.1	-1.0	-0.5
Saudi Arabia	3.4	1.9	2.0	2.3	0.6	-0.5	-0.9	-0.6
Iran, Islamic Rep.	1.6	4.4	4.9	4.7	-0.3	-1.4	-1.8	-1.3
Egypt, Arab Rep.[2]	4.2	3.3	4.2	4.6	0.0	-0.5	-0.2	-0.2
South Asia	7.0	7.1	7.2	7.3	0.0	-0.2	-0.3	-0.2
India[2]	7.6	7.6	7.7	7.7	0.3	-0.2	-0.2	-0.2
Pakistan[2]	4.2	4.5	4.8	5.1	0.0	0.0	0.0	0.3
Bangladesh[2]	6.5	6.3	6.8	6.0	0.0	-0.4	0.0	-0.8
Sub-Saharan Africa	3.0	2.5	3.9	4.4	-0.3	-1.7	-0.7	-0.3
South Africa	1.3	0.6	1.1	2.0	0.0	-0.8	-0.5	0.4
Nigeria	2.7	0.8	3.5	4.0	-0.6	-3.8	-1.8	-1.3
Angola	2.8	0.9	3.1	3.4	-0.2	-2.4	-0.7	-0.4
Memorandum items:								
Real GDP[1]								
High-income Countries	1.6	1.5	1.9	1.9	0.0	-0.6	-0.2	-0.2
Developing Countries	4.3	4.3	4.9	5.1	0.0	-0.5	-0.4	-0.2
Low-income Countries	4.5	5.3	6.3	6.6	-0.6	-0.9	-0.3	0.0
BRICS	3.8	4.2	5.1	5.3	-0.1	-0.4	-0.2	-0.1
World (2010 PPP weights)	3.1	3.1	3.6	3.7	0.0	-0.5	-0.2	-0.2
World trade volume[3]	3.1	3.1	3.9	4.1	-0.5	-0.7	-0.4	-0.4
Commodity prices								
Oil price[4]	-47.3	-25.7	32.5	6.5	-0.8	-17.2	25.3	-0.7
Non-energy commodity price index	-15.0	-12.2	10.5	2.3	-0.2	-10.4	8.6	0.4
Capital inflows to EMDE (percent of GDP)[5]	1.8	3.2	3.8	4.2	-0.5	-0.1	-0.4	-0.2

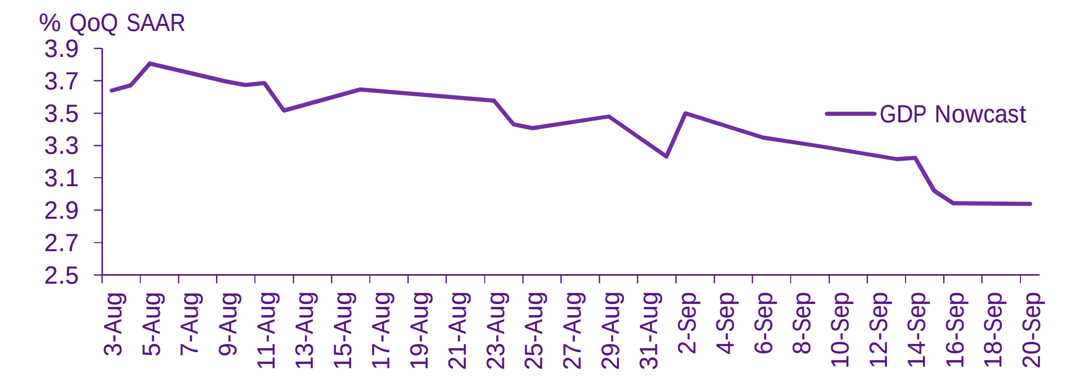
Source: World Bank.
Notes: PPP = purchasing power parity; e = estimate; f = forecast. World Bank forecasts are frequently updated based on new information. Consequently, projections presented here may differ from those contained in other Bank documents, even if basic assessments of countries' prospects do not differ at any given moment in time. Country classifications and lists of Emerging Market and Developing Economies (EMDEs) are presented in Annex Table 1. BRICS include: Brazil, Russia, India, China and South Africa.
1. Aggregate growth rates calculated using constant 2010 U.S. dollars GDP weights.
2. GDP growth values are on a fiscal year basis. Aggregates that include these countries are calculated using data compiled on a calendar year basis.
3. World trade volume for goods and non-factor services.
4. Simple average of Dubai, Brent, and West Texas Intermediate.
5. Balance of payments data for net capital inflows of foreign direct investment, portfolio investment, and other investment (BPM6). "

สหรัฐฯ

เศรษฐกิจสหรัฐฯ มีแนวโน้มเติบโตเพิ่มขึ้นในช่วงครึ่งปีหลัง...

โมเมนตัมเศรษฐกิจช่วงครึ่งแรกปี 59 ของสหรัฐฯ น่าผิดหวัง เนื่องจากเศรษฐกิจเติบโตเพียง 1% ปัจจัยที่เป็นตัวถ่วงการเติบโตในช่วงดังกล่าว คือ การลงทุนในสินค้าคงคลังภาคเอกชน การลงทุนถาวรในส่วนที่อยู่อาศัย และการลงทุนที่ไม่ใช่ที่อยู่อาศัย เมื่อดูในด้านบวก การอุปโภคบริโภคส่วนบุคคลซึ่งถือเป็นแกนหลักของเศรษฐกิจเติบโตอย่างน่าประทับใจที่ 4.4% แม้เศรษฐกิจสหรัฐฯ มีอัตราการขยายตัวที่อ่อนแออย่างที่ไม่เคยเกิดขึ้นมาก่อนในช่วงครึ่งแรกปี 59 แต่ประมาณการแบบ real time จากธนาคารกลางสหรัฐฯ สาขาแอตแลนตา และสาขานิวยอร์ค บ่งชี้ว่าเศรษฐกิจสหรัฐฯ มีแนวโน้มเติบโตเพิ่มขึ้นสู่ 2.8-3.5% ในไตรมาส 3/59 นอกจากนี้ธนาคารกลางสหรัฐฯ สาขานิวยอร์ค ยังคาดการณ์ด้วยว่าอัตราการเติบโตของเศรษฐกิจในไตรมาสสุดท้ายของปีนี้จะอยู่ที่ประมาณ 2% เมื่อพิจารณาจากปัจจัยการเติบโต ตลาดแรงงาน และเสถียรภาพทางราคาแล้ว สหรัฐฯ ยังดูเหมือนจะพร้อมแล้วสำหรับภาวะอัตราดอกเบี้ยที่สูงขึ้น

Figure 13: เศรษฐกิจสหรัฐฯ จะเติบโตเพิ่มขึ้นในไตรมาส 3/59 และมีแนวโน้มเติบโตต่อเนื่องในไตรมาส 4/59

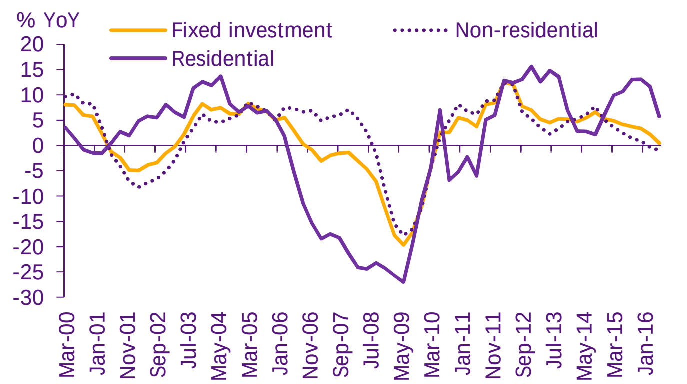


Source: Federal Reserve Bank of Atlanta, SCBS Investment Research

...โดยมีแรงกดดันจากการลงทุนถาวรที่ดูเหมือนจะปรับตัวลดลงในระยะสั้น...

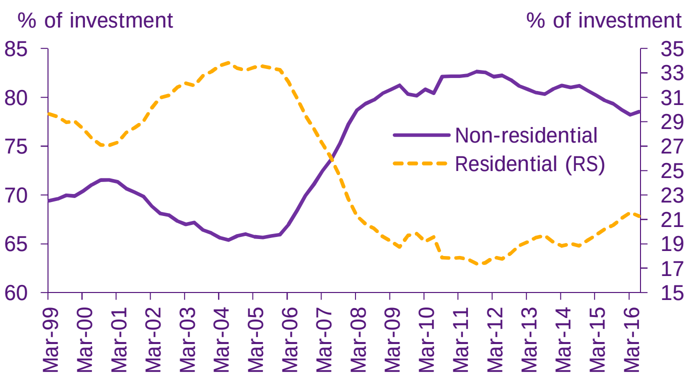
เมื่อดูข้อมูล GDP ในช่วงครึ่งแรกปี 59 เราพบว่าเหตุผลหลักที่ทำให้เศรษฐกิจสหรัฐฯ เติบโตต่ำกว่าคาด คือ การลงทุนถาวรภาคเอกชนที่ปรับตัวลดลง (Figure 14) ความจริงแล้ว ข้อมูลล่าสุดอยู่ที่ระดับต่ำสุดในรอบหลายปีและการปรับตัวลดลงดูเหมือนจะเกิดในวงกว้างมากขึ้น เนื่องจากทั้งการลงทุนในที่อยู่อาศัยและไม่ใช่ที่อยู่อาศัยปรับตัวลดลงในช่วง 2-3 ไตรมาสที่ผ่านมา อย่างไรก็ดี เมื่อดูในด้านบวก ข้อมูลเมื่อไม่นานนี้ซึ่งรวบรวมโดยธนาคารกลางสหรัฐฯ สาขาแอตแลนตา บ่งชี้ว่าทั้งการลงทุนในที่อยู่อาศัยและไม่ใช่ที่อยู่อาศัยปรับตัวเพิ่มขึ้นเล็กน้อยในไตรมาส 3/59 (Figure 16) และในส่วนต่อไป เราได้ทำการตรวจสอบดูว่าการลงทุนถาวรที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นในระยะหลังนี้จะยังเกิดขึ้นต่อไปหรือเกิดขึ้นเพียงชั่วคราว

Figure 14: การลงทุนปรับตัวลดลงอย่างมีนัยสำคัญ



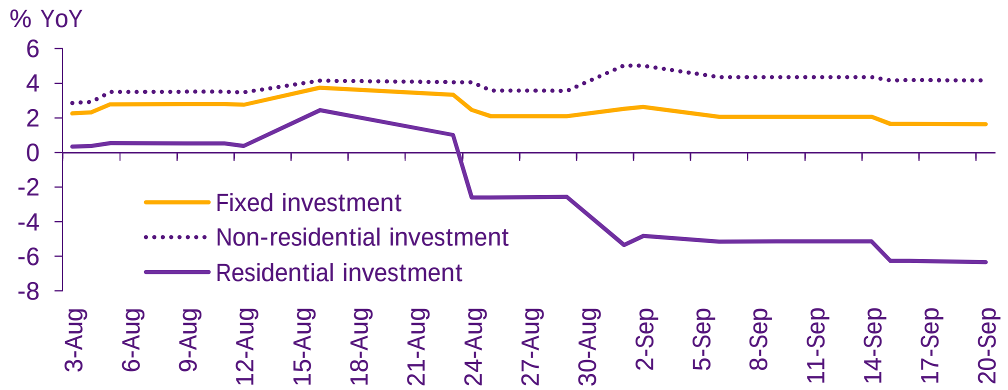
Source: CEIC, SCBS Investment Research

Figure 15: องค์ประกอบของการลงทุนถาวรในสหรัฐฯ



Source: CEIC, SCBS Investment Research

Figure 16: แนวโน้มการลงทุนที่ไม่ใช่ที่อยู่อาศัยปรับตัวดีขึ้น

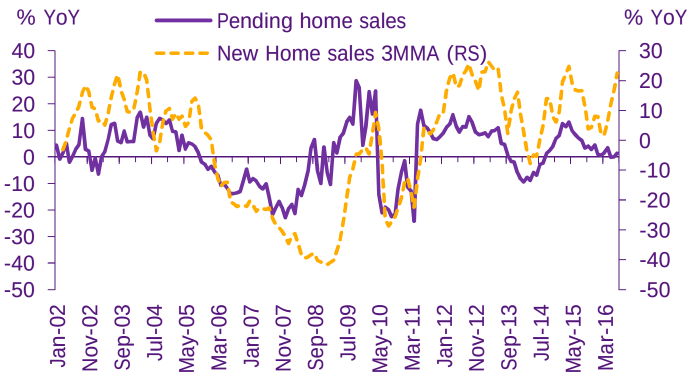


Source: Federal Reserve Bank of Atlanta, SCBS Investment Research

...แต่ข้อมูลตลาดที่อยู่อาศัยไม่ได้บ่งชี้ว่าการลงทุนในที่อยู่อาศัยฟื้นตัวอย่างเต็มที่แล้ว

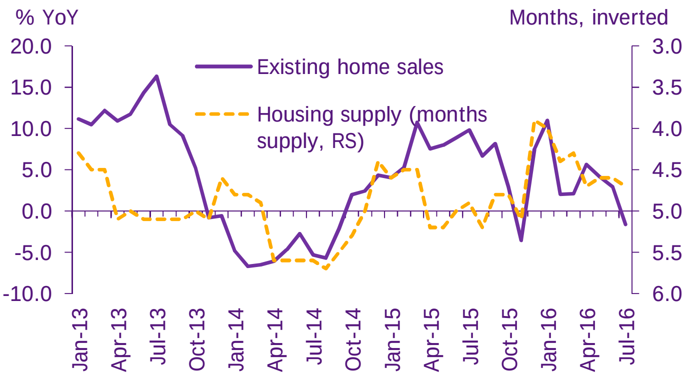
ในด้านของตลาดที่อยู่อาศัย โดยปกติแล้วภาคที่อยู่อาศัยคิดเป็นสัดส่วนประมาณ 15-18% ของ GDP องค์ประกอบหลัก 2 อย่าง คือ การลงทุนในที่อยู่อาศัย (3-5% ของ GDP) และการใช้จ่ายด้านที่อยู่อาศัยและบริการที่เกี่ยวข้อง (12-13%) ทั้งนี้เมื่อมองในแง่ของแหล่งที่มาของการขยายตัวของ GDP (contribution to growth) พบว่าการลงทุนในที่อยู่อาศัยเป็นตัวฉุดรั้งการเติบโต (ลดลง 0.3%) ในไตรมาส 2/59 ในขณะที่การใช้จ่ายเกี่ยวกับบริการที่อยู่อาศัยช่วยสนับสนุนให้เศรษฐกิจขยายตัวถึง 0.5% ข้อมูลเกี่ยวกับยอดขายบ้านใหม่เมื่อไม่นานนี้ดูแข็งแกร่งอย่างมาก เนื่องจากปรับตัวเพิ่มขึ้น 31% YoY ในเดือน ก.ค. โดยทั่วไปแล้ว เราควรจะมองบวกอย่างมากต่อตลาดที่อยู่อาศัยในสหรัฐฯ และแนวโน้มการลงทุนในที่อยู่อาศัย อย่างไรก็ตาม ข้อมูลเกี่ยวกับยอดทำสัญญาขายบ้านที่รอปิดการขาย (pending home sales)ไม่ได้เคลื่อนไหวไปในทางเดียวกันกับเครื่องชี้ตลาดที่อยู่อาศัยอื่นๆ ยกตัวอย่างเช่น ยอดขายบ้านมือสอง (existing home sales) ดูเหมือนจะชะลอตัวลงอย่างต่อเนื่อง ส่งผลทำให้อุปทานที่อยู่อาศัยปรับตัวเพิ่มขึ้น (Figure 18) แนวโน้มเช่นนี้สร้างแรงกดดันขาลงมากขึ้นต่อราคาบ้าน ซึ่งในที่สุดแล้วอาจจะส่งผลกระทบต่อความมั่งคั่งของผู้บริโภค นอกจากนี้แล้วเรายังเริ่มเห็นราคาบ้านลดลงเล็กน้อยในเดือน พ.ค.-มิ.ย.ด้วย อีกทั้งยังมีข้อมูลที่บ่งชี้ว่าดัชนีความสามารถในการซื้อที่อยู่อาศัยปรับตัวลดลง (Figure 19) โดยมีสาเหตุมาจาก (1) อัตราดอกเบี้ยสินเชื่อที่อยู่อาศัยที่สูงขึ้น (อัตราดอกเบี้ยคงที่ 30 ปีสูงกว่าผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ) และ (2) รายได้ที่เติบโตในอัตราชะลอตัวลง (เทียบกับราคาบ้าน) บทสรุปก็คือ เราอาจจะเห็นการรีบาวด์ในระยะสั้น โดยเกิดจากความต้องการการลงทุนที่คั่งค้างอยู่ อย่างไรก็ตาม ในระยะกลางถึงยาว แนวโน้มของตลาดที่อยู่อาศัยยังคงมีความไม่แน่นอนอย่างมาก และเนื่องจากตลาดที่อยู่อาศัยมีอิทธิพลอย่างมากต่อความมั่งคั่งโดยรวมของคนอเมริกัน ดังนั้นเฟดอาจจะใช้ความระมัดระวังอย่างมากในการพิจารณาขึ้นดอกเบี้ย ทั้งนี้เป็นเพราะว่าแม้กระทั่งไม่มีการเคลื่อนไหวจริง ความคิดเห็นของเฟดจะมีผลกระทบอย่างมากต่ออัตราดอกเบี้ยสินเชื่อที่อยู่อาศัยในสหรัฐฯ

Figure 17: ยังไม่สามารถสรุปได้ว่ายอดขายบ้านใหม่แข็งแกร่ง...



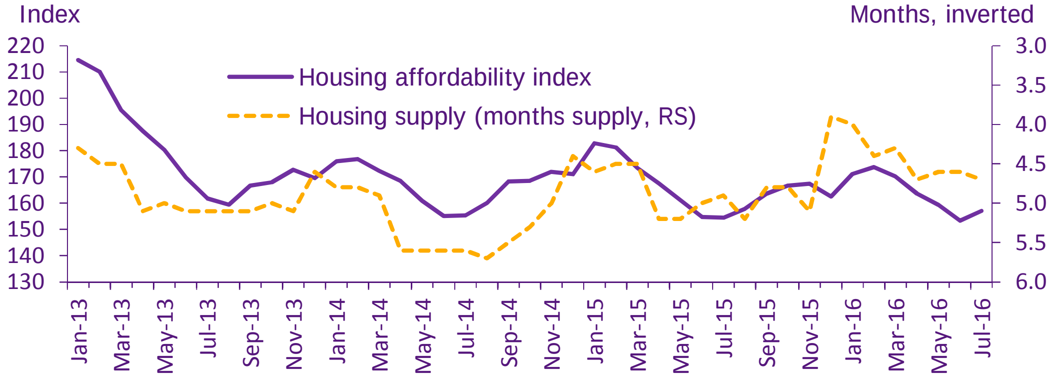
Source: CEIC, SCBS Investment Research

Figure 18: ...เนื่องจากสถานการณ์ในตลาดบ้านมือสองไม่ดีนัก



Source: CEIC, SCBS Investment Research

Figure 19: ความสามารถในการซื้อที่อยู่อาศัยปรับตัวลดลง



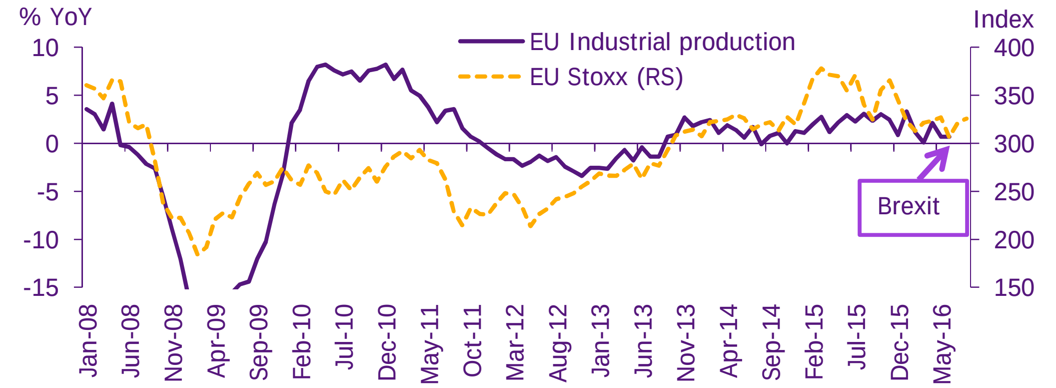
Source: CEIC, SCBS Investment Research

ยูโรโซน

โมเมนตัมเศรษฐกิจและตลาดหุ้นชะลอตัวอย่างต่อเนื่อง...

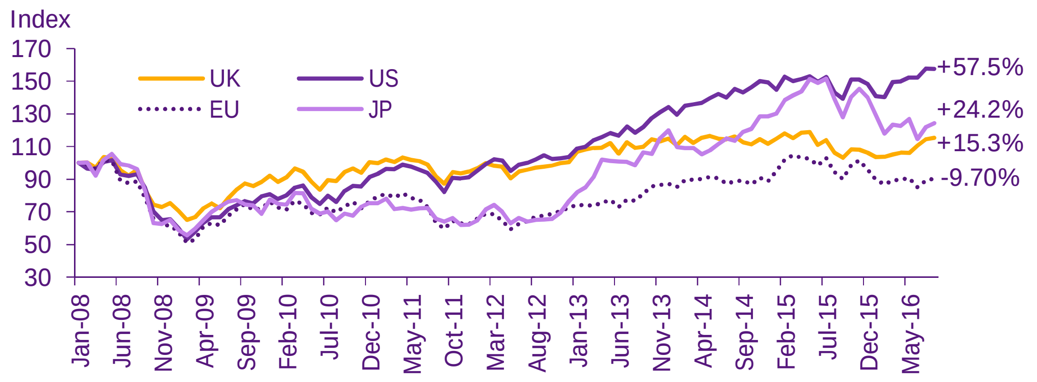
ตลาดหุ้นยูโรโซนที่อ่อนแอดูเหมือนจะสะท้อนโมเมนตัมธุรกิจในยูโรโซนได้เป็นอย่างดี ซึ่งแม้จะเป็นช่วงก่อนหน้า Brexit นั้นก็ไม่ได้ดีมากนัก เนื่องจากทั้งโมเมนตัมเศรษฐกิจและตลาดหุ้นชะลอตัวอย่างต่อเนื่องดังเห็นได้ใน Figure 20 สำหรับการเปรียบเทียบตลาด ตลาดหุ้นยุโรปเป็นตลาดที่ให้ผลตอบแทนต่ำที่สุดในกลุ่มตลาดประเทศที่พัฒนาแล้ว (Figure 21) นอกจากนี้แล้ว ตลาดหุ้นอังกฤษก็ยังดูเหมือนจะแข็งแกร่งมากกว่าตลาดหุ้น EU ด้วยเหตุผลส่วนหนึ่ง คือ (1) ธนาคารกลางอังกฤษ (BoE) มีความกล้ามากกว่าและดำเนินมาตรการอย่างทันท่วงทีมากกว่า (2) ภาวะเศรษฐกิจก่อน Brexit ดูดีกว่า (3) เงินปอนด์ของอังกฤษที่อ่อนค่าลงอย่างรวดเร็วเป็นปัจจัยสนับสนุน (Figure 22) และ (4) การบริหารเศรษฐกิจเดียวมีแนวโน้มที่จะมีประสิทธิภาพมากกว่ากลุ่มเศรษฐกิจ อย่างไรก็ตาม เราสงสัยว่าผลกระทบจริงจากการที่อังกฤษถอนตัวจากสหภาพยุโรปยังไม่ได้เผยออกมาให้เห็นอย่างเต็มที่ ซึ่งหมายความว่านักลงทุนจะต้องให้ความสนใจมากเป็นพิเศษต่อพัฒนาการที่กำลังจะเกิดขึ้นในยูโรโซน

Figure 20: ภาคธุรกิจที่อ่อนตัวลงจะสร้างแรงกดดันต่อตลาดหุ้นอย่างต่อเนื่อง



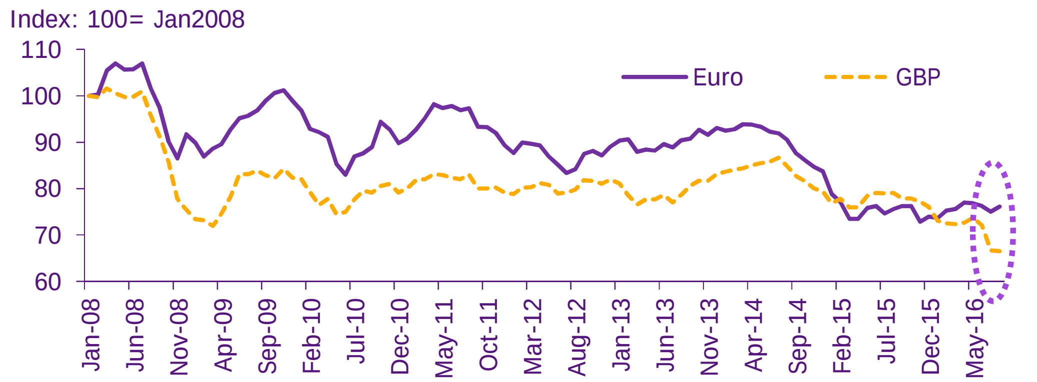
Source: CEIC, SCBS Investment Research

Figure 21: ตลาดหุ้น EU เป็นตลาดที่ให้ผลตอบแทนต่ำที่สุดในปีนี้



Source: CEIC, SCBS Investment Research

Figure 22: ค่าเงินปอนด์อังกฤษและยูโรเทียบกับดอลลาร์สหรัฐ

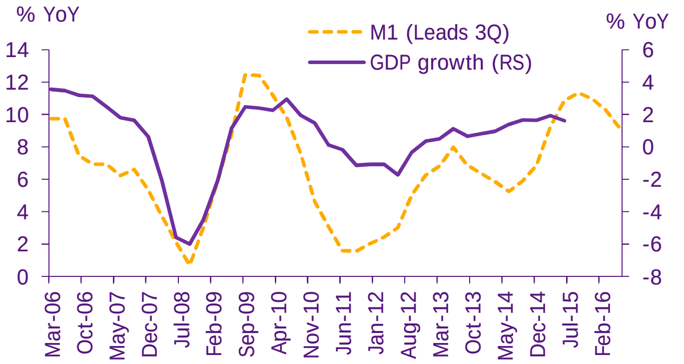


Source: CEIC, SCBS Investment Research

...เครื่องชี้นำการเติบโตทางเศรษฐกิจยังไม่ได้ส่งสัญญาณถึงการฟื้นตัวในอนาคตอันใกล้นี้...

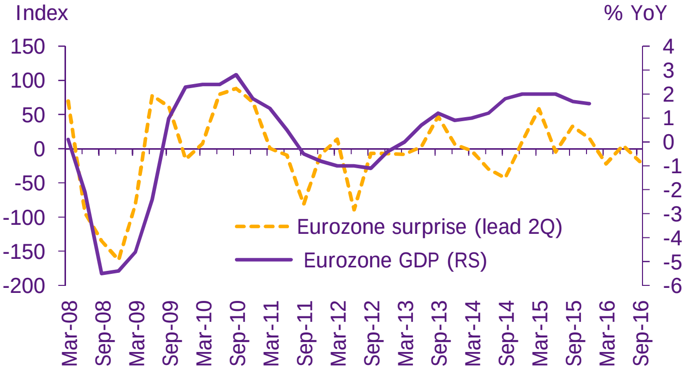
ทั้งนี้เราเคยกล่าวถึงเครื่องชี้นำที่เชื่อถือได้ 2 อย่างสำหรับอัตราการขยายตัวของ GDP ยูโรโซน ซึ่งก็คือ (1) การเติบโตของปริมาณเงิน M1 และ (2) ดัชนี economic surprise index ในรายงานกลยุทธ์การลงทุนรายไตรมาสฉบับก่อน เครื่องชี้นำเหล่านี้ดูเหมือนจะใช้การได้ดี เนื่องจากส่งสัญญาณได้อย่างถูกต้องว่าการเติบโตของเศรษฐกิจในยูโรโซนจะยังอยู่ในระดับต่ำอย่างมากในไตรมาส 2/59 สำหรับแนวโน้มของยูโรโซน เครื่องชี้นำทั้งสองอย่าง (Figure 23-24) บ่งชี้ว่าเศรษฐกิจจะชะลอตัวลงอีกในช่วงครึ่งหลังของปีนี้ และระดับของการชะลอตัวดูเหมือนจะมากกว่าในไตรมาส 2/59 สิ่งที่เราค้นพบสอดคล้องกับรายงาน Markit Eurozone PMI เมื่อไม่นานนี้ซึ่งบ่งชี้ว่าการเติบโตของยูโรโซนชะลอตัวลงสู่ระดับต่ำสุดในรอบ 19 เดือนในเดือน ส.ค. นอกจากนี้ยังค่อนข้างน่าเป็นห่วงที่สาเหตุของการชะลอตัวลง คือ โมเมนตัมเศรษฐกิจที่อ่อนแอมากกว่าคาดในเยอรมนี ซึ่งกิจกรรมทางเศรษฐกิจชะลอตัวลงมากที่สุดในรอบ 15 เดือน

Figure 23: อัตราเติบโตของปริมาณเงิน M1 ที่ชะลอลงอีกส่งสัญญาณถึงอัตราการขยายตัวของเศรษฐกิจที่ชะลอตัวลงในอนาคต...



Source: CEIC, SCBS Investment Research

Figure 24: ...ยืนยันโดยดัชนี surprise index

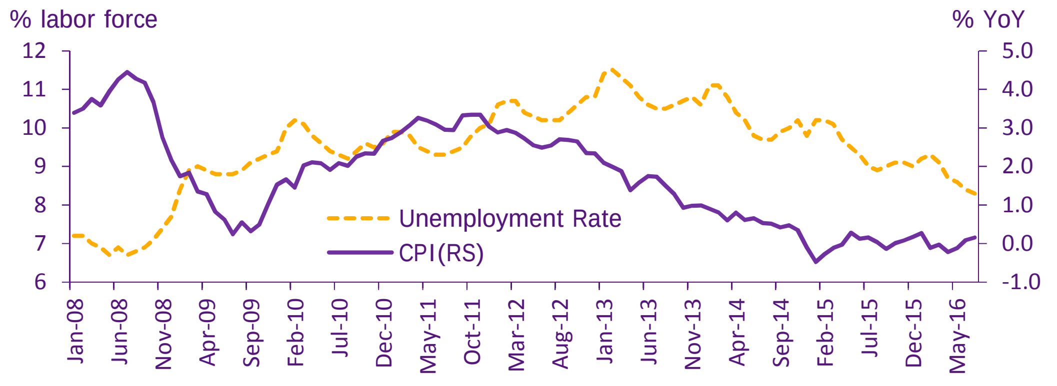


Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

...ตลาดแรงงานที่แข็งแกร่งมากขึ้นยังคงเป็นเกราะป้องกันให้กับเศรษฐกิจยูโรโซนได้เป็นอย่างดี...

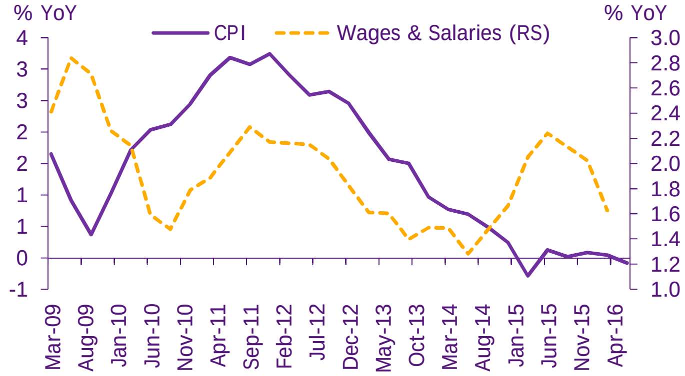
ในขณะที่แนวโน้มระยะกลางของยูโรโซนยังไม่มีความชัดเจน แต่เราพบว่าตลาดแรงงานในยูโรโซนปรับตัวดีขึ้นอย่างต่อเนื่อง โดยอัตราการว่างงานลดลงต่อเนื่อง อย่างไรก็ตามแม้ว่าจะมีการจ้างงานจำนวนมาก แต่ค่าแรงยังอยู่ในระดับที่ค่อนข้างต่ำ (Figure 26) เรามองเรื่องนี้ว่าเป็นหนึ่งในอุปสรรคสำคัญต่อการฟื้นตัวของอัตราเงินเฟ้อ ในขณะเดียวกัน ส่วนต่างอัตราผลตอบแทนพันธบัตรยูโรป (2Y10Y) ที่มีลักษณะแบนราบมากขึ้น (flattening) ก็บ่งชี้ว่าภาวะที่อัตราเงินเฟ้อปรับตัวลดลงจะยังคงเกิดขึ้นในยูโรโซนต่อไปอีกระยะหนึ่ง ซึ่งจะเป็นงานที่ท้าทายสำหรับ ECB เนื่องจากเราเคยกล่าวไว้แล้วในไตรมาสที่ผ่านมาว่ามาตรการ QE ในปัจจุบันของยูโรโซนดูเหมือนจะดำเนินมาถึงจุดที่เห็นผลลดน้อยลง และอาจจะเป็นเหตุผลอย่างหนึ่งที่ทำให้ ECB ยังไม่ออกนโยบายใดๆ เพิ่มเติมในการประชุมครั้งล่าสุด เรายังคงมุมมองของเราว่ามาตรการกระตุ้นทางการคลังจะเป็นตัวเลือกทางนโยบายที่เหมาะสมมากกว่าในตอนนี้ เนื่องจากยูโรโซนมีสภาพคล่องส่วนเกินจำนวนมาก ในขณะที่งบดุลของรัฐบาลปรับตัวดีขึ้นอย่างต่อเนื่อง

Figure 25: ตลาดแรงงานปรับตัวดีขึ้น แต่แนวโน้มอัตราเงินเฟ้อยังน่าเป็นห่วง



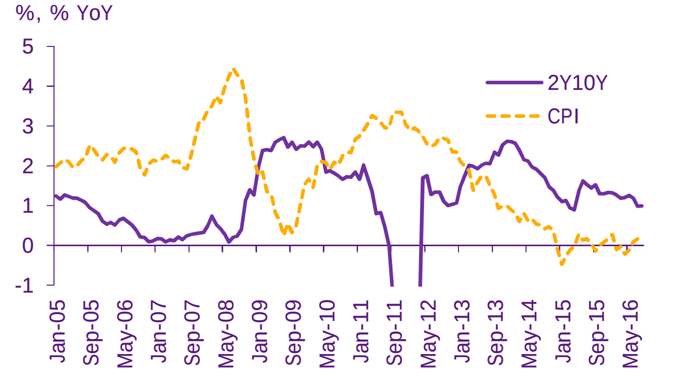
Source: CEIC, SCBS Investment Research

Figure 26: ค่าจ้างเติบโตไม่มากพอที่จะกระตุ้นให้อัตราเงินเฟ้อปรับตัวเพิ่มขึ้น



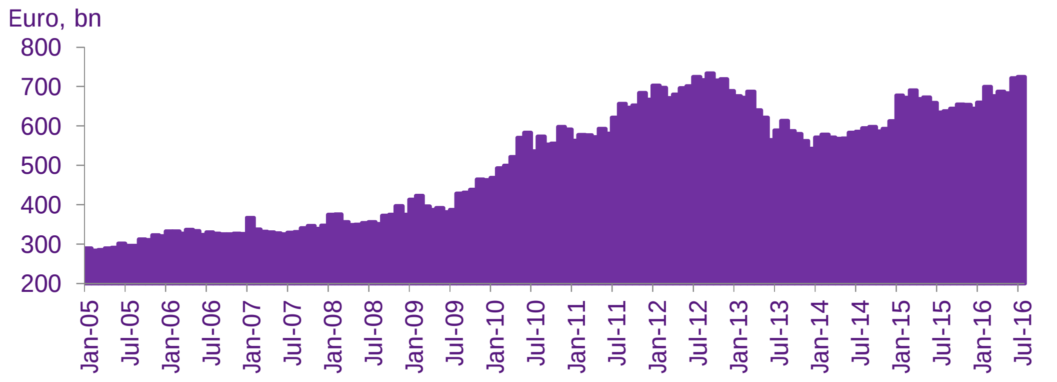
Source: CEIC, SCBS Investment Research

Figure 27: ตลาดตราสารหนี้บ่งชี้ว่าอัตราเงินเฟ้อจะยังไม่ปรับตัวเพิ่มขึ้นในตอนนี้



Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

Figure 28: สภาพคล่องส่วนเกินจำนวนมาก



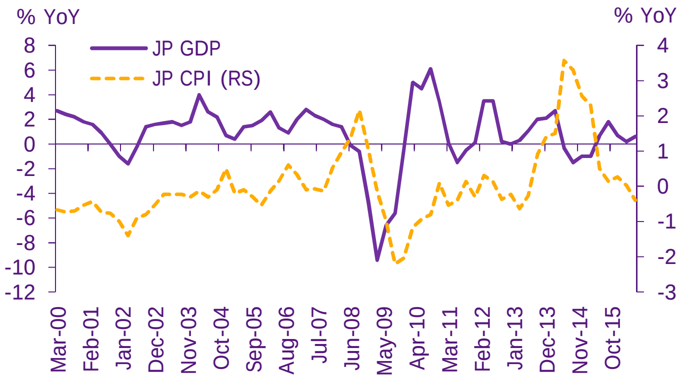
Source: CEIC, SCBS Investment Research

ญี่ปุ่น

แม้เศรษฐกิจญี่ปุ่นเติบโตดีกว่าคาด แต่แนวโน้มอัตราเงินเฟ้อดูไม่สดใส...

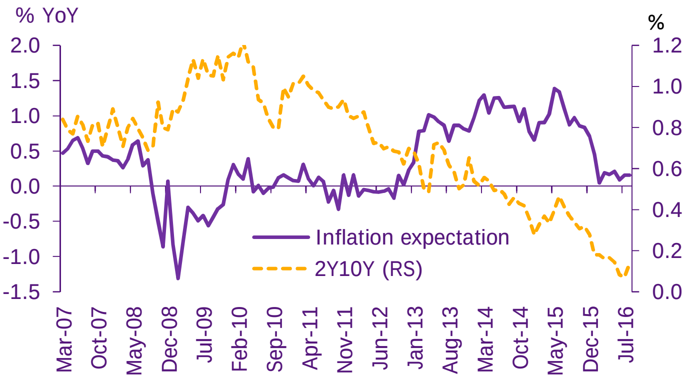
อัตราการขยายตัวทางเศรษฐกิจของญี่ปุ่นเพิ่มขึ้นดีกว่าคาด และสามารถหลีกเลี่ยงอัตราขยายตัวติดลบในไตรมาส 2/59 ได้โดยเศรษฐกิจมีอัตราขยายตัวที่ 0.6% YoY ในไตรมาส 2/59 สะท้อนถึงเศรษฐกิจที่ปรับตัวดีขึ้นเมื่อเทียบกับอัตราขยายตัว 0.2% ในไตรมาส 1/59 อย่างไรก็ตาม เรื่องเร่งด่วนมากกว่า คือ อัตราเงินเฟ้อที่ปรับตัวลดลงอย่างต่อเนื่องด้วยอัตราเร่ง (Figure 29) แนวโน้มยิ่งน่ากังวลเมื่อเราพบว่าการปรับตัวลดลงของอัตราเงินเฟ้อจริงได้ส่งผลสะท้อนไปยังคาดการณ์อัตราเงินเฟ้อซึ่งสามารถอธิบายได้โดยคาดการณ์อัตราเงินเฟ้อ (5Y5Y swap forward) และส่วนต่างอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลญี่ปุ่น (2Y10Y) ดังแสดงใน Figure 30 ทั้งนี้ นอกเหนือจากผลของเศรษฐกิจที่ชะลอตัวแล้ว การแข็งค่าอย่างรวดเร็วของเงินเยนก็เป็นปัจจัยหลักที่สร้างแรงกดดันอย่างรุนแรงต่อแนวโน้มอัตราเงินเฟ้อดังแสดงใน Figure 31

Figure 29: แนวโน้มอัตราเงินเฟ้อน่าเป็นห่วงมากขึ้น...



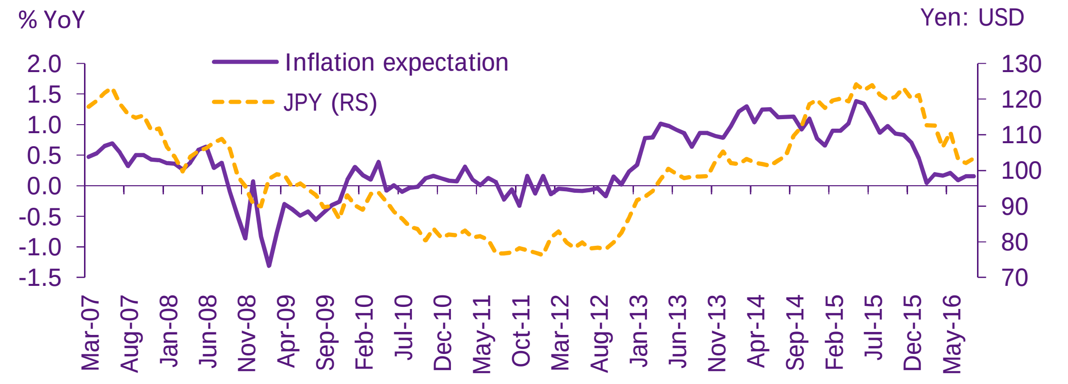
Source: CEIC, SCBS Investment Research

Figure 30: ...เนื่องจากเริ่มส่งผลสะท้อนไปยังคาดการณ์อัตราเงินเฟ้อ



Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

Figure 31: เงินเยนแข็งค่าขึ้นมากมาระยะหนึ่งแล้ว

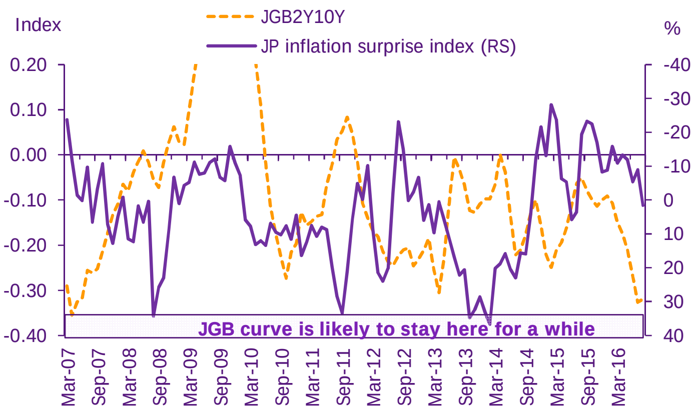


Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

...ส่งผลทำให้ BoJ กล้าปรับเปลี่ยนนโยบายการเงินมากขึ้น...

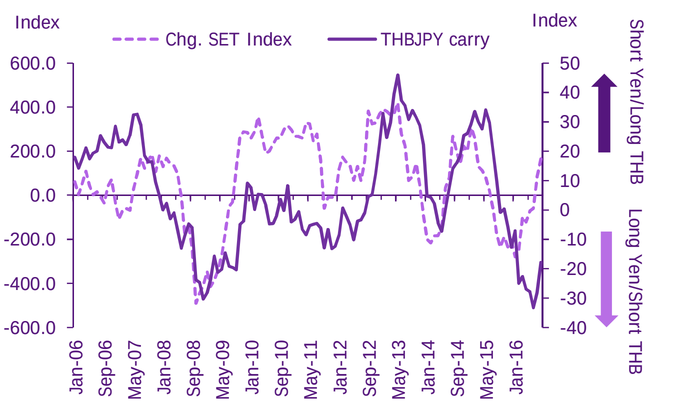
สถานการณ์เกี่ยวกับแนวโน้มอัตราเงินเฟ้อระดับต่ำดูน่ากังวลมากขึ้น และ BoJ ดูเหมือนจะหมดกระสุนสำหรับมาตรการ QQE แล้ว นอกจากนี้ก็มีการวิพากษ์วิจารณ์กันในวงกว้างว่า BoJ อาจจะไม่สามารถขยายมาตรการซื้อสินทรัพย์เพิ่มได้อีก เพราะปริมาณพันธบัตรรัฐบาลที่ BoJ จะสามารถซื้อต่อไปได้มีน้อยลงเรื่อยๆ ในที่สุด BoJ จึงมีมติยกเครื่องนโยบายการเงินแบบผ่อนคลายในเดือน ก.ย. นโยบายที่นำมาใช้ใหม่นี้ (QQE with yield control) คาดว่าจะมีประสิทธิภาพมากขึ้นในการสนับสนุนคาดการณ์อัตราเงินเฟ้อ ในขณะเดียวกันก็สามารถหาทางออกให้กับปริมาณพันธบัตรรัฐบาลที่มีน้อยลงได้เป็นอย่างดี การควบคุมอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปีไว้ที่ระดับใกล้ 0% (Figure 32) ในขณะที่ตั้งเป้าผลักดันเงินเฟ้อให้เพิ่มขึ้นสูงกว่าเป้าหมายที่ระดับ 2% จะช่วยสนับสนุนให้มีนักลงทุนจำนวนมากขึ้นเลือกทำ "yen carry trade" (Figure 33) ซึ่งจะให้ผลตอบแทนสูงกว่าการพักเงินไว้ในตลาดญี่ปุ่น การทำ yen carry trade เป็นกลไกที่มีประสิทธิภาพอย่างมากในการทำให้เงินเยนอ่อนค่าลง ซึ่งจะส่งผลทำให้ระดับการคาดการณ์อัตราเงินเฟ้อเพิ่มสูงขึ้น สำหรับนัยสำคัญต่อประเทศไทย มีแนวโน้มที่เราจะเห็นการทำธุรกรรม yen/THB carry trade เพิ่มมากขึ้นในระยะเวลาอันใกล้นี้ ซึ่งคล้ายกับเหตุการณ์ที่เราพบย้อนกลับไปในปี 2555-57 นอกจากนี้เรายังสามารถคาดการณ์ได้ว่าจะเห็นเงินไหลเข้าตลาดตราสารหนี้และตลาดหุ้นของประเทศไทยเพิ่มมากขึ้น เนื่องจากให้ผลตอบแทนที่น่าพอใจ อย่างไรก็ตามกระบวนการนี้จะเกิดขึ้นแบบค่อยเป็นค่อยไป เนื่องจากจะต้องใช้เวลาระยะหนึ่งเพื่อให้นักลงทุนมั่นใจว่าเงินเยนจะอ่อนค่าในระยะเวลาที่นานขึ้นตอบรับนโยบายการเงินของ BoJ

Figure 32: การควบคุมอัตราผลตอบแทนพันธบัตรของ BoJ จะทำให้ส่วนต่างผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลญี่ปุ่น (2Y10Y) อยู่ในระดับทรงตัว...



Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

Figure 33: ...ในทางทฤษฎีน่าจะช่วยกระตุ้นการทำธุรกรรม yen carry trade



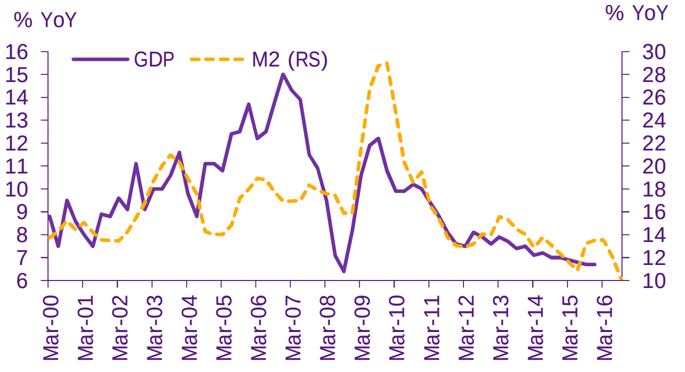
Source: Bloomberg , SCBS Investment Research

จีน

เศรษฐกิจจีนมีแนวโน้มที่จะเติบโตราว 6.5%...

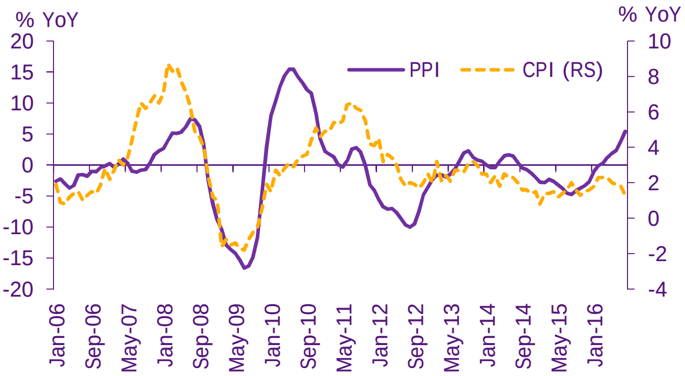
เศรษฐกิจจีนยังคงอยู่ในช่วงเปลี่ยนผ่านไปสู่ความปกติในรูปแบบใหม่ (new normal) เนื่องจากอัตราการขยายตัวทางเศรษฐกิจชะลอตัวลงอย่างต่อเนื่องสู่ระดับที่มีอัตราขยายตัวประมาณ 6.5% แนวโน้มเช่นนี้สอดคล้องกับการเปลี่ยนแปลงในอัตราการขยายตัวของ M2 ซึ่งโดยปกติแล้วมักจะนำอัตราการขยายตัวของ GDP อยู่ประมาณ 2 ไตรมาส สำหรับเสถียรภาพด้านราคา มีความเป็นไปได้สูงที่เศรษฐกิจจีนจะสามารถหลีกเลี่ยงความเสี่ยงที่อัตราเงินเฟ้อจะลดลงอย่างรุนแรงได้ เนื่องจากข้อมูลเมื่อไม่นานนี้แสดงให้เห็นว่า ดัชนีราคาผู้ผลิตเริ่มที่จะปรับตัวดีขึ้น (Figure 35) และน่าจะส่งผ่านไปยังดัชนีราคาผู้บริโภคในไม่ช้านี้ นอกจากนี้แล้ว ความเชื่อมั่นผู้บริโภคยังเป็นเครื่องชี้นำที่ดีถึงความสามารถของผู้ผลิตในการส่งผ่านต้นทุนไปยังผู้บริโภคด้วยดังแสดงใน Figure 36-37 ทั้งนี้เป็นเพราะโดยปกติแล้วความเชื่อมั่นผู้บริโภคที่สูงขึ้นมักจะส่งสัญญาณถึงกำลังซื้อที่เพิ่มขึ้นของผู้บริโภค เมื่อพิจารณาจากอัตราการขยายตัวทางเศรษฐกิจที่มีเสถียรภาพและแนวโน้มอัตราเงินเฟ้อที่กำลังฟื้นตัว ทำให้มีแนวโน้มสูงมากที่ธนาคารกลางจีนจะยังไม่ออกนโยบายการเงินเพิ่มเติมในระยะเวลาอันใกล้นี้ อย่างไรก็ตาม เรายังคงคาดว่าธนาคารกลางจีนจะเข้าแทรกแซงตลาดอัตราแลกเปลี่ยนและตลาดเงินอย่างต่อเนื่องเพื่อลดความผันผวนของตลาดเหล่านี้

Figure 34: GDP จีน และอัตราการขยายตัวของ M2 (นำอยู่ 2 ไตรมาส)



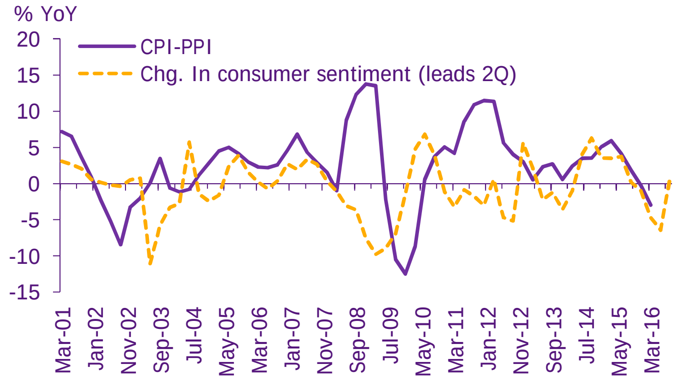
Source: CEIC, SCBS Investment Research

Figure 35: ดัชนีราคาผู้ผลิตเทียบกับดัชนีราคาผู้บริโภคจีน



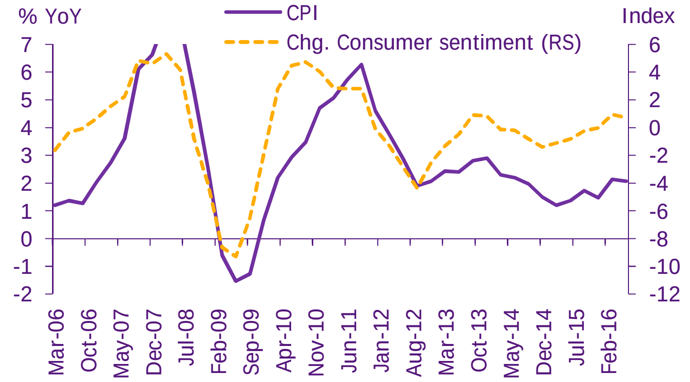
Source: CEIC, SCBS Investment Research

Figure 36: ความเชื่อมั่นผู้บริโภคที่สูงขึ้นจะเปิดโอกาสให้ผู้ผลิตตั้งราคาสินค้าสูงขึ้น (ข้อมูลรายไตรมาส)



Source: CEIC, SCBS Investment Research

Figure 37: ดัชนีราคาผู้บริโภคและความเชื่อมั่นผู้บริโภค (ข้อมูลรายเดือน)

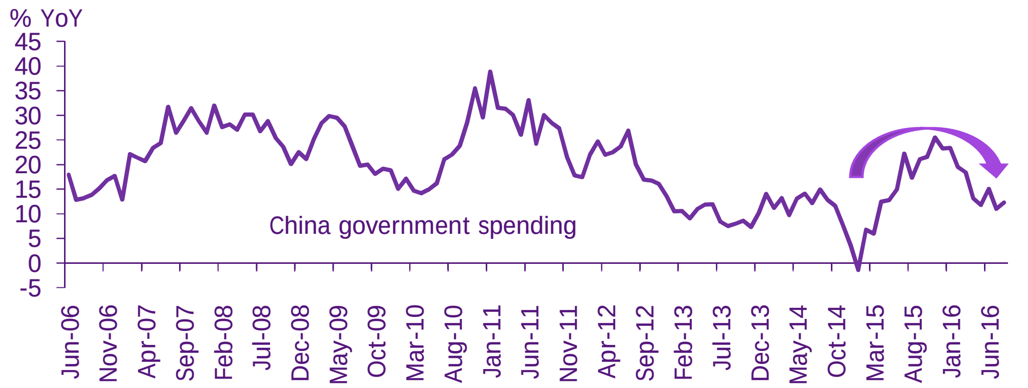


Source: CEIC, SCBS Investment Research

...ในขณะที่มาตรการการคลังเริ่มชะลอตัว...

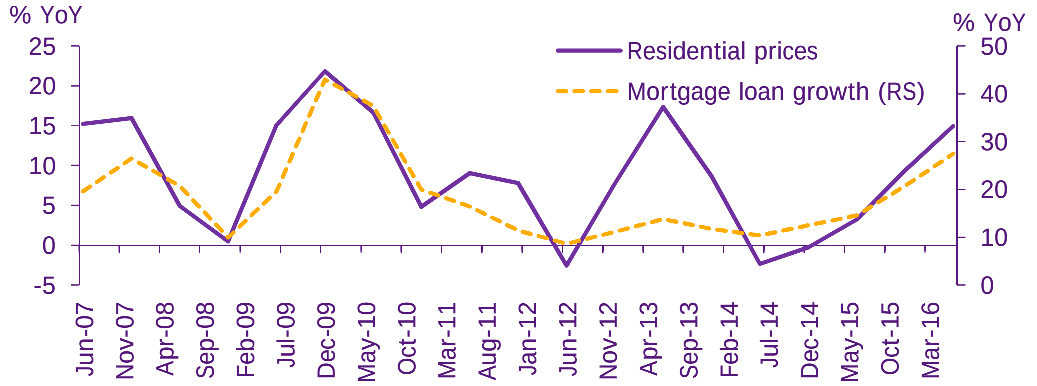
สำหรับนักลงทุนที่สนับสนุนการเติบโต Figure 38 แสดงให้เห็นว่ารัฐบาลจีนเริ่มชะลอการใช้จ่ายมาระยะหนึ่งแล้ว แนวโน้มเช่นนี้สะท้อนถึงความเสี่ยงขาลงที่สูงขึ้นต่ออัตราการขยายตัวของ GDP จีนในระยะกลาง ความกังวลที่เกี่ยวข้องกับการเติบโตอีกอย่างหนึ่ง คือ รัฐบาลจีนอาจจะประกาศใช้มาตรการบางอย่างในไม่ช้านี้เพื่อป้องกันการเกิดภาวะฟองสบู่ในตลาดอสังหาริมทรัพย์ เนื่องจากทั้งราคาที่อยู่อาศัยและการปล่อยสินเชื่อที่อยู่อาศัยปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็ว (Figure 39) อย่างไรก็ดี เรายังคงเชื่อว่ารัฐบาลจีนน่าจะยังสามารถทำให้โมเมนตัมการเติบโตฟื้นกลับคืนสู่ระดับที่ต้องการได้เมื่อจำเป็น

Figure 38: การใช้จ่ายภาครัฐเริ่มชะลอตัวลง



Source: CEIC, SCBS Investment Research

Figure 39: ภาวะฟองสบู่ในตลาดอสังหาริมทรัพย์กำลังก่อตัว?

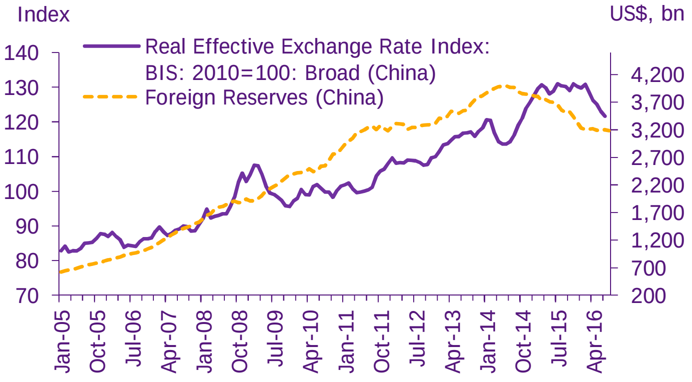


Source: CEIC, SCBS Investment Research

...ความเสี่ยงที่จะเกิดการเคลื่อนย้ายเงินทุนจำนวนมากยังอยู่อีกไกล

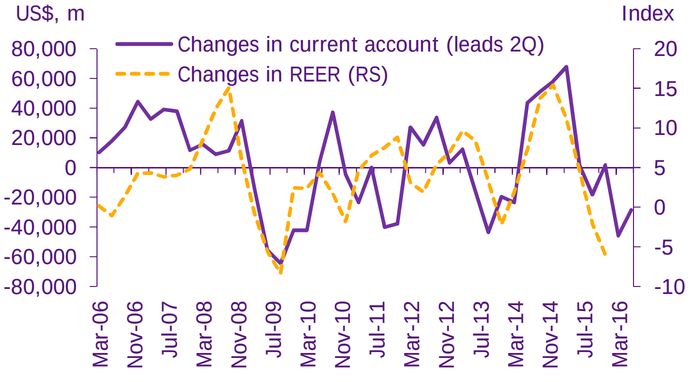
สำหรับนักลงทุนต่างชาติ ความเสี่ยงของการเคลื่อนย้ายเงินทุนแบบฉับพลันรุนแรงกว่าภาวะเศรษฐกิจชะลอตัวอย่างมาก ทั้งนี้การเคลื่อนย้ายเงินทุนในจีนครั้งล่าสุดเกิดขึ้นเมื่อต้นปีนี้ และรุนแรงมากพอจนกดดันให้ตลาดหุ้นทั่วโลกปรับตัวลดลงมาก อย่างไรก็ดี เราคิดว่าความน่าจะเป็นของความเสี่ยงดังกล่าวมีค่อนข้างจำกัดในตอนนี้ เหตุผลหลักๆ คือ ปัจจุบัน PBoC อนุญาตให้ค่าเงินเปลี่ยนแปลงไปตามภาวะเศรษฐกิจมหภาค (โดยเฉพาะดุลบัญชีเดินสะพัด และทุนสำรองระหว่างประเทศ) Figure 40 แสดงให้เห็นว่าทุนสำรองระหว่างประเทศของจีนมีเสถียรภาพมากขึ้นในระยะหลังนี้ ในขณะที่การเปลี่ยนแปลงในดุลบัญชีเดินสะพัด (นำหน้า 2 ไตรมาส) แสดงถึงความแข็งค่าในระยะสั้นของเงินหยวน

Figure 40: ทุนสำรองระหว่างประเทศเทียบกับอัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริงของจีน



Source: CEIC, SCBS Investment Research

Figure 41: อัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริงเทียบกับการเปลี่ยนแปลงในดุลบัญชีเดินสะพัดของจีน



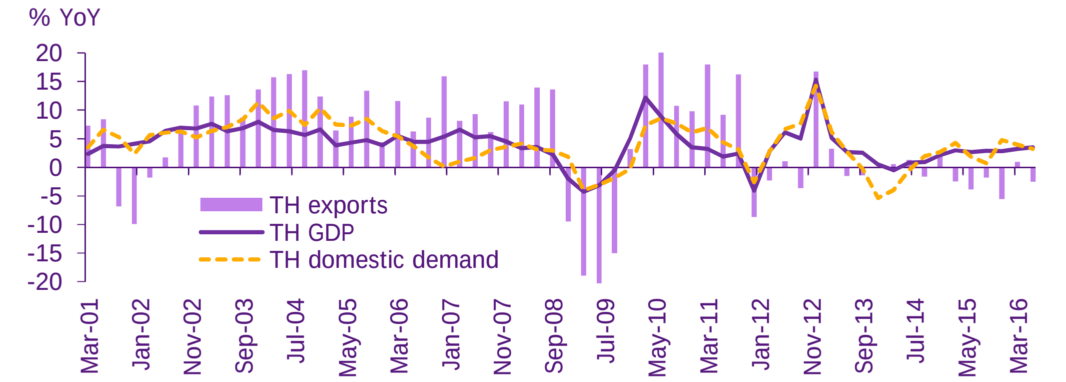
Source: CEIC, SCBS Investment Research

เศรษฐกิจไทย

เศรษฐกิจไทยฟื้นตัวดีกว่าคาดในช่วงครึ่งแรกปี 59…

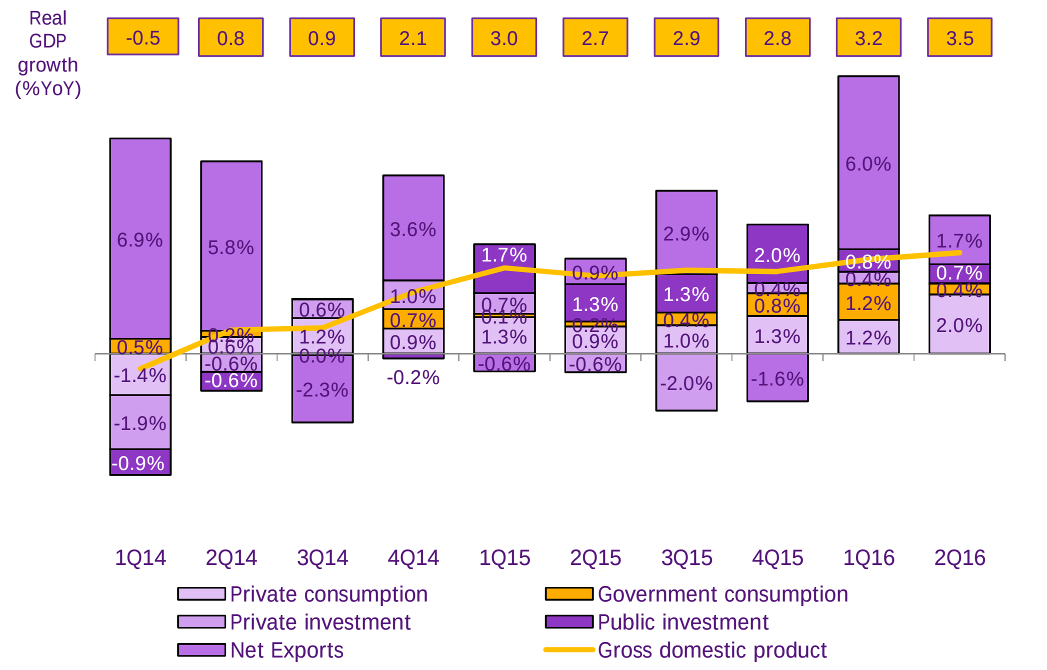
ประเทศไทยสร้างเซอร์ไพร์สนักลงทุนอีกครั้งในไตรมาส 2/59 เนื่องจากเศรษฐกิจขยายตัว 3.5% YoY ดีกว่าตลาดคาด สำหรับช่วงครึ่งแรกของปีนี้ เศรษฐกิจไทยขยายตัว 3.4% ซึ่งค่อนข้างแข็งแรงเมื่อพิจารณาจากการส่งออกสินค้าที่ยังไม่กระเตื้อง (Figure 42) แหล่งที่มาใหญ่สุดของอัตราการขยายตัวของ GDP (contribution to growth) ยังคงเป็นอุปสงค์ในประเทศ (การอุปโภคบริโภคภาคเอกชน + การใช้จ่ายภาครัฐ + การสะสมทุนถาวรเบื้องต้น) ดังเห็นได้ใน Fugure 43 ด้านล่าง ในด้านแนวโน้มเศรษฐกิจ ศูนย์วิจัยเศรษฐกิจและธุรกิจ ธนาคารไทยพาณิชย์ (EIC) คาดการณ์อัตราการขยายตัวของเศรษฐกิจปี 2560 ที่ 3.3% ซึ่งดีกว่าตัวเลขที่คาดการณ์ไว้ที่ 3% ในปี 2559 อยู่เล็กน้อย การอุปโภคบริโภคภาคเอกชนจะยังคงเป็นปัจจัยสำคัญที่ช่วยกระตุ้นการเติบโตของเศรษฐกิจ เนื่องจากคาดว่าการอุปโภคบริโภคภาคเอกชนจะเติบโต 2.7% YoY ในขณะที่การเปลี่ยนแปลงที่สำคัญในปีหน้าจะเป็นการเร่งตัวขึ้นของอัตราเงินเฟ้อ ซึ่งคาดว่าจะขยายตัว 2.6% เทียบกับที่ขยายตัวเพียง 0.4% ในปีนี้ แม้อัตราเงินเฟ้อมีแนวโน้มปรับตัวสูงขึ้นในปีหน้า แต่มีแนวโน้มสูงมากที่ธนาคารแห่งประเทศไทย (ธปท.) จะตรึงอัตราดอกเบี้ยนโยบายไว้เท่าเดิมไปอีกระยะหนึ่ง

Figure 42: อุปสงค์ในประเทศเป็นส่วนสำคัญที่ช่วยสนับสนุนให้เศรษฐกิจไทยฟื้นตัว



Source: CEIC, SCBS Investment Research

Figure 43: แหล่งที่มาของอัตราการขยายตัวของ GDP (contribution to GDP growth)

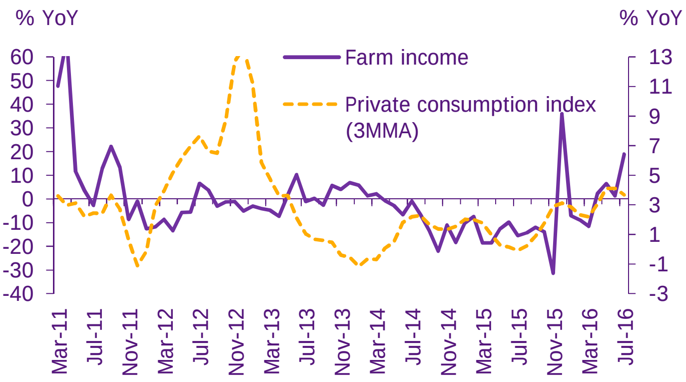


Source: National Economic and Social Development Board (NESDB), SCBS Investment Research

รายได้โดยรวมเติบโตอย่างแข็งแกร่งต่อเนื่อง

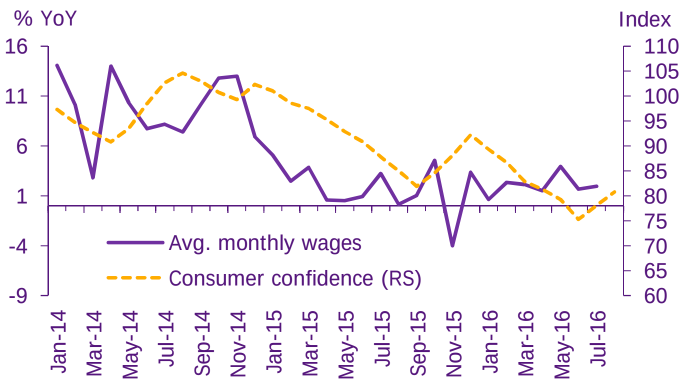
การฟื้นตัวของรายได้เกษตรกรเป็นประเด็นหลักที่เราใช้สนับสนุนการลงทุนในไตรมาสก่อน และได้รับการยืนยันแล้วว่าเรามาถูกทาง ข้อมูลล่าสุดแสดงว่ารายได้เกษตรกรของประเทศไทยเติบโตอย่างแข็งแกร่งถึง 18.9% YoY ในเดือน ส.ค. นอกจากนี้แล้วรายได้เกษตรกรยังปรับตัวเพิ่มขึ้นติดต่อกัน 4 เดือนแล้วด้วย โดยได้รับปัจจัยหนุนจากราคาและผลผลิตที่เพิ่มขึ้น ในขณะที่อัตราเติบโตของค่าจ้างโดยรวมดูเหมือนจะอยู่ในระดับทรงตัวในช่วง 2-3 เดือนที่ผ่านมา ปัจจัยเหล่านี้รวมกันช่วยสนับสนุนให้ความเชื่อมั่นผู้บริโภคปรับตัวเพิ่มขึ้นพร้อมกับการอุปโภคบริโภคภาคเอกชนดังเห็นได้ใน Figure 44 และ 45 เนื่องจากอุปสงค์ในประเทศคิดเป็นสัดส่วนกว่า 90% ของเศรษฐกิจไทย โมเมนตัมของอุปสงค์ในประเทศจึงมีแนวโน้มที่จะมีผลกระทบอย่างมีนัยสำคัญต่อพลวัตทางการเงิน Figure 46 แสดงให้เห็นว่ากิจกรรมภายในประเทศที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นเกิดขึ้นพร้อมกับอัตราการหมุนเวียนของเงิน (velocity of money) ในระบบเศรษฐกิจที่เพิ่มขึ้น และแนวโน้มเช่นนี้จะมีผลกระทบอย่างมากทั้งต่อเศรษฐกิจและตลาดการเงินในอนาคต

Figure 44: รายได้เกษตรกรปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็ว...



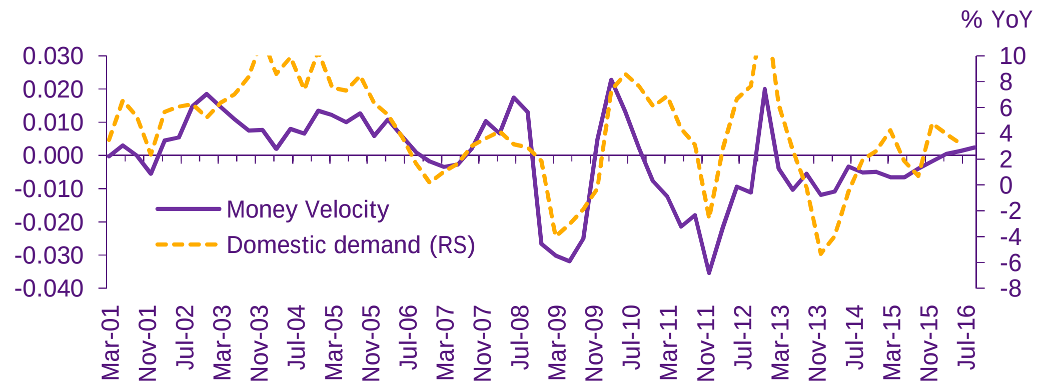
Source: CEIC, SCBS Investment Research

Figure 45: ...ในขณะที่ค่าจ้างโดยเฉลี่ยอยู่ในระดับทรงตัว



Source: CEIC , SCBS Investment Research

Figure 46: เงินเริ่มหมุนเวียนอย่างมีประสิทธิภาพมากขึ้น

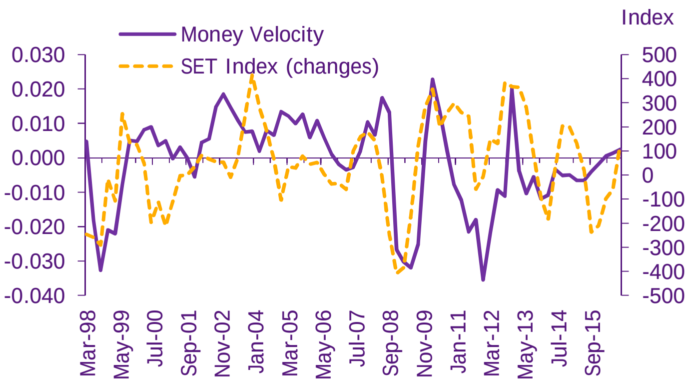


Source: CEIC, SCBS Investment Research

ปริมาณเงินที่หมุนเวียนดีขึ้นบ่งชี้ถึงตลาดหุ้นที่แข็งแกร่ง

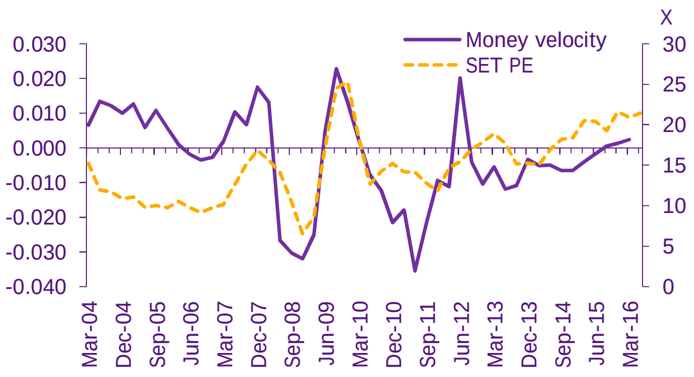
เราเคยกล่าวไว้แล้วว่าประเทศไทยมีสภาพคล่องจำนวนมาก ซึ่งสามารถแปลงเป็นทั้งเงินลงทุนถาวรและเงินลงทุนในสินทรัพย์ และเนื่องจากความจริงแล้วประเทศไทยเป็นประเทศที่มีอัตราการใช้กำลังการผลิตต่ำมาก ดังนั้นจะมีความต้องการลงทุนใหม่ (จากภาคเอกชน) ค่อนข้างน้อย ซึ่งหมายความว่าความต้องการลงทุนในผลิตภัณฑ์ทางการเงินจะยังอยู่ในระดับที่สูงมาก นอกจากนี้แล้วอุปทานเงินของประเทศไทยก็หมุนเวียนดีขึ้นเนื่องจากอัตราการหมุนเวียนปรับตัวเพิ่มขึ้น ซึ่งเป็นปัจจัยสนับสนุนที่ดีสำหรับตลาดหุ้นดังเห็นได้ใน Figure 47 และ 48

Figure 47: อัตราการหมุนเวียนของเงินเทียบกับ SET Index



Source: CEIC, SCBS Investment Research

Figure 48: อัตราการหมุนเวียนของเงินเทียบกับ SET PE



Source: CEIC , SCBS Investment Research

Figure 49: ประมาณการตัวเลขเศรษฐกิจที่สำคัญโดย EIC

	2015		Actual				EIC forecast			Consensus	BOT
Key indicators	**Share (%)**	**Unit**	**2015**	**15Q4**	**16Q1**	**16Q2**	**16Q3**	**16Q4**	**2016**	**2016**	**2016**
Real GDP growth		**% YOY**	**2.80%**	**2.80%**	**3.20%**	**3.50%**	**2.70%**	**2.50%**	**2.80%**	**2.90%**	**3.20%**
Demand-side											
Private consumption	52%	% YOY	2.10%	2.60%	2.30%	3.80%	1.70%	1.90%	2.00%	2.10%	2.10%
Public consumption	17%	% YOY	2.20%	4.80%	8.00%	2.20%	2.70%	2.50%	3.90%		2.80%
Private investment	19%	% YOY	-2.00%	1.90%	2.10%	0.10%	5.80%	-1.80%	1.80%		1.70%
Public investment	6%	% YOY	29.80%	41.20%	12.40%	10.40%	13.40%	-1.60%	11.00%		7.50%
Supply-side											
Agriculture	9%	% YOY	-3.80%	-2.10%	-1.50%	-0.10%	0.10%	0.20%	-1.00%		
Manufacturing and Services	91%	% YOY	3.60%	4.00%	3.70%	3.70%	2.90%	2.80%	3.20%		
Of which Manufacturing		% YOY	0.90%						0.70%		
Of which Services		% YOY	4.40%						4.30%		
External sector											
Export of Goods (USD)		% YOY	-5.80%	-8.10%	0.90%	-2.50%	-2.90%	-1.40%	-1.70%	-0.80%	1.00%
Import of Goods (USD)		% YOY	-11.00%	-12.60%	-12.00%	-2.70%	3.20%	0.80%	-2.50%	2.10%	2.20%
Current account		USD bn	31.6	10.2	16.4	8.4	4.8	11.3	38.7	26.5	31.8
Key rates											
Headline inflation		% YOY	-0.90%	-0.90%	-0.50%	0.30%	0.50%	1.60%	0.40%	0.40%	0.20%
Core inflation		% YOY	1.10%	0.80%	0.70%	0.80%	0.80%	0.90%	0.80%		
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	35.12	36.5	37	37		
Oil prices –Brent (period avg.)		USD/bbl	52.4	43.4	35	45	45	48	43	As of May-16	As of Sep-16

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

ประเด็นการลงทุนในหุ้น top picks และกลยุทธ์การลงทุนในไตรมาส 4/59

การปรับฐานของตลาดหุ้นไทยช่วงนี้ ส่วนหนึ่งน่าจะมีสาเหตุมาจากราคาหุ้นที่ปรับตัวขึ้นมาต่อเนื่องหลายเดือน จนอาจเรียกว่าค่อนข้างแพง เห็นได้จากอัตราส่วนราคาต่อกำไร (PE) ที่สูงกว่าค่าเฉลี่ยในอดีตมาก ทำให้เมื่อมีปัจจัยลบมากระทบเพียงเล็กน้อย ราคาก็ปรับฐานลงแรงสวนทางกับภาพรวมของบริษัทที่ยังมีแนวโน้มกำไรและผลประกอบการที่ดีในอนาคต ทำให้อาจเป็นโอกาสการลงทุนที่น่าสนใจ

ทั้งนี้ แนวโน้มเศรษฐกิจมหภาคยังมี story ดี ๆ อยู่ครบ ทั้งการเติบโตทางเศรษฐกิจที่ได้รับการสนับสนุนจากรายได้เกษตรกรที่เพิ่มขึ้น อุปสงค์ในประเทศที่ฟื้นตัวดีขึ้นตามรายได้และความเชื่อมั่นที่เพิ่มขึ้น นอกจากนี้ ตามสถิติที่ผ่าน พบว่าการปรับฐานของตลาด หลังจาก rally เป็นเวลานานแบบครั้งนี้ บ่อยครั้งมักจะตามมาด้วยการฟื้นตัว และกลับไปสู่ระดับที่สูงกว่าจุดสูงสุดเดิมได้ใน 2-3 เดือน

นอกจากรายได้เกษตร ปัจจัยบวกสำคัญอื่นในไตรมาส 4/59 ได้แก่: 1) ผู้ซื้อรถยนต์คันแรกจะเริ่มปลอดภาระหนี้; 2) การประมูลโครงการรถไฟฟ้าสายสีส้ม สีชมพู และสีเหลือง มูลค่ากว่า 2 แสนล้านบาท; และ 3) การลงทุนภาคเอกชนที่ฟื้นตัวดีขึ้น

หุ้น top picks ประจำไตรมาส 4/59 ของเราอิงกับปัจจัยกระตุ้นการเติบโตของประเทศไทยตามที่กล่าวไว้ข้างต้น และการตรวจสอบ valuation เพื่อหาหุ้น laggards กลุ่มที่โดดเด่นที่สุดเมื่อพิจารณาจากหลักเกณฑ์เหล่านี้ คือ พาณิชย์ ขนส่ง การแพทย์ และพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ ดังนั้นเราจึงเลือก CPALL ROBINS BTS BCH BDMS และ LH เป็น top picks

การ rally ในปี 2559 อยู่ใน 10 อันดับของการ rally ที่ยาวนานมากที่สุดนับตั้งแต่ปี 2543... ตั้งแต่ต้นปี 2559 SET Index ปรับตัวขึ้นต่อเนื่องยาวนานถึง 237 วัน โดยเพิ่มขึ้นกว่า 26% นับถึงสิ้นเดือน ส.ค. ส่งผลทำให้ SET อยู่ใน 3 อันดับแรกที่ให้ผลตอบแทนสูงในกลุ่มตลาดเกิดใหม่ในเอเชีย การ rally ของ SET Index เมื่อไม่นานนี้อยู่ใน 10 อันดับของการ rally ที่ยาวนานมากที่สุดนับตั้งแต่ปี 2543 ทั้งนี้หากมองย้อนกลับไป 16 ปี พบว่าการ rally 8 ครั้งก่อนหน้านี้มีค่ามัธยฐานอยู่ที่ประมาณ 222 วัน (เฉลี่ย 240 วัน) และดัชนีปรับขึ้นด้วยค่ามัธยฐาน 46% (เฉลี่ย 37%)

...ตามมาด้วยการปรับฐานเร็วที่สุด (นับถึงปัจจุบัน) การ rally ในปีนี้ตามมาด้วยการปรับฐานลงมาถึง 8.9% ภายใน 11 วัน ซึ่งเป็นการปรับฐานเร็วที่สุดเมื่อเทียบกับการปรับฐานครั้งก่อนๆ ที่เกิดขึ้นนาน 24 วัน (ค่ามัธยฐาน) โดยลดลงประมาณ 8-15% จากจุดสูงสุดของการ rally แต่ละครั้ง

Figure 50: SET index rally นานเป็นอันดับ 9 ในช่วง 16 ปีที่ผ่านมา

Most corrections recovered above the prior peak within 2-3 months

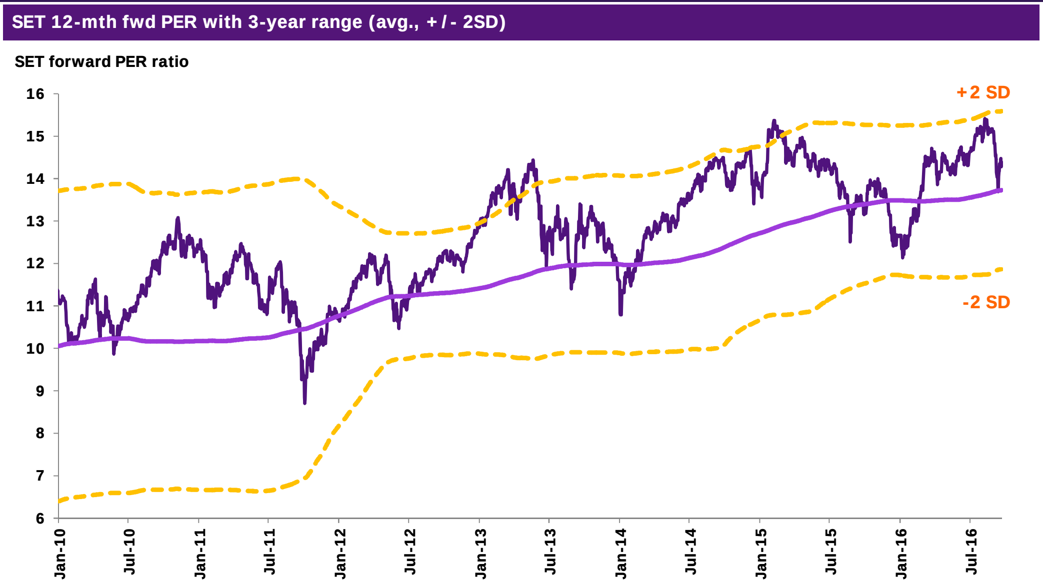
Episode	Rally		Correction		Recover back to peak
	Days	%Gain	Days	%Loss	Days
1	218	60.8	123	-24.1	241
2	239	91.9	20	-10.2	16
3	198	43.4	21	-15.1	56
4	217	82.8	22	-11.1	72
5	226	45.7	35	-9.7	50
6	212	45.0	33	-11.4	93
7	283	45.4	25	-8.0	28
8	328	30.6	19	-8.6	49
NOW	237	26.4	11	-8.9	??
Average	240	56	37	-12	76
Median	222	46	24	-11	53

Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

มูลค่าไม่ได้แพงมากอีกต่อไป ณ จุดสูงสุดเมื่อไม่นานนี้ อัตราส่วน forward PE ของ SET Index (ดัชนีราคาปัจจุบันหารด้วยกำไรในระยะ 12 เดือนข้างหน้า) อยู่ที่ 15.5 เท่า หรือเท่ากับระดับประมาณ +2 standard deviation (SD) ของ PE เฉลี่ย 3 ปี ซึ่งเป็นระดับที่เกิดขึ้นไม่กี่ครั้งหลังวิกฤตปี 2542 การปรับฐานในเดือน ก.ย. ส่งผลทำให้อัตราส่วน forward PE ปรับตัวลดลงสู่ 13.7-14.0 เท่า หรือเท่ากับระดับประมาณ +1 standard deviation (SD) ของ PE เฉลี่ย 3 ปี

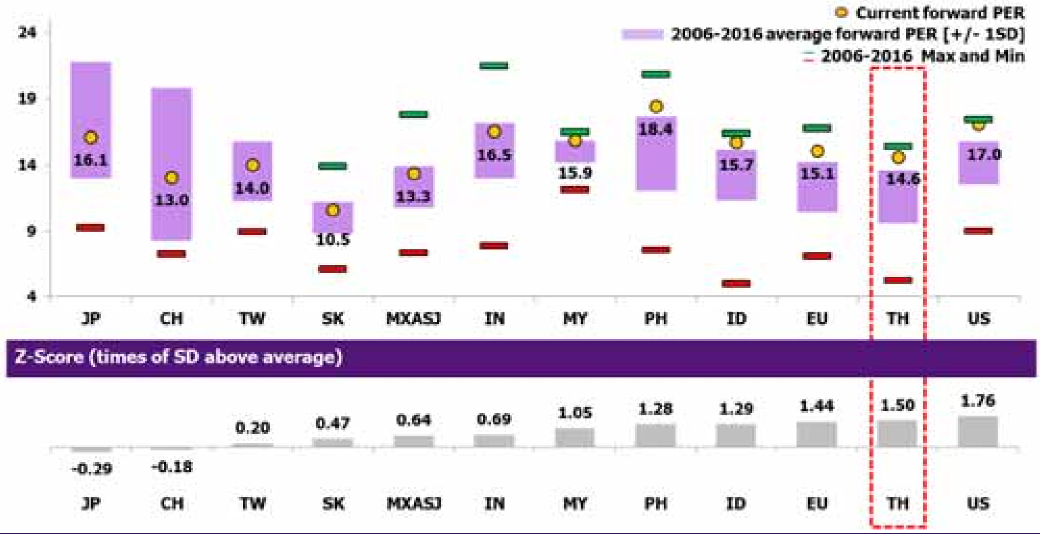
คาดอัตราส่วน PE สมควรที่จะแกว่งอยู่ในระดับที่สูงกว่าค่าเฉลี่ยในอดีต เนื่องจากสภาวะอัตราดอกเบี้ยต่ำ อัตราส่วน PE ของ SET Index อยู่ในระดับสูงกว่าค่าเฉลี่ยในอดีตมาระยะหนึ่งแล้ว และเรายังคงมุมมองของเราว่าอัตราส่วน PE ไม่น่าจะลดลงสู่ระดับที่เป็นค่าเฉลี่ยในระยะเวลาอันใกล้นี้ ตลาดหุ้นทั่วโลก (ไม่ใช่แค่ไทย) อยู่ในยุคใหม่ที่เต็มไปด้วยสภาพคล่องล้นเหลือที่ทำให้อัตราดอกเบี้ยอยู่ในระดับต่ำเป็นเวลานานมาก ทั้งนี้เมื่ออิงกับการศึกษาของกองทุน hedge fund ที่มีชื่อเสียงระดับโลกรายหนึ่ง พบว่าความจริงแล้วพันธบัตรรัฐบาลที่มีอยู่มากกว่า 30% ทั่วโลก ให้ผลตอบแทนติดลบในปัจจุบัน และมีไม่ถึง 10% ที่ให้ผลตอบแทนมากกว่า 2% สภาวะเช่นนี้รวมกับการฟื้นตัวของเศรษฐกิจทั่วโลก (แม้จะเกิดขึ้นอย่างช้าๆ) ทำให้เกิดพฤติกรรมการแสวงหาผลตอบแทน (ลงทุนในสินทรัพย์เสี่ยงเพิ่มขึ้น) ซึ่งผลักดันให้ตลาดหุ้นทั่วโลกปรับตัวเพิ่มขึ้น ซึ่งหากมองแต่ PE อาจดูเหมือนแพงคือ PE สูงเมื่อเทียบกับค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 10 ปี แต่เมื่อมองจาก earning yield (E/P) ที่ผิวเผินอาจดูเหมือนค่อนข้างต่ำ แต่เมื่อเทียบกับการลงทุนอื่นๆ เช่น พันธบัตรรัฐบาล พบว่าพันธบัตรให้ผลตอบแทนต่ำมากๆ ส่งผลให้ earnings yield gap (E/P – ผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาล) ยังมีความน่าสนใจลงทุนในหุ้นภายใต้ภาวะดอกเบี้ยต่ำ (excess earnings yield ยังมี หรือ E/P สูงกว่าผลตอบแทนพันธบัตรอยู่พอสมควร)

Figure 51: อัตราส่วน forward PE ของ SET พร้อมกับค่าเฉลี่ย 3 ปี และช่วง +/- 2SD



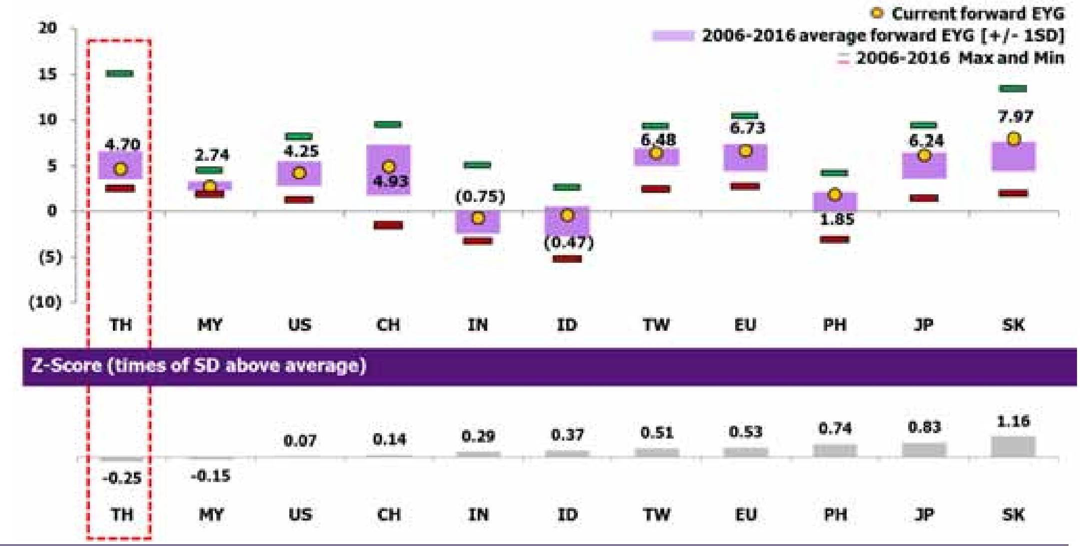
Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

Figure 52: การเปรียบเทียบ PE band ของตลาดหุ้นในภูมิภาคเอเชีย



Note: US = S&P500, Japan = NKY225, EU = STOXX600, CH = SHCOMP
Source: Bloomberg , SCBS Investment Research

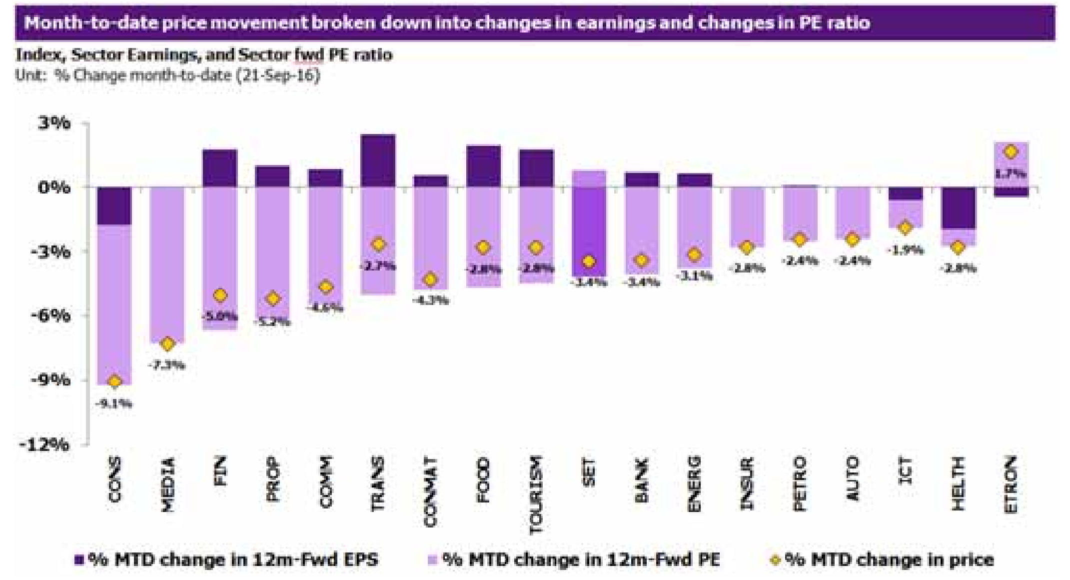
Figure 53: การเปรียบเทียบ Earnings Yield Gap ของตลาดหุ้นในภูมิภาคเอเชีย



Note: US = S&P500, Japan = NKY225, EU = STOXX600, CH = SHCOMP
Source: Bloomberg , SCBS Investment Research

การปรับฐานเมื่อไม่นานนี้หลัก ๆ เกิดจากการปรับฐานของ PE ratio ไม่ใช่เรื่องกำไรอ่อนแอ หากวิเคราะห์การเคลื่อนไหวของดัชนีรายกลุ่มอุตสาหกรรมจะพบว่าการปรับตัวลดลงของราคาในเดือน ก.ย. 2559 เกิดจากอัตราส่วน PE ที่ปรับลดลง ซึ่งน่าจะมีสาเหตุมาจากการหลีกเลี่ยงความเสี่ยงของนักลงทุน (ขายหุ้นวิ่งหาสินทรัพย์ที่ปลอดภัย) ซึ่งสวนทางกับตัวเลขแนวโน้มกำไรในอนาคตที่ยังคงปรับขึ้นมาตลอดสนับสนุนโดยตัวเลข GDP ไตรมาส 2/59 ที่สูงกว่าตลาดคาด และแนวโน้ม GDP ที่ยังน่าจะดีขึ้นในระยะถัดไปตามแรงกระตุ้นต่าง ๆ

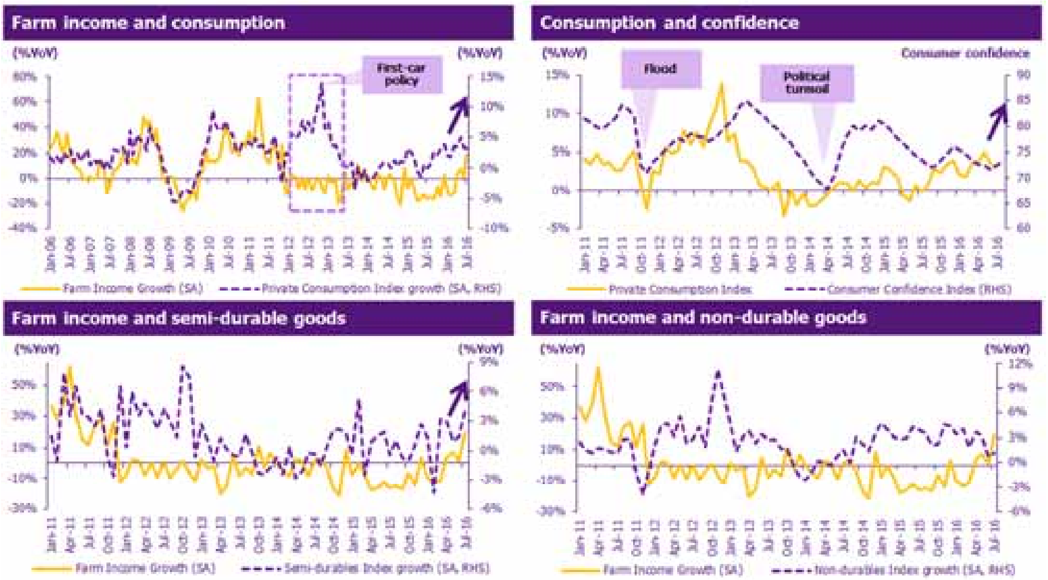
Figure 54: ราคาหุ้นร่วงในเดือน ก.ย. หลัก ๆ มาจากการปรับตัวลงของ PE สวนทางกับกำไรที่ดีขึ้น



Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

Story เกี่ยวกับรายได้เกษตรกรที่เพิ่มขึ้นและอุปสงค์ในประเทศที่ฟื้นตัวดีขึ้นยังคงมีอยู่ เพื่อตรวจสอบสมมติฐานว่าการร่วงของตลาดในช่วงนี้ ไม่ใช่วิกฤติ แต่เป็นการปรับฐาน (หลังจาก rally เป็นเวลานาน) ไม่ใช่เรื่องของพื้นฐานเปลี่ยน เราจึงกลับมาตรวจสอบสมมติฐานเกี่ยวกับรายได้เกษตรกรอีกครั้งว่ายังจริงหรือไม่ เพราะเป็นหนึ่งในปัจจัยสำคัญที่คาดว่าจะทำให้เศรษฐกิจขยายตัวได้มากในระยะต่อไป พบว่าตัวเลขรายได้เกษตรกรล่าสุดปรับตัวเพิ่มขึ้น 18.9% YoY ในเดือน ก.ค. 2559 เทียบกับที่เพิ่มขึ้น 1.3% YoY ในเดือนก่อนหน้า หากตัดการเปลี่ยนแปลงของราคาออกไป พบว่าปริมาณผลผลิตทางการเกษตรเติบโต 2.3% YoY เทียบกับ -2.4% YoY ในเดือน มิ.ย. รายได้เกษตรกรและการอุปโภคบริโภคภาคเอกชนมีแนวโน้มเติบโตเพิ่มขึ้นมาตั้งแต่ไตรมาส 1/59 ความเชื่อมั่นผู้บริโภคที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นหลังการลงประชามติร่างรัฐธรรมนูญน่าจะช่วยสนับสนุนให้การอุปโภคบริโภคปรับตัวเพิ่มขึ้นต่อเนื่องในอนาคต

Figure 55: ดัชนีรายได้เกษตรกร, ความเชื่อมั่นผู้บริโภค, และการอุปโภคบริโภคภาคเอกชน



Note: Semi-durables Index consists of Retail sales of textile and apparel at constant price, and Import of textile and clothing at constant price. Non-durables Index consists of Nielsen's fast moving consumer goods index, Household electricity consumption, and Sales of fuel consumption.
Source: BOT, Bloomberg, SCBS Investment Research

ผู้ที่กำลังผ่อนซื้อรถยนต์ในโครงการรถคันแรกจะทยอยหมดภาระหนี้ตั้งแต่ไตรมาส 4/59 เป็นต้นไป ภาระหนี้สินของผู้ซื้อรถยนต์คันแรกเริ่มมีขึ้นเมื่อ 5 ปีก่อน เมื่อรัฐบาลออกมาตรการกระตุ้นด้วยการคืนภาษีรถยนต์ในโครงการรถคันแรก ให้ผู้ที่ซื้อรถในระหว่างวันที่ 16 ก.ย. 2554 ถึงวันที่ 31 ธ.ค. 2555 โดยมีผู้ซื้อรถยนต์ 1.25 ล้านคันยื่นขอภาษีคืน เมื่อใช้สมมติฐานระยะเวลาเช่าซื้อที่ 5 ปี (เป็นระยะเวลาที่คนนิยมที่สุด) พบว่าผู้ซื้อรถยนต์คันแรกเหล่านี้น่าจะเริ่มปลอดภาระหนี้รถตั้งแต่ไตรมาส 4/59 เป็นต้นไป ถ้าราคาเฉลี่ยของรถยนต์เหล่านี้อยู่ที่ประมาณ 500,000-600,000 บาท ก็จะคิดเป็นภาระหนี้ที่ผ่อนชำระสูงถึงเกือบ 8,000 บาท/เดือน ซึ่งถือว่าค่อนข้างมากเมื่อเทียบกับรายได้ต่อเดือนของผู้ซื้อ ข้อมูลจากสำนักงบประมาณระบุว่า ผู้ซื้อรถยนต์คันแรก 43% มีรายได้อยู่ในช่วง 15,000-25,000 บาท/เดือน อีก 49% มีรายได้สูงกว่า 25,000 บาท/เดือน ในด้านอาชีพ พบว่าผู้ซื้อรถยนต์คันแรกเกือบ 70% เป็นข้าราชการและพนักงานรัฐวิสาหกิจ ดังนั้นอำนาจซื้อที่ฟื้นกลับมานับว่าไม่น้อย กำลังซื้อโดยรวมของครัวเรือนจะค่อยๆปรับตัวเพิ่มขึ้น เพื่อให้เห็นภาพ ลองคำนวนคร่าวๆ ค่าผ่อนชำระ 8,000 บาท/เดือน คูณด้วยรถยนต์จำนวน 1.25 ล้านคัน คิดเป็นเงินทั้งหมด 10,000 ล้านบาท/เดือน (หรือประมาณ 0.8% ของ GDP) ทั้งนี้อยู่ภายใต้สมมติฐานว่าผู้ซื้อรถคันแรกส่วนใหญ่ซื้อด้วยเงินกู้

Figure 56: กำลังซื้อของผู้ซื้อรถยนต์คันแรกจะค่อย ๆ ปรับตัวเพิ่มขึ้น จากการคำนวนโดยประมาณ

Approximate monthly installment for the 1st car scheme

Car type	% of car filing for tax rebate	Brand	60-month loan installment scheme (THB/month)*	
			Min	Max
Passenger	58.7%	Mazda	7,423	12,719
		Ford	7,703	12,392
		Honda	6,220	12,311
		Toyota	8,554	9,822
		Chevrolet	6,313	10,044
		Nissan	5,500	9,176
		Average	6,952	11,077
Double cab	20.8%	Ford	11,194	18,718
		Mitsubishi	11,927	16,529
		Isuzu	10,618	17,789
		Mazda	9,932	16,739
		Toyota	10,671	15,790
		Chevrolet	9,847	16,365
		Nissan	9,205	16,262
		Average	10,485	16,885
Pick up	20.6%	Mazda	8,428	17,617
		Isuzu	6,735	17,759
		Toyota	9,762	14,135
		Chevrolet	8,139	13,971
		Nissan	7,505	14,387
		Ford	7,789	10,670
		Mitsubishi	6,823	9,413
		Average	7,883	13,993
Average monthly installment			7,877	12,883

Statistics: Owners and type of car

Occupation of owners	% share	Cars
Government officer	57.4%	719,966
State enterprise officer	11.8%	148,007
Private officer	12.5%	156,787
Business owner	4.4%	55,189
Others	13.9%	174,347
Total	100.0%	1,254,297

Owners' montly income	% Share
< 15,000	8%
15,000 - 25,000	43%
> 25,000	49%
Total	100%

Type of car	Cars	% share
Passenger car	735,685	58.7%
Double cab	260,275	20.8%
Pick up car	258,310	20.6%
Others	27*	0%
Total	1,254,297	100%

Note: * Based on loan payment table as of 2014-2016. Minimum installment assumes 25-30% down payment and smallest model which is eligible for tax rebate. Maximum installment assumes 10-15% down payment and biggest model
Source: Bureau of the budget, Car manufacturer and selling agent websites, SCBS Investment Research

การประมูลโครงการรถไฟฟ้า 3 สายน่าจะช่วยกระตุ้นความเชื่อมั่นและการลงทุนภาคเอกชน รายงานของศูนย์วิจัยเศรษฐกิจและธุรกิจ ธนาคารไทยพาณิชย์ (EIC) ระบุว่ามีโครงการรถไฟฟ้า 5 สายที่ผ่านความเห็นชอบของ ครม.แล้ว และกำลังจะเปิดประมูล จากกระแสข่าวล่าสุดคาดว่า 3 โครงการ: สายสีส้ม มูลค่า 1.1 แสนล้านบาท (ศูนย์วัฒนธรรม-มีนบุรี), สายสีชมพู มูลค่า 5.7 หมื่นล้านบาท (แคราย-มีนบุรี), และสายสีเหลือง มูลค่า 5.5 หมื่นล้านบาท (ลาดพร้าว-สำโรง) จะเปิดประมูลในไตรมาส 4/59 (น่าจะเซ็นสัญญาภายในปีนี้หรือต้นปี 2560) ความคืบหน้าของโครงการลงทุนโครงสร้างพื้นฐานน่าจะช่วยกระตุ้นความเชื่อมั่นภาคเอกชน และดึงดูดการลงทุนภาคเอกชนตามแนวรถไฟฟ้าเพิ่มมากขึ้น

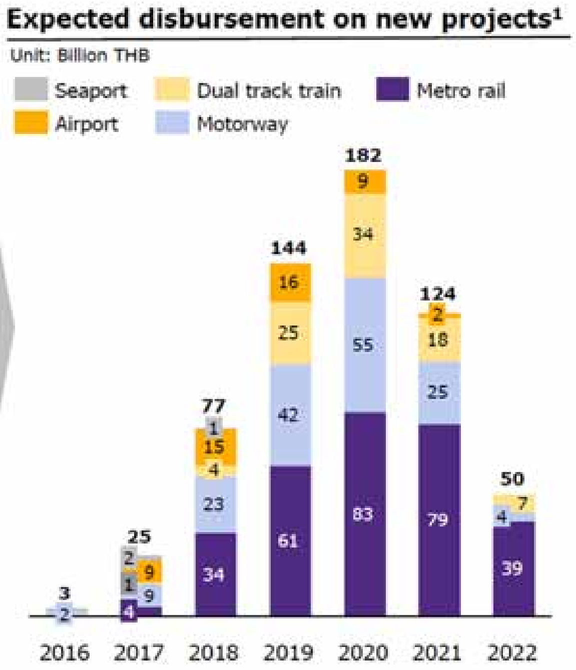
มีสัญญาณที่ดีขึ้นของปัจจัยที่ช่วยสนับสนุนให้การลงทุนภาคเอกชนฟื้นตัว ดัชนีความเชื่อมั่นทางธุรกิจปรับตัวดีขึ้นมาตั้งแต่กลางปี 2559 การลงทุนภาครัฐในด้านการก่อสร้างขยายตัวที่อัตราประมาณ 20-40% YoY ในช่วง 4-5 ไตรมาสที่ผ่านมา ในอนาคตคาดว่าการลงทุนภาครัฐจะเติบโตต่อเนื่อง (แม้จะขยายตัวในอัตราที่ชะลอตัวลง) ก็น่าจะช่วยสนับสนุนให้การลงทุนภาคเอกชนฟื้นต่อไปในอนาคต นอกจากนี้การฟื้นตัวของการใช้จ่ายภาคครัวเรือน ยังมีผลดีต่อการลงทุนภาคเอกชนด้วย เนื่องจากมีค่า correlation ค่อนข้างสูง

ค้นหากลุ่ม/หุ้น laggards ที่มีแนวโน้มเติบโตตามการเติบโตของประเทศไทย เมื่อ 1-2 เดือนที่ผ่านมา เราเคยตั้งข้อสงสัยว่าการ rally ของตลาดนาน 7 เดือนทำให้มูลค่าตลาดเพิ่มขึ้นจนแพงเกินไปหรือไม่ คำตอบคือ "อาจจะ แต่ไม่มาก" เพราะเมื่อเรารวมเอาสภาพคล่องจำนวนมากและสภาวะผลตอบแทนต่ำเข้ามาประกอบการพิจารณาด้วยพบว่า Earnings yield ยังคงสูงกว่าอัตราผลตอบแทนพันธบัตรอยู่มาก (หุ้นยังคงน่าสนใจลงทุน) ดังนั้น การปรับฐานของตลาดเมื่อไม่นานนี้ น่าจะเป็นโอกาสให้เข้าซื้อ โดยเฉพาะกลุ่ม laggards ที่กำไรมีแนวโน้มปรับตัวดีขึ้น กลุ่มที่โดดเด่นที่สุดเมื่อพิจารณาจากหลักเกณฑ์เหล่านี้ คือ พาณิชย์ ขนส่ง การแพทย์ และพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ ดังนั้นเราจึงเลือก CPALL ROBINS BTS BCH BDMS และ LH เป็น top picks

Figure 57: โครงการลงทุนโครงสร้างพื้นฐานที่กำลังจะเกิดขึ้นในอนาคตอันใกล้นี้

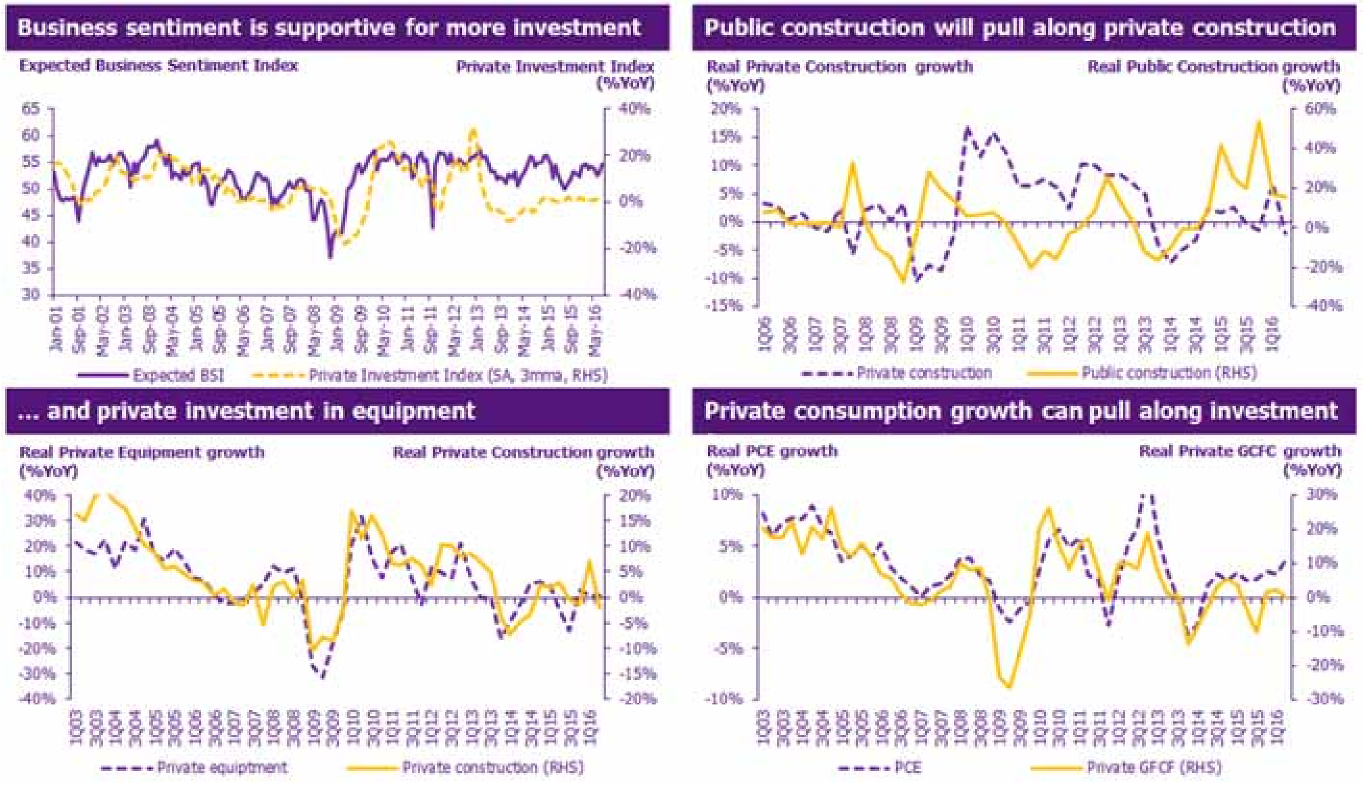
	Upcoming projects	Total inv. (Bn THB)	Progress
1	MW : Pattaya - Maptaput	~20	Already bid
2	MW: Bang Pa In - Nakorn Ratchasrima	~85	Already bid
3	MW: Bang Yai - Karnchanaburi	~56	Already bid
4	Suwannabhumi Airport	~52	Already bid
5	Laem Chabang Seaport (SRTO & A0 port)	4	Already bid
6	UR: Orange line Thailand cultural center - Min Buri	110	On bidding process
7	UR: Pink line Kae Rai - Min Buri	~57	On bidding process
8	UR: Yellow line Lad Prao - Sam Rong	~55	On bidding process
9	UR: Blue line Bang Sue - Tha Phra & Hua Lampong - Bang KaE	~22	On bidding process
10	UR: Red line: bang Sue - Hua Mak & Hau Lampong	44	On bidding process
11	UR: Airport Rail Link: Bang Sue - Phayathai	31	Need cabinet approval
12	DT: Prachuap Khiri Khan - Chumpon	17	On bidding process
13	DT: Map Kabao - Jira junction	~30	Need cabinet approval
14	DT:Lop Buri - Pak Nampo	~25	Need cabinet approval
15	DT: Nakorn Phrathom - Hua hin	~20	Need cabinet approval
16	HSR: BKK - Hua Hin	~95	Under FS study
17	HSR: BKK - Ra Yong	~153	Under FS study
18	HSR: BKK - Nong Kai	170	Under FS study
19	HSR: BKK - Chiang Mai	530	Under FS study

Already bid / On bidding process / Need cabinet approval / Under FS study



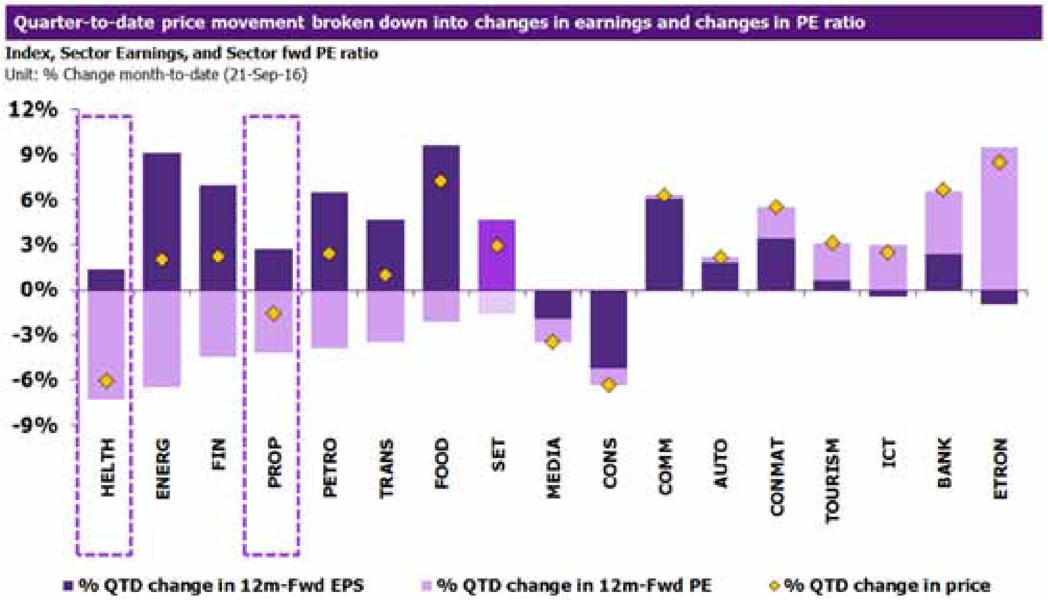
Note: * Based on loan payment table as of 2014-2016. Minimum installment assumes 25-30% down payment and smallest model which is eligible for tax rebate. Maximum installment assumes 10-15% down payment and biggest model
Source: Bureau of the budget, Car manufacturer and selling agent websites, SCBS Investment Research

Figure 58: ปัจจัยสำคัญที่ช่วยสนับสนุนการลงทุนภาคเอกชนปรับตัวดีขึ้น



Source: Bloomberg, BOT, NESDB, SCBS Investment Research

Figure 59: การค้นหากลุ่ม laggards

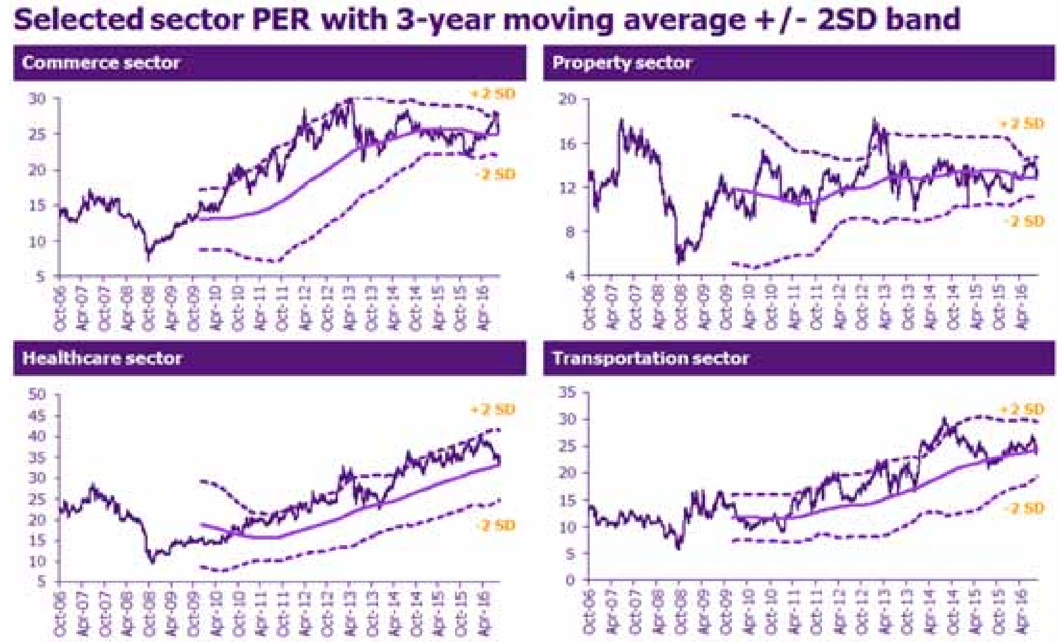


Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

Figure 60: การเคลื่อนไหวของอัตราส่วน PE (ตั้งแต่ต้นปี 2559) ของกลุ่มอุตสาหกรรมที่ราคายังปรับขึ้นน้อยแต่กำไรมีแนวโน้มเติบโตดีขึ้น เทียบกับค่าเฉลี่ยเคลื่อนที่ 3 ปี +/-2SD band

Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

Figure 61: การเคลื่อนไหวของอัตราส่วน PE ของกลุ่มอุตสาหกรรมที่ราคายังปรับขึ้นน้อยแต่กำไรมีแนวโน้มเติบโตดีขึ้น เทียบกับค่าเฉลี่ยเคลื่อนที่ 3 ปี +/-2SD band



Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

Top picks

บมจ. บางกอก เชน ฮอสปิทอล

ซื้อ

ผลการดำเนินงานมีแนวโน้มปรับตัวดีขึ้น

ราคาหุ้น BCH ปรับตัวลดลงมาแล้ว 10% จากจุดสูงสุดเป็นประวัติการณ์ในเดือน ก.ค. และ underperform SET อยู่ 6% QTD เรามองว่าราคาหุ้นที่ลดลงเปิดโอกาสให้เข้าซื้อสะสมหุ้น BCH เพราะ BCH กำลังเคลื่อนเข้าสู่วัฏจักรการเติบโตของกำไรรอบใหม่ โดยกำไรจะเติบโตเฉลี่ย 20% ต่อปีในระยะ 2 ปีข้างหน้า ปัจจัยกระตุ้นที่สำคัญ คือ World Medical Center (WMC) ที่จะเปลี่ยนจากตัวถ่วงเป็นตัวกระตุ้นกำไร, รายได้ที่แข็งแกร่งจากการให้บริการภายใต้ระบบประกันสังคม, และการใช้จ่ายดูแลสุขภาพที่เพิ่มขึ้น เราแนะนำ "ซื้อ" BCH ด้วยราคาเป้าหมาย 14 บาท/หุ้น

การดำเนินงานที่ WMC ปรับตัวดีขึ้น WMC มีรายได้จำนวน 202 ล้านบาทในช่วงครึ่งแรกปี 59 เพิ่มขึ้นมากถึง 57% YoY หลักๆ เกิดจากจำนวนผู้ป่วยต่างชาติที่เพิ่มขึ้น โดยรายได้จากผู้ป่วยต่างชาติคิดเป็นสัดส่วน 57% ของรายได้ในช่วงครึ่งแรกปี 59 ของ WMC (เพิ่มขึ้นจาก 30% ในช่วงครึ่งแรกปี 58) ผู้ป่วยต่างชาติหลักๆ มาจากออสเตรเลีย จีน โอมาน และเมียนมาร์ โดย WMC จะเดินหน้าเพิ่มจำนวนผู้ป่วยต่างชาติอย่างต่อเนื่อง ทั้งนี้หลังจากเซ็นสัญญากับรัฐบาลโอมานและกาตาร์ WMC ก็กำลังเจรจากับรัฐบาลคูเวตเกี่ยวกับการส่งต่อผู้ป่วย นอกจากนี้บริษัทยังวางแผนที่จะจัดตั้งสำนักงานตัวแทนในปากีสถานเพื่อดึงดูดผู้ที่กำลังมองหาบริการรักษาพยาบาลคุณภาพสูง เราคาดว่า WMC จะมีผลขาดทุน 163 ล้านบาทในปี 2559 สะท้อนถึงขาดทุนที่ลดลงสู่ 68 ล้านบาทในช่วงครึ่งหลังปี 59 เทียบกับขาดทุน 95 ล้านบาทในช่วงครึ่งแรกปี 59 และคาดว่า WMC จะรายงานกำไรได้ในปี 2561

การให้บริการภายใต้ระบบประกันสังคมแข็งแกร่งมากขึ้น ตั้งแต่ปี 2549 จำนวนผู้ประกันตนในระบบประกันสังคมในประเทศไทยปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างมากจาก 8.9 ล้านคน สู่ 13.9 ล้านคน แต่ในเวลาเดียวกัน จำนวนโรงพยาบาลที่ให้บริการผู้ป่วยกลุ่มนี้กลับปรับตัวลดลง 6% สู่ 2,500 แห่ง เนื่องจากโรงพยาบาลบางส่วนถอนตัวออกจากระบบประกันสังคม แนวโน้มเช่นนี้ส่งผลดีต่อ BCH โดยในช่วงครึ่งแรกปี 59 รายได้จากการให้บริการภายใต้ระบบประกันสังคม (35% ของรายได้ทั้งหมดของ BCH) มีจำนวน 1.1 พันล้านบาท เพิ่มขึ้น 17% YoY โดยเกิดจากจำนวนผู้ประกันตนเพิ่มขึ้น 10% YoY สู่ 752,000 คน และรายได้เฉลี่ยต่อหัวผู้ประกันตนเพิ่มขึ้น 7% YoY สู่ 2,921 บาท จำนวนผู้ประกันตนและรายได้เฉลี่ยต่อหัวผู้ประกันตนที่เพิ่มขึ้นนี้สะท้อนถึงความเชี่ยวชาญของ BCH ในการให้บริการภายใต้ระบบประกันสังคมด้วยการให้บริการทางการแพทย์ที่มีความซับซ้อนมากกว่าที่อื่น BCH คาดการณ์ผู้ประกันตนในระบบประกันสังคมจำนวน 800,000 คนในปี 2559 ซึ่งหมายความว่าจำนวนผู้ประกันตนจะเพิ่มขึ้น ~50,000 คนในช่วงครึ่งหลังปี 59 รายได้เฉลี่ยต่อหัวผู้ประกันตนในช่วงครึ่งแรกปี 59 สูงกว่าสมมติฐานของเราที่ 2,751 บาท ซึ่งเรามองว่าจะช่วยหนุนให้ประมาณการกำไรปรับขึ้นได้อีก เมื่อใช้สมมติฐานรายได้เฉลี่ยต่อหัวผู้ประกันตนที่ 2,921 บาทต่อเนื่องตลอดปี 2559 เราคาดว่าประมาณการกำไรปี 2559 ของเราจะมีแนวโน้มปรับขึ้นได้อีก 6%

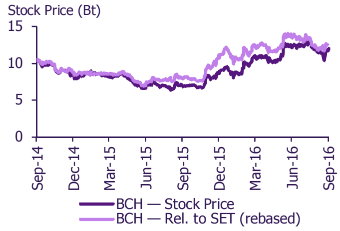
เศรษฐกิจที่ปรับตัวดีขึ้นจะส่งผลดีต่อโรงพยาบาลที่เน้นให้บริการผู้ป่วยที่มีรายได้ปานกลางถึงต่ำ แม้การรักษาพยาบาลเป็นสิ่งจำเป็น แต่ผู้ป่วยที่มีรายได้ปานกลางถึงต่ำจะมีความอ่อนไหวต่อภาวะเศรษฐกิจมากกว่าผู้ป่วยที่มีรายได้สูง และมีแนวโน้มที่จะเลื่อนการรักษาโรคที่ไม่รุนแรงออกไปในช่วงที่เศรษฐกิจชะลอตัว ในขณะที่ผู้ป่วยที่มีรายได้สูงจะมีความอ่อนไหวต่อภาวะเศรษฐกิจน้อยกว่า ดังนั้นในสถานการณ์ที่เศรษฐกิจของประเทศไทยปรับตัวดีขึ้น เราคาดว่าการใช้จ่ายดูแลสุขภาพในกลุ่มผู้มีรายได้ปานกลางถึงต่ำจะกลับมาปรับตัวเพิ่มขึ้นอีกครั้ง และ BCH จะได้รับประโยชน์ เนื่องจากรายได้มากกว่า 90% ของบริษัทมาจากกลุ่มผู้ป่วยที่มีรายได้ปานกลางถึงต่ำ สูงกว่าสัดส่วน ~50% ของ BDMS อย่างมาก (BH ไม่ได้เน้นให้บริการผู้ป่วยกลุ่มนี้)

ผลการดำเนินงานจะฟื้นตัวดีขึ้น หลังจากกำไรอยู่ในแนวโน้มขาลงมาตั้งแต่ปี 2556 BCH ก็กำลังเคลื่อนเข้าสู่วัฏจักรการเติบโตของกำไรรอบใหม่ โดยกำไรจะเติบโตเฉลี่ย 20% ต่อปีในช่วงปี 2559-61 และ valuation ที่ PE ปี 2559 ระดับ 45 เท่า จะลดลงอย่างมากสู่ 31 เท่าในปี 2561 หุ้น BCH ซื้อขายที่อัตราส่วน PE ต่ออัตราการเติบโตของกำไรที่ 2.0 เท่า ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของหุ้นกลุ่มเดียวกันในตลาดภูมิภาคที่ 2.6 เท่า

Stock Data

Last close (Sep 23) (Bt)	12.00
12-m target price (Bt)	14.00
Upside (Downside) to TP (%)	16.67
Mkt cap (Btbn)	29.92
Mkt cap (US$mn)	864
Bloomberg code	BCH TB
Reuters code	BCH.BK
Risk rating	L
Mkt cap (%) SET	0.21
Sector % SET	4.92
Shares issued (mn)	2,494
Par value (Bt)	1.00
12-m high / low (Bt)	13.6 / 6.6
Avg. daily 6m (US$mn)	4.16
Foreign limit / actual (%)	49 / 16
Free float (%)	42.4
Dividend policy (%)	≤ 40

Price Performance



Source: SET, SCBS Investment Research

Share performances

	1M	3M	12M
Absolute	2.6	(1.6)	76.5
Relative to SET	6.3	(6.9)	62.2

Source: SET, SCBS Investment Research

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

Forecasts and valuation

Year to 31 Dec	Unit	2014	2015	2016F	2017F	2018F
Revenue	(Btmn)	5,301	5,766	6,468	6,924	7,415
EBITDA	(Btmn)	1,423	1,468	1,684	1,840	2,055
Core profit	(Btmn)	522	527	662	803	956
Reported profit	(Btmn)	522	527	662	803	956
Core EPS	(Bt)	0.21	0.21	0.27	0.32	0.38
DPS	(Bt)	0.07	0.07	0.09	0.11	0.13
P/E, core	(x)	57.3	56.7	45.2	37.3	31.3
EPS growth, core	(%)	(10.8)	1.0	25.5	21.3	19.1
P/BV, core	(x)	6.4	6.1	5.7	5.2	4.7
ROE	(%)	11.3	11.0	13.0	14.5	15.7
Dividend yield	(%)	0.6	0.6	0.8	0.9	1.1
EV/EBITDA	(x)	23.5	22.4	19.5	17.2	15.4

Source: SCBS Investment Research

Financial statement

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	2014	2015	2016F	2017F	2018F
Total revenue	5,301	5,766	6,468	6,924	7,415
Cost of goods sold	(3,670)	(3,989)	(4,455)	(4,706)	(4,946)
Gross profit	**1,631**	**1,777**	**2,013**	**2,218**	**2,469**
SG&A	(721)	(855)	(936)	(985)	(1,028)
Other income	80	86	119	124	130
Interest expense	160	163	170	141	148
Pre-tax profit	**830**	**844**	**1,026**	**1,216**	**1,423**
Corporate tax	(159)	(174)	(205)	(243)	(285)
Equity a/c profits	-	3	3	3	3
Minority interests	(149)	(145)	(162)	(173)	(185)
Core profit	**522**	**527**	**662**	**803**	**956**
Extra-ordinary items	-	-	-	-	-
Net Profit	**522**	**527**	**662**	**803**	**956**
EBITDA	1,423	1,468	1,654	1,840	2,055
Core EPS (Bt)	**0.21**	**0.21**	**0.27**	**0.32**	**0.38**
Net EPS (Bt)	0.21	0.21	0.27	0.32	0.38
DPS (Bt)	0.07	0.07	0.09	0.11	0.13

Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	2014	2015	2016F	2017F	2018F
Total current assets	1,933	2,137	2,479	2,683	2,787
Total fixed assets	7,557	7,859	7,931	7,974	8,017
Total assets	**9,992**	**10,598**	**11,011**	**11,259**	**11,405**
Total loans	4,031	3,662	3,648	2,648	2,648
Total current liabilities	1,803	3,042	3,118	4,344	4,868
Total long-term liabilities	3,324	2,510	2,511	1,012	13
Total liabilities	**5,325**	**5,676**	**5,753**	**5,478**	**5,002**
Paid-up capital	2,494	2,494	2,494	2,494	2,494
Total equity	**4,667**	**4,922**	**5,258**	**5,781**	**6,404**
BVPS (Bt)	**1.87**	**1.97**	**2.11**	**2.32**	**2.57**

Cash Flow Statement (Btmn)

FY December 31	2014	2015	2016F	2017F	2018F
Core Profit	522	527	662	803	956
Depreciation and amortization	433	461	457	483	484
Operating cash flow	378	879	943	1,181	1,328
Investing cash flow	(574)	(553)	(500)	(500)	(500)
Financing cash flow	(172)	278	(339)	(580)	(834)
Net cash flow	**(327)**	**367**	**102**	**101**	**(6)**

Key Financial Ratios

	2014	2015	2016F	2017F	2018F
Gross margin(%)	30.8	30.8	31.1	32.0	33.3
Operating margin(%)	17.2	16.0	16.7	17.8	19.4
EBITDA margin(%)	26.8	25.5	25.6	26.6	27.7
EBIT margin(%)	18.4	17.2	18.2	19.3	20.8
Net profit margin(%)	9.8	9.1	10.2	11.6	12.9
ROE (%)	11.3	11.0	13.0	14.5	15.7
ROA (%)	5.2	5.1	6.1	7.2	8.4
Net D/E (x)	0.8	0.6	0.5	0.3	0.3
Interest coverage (x)	8.9	9.0	9.7	13.1	13.9
Debt service coverage (x)	1.8	1.7	1.3	1.4	1.2
Payout Ratio (%)	33.4	33.1	35.0	35.0	35.0

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16
Total revenue	1,354	1,476	1,606	1,541	1,531
Cost of goods sold	(984)	(1,012)	(1,053)	(1,062)	(1,082)
Gross profit	**370**	**465**	**553**	**480**	**449**
SG&A	(179)	(212)	(257)	(205)	(189)
Other income	19	22	26	20	29
Interest expense	41	42	41	46	48
Pre-tax profit	**168**	**232**	**281**	**248**	**241**
Corporate tax	(34)	(50)	(52)	(50)	(44)
Equity a/c profits	-	2	0	0	0
Minority interests	(36)	(41)	(38)	(43)	(41)
Core profit	**98**	**144**	**191**	**156**	**156**
Extra-ordinary items	-	-	-	-	-
Net Profit	**98**	**144**	**191**	**156**	**156**
EBITDA	320	392	447	418	415
Core EPS (Bt)	**0.04**	**0.06**	**0.08**	**0.06**	**0.06**
Net EPS (Bt)	0.04	0.06	0.08	0.06	0.06

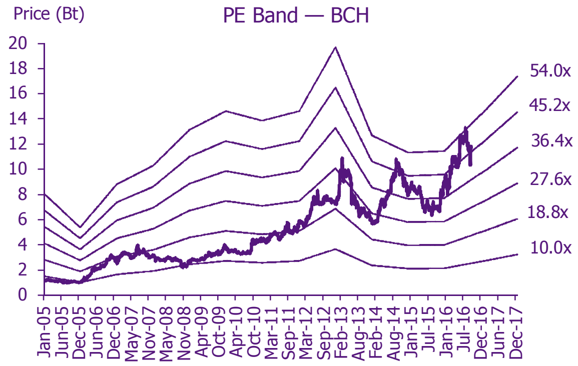
Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16
Total current assets	1,960	1,871	2,137	2,499	2,033
Total fixed assets	7,153	7,845	7,859	7,866	7,999
Total assets	**10,486**	**10,395**	**10,598**	**10,975**	**10,617**
Total loans	4,413	4,502	4,452	4,690	4,431
Total current liabilities	3,047	3,009	3,042	3,239	2,947
Total long-term liabilities	2,500	2,500	2,500	2,498	2,498
Total liabilities	**5,725**	**5,660**	**5,676**	**5,853**	**5,558**
Paid-up capital	2,494	2,494	2,494	2,494	2,494
Total equity	**4,761**	**4,734**	**4,922**	**5,122**	**5,059**
BVPS (Bt)	**1.91**	**1.90**	**1.97**	**2.05**	**2.03**

Main Assumptions

	2013	2014	2015	2016F	2017F
Revenue breakdown (%)					
Cash service	67	65	64	64	65
Social securities (SC)	32	34	35	35	34
Universal coverage project (UC)	1	1	1	1	1

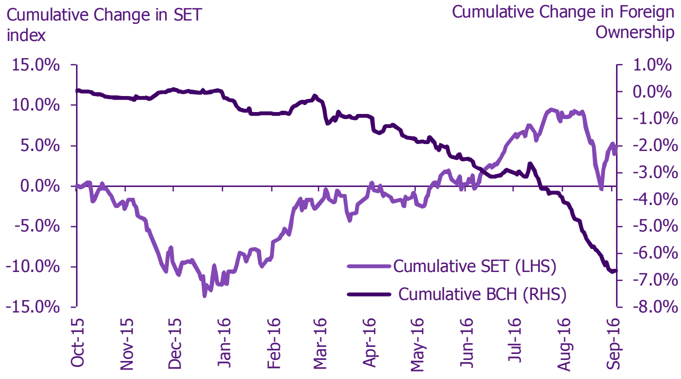
PE Band Chart



12-Month Cumulative directors trade

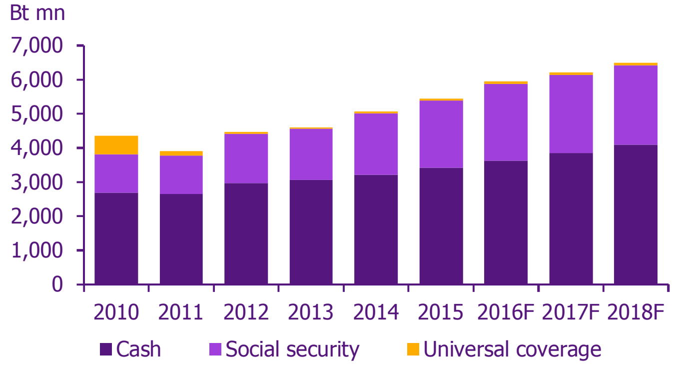
NA

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



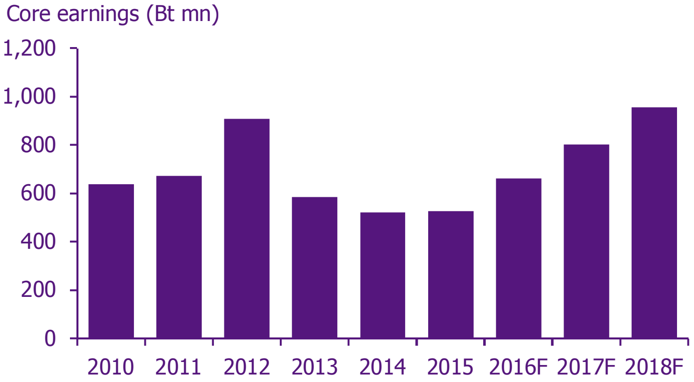
Source: SET, SCBS Investment Research

Figure 1: BCH's revenue breakdown by service



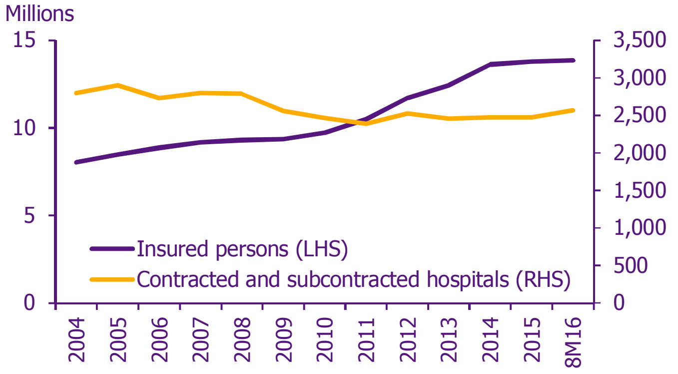
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 2: BCH's earnings turnaround



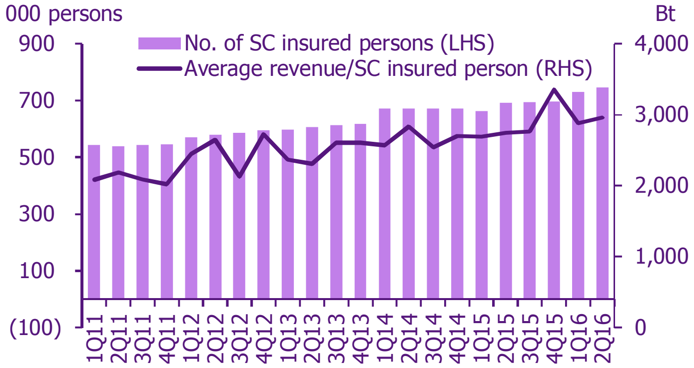
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 3: SC service in Thailand: demand is growing but supply is declining



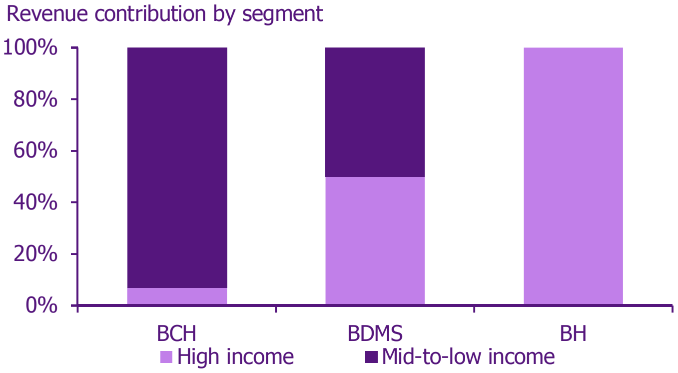
Source: Social Security Office

Figure 4: The rise in volume and billing of BCH's SC service



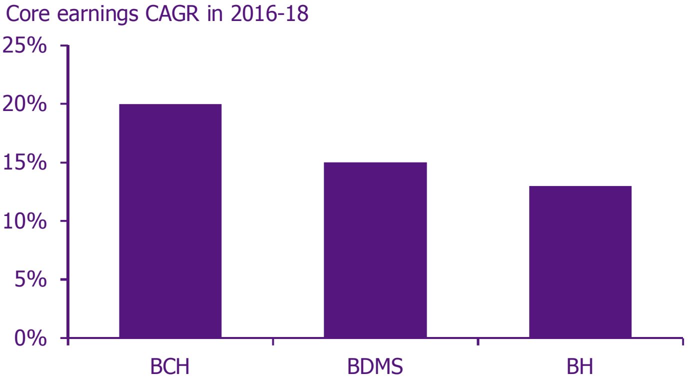
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 5: BCH has the highest revenue contribution from mid- to –low income earner segment



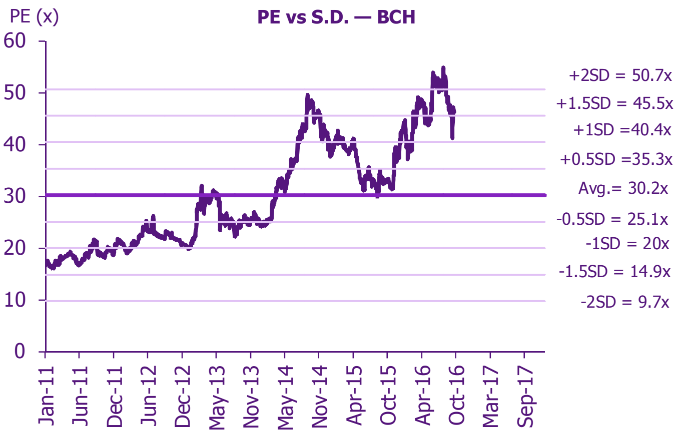
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 6: BCH to deliver the strongest core earnings growth over the next two years



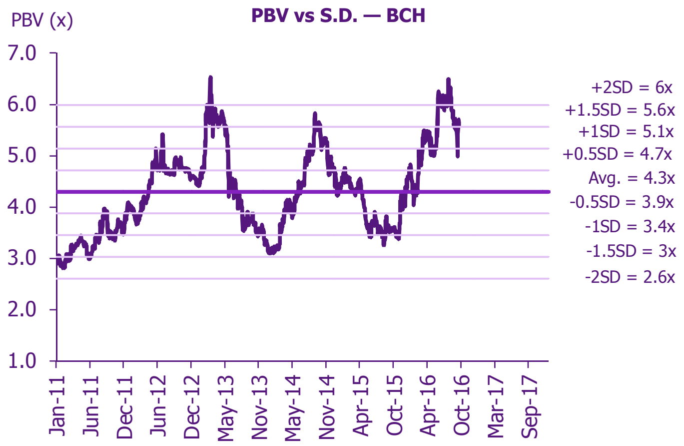
Source: SCBS Investment Research

Figure 7: BCH PE band



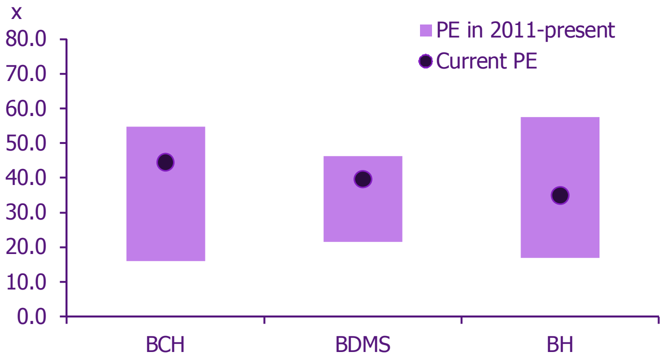
Source: SET and SCBS Investment Research

Figure 8: BCH PB band



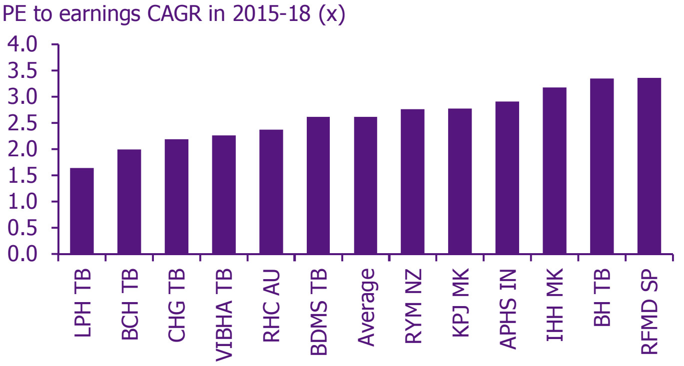
Source: SET, SCBS Investment Research

Figure 9: Thai healthcare stocks are trading at lower their highest PE



Source: SET and SCBS Investment Research

Figure 10: PE to earnings growth



Source: SET, SCBS Investment Research

Figure 11: Regional valuation comparison

		PE (x)			EPS Growth (%)			PBV (x)			Div. Yield (%)			ROE (%)			EV/EBITDA (x)		
Ticker	Country	16F	17F	18F	16F	17F	18F	16F	17F	18F	16F	17F	18F	16F	17F	18F	16F	17F	18F
Bangkok Chain Hospital *	Thailand	45.2	37.3	31.3	25.5	21.3	19.1	5.7	5.2	4.7	0.8	0.9	1.1	13.0	14.5	15.7	19.5	17.2	15.4
Bangkok Dusit Medical*	Thailand	39.4	33.9	29.8	14.7	16.2	14.0	6.1	5.6	5.1	1.3	1.5	1.7	15.6	17.2	17.9	23.6	20.7	18.4
Bumrungrad Hospital*	Thailand	35.5	32.0	28.0	5.5	11.1	14.2	8.8	7.7	6.9	1.4	1.6	1.8	26.0	25.7	26.0	22.0	19.8	17.2
Chularat Hospital	Thailand	44.6	37.9	31.0	16.3	17.5	22.4	8.5	7.8	6.8	1.4	1.6	2.0	19.1	21.1	22.9	30.5	25.3	21.0
Ladprao General Hospital	Thailand	37.4	31.8	28.1	38.2	17.9	13.0	4.1	3.9	3.8	1.9	2.2	2.7	11.0	12.4	14.4	23.1	19.3	15.3
Vibhavadi Medical Center	Thailand	35.3	33.2	31.3	36.8	6.3	5.9	5.8	5.6	4.9	1.4	1.4	1.8	14.7	15.0	15.8	26.1	23.6	21.4
KPJ Healthcare Bhd	Malaysia	31.1	27.2	24.3	6.6	14.4	11.9	2.9	2.7	2.5	1.7	1.9	2.2	9.7	10.1	11.3	15.5	13.3	12.3
IHH Healthcare Bhd	Malaysia	52.7	43.1	34.7	6.3	22.3	24.3	2.3	2.2	2.2	0.5	0.6	0.8	4.4	5.2	6.4	23.9	20.7	17.6
Raffles Medical Group	Singapore	36.3	31.8	27.7	3.7	14.3	14.6	4.0	3.7	3.4	1.3	1.4	1.6	11.7	12.3	13.5	25.5	22.3	19.2
Apollo Hospitals Enterpris	India	51.6	41.2	31.9	-0.7	25.2	29.4	5.1	4.7	4.2	0.5	0.6	0.8	10.0	11.5	13.9	24.1	20.5	17.1
Ramsay Health Care	Australia	31.6	28.1	25.2	15.3	12.5	11.4	7.5	6.7	6.0	1.6	1.8	2.1	24.1	24.0	23.8	14.5	13.4	12.4
Ryman Healthcare	New Zealand	26.7	23.0	19.7	-2.2	15.8	17.0	3.3	2.9	2.6	1.9	2.2	2.5	13.3	13.4	14.0	21.2	19.7	17.3
	Average	**39.0**	**33.4**	**28.6**	**13.8**	**16.2**	**16.4**	**5.3**	**4.9**	**4.4**	**1.3**	**1.5**	**1.7**	**14.4**	**15.2**	**16.3**	**22.4**	**19.6**	**17.0**

Source: Bloomberg
*SCBS estimates

ซื้อ

สถานะแข็งแกร่งและมีแนวโน้มเติบโตอย่างมั่นคง

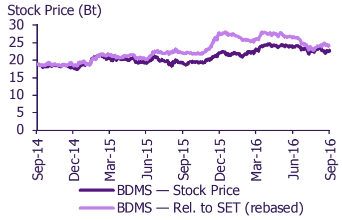
การขยายการลงทุนเชิงรุกของ BDMS ในระหว่างปี 2557-58 เริ่มเห็นผลดังเห็นได้จากการดำเนินงานที่ดีขึ้นที่โรงพยาบาลเปิดใหม่ การดำเนินงานจะปรับตัวดีขึ้นอย่างต่อเนื่อง และเราคาดว่า BDMS จะรายงานกำไรปกติเติบโตเฉลี่ย 15% ต่อปีในปี 2559-61 แผนระยะยาวที่มุ่งเน้นเพิ่มคุณภาพการรักษาพยาบาลในโรงพยาบาลหลัก ๆ มากขึ้น จะทำให้ BDMS เป็นหนึ่งในโรงพยาบาลอันดับต้น ๆ ของภูมิภาคตามเป้าที่บริษัทวางไว้ ราคาหุ้น BDMS ปรับตัว underperform ตลาดอยู่ 9% QTD และปัจจัยพื้นฐานแข็งแกร่ง เรายังคงคำแนะนำ "ซื้อ" BDMS ด้วยราคาเป้าหมาย 27 บาท/หุ้น

Stock Data

Last close (Sep 23) (Bt)	22.50
12-m target price (Bt)	27.00
Upside (Downside) to TP (%)	20.00
Mkt cap (Btbn)	348.55
Mkt cap (US$mn)	10,059

Bloomberg code	BDMS TB
Reuters code	BDMS.BK
Risk rating	L
Mkt cap (%) SET	2.39
Sector % SET	4.92
Shares issued (mn)	15,491
Par value (Bt)	0.10
12-m high / low (Bt)	24.7 / 18.4
Avg. daily 6m (US$mn)	22.59
Foreign limit / actual (%)	25 / 16
Free float (%)	51.7
Dividend policy (%)	≥ 50

Price Performance



Source: SET, SCBS Investment Research

Share performance

	1M	3M	12M
Absolute	(3.0)	(4.7)	19.7
Relative to SET	0.5	(9.8)	10.0

Source: SET, SCBS Investment Research

การขยายการลงทุนเริ่มเห็นผล การขยายการลงทุนเชิงรุกของ BDMS เห็นได้จากจำนวนโรงพยาบาลที่เปิดดำเนินงานเพิ่มขึ้นมากจาก 30 แห่งในปี 2556 สู่ 43 แห่งในปัจจุบัน โดยปกติแล้วโรงพยาบาลใหม่มักจะเผชิญกับแรงกดดันด้านต้นทุน เนื่องจากต้องรับพยาบาลและพนักงานทั่วไป ส่งผลทำให้ EBITDA margin ปรับลดลงจาก 22.6% ในปี 2555 สู่ 22.2% ในปี 2558 อย่างไรก็ดี แรงกดดันนี้ผ่อนคลายลงเนื่องจากอัตราการใช้บริการที่โรงพยาบาลใหม่ปรับตัวเพิ่มขึ้น ทั้งนี้ในจำนวนโรงพยาบาลใหม่ 13 แห่งที่เปิดดำเนินงานไม่ถึง 2 ปี พบว่า 7 แห่งมี EBITDA ติดลบในช่วงครึ่งแรกปี 59 ซึ่งลดลงจาก 8 แห่งในปี 2558 การดำเนินงานน่าจะปรับตัวดีขึ้นอย่างต่อเนื่อง และเราคาดว่า EBITDA ของ BDMS จะเพิ่มขึ้นสู่ 23.5% ในปี 2561 จากการที่มีเครือข่ายโรงพยาบาลขนาดใหญ่แล้ว การเพิ่มจำนวนโรงพยาบาลของ BDMS จะเริ่มชะลอลง ซึ่งเราเห็นว่าจะช่วยลดแรงกดดันด้านต้นทุนได้ โรงพยาบาลกรุงเทพสุราษฎร์ (จะเปิดในปี 2560) และโรงพยาบาลกรุงเทพเชียงราย (จะเปิดในปี 2561) เป็นโรงพยาบาลใหม่เพียงสองแห่งที่อยู่ในแผนของบริษัท

มุ่งเน้นการเพิ่มคุณภาพการรักษาพยาบาล BDMS จะพัฒนาโรงพยาบาลหลักๆ 9 แห่งที่ตั้งอยู่ในศูนย์กลางภูมิภาคให้เป็น "ศูนย์ความเป็นเลิศ" เพื่อตอบสนองความต้องการใช้บริการรักษาพยาบาลที่ทันสมัยมากขึ้นในภูมิภาคภายในปี 2561 BDMS ตั้งเป้าเพิ่มสัดส่วนรายได้จากผู้ป่วยต่างชาติจาก 30% ในปัจจุบัน สู่ 50% ในอนาคต สัดส่วนรายได้จากผู้ป่วยต่างชาติที่บินเข้ามาในประเทศไทยเพื่อเข้ารับการรักษาพยาบาลที่ทันสมัยมากขึ้นจะช่วยหนุนให้ EBITDA margin ปรับตัวเพิ่มขึ้นในระยะยาว เนื่องจากผู้ป่วยต่างชาติเป็นกลุ่มที่ให้ผลตอบแทนสูง นอกจากนี้ BDMS ยังวางแผนที่จะจัดตั้งศูนย์เฉพาะทางด้วย เช่น ศูนย์ข้อสะโพกและข้อเข่า ศูนย์ทันตกรรม และศูนย์รักษาผู้มีบุตรยาก ด้วยสัดส่วนรายได้ที่สูงขึ้นจากผู้ป่วยต่างชาติและบริการรักษาพยาบาลที่ทันสมัยมากขึ้น ทำให้เราคาดว่า EBITDA margin ของ BDMS จะปรับขึ้นได้อีก โดยสามารถใช้ BH เป็นตัวอ้างอิง: ในปี 2558 รายได้จากผู้ป่วยต่างชาติคิดเป็นสัดส่วน 65% ของรายได้ของ BH และ EBITDA margin ของบริษัทอยู่ในระดับสูงที่ 29%

กำไรมีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้น แนะนำ "ซื้อ" ด้วยราคาเป้าหมาย 27 บาท/หุ้น รายได้ของ BDMS เติบโต 9-10% YoY ในเดือน ก.ค.-ส.ค. เร่งตัวขึ้นจาก +8% YoY ในช่วงครึ่งแรกปี 59 โดยได้รับปัจจัยหนุนจากเศรษฐกิจที่ปรับตัวดีขึ้น และการดำเนินงานที่ดีขึ้นที่โรงพยาบาลเปิดใหม่ แนวโน้มระยะยาวของบริษัทดูดี โดยได้รับการสนับสนุนจากปัจจัยพื้นฐานที่ดีอันเป็นผลมาจากเครือข่ายโรงพยาบาลขนาดใหญ่ ซึ่งบริษัทกำลังดำเนินการยกระดับคุณภาพการรักษาพยาบาล ซึ่งจะช่วยสนับสนุนให้ทั้งปริมาณผู้ป่วยและรายได้ต่อหัวผู้ป่วยเติบโต เราคาดว่า BDMS จะรายงานกำไรปกติเติบโตเฉลี่ย 15% ต่อปีในปี 2559-61 และ valuation ในแง่ PE จะปรับลดลงจาก 39 เท่าในปี 2559 สู่ 30 เท่าในปี 2561 ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 5 ปีที่ 33 เท่า เราคงคำแนะนำ "ซื้อ" BDMS ด้วยราคาเป้าหมาย 27 บาท/หุ้น

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

Forecasts and valuation

Year to 31 Dec	Unit	2014	2015	2016F	2017F	2018F
Revenue	(Btmn)	54,341	60,262	66,518	72,929	79,844
EBITDA	(Btmn)	12,668	14,150	15,861	17,826	19,824
Core profit	(Btmn)	7,109	7,709	8,839	10,272	11,711
Reported profit	(Btmn)	7,394	7,917	8,839	10,272	11,711
Core EPS	(Bt)	0.46	0.50	0.57	0.66	0.76
DPS	(Bt)	0.23	0.26	0.29	0.33	0.38
P/E, core	(x)	49.0	45.2	39.4	33.9	29.8
EPS growth, core	(%)	16.1	8.4	14.7	16.2	14.0
P/BV, core	(x)	7.1	6.2	6.1	5.6	5.1
ROE	(%)	15.5	14.7	15.6	17.2	17.9
Dividend yield	(%)	1.0	1.1	1.3	1.5	1.7
EV/EBITDA	(x)	29.6	26.4	23.6	20.7	18.4

Source: SCBS Investment Research

Financial statement

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	2014	2015	2016F	2017F	2018F
Total revenue	54,341	60,262	66,518	72,929	79,844
Cost of goods sold	(36,473)	(41,130)	(45,259)	(49,246)	(53,497)
Gross profit	**17,868**	**19,133**	**21,259**	**23,683**	**26,347**
SG&A	(11,268)	(12,827)	(13,655)	(14,972)	(16,391)
Other income	2,368	3,458	3,658	4,157	4,551
Interest expense	976	1,136	1,335	1,216	1,148
Pre-tax profit	**7,991**	**8,628**	**9,927**	**11,652**	**13,359**
Corporate tax	(1,671)	(1,864)	(2,085)	(2,447)	(2,805)
Equity a/c profits	1,066	1,259	1,343	1,447	1,556
Minority interests	(278)	(314)	(347)	(380)	(399)
Core profit	**7,109**	**7,709**	**8,839**	**10,272**	**11,711**
Extra-ordinary items	285	209	0	0	0
Net Profit	**7,394**	**7,917**	**8,839**	**10,272**	**11,711**
EBITDA	12,668	14,150	15,861	17,826	19,824
Core EPS (Bt)	**0.46**	**0.50**	**0.57**	**0.66**	**0.76**
Net EPS (Bt)	0.48	0.51	0.57	0.66	0.76
DPS (Bt)	0.23	0.26	0.29	0.33	0.38

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16
Total revenue	14,117	15,343	15,957	16,406	14,863
Cost of goods sold	(9,824)	(10,459)	(10,853)	(11,061)	(10,558)
Gross profit	**4,293**	**4,884**	**5,104**	**5,346**	**4,305**
SG&A	(3,146)	(3,353)	(3,395)	(3,311)	(3,216)
Other income	755	873	852	900	849
Interest expense	291	289	286	213	180
Pre-tax profit	**1,611**	**2,116**	**2,275**	**2,722**	**1,758**
Corporate tax	(375)	(460)	(507)	(563)	(393)
Equity a/c profits	317	327	293	337	331
Minority interests	(61)	(104)	(68)	(89)	(87)
Core profit	**1,491**	**1,879**	**1,993**	**2,406**	**1,607**
Extra-ordinary items	0	209	57	0	62
Net Profit	**1,491**	**2,087**	**2,050**	**2,406**	**1,669**
EBITDA	2,968	3,511	3,725	4,087	3,091
Core EPS (Bt)	**0.10**	**0.12**	**0.13**	**0.16**	**0.10**
Net EPS (Bt)	0.10	0.13	0.13	0.16	0.11

Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	2014	2015	2016F	2017F	2018F
Total current assets	12,698	13,582	11,297	14,159	19,124
Total fixed assets	46,935	52,950	54,051	54,793	55,176
Total assets	**93,370**	**102,335**	**101,150**	**104,755**	**110,103**
Total loans	22,167	20,211	18,245	15,775	14,275
Total current liabilities	12,894	14,173	13,609	13,050	13,491
Total long-term liabilities	27,309	27,013	25,593	24,433	23,284
Total liabilities	**44,372**	**46,160**	**44,176**	**42,457**	**41,750**
Paid-up capital	1,549	1,549	1,549	1,549	1,549
Total equity	**48,998**	**56,175**	**56,974**	**62,297**	**68,353**
BVPS (Bt)	**3.16**	**3.63**	**3.68**	**4.02**	**4.41**

Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16
Total current assets	11,262	11,659	13,582	13,326	11,819
Total fixed assets	48,339	49,140	52,950	53,645	53,841
Total assets	**93,996**	**96,051**	**102,335**	**103,498**	**102,142**
Total loans	21,497	20,798	20,211	19,835	21,331
Total current liabilities	12,795	12,857	14,173	12,980	11,357
Total long-term liabilities	27,669	27,430	27,013	26,663	29,208
Total liabilities	**44,682**	**44,528**	**46,160**	**44,797**	**45,746**
Paid-up capital	1,549	1,549	1,549	1,549	1,549
Total equity	**49,314**	**51,523**	**56,175**	**58,701**	**56,396**
BVPS (Bt)	**3.18**	**3.33**	**3.63**	**3.79**	**3.64**

Cash Flow Statement (Btmn)

FY December 31	2014	2015	2016F	2017F	2018F
Core Profit	7,109	7,709	8,839	10,272	11,711
Depreciation and amortization	3,701	4,387	4,599	4,958	5,317
Operating cash flow	9,943	16,749	12,905	14,881	16,650
Investing cash flow	(18,203)	(12,468)	(5,700)	(5,700)	(5,700)
Financing cash flow	6,049	(6,513)	(9,697)	(7,079)	(6,804)
Net cash flow	**(2,210)**	**(2,232)**	**(2,492)**	**2,102**	**4,146**

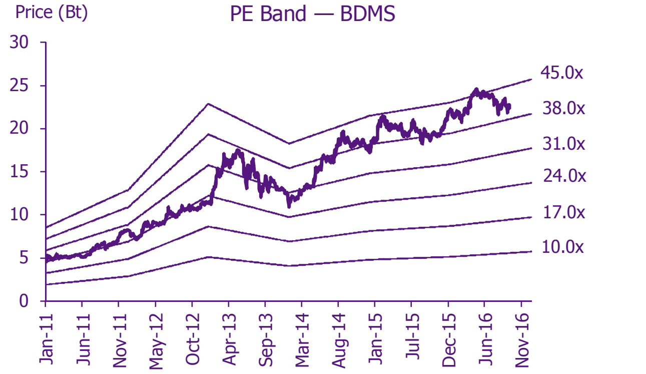
Main Assumptions

	2014	2015	2016F	2017F	2018F
Volume/day					
OPD	24,044	25,566	26,866	28,166	29,466
IPD	3,494	3,763	3,908	4,053	4,198
Yield (Bt/patient/day)					
OPD	3,050	3,141	3,288	3,443	3,607
IPD	24,200	24,600	25,971	27,422	28,960
Revenue breakdown (%)					
Thai	72	71	69	68	67
International	28	29	31	32	33

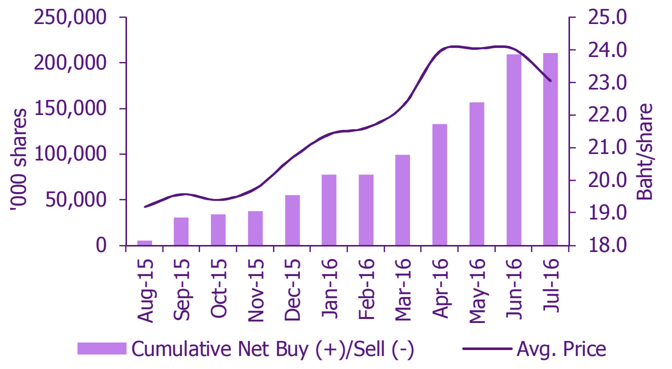
Key Financial Ratios

	2014	2015	2016F	2017F	2018F
Gross margin(%)	32.9	31.7	32.0	32.5	33.0
Operating margin(%)	12.1	10.5	11.4	11.9	12.5
EBITDA margin(%)	22.2	22.2	22.6	23.1	23.5
EBIT margin(%)	17.0	16.5	16.9	17.6	18.2
Net profit margin(%)	13.6	13.1	13.3	14.1	14.7
ROE (%)	15.5	14.7	15.6	17.2	17.9
ROA (%)	8.4	7.9	8.7	10.0	10.9
Net D/E (x)	0.53	0.43	0.44	0.34	0.23
Interest coverage (x)	13.0	12.5	11.9	14.7	17.3
Debt service coverage (x)	2.6	2.7	3.8	4.6	7.0
Payout Ratio (%)	48.2	50.0	50.0	50.0	50.0

PE Band Chart

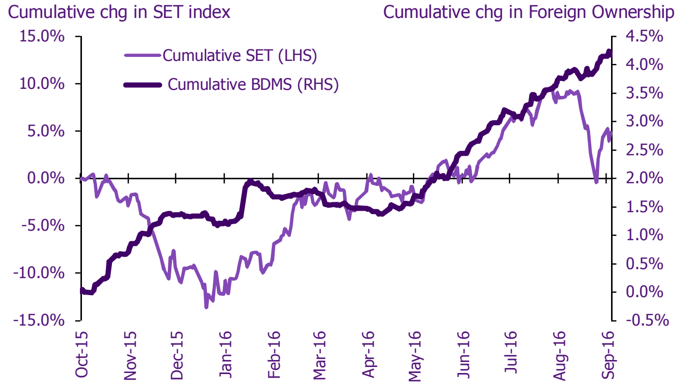


12-Month Cumulative directors trade



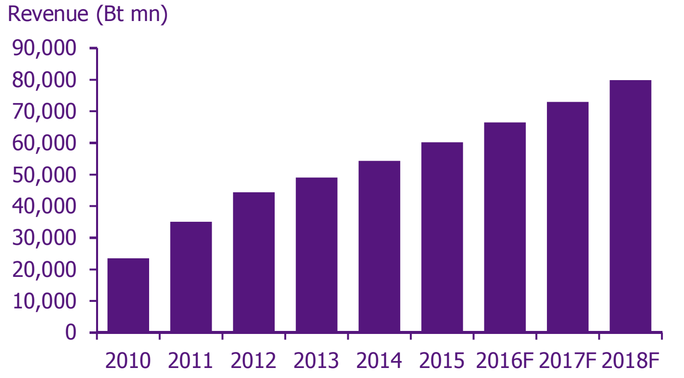
Source: SEC

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



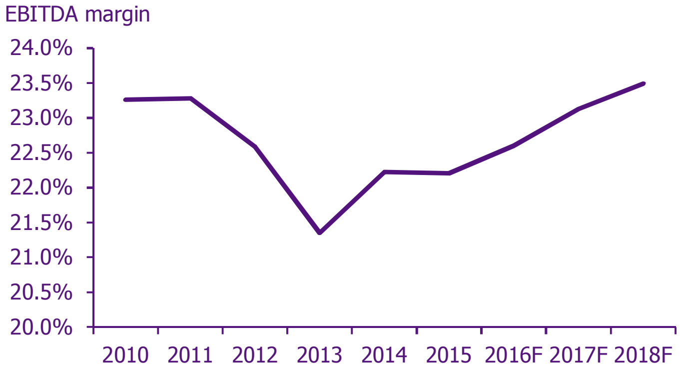
Source: SET, SCBS Investment Research

Figure 1: BDMS revenue growing



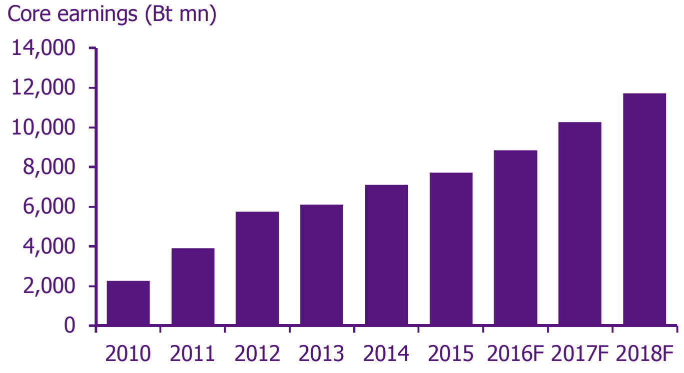
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 2: EBITDA margin to improve



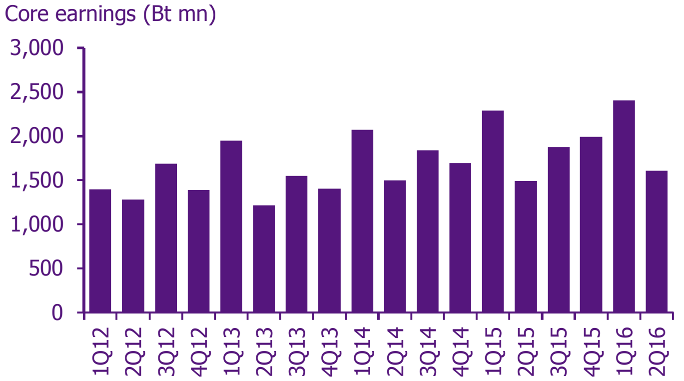
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 3: BDMS earnings are in an uptrend



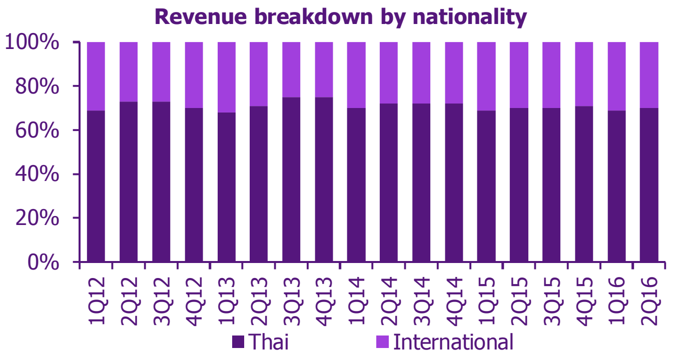
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 4: BDMS quarterly earnings



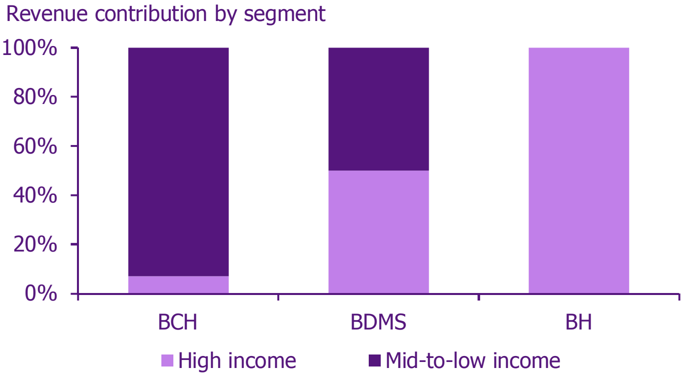
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 5: Revenue breakdown by nationality



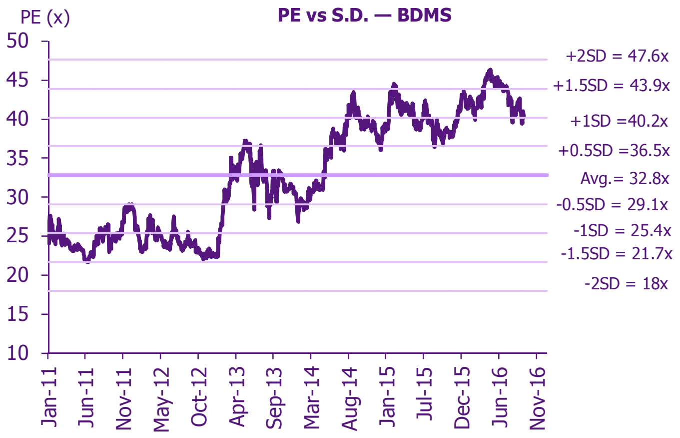
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 6: Revenue breakdown by patient segment



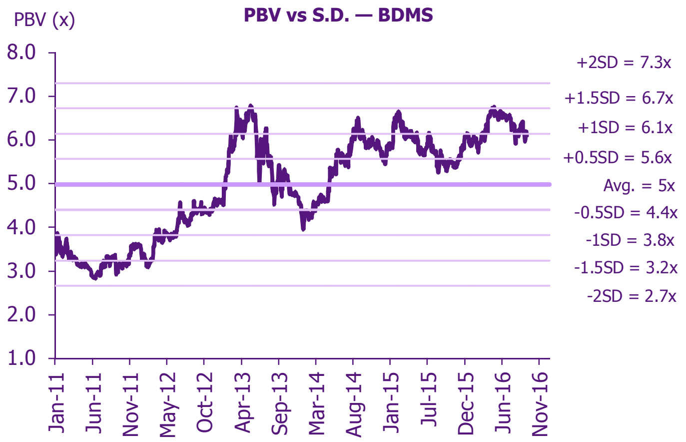
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 7: BDMS PE band



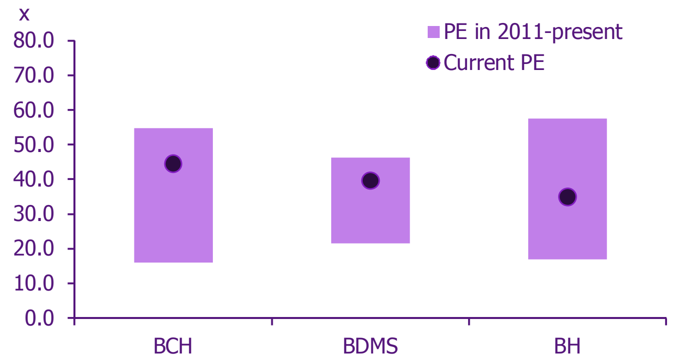
Source: SET and SCBS Investment Research

Figure 8: BDMS PB band



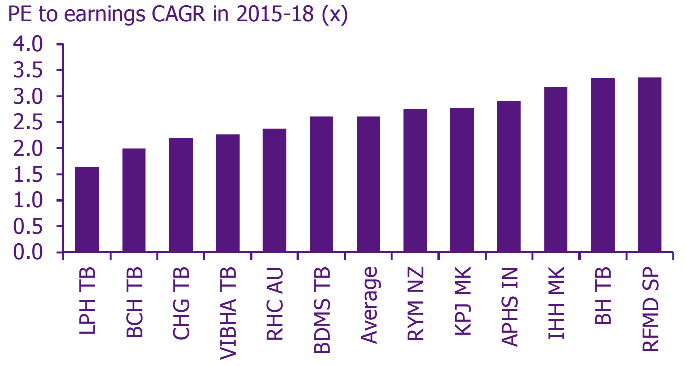
Source: SET and SCBS Investment Research

Figure 9: Thai healthcare stocks are trading at lower their highest PE



Source: SET and SCBS Investment Research

Figure 10: PE to earnings growth



Source: Bloomberg and SCBS Investment Research

Figure 11: Regional valuation comparison

		PE (x)			EPS Growth (%)			PBV (x)			Div. Yield (%)			ROE (%)			EV/EBITDA (x)		
Ticker	Country	16F	17F	18F	16F	17F	18F	16F	17F	18F	16F	17F	18F	16F	17F	18F	16F	17F	18F
Bangkok Chain Hospital *	Thailand	45.2	37.3	31.3	25.5	21.3	19.1	5.7	5.2	4.7	0.8	0.9	1.1	13.0	14.5	15.7	19.5	17.2	15.4
Bangkok Dusit Medical*	Thailand	39.4	33.9	29.8	14.7	16.2	14.0	6.1	5.6	5.1	1.3	1.5	1.7	15.6	17.2	17.9	23.6	20.7	18.4
Bumrungrad Hospital*	Thailand	35.5	32.0	28.0	5.5	11.1	14.2	8.8	7.7	6.9	1.4	1.6	1.8	26.0	25.7	26.0	22.0	19.8	17.2
Chularat Hospital	Thailand	44.6	37.9	31.0	16.3	17.5	22.4	8.5	7.8	6.8	1.4	1.6	2.0	19.1	21.1	22.9	30.5	25.3	21.0
Ladprao General Hospital	Thailand	37.4	31.8	28.1	38.2	17.9	13.0	4.1	3.9	3.8	1.9	2.2	2.7	11.0	12.4	14.4	23.1	19.3	15.3
Vibhavadi Medical Center	Thailand	35.3	33.2	31.3	36.8	6.3	5.9	5.8	5.6	4.9	1.4	1.4	1.8	14.7	15.0	15.8	26.1	23.6	21.4
KPJ Healthcare Bhd	Malaysia	31.1	27.2	24.3	6.6	14.4	11.9	2.9	2.7	2.5	1.7	1.9	2.2	9.7	10.1	11.3	15.5	13.3	12.3
IHH Healthcare Bhd	Malaysia	52.7	43.1	34.7	6.3	22.3	24.3	2.3	2.2	2.2	0.5	0.6	0.8	4.4	5.2	6.4	23.9	20.7	17.6
Raffles Medical Group	Singapore	36.3	31.8	27.7	3.7	14.3	14.6	4.0	3.7	3.4	1.3	1.4	1.6	11.7	12.3	13.5	25.5	22.3	19.2
Apollo Hospitals Enterpris	India	51.6	41.2	31.9	-0.7	25.2	29.4	5.1	4.7	4.2	0.5	0.6	0.8	10.0	11.5	13.9	24.1	20.5	17.1
Ramsay Health Care	Australia	31.6	28.1	25.2	15.3	12.5	11.4	7.5	6.7	6.0	1.6	1.8	2.1	24.1	24.0	23.8	14.5	13.4	12.4
Ryman Healthcare	New Zealand	26.7	23.0	19.7	-2.2	15.8	17.0	3.3	2.9	2.6	1.9	2.2	2.5	13.3	13.4	14.0	21.2	19.7	17.3
	Average	**39.0**	**33.4**	**28.6**	**13.8**	**16.2**	**16.4**	**5.3**	**4.9**	**4.4**	**1.3**	**1.5**	**1.7**	**14.4**	**15.2**	**16.3**	**22.4**	**19.6**	**17.0**

Source: Bloomberg
*SCBS estimates

บมจ. บีทีเอส กรุ๊ป โฮลดิ้งส์

SCB หลักทรัพย์ไทยพาณิชย์

ซื้อ

มีโครงการใหม่รออยู่ – แต่ยังไม่สะท้อนในราคาหุ้น

ราคาหุ้น BTS ปรับตัวลดลงมาแล้ว 4% ในช่วง 3 เดือนที่ผ่านมา ในขณะที่ราคาหุ้นของผู้ประมูลโครงการระบบขนส่งมวลชนรายอื่นๆ (BEM CK และ STEC) ปรับตัวเพิ่มขึ้น 6-15% และ SET +5% ราคาหุ้นที่ลดลงนี้สะท้อนการมองข้ามโอกาสที่ BTS จะได้โครงการรถไฟฟ้าใหม่ 4 สาย (สีชมพู สีเหลือง สีเขียวใต้และเหนือ) ในไตรมาส 4/59 และโครงการใหม่เพิ่มเติมในปี 2560-61 ผลการดำเนินงานของบริษัทจะปรับตัวดีขึ้นในไตรมาส 4 ปีบัญชี 60 เพราะกิจการร่วมทุน BTS&SIRI จะพลิกมาทำกำไรจากการโอนคอนโด แนะนำ "ซื้อ" ด้วยราคาเป้าหมายกลางปี 2560 ที่คำนวณได้จากวิธี SOTP ที่ 11 บาท

โครงการส่วนต่อขยายรถไฟฟ้าสายสีเขียวเหนือและใต้ (ส่งมอบเดือน ธ.ค.) รฟม. โอนความรับผิดชอบดูแลโครงการส่วนต่อขยายรถไฟฟ้าสายสีเขียวเหนือและใต้ให้แก่ กทม.แล้ว เพื่อปฏิบัติตามนโยบายของรัฐบาลที่ต้องการในระบบรถไฟฟ้าสายสีเขียวอยู่ภายใต้การกำกับดูแลของหน่วยงานเดียว ทั้งนี้เมื่ออิงกับการเจรจา BTS คาดว่าจะเซ็นสัญญาบริหารการเดินรถ (O&M) สำหรับโครงการนี้ก่อนทดลองวิ่งในวันที่ 5 ธ.ค. โครงการส่วนต่อขยายสายสีเขียวจะเริ่มเปิดให้บริการบางส่วนในเดือน มี.ค. 2560-ต้นปี 2561 และจะเปิดให้บริการอย่างสมบูรณ์ในเดือน ธ.ค. 2561-กลางปี 2562

โครงการรถไฟฟ้าสายสีชมพูและสีเหลือง (ทราบผลเดือน พ.ย.) BTS เป็น 1 ใน 17 บริษัทที่ซื้อเอกสารประกวดราคา (TOR) ของสายเหล่านี้ในเดือน ก.ค.-ส.ค. โครงการเหล่านี้จะอยู่ภายใต้สัมปทานแบบ PPP net cost อย่างไรก็ดี หลักเกณฑ์ที่เข้มงวด ซึ่งประกอบด้วยการถือหุ้นส่วนใหญ่โดยบริษัทสัญชาติไทย, ทุนจดทะเบียนสูง, และประสบการณ์ดำเนินงาน จะทำให้จำนวนคู่แข่งมีน้อยลง บริษัทที่สนใจสามารถยื่นเอกสารประกวดราคาในวันที่ 7 พ.ย. โดยจะเปิดซองประกวดราคาในวันที่ 17 พ.ย. 2559, เซ็นสัญญาในปี 2560, และเปิดให้บริการในปี 2563 สายสีชมพูเชื่อมต่อกับสายสีเขียวของ BTS ที่หลักสี่ ในขณะที่สายสีเหลืองเชื่อมต่อกับสายสีเขียวที่สำโรง และสายสีน้ำเงินของ BEM ที่ลาดพร้าว การที่ BTS มีสถานีเชื่อมต่อกับรถไฟฟ้าสายใหม่ (ซึ่งจะลดต้นทุนสำหรับการลงทุนสร้างชานชาลา และเคลื่อนย้ายผู้โดยสารได้ดีขึ้น) บวกกับความร่วมมือกับ STEC (งานโยธา) และซัพพลายเออร์อื่นๆ (อุปกรณ์) จะช่วยสนับสนุนให้ BTS มีความสามารถในการแข่งขันสูง

โครงการใหม่เพิ่มเติม ในเดือน ก.ย. ครม.มีมติอนุมัติโครงการรถไฟฟ้าสายสีทอง กรุงธนบุรี-คลองสาน (เฟส 1) และคลองสาน-ประชาธิปก (เฟส 2) โดยมีกำหนดเปิดให้บริการในปี 2561 และปี 2565 ตามลำดับ BTS มีโอกาสสูงที่จะได้สัญญาใหม่นี้ เนื่องจากระยะทางสั้น (2.7 กม.) และเชื่อมต่อกับรถไฟฟ้าสายสีเขียวของ BTS ที่กรุงธนบุรี การประมูล/การเจรจาสำหรับโครงการรถไฟฟ้าสายสีทองรวมถึง LRT สายสีเทา และสายสีเขียวอ่อน จะเกิดขึ้นในระยะ 2 ปีข้างหน้า

สถานะทางการเงินแข็งแกร่ง การจัดหาเงินทุนสำหรับโครงการใหม่ไม่ใช่เรื่องที่น่าเป็นห่วง เนื่องจาก BTS มีอัตราส่วนหนี้สินสุทธิต่อทุนระดับต่ำที่ 0.1 เท่า ณ สิ้นไตรมาส 1 ปีบัญชี 60 รวมทั้งยังมีแนวโน้มได้เงินสดเพิ่มจาก BTS-W3 จำนวน 4.8 หมื่นล้านบาท (แปลงสภาพได้ในเดือน ธ.ค. 59-ส.ค. 61 ที่ราคา 12 บาท/หุ้น) และตั้งเป้าอัตราส่วนหนี้สินต่อทุนไว้ไม่เกิน 3:1

ผลการดำเนินงาน: ระยะสั้นไม่น่าตื่นเต้น แต่จะดีขึ้นในไตรมาส 4 ปีบัญชี 60 ผลการดำเนินงานของ BTS จะยังคงอ่อนแอในระยะสั้น โดยจะลดลง YoY แต่จะลดลงน้อยกว่าในไตรมาส 1 ปีบัญชี 59-ไตรมาส 1 ปีบัญชี 60 โดยเกิดจากขาดทุนที่กิจการร่วมทุนในธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ แต่ธุรกิจสื่อโฆษณาและธุรกิจระบบขนส่งมวลชนค่อยๆ ปรับตัวดีขึ้น ผลการดำเนินงานของ BTS จะปรับตัวดีขึ้นในไตรมาส 4 ปีบัญชี 60 (ม.ค.-มี.ค. 2560) ทั้ง YoY และ QoQ เนื่องจากกิจการร่วมทุน BTS&SIRI จะพลิกมาทำกำไรได้จากการโอนกรรมสิทธิ์คอนโดมิเนียม "*The Line สุขุมวิท 71*" มูลค่า 2 พันล้านบาท ให้แก่ผู้ซื้อ

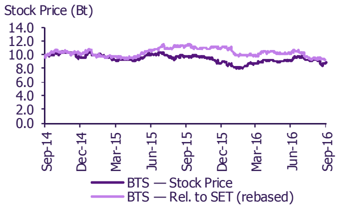
คงคำแนะนำ "ซื้อ" ราคาเป้าหมายกลางปี 60 ประกอบด้วย: 1) มูลค่าธุรกิจระบบขนส่งมวลชนที่ 6.6 บาท: 2.0 บาทจาก BTSGIF (ราคาตลาด), 3.3 บาทจากโครงการส่วนต่อขยายที่มีอยู่เดิม, และ 1.3 บาทจากโครงการส่วนต่อขยายสายสีเขียว 2 เส้นทางใหม่ (DCF); 2) มูลค่าธุรกิจสื่อโฆษณาที่ 2.5 บาท (ราคาตลาดของ VGI); และ 3) มูลค่าธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ที่ 1.9 บาท: 1.2 บาทจาก 2 เท่าของมูลค่าทางบัญชี และ 0.7 บาทจากยู ซิตี้ (ราคาตลาด)

Stock Data

Last close (Sep 23) (Bt)	8.80
12-m target price (Bt)	11.00
Upside (Downside) to TP (%)	25.00
Mkt cap (Btbn)	105.03
Mkt cap (US$mn)	3,031

Bloomberg code	BTS TB
Reuters code	BTS.BK
Risk rating	L
Mkt cap (%) SET	0.72
Sector % SET	7.31
Shares issued (mn)	11,935
Par value (Bt)	4.00
12-m high / low (Bt)	9.9 / 8
Avg. daily 6m (US$mn)	8.05
Foreign limit / actual (%)	49 / 15
Free float (%)	62.4
Dividend policy (%)	≥ 50

Price Performance



Source: SET, SCBS Investment Research

Share performance

	1M	3M	12M
Absolute	(4.9)	(2.2)	(9.7)
Relative to SET	(1.4)	(7.4)	(17.0)

Source: SET, SCBS Investment Research

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

Forecasts and valuation

Year to 31 Mar	Unit	2015	2016	2017F	2018F	2019F
Revenue	(Btmn)	6,087	5,265	6,248	6,383	6,654
EBITDA	(Btmn)	3,507	2,755	2,922	2,999	3,154
Core profit	(Btmn)	2,329	1,749	1,765	1,937	2,303
Reported profit	(Btmn)	2,944	4,141	1,765	1,937	2,303
Core EPS	(Bt)	0.20	0.15	0.15	0.16	0.19
DPS	(Bt)	0.60	0.68	0.12	0.13	0.16
P/E, core	(x)	44.8	59.5	59.0	53.7	45.2
EPS growth, core	(%)	11.8	(24.7)	0.9	9.7	18.9
P/BV, core	(x)	2.01	2.22	2.36	2.36	2.32
ROE	(%)	5.7	8.8	4.0	4.4	5.1
Dividend yield	(%)	6.8	7.7	1.4	1.5	1.8
EV/EBITDA	(x)	26.6	38.8	37.8	37.8	36.1

Source: SCBS Investment Research

Financial statement

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY March 31	2015	2016	2017F	2018F	2019F
Total revenue	6,087	5,265	6,248	6,383	6,654
Cost of goods sold	2,998	2,553	3,333	3,359	3,455
Gross profit	**3,089**	**2,712**	**2,915**	**3,024**	**3,200**
SG&A	1,288	1,377	1,506	1,561	1,627
Other income	1,246	969	1,062	1,085	1,131
Interest expense	403	290	288	316	368
Pre-tax profit	**2,644**	**2,015**	**2,183**	**2,233**	**2,336**
Corporate tax	733	411	437	447	467
Equity a/c profits	852	411	557	742	1,095
Minority interests	-433	-266	-538	-592	-661
Core profit	**2,329**	**1,749**	**1,765**	**1,937**	**2,303**
Extra-ordinary items	615	2,392	0	0	0
Net Profit	**2,944**	**4,141**	**1,765**	**1,937**	**2,303**
EBITDA	3,507	2,755	2,922	2,999	3,154
Core EPS (Bt)	**0.20**	**0.15**	**0.15**	**0.16**	**0.19**
Net EPS (Bt)	0.25	0.35	0.15	0.16	0.19
DPS (Bt)	0.60	0.68	0.12	0.13	0.16

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY March 31	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17
Total revenue	1,295	1,433	1,274	1,263	1,322
Cost of goods sold	633	691	633	595	654
Gross profit	**662**	**742**	**641**	**668**	**668**
SG&A	327	341	367	342	442
Other income	288	191	315	171	300
Interest expense	80	70	59	81	88
Pre-tax profit	**543**	**523**	**530**	**416**	**437**
Corporate tax	111	101	170	30	101
Equity a/c profits	70	81	129	132	100
Minority interests	-59	-82	-75	-49	-80
Core profit	**443**	**420**	**414**	**468**	**355**
Extra-ordinary items	2,573	43	190	-414	193
Net Profit	**3,016**	**463**	**604**	**54**	**548**
EBITDA	729	700	704	618	650
Core EPS (Bt)	**0.037**	**0.036**	**0.035**	**0.040**	**0.030**
Net EPS (Bt)	0.255	0.039	0.051	0.005	0.046

Balance Sheet (Btmn)

FY March 31	2015	2016	2017F	2018F	2019F
Total current assets	26,002	10,285	10,465	10,252	10,562
Total fixed assets	40,808	54,883	57,217	60,051	61,900
Total assets	**66,810**	**65,169**	**67,682**	**70,303**	**72,463**
Total loans	5,289	9,921	13,406	15,906	16,906
Total current liabilities	6,560	12,455	7,049	8,094	7,212
Total long-term liabilities	8,238	5,796	16,437	18,080	20,369
Total liabilities	**14,798**	**18,252**	**23,487**	**26,175**	**27,581**
Paid-up capital	47,677	47,717	47,717	47,717	47,717
Total equity	**52,012**	**46,917**	**44,195**	**44,128**	**44,882**
BVPS (Bt)	**4.38**	**3.97**	**3.74**	**3.73**	**3.79**

Balance Sheet (Btmn)

FY March 31	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17
Total current assets	20,555	14,321	9,633	10,285	11,411
Total fixed assets	49,246	49,097	54,148	54,883	56,334
Total assets	**69,801**	**63,418**	**63,781**	**65,169**	**67,745**
Total loans	5,321	3,830	5,701	9,921	2,674
Total current liabilities	8,581	7,484	8,329	12,455	13,300
Total long-term liabilities	7,215	5,918	5,476	5,796	5,877
Total liabilities	**15,796**	**13,402**	**13,805**	**18,252**	**19,177**
Paid-up capital	47,677	47,696	47,717	47,717	47,717
Total equity	**54,005**	**50,016**	**49,976**	**46,917**	**48,569**
BVPS (Bt)	**4.57**	**4.23**	**4.22**	**3.97**	**4.11**

Cash Flow Statement (Btmn)

FY March 31	2015	2016	2017F	2018F	2019F
Core Profit	2,329	1,749	1,765	1,937	2,303
Depreciation and amortization	-460	-450	-450	-450	-450
Operating cash flow	-1,823	7,213	3,834	2,518	3,034
Investing cash flow	16,144	-11,919	-1,884	-2,384	-1,399
Financing cash flow	-12,573	-4,532	-1,002	496	-549
Net cash flow	**1,749**	**-9,238**	**949**	**631**	**1,085**

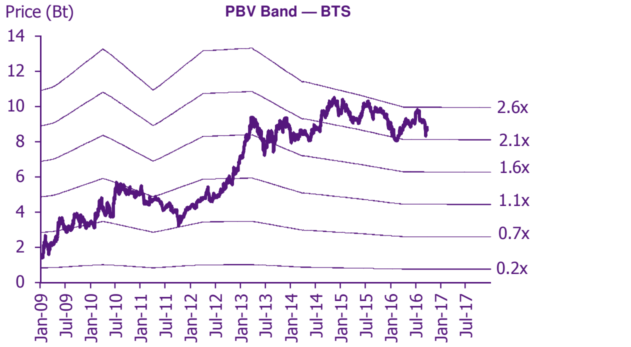
Main Assumptions

	2015	2016	2017F	2018F	2019F
No. of riders ('000 per day)	602.6	638.8	670.7	717.6	767.9
Fare rate (Bt/trip)	26.8	27.4	27.6	28.2	28.7
Income from train O&M (Bt mn)	1,745	1,792	1,841	1,739	1,760
Media rev from BTS (Bt mn)	4,063	2,767	3,734	3,940	4,157
Media rev from non-BTS (Bt mn)	1,089	272	381	419	461
Property revenue (Bt mn)	1,286	882	674	705	737

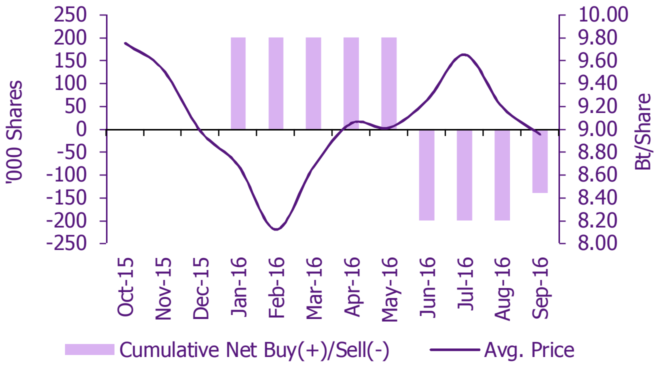
Key Financial Ratios

	2015	2016	2017F	2018F	2019F
Gross margin(%)	50.7	51.5	46.7	47.4	48.1
Operating margin(%)	29.6	25.4	22.6	22.9	23.6
EBITDA margin(%)	57.6	52.3	46.8	47.0	47.4
EBIT margin(%)	50.1	43.8	39.6	39.9	40.6
Net profit margin(%)	48.4	78.7	28.2	30.3	34.6
ROE (%)	5.8	9.1	4.1	4.5	5.3
ROA (%)	1.6	1.4	1.4	1.4	1.5
Net D/E (%)	(21.5)	6.2	14.3	20.6	22.1
Payout Ratio (%)	241.8	193.2	80.0	80.0	80.0

PBV Band Chart

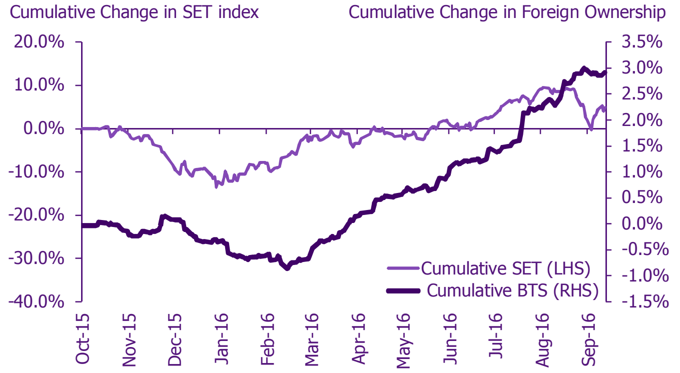


12-Month Cumulative directors trade



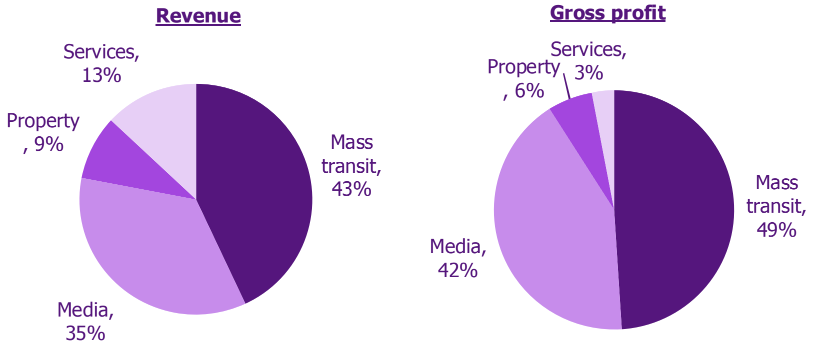
Source: SEC

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



Source: SET, SCBS Investment Research

Figure 1: BTS revenue and gross profit breakdown in 1QFY17



Source: Company data and SCBS Investment Research (Note* Mass transit unit includes the share of net profit of BTSGIF, based on company's classification)

Figure 2: BTS's existing mass transit lines (36km)

Line	Route	Operator	Operating since	Distance (km)
Dark Green (Core)	Mo Chit - On Nut	BTS	Dec-99	17.0
Light Green (Core)	National - Stadium Saphan Taksin	BTS	Dec-99	6.5
Light Green (Extension)	Saphan Taksin - Wongwian Yai	BTS	May-09	2.2
Dark Green (Extension)	On Nut - Bearing	BTS	Aug-11	5.3
Light Green (Extension)	Wongwian Yai - Bang Wa	BTS	Dec-13	5.3
Total				**36.3**

Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 3: BTS to bid and negotiate for four new mass transit lines (98km) in 2016F and more lines (44km) to come in 2017-18F; Of this, only North and South Green lines (31km) are in our price target

Line	Route	Operate Year	Distance (km)	Current status	Timeline of bidding/ negotiating	Note
Dark Green South	Bearing - Samut Prakarn	Mar 2017 (1st station operation); Dec 2018 (full operation)	12.8	Civil work started; Under negotiation with BMA	2016F (O&M awarded)	Extensions to BTS's lines
Dark Green North	Mo Chit - Saphan Mai – Khu Khot	Early 2018 (1st station operation); Mid 2019 (full operation)	18.4			
Pink	Khae Rai - Pak Gred – Min Buri	2020	36.0	Bid envelopes sold	The tender submission on 7 Nov; Bid envelope opening on 17 Nov; Contract signed in 2017	Connecting to BTS's lines
Yellow	Lad Prao - Sam Rong	2020	30.4			
Gold	Klong Thonburi- Klong San - Prachathipok	2018 (phase 1) and 2022 (phase 2)	2.7	Cabinet approved	2017F	Connecting to BTS's lines
LRT	Bangna - Suvarnabhumi	2020	18.3	Awaiting EIA approval and Cabinet's acknowledgment	2017-18F	Connecting to BTS's lines
Grey (phase 1)	Watcharaphon – Thong Lo	2020	16.3	Awaiting EIA approval and Cabinet's acknowledgment	2017-18F	Connecting to BTS's lines
Light Green	Bang Wa - Borommaratchachonnani	2020	7.0	Awaiting EIA and BMC approval	2017-18F	Extensions to BTS's lines
Total			**141.9**			

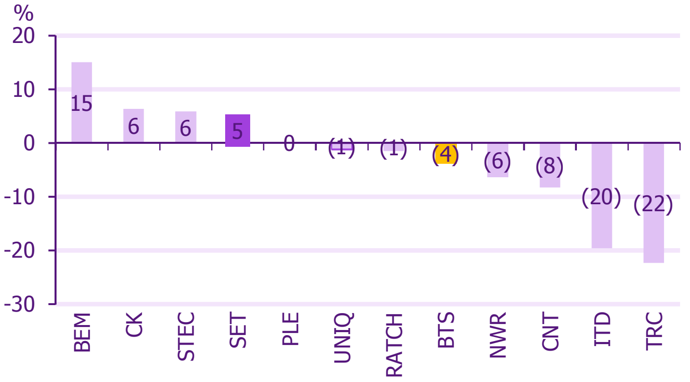
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 4: Companies that bought the tender documents for Pink and Yellow lines in July-Aug 2018

RFP buyers	Pink	Yellow
1 BTS Group	/	/
2 RATCH	/	/
3 BEM	/	/
4 ITD	/	/
5 STEC	/	/
6 SK Engineering*	/	/
7 China Commu Construction	-	/
8 Sinohydro Corp*	/	/
9 China Railway*	/	/
10 TRC	/	/
11 BTSC	/	/
12 PLE	/	/
13 CNT	/	/
14 RATP DEV Transdev Asia*	/	/
15 SMRT Inter*	/	/
16 UNIQ	/	/
17 NWR	/	/

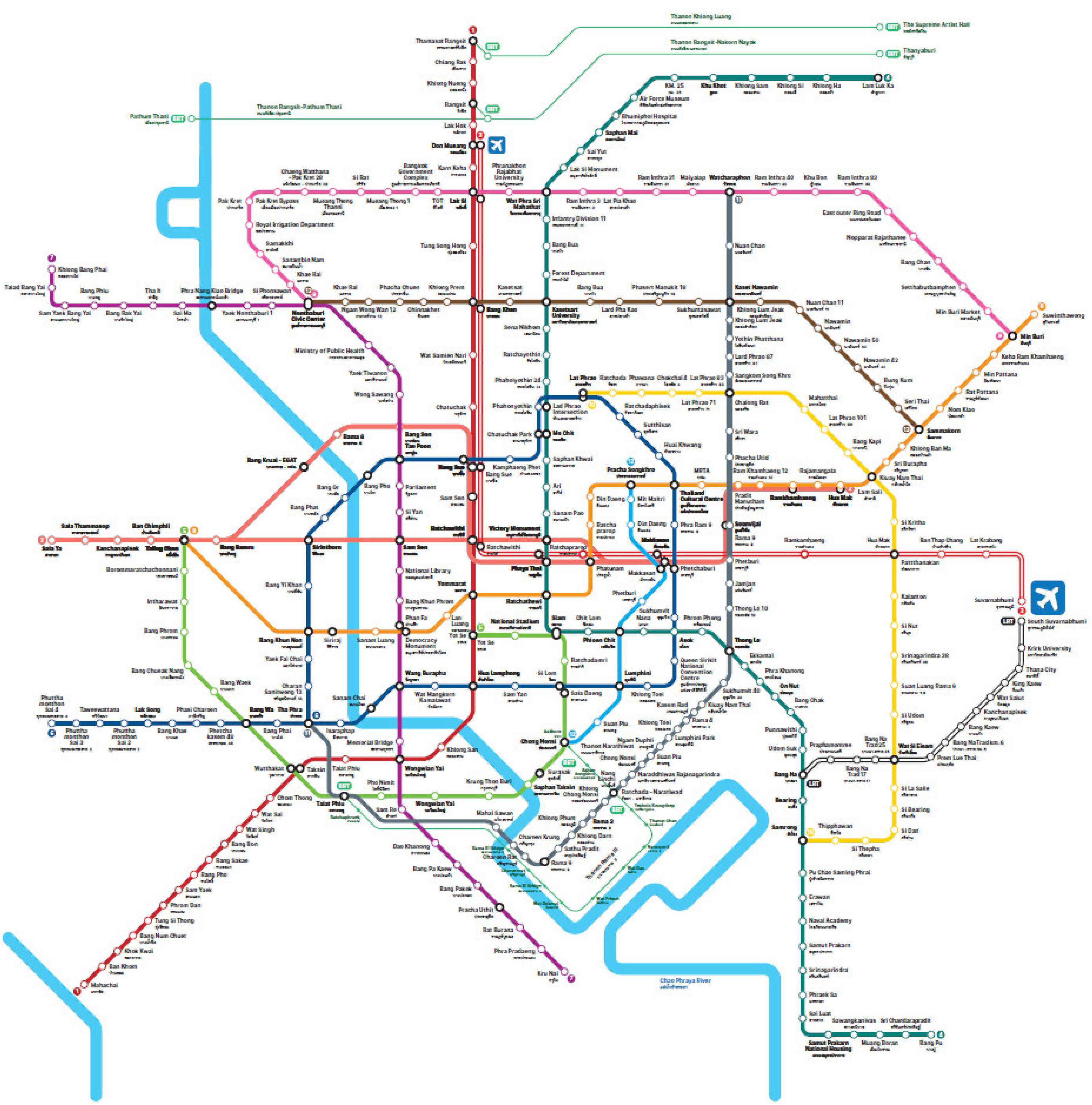
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 5: Over the past 3 months, BTS price less active than other candidates bidding for Pink and Yellow lines



Source: SCBS Investment Research

Figure 6: Master plan for mass transit in Bangkok



Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 7: Condominiums under residential property JV (BTS&SIRI) that have been launched: 100% sold out

	Project	Distance from mass transit station	Project value (Bt bn)	No. of units	Sold	Avg selling price ('000 Bt/sqm)	Timeline for Presales	Timeline for transferring
1	The Line Jatujak-Mochit	300m from BTS Mo Chit	5.7	841 (43 floors)	100%	179.0	May-15	Jan-Sep 18 (4QFY18-1HFY19)
2	The Line Sukhumvit 71	400m from BTS Prakanong	2.0	291 (28 floors)	100%	169.0	Aug-15	Dec 16-Mar 17 (2HFY17)
3	The Line Ratchathewi	250m from BTS Ratchathewi	2.9	231 (38 floors)	100%	266.0	Oct-15	Sep 18-Mar 19 (2HFY19)
4	The Line Asoke-Ratchada		3.0	473	100%	180.0	Jun-16	Sep 19-Mar 20 (2HFY20)
	Total		**13.6**					

Source: Company data and SCBS Investment Research

บมจ. ซีพี ออลล์

SCB หลักทรัพย์ไทยพาณิชย์

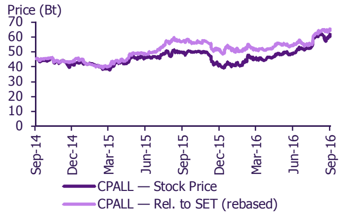
ซื้อ

Stock Data

Last close (Sep 23) (Bt)	61.50
12-m target price (Bt)	72.00
Upside (Downside) to TP (%)	17.07
Mkt cap (Btbn)	552.46
Mkt cap (US$mn)	15,953

Bloomberg code	CPALL TB
Reuters code	CPALL.BK
Risk rating	L
Mkt cap (%) SET	3.83
Sector % SET	10.01
Shares issued (mn)	8,983
Par value (Bt)	1.00
12-m high / low (Bt)	62.8 / 39
Avg. daily 6m (US$mn)	38.76
Foreign limit / actual (%)	49 / 38
Free float (%)	59.5
Dividend policy (%)	50

Price Performance



Source: SET, SCBS Investment Research

Share performance

	1M	3M	12M
Absolute	1.2	25.5	24.9
Relative to SET	4.9	18.8	14.8

Source: SET, SCBS Investment Research

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

แนวโน้มดีขึ้นอย่างต่อเนื่อง

ยอดขายสาขาเดิมที่เติบโตอย่างโดดเด่นตั้งแต่ต้นไตรมาส 3/59 ถึงปัจจุบัน อัตรากำไรที่ดีขึ้นและส่วนแบ่งกำไรที่เพิ่มขึ้นจากธุรกิจ cash and carry (ถือหุ้น 98% ใน MAKRO) จะช่วยสนับสนุนให้กำไรของ CPALL เติบโตอย่างน่าประทับใจในช่วงครึ่งหลังปี 59 การรีไฟแนนซ์หนี้ด้วยหุ้นกู้ต้นทุนต่ำชุดใหม่จะช่วยให้บริษัทประหยัดดอกเบี้ยจ่ายได้มากขึ้น valuation ยังคงมีความน่าสนใจ โดยซื้อขายที่ PEG ระยะ 2 ปีที่ 1.5 เท่า (ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่มพาณิชย์ที่ 1.7 เท่า) แนะนำ "ซื้อ" ด้วยราคาเป้าหมายกลางปี 2560 ที่คำนวณได้จากวิธี DCF ที่ 72 บาท

ยอดขายสาขาเดิมเติบโตแข็งแกร่งตั้งแต่ต้นไตรมาส 3/59 ถึงปัจจุบัน ตั้งแต่ต้นไตรมาส 3/59 ถึงปัจจุบัน ยอดขายสาขาเดิมของ CPALL เติบโตอย่างแข็งแกร่งใกล้เคียงกับระดับ 4% YoY ในช่วงครึ่งแรกปี 59 โดยได้รับปัจจัยหนุนจากความเชื่อมั่นที่ดีขึ้นและวันหยุดยาวสุดสัปดาห์หลายวันในเดือน ก.ค.-ส.ค. บวกกับการขึ้นราคาขายบุหรี่หลังปรับภาษีสรรพสามิตเพิ่มขึ้นในเดือน ก.พ. 2559 (บุหรี่คิดเป็นสัดส่วนเกือบ 10% ของยอดขาย) และกระแสตอบรับที่ดีต่อแคมเปญแสตมป์ (26 ก.ค.-25 พ.ย.) เพราะของพรีเมี่ยมที่ใช้แสตมป์แลกซื้อในปีนี้ใช้ลายซานริโอและ Line friends ที่ได้รับความนิยม รวมทั้งสินค้าก็ดูน่าสนใจมากขึ้น และมีซัพพลายเออร์เข้าร่วมแคมเปญในปีนี้มากขึ้น บริษัทยังคงเป้ายอดขายสาขาเดิมเติบโต 3% ในปี 2559 มาตรการกระตุ้นจากภาครัฐ รายได้เกษตรกรที่ดีขึ้น และการชำระคืนเงินกู้งวดสุดท้ายในโครงการรถยนต์คันแรกหมดตั้งแต่เดือน ก.ย. 2559 เป็นต้นไป จะช่วยสนับสนุนให้ยอดขายสาขาเดิมของ CPALL เติบโตอย่างต่อเนื่อง

ขยายสาขาอย่างต่อเนื่อง CPALL ยังคงเป้าขยายสาขาในปี 2559 ไว้ที่ 700 สาขา (เทียบกับ 420 สาขาในช่วงครึ่งแรกปี 59) ซึ่งจะส่งผลทำให้บริษัทมีสาขารวมมากกว่า 9,500 สาขาภายในสิ้นปี 2559 และจะช่วยให้บริษัทมีสาขาถึง 10,000 สาขาในปี 2560 และ 12,000 สาขาในอีก 3 ปีข้างหน้า

อัตรากำไรขั้นต้นจะปรับตัวเพิ่มขึ้นอีก ในช่วงครึ่งแรกปี 59 อัตรากำไรขั้นต้นของธุรกิจร้านสะดวกซื้อปรับตัวเพิ่มขึ้น 0.6% YoY โดย: 1) อัตรากำไรขั้นต้นที่เพิ่มขึ้น +0.4% เกิดจากส่วนผสมผลิตภัณฑ์ที่ดีขึ้น และ 2) อัตรากำไรขั้นต้นที่เพิ่มขึ้น +0.2% เกิดจากต้นทุนโลจิสติกส์ที่ลดลงเพราะจากราคาน้ำมันลดลงและมีศูนย์กระจายสินค้าแห่งใหม่ (ในไตรมาส 3/58) อัตรากำไรขั้นต้นน่าจะปรับตัวเพิ่มขึ้นต่อเนื่องในช่วงครึ่งหลังปี 59 หลักๆ เกิดจากส่วนผสมผลิตภัณฑ์ที่ดีขึ้น (โดยปกติแล้วเพิ่มขึ้นเฉลี่ย +0.2-0.3% ต่อปี) และส่วนหนึ่งเกิดจากต้นทุนโลจิสติกส์ที่ลดลง

ธุรกิจ cash&carry (ถือหุ้น 98% ใน MAKRO) จะปรับตัวดีขึ้นในช่วงครึ่งหลังปี 59 ด้วยความเชื่อมั่นที่ดีขึ้นและการแข่งขันในตลาดที่รุนแรงน้อยลง ทำให้ตั้งแต่ต้นไตรมาส 3/59 ถึงปัจจุบัน ยอดขายสาขาเดิมของ MAKRO มีอัตราเติบโตเป็นตัวเลขหลักเดียวกลางๆ (เทียบกับ -0.6% ในไตรมาส 3/58 และ +6% ในไตรมาส 2/59) อัตรากำไรขั้นต้นของ MAKRO จะปรับตัวดีขึ้นในช่วงครึ่งหลังปี 59 เพราะไม่มีการเปลี่ยนมาตรฐานบัญชีเหมือนในไตรมาส 1/58 และการแข่งขันทางราคาน้อยกว่าในไตรมาส 2/59 แนวโน้มเช่นนี้สะท้อนถึงส่วนแบ่งกำไรจากธุรกิจ cash and carry ที่ปรับตัวดีขึ้นในช่วงครึ่งหลังปี 59 (เทียบกับ -12% YoY ในช่วงครึ่งหลังปี 59)

ออกหุ้นกู้ต้นทุนต่ำชุดใหม่ ในเดือน ส.ค. CPALL ออกหุ้นกู้ชุดใหม่มูลค่า 1.2 หมื่นล้านบาท (อัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงเฉลี่ย 3.2% ต่อปี) เพื่อรีไฟแนนซ์หุ้นกู้ชุดเดิม (อัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงเฉลี่ย 4.1% ต่อปี) ที่จะครบกำหนดไถ่ถอนในเดือน ต.ค. การออกหุ้นกู้ชุดใหม่นี้จะทำให้ดอกเบี้ยจ่ายลดลง 100 ล้านบาท/ปี การออกหุ้นกู้ชุดใหม่ในสภาวะอัตราดอกเบี้ยต่ำเพื่อรีไฟแนนซ์หุ้นกู้ที่ครบกำหนดไถ่ถอนบางส่วน (2.6 หมื่นล้านบาทครบกำหนดในปี 2560 โดยมีอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงเฉลี่ย 3.6% ต่อปี) จะทำให้บริษัทประหยัดดอกเบี้ยจ่ายได้มากขึ้นในปีหน้า

สถานะทางการเงิน เมื่ออิงกับการคาดการณ์ถึงการดำเนินงานที่ปรับตัวดีขึ้นเพียงอย่างเดียว อัตราส่วนหนี้สินสุทธิต่อทุน (ปรับปรุงโดยหักสินทรัพย์และหนี้สินภาษีเงินได้รอการตัดบัญชี) ของ CPALL จะอยู่ที่ 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	435,711	479,390	525,051
EBITDA	(Btmn)	27,040	32,831	36,396	40,154	44,666
Core profit	(Btmn)	9,823	13,687	16,897	20,187	24,031
Reported profit	(Btmn)	10,200	13,682	16,964	20,187	24,031
Core EPS	(Bt)	1.09	1.52	1.88	2.25	2.68
DPS	(Bt)	0.80	0.90	0.94	1.12	1.34
P/E, core	(x)	56.24	40.36	32.69	27.37	22.99
EPS growth, core	(%)	(10.71)	39.33	23.46	19.47	19.04
P/BV, core	(x)	15.76	13.26	10.93	8.87	7.25
ROE	(%)	28.88	35.67	36.64	35.78	34.70
Dividend yield	(%)	1.30	1.46	1.53	1.83	2.17
EV/EBITDA	(x)	26.53	21.90	19.53	17.47	15.44

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	435,711	479,390	525,051
Cost of goods sold	(281,443)	(306,519)	(339,798)	(372,660)	(406,880)
Gross profit	**76,323**	**85,299**	**95,914**	**106,730**	**118,171**
SG&A	(68,750)	(73,901)	(83,211)	(92,356)	(101,493)
Other income	13,158	14,076	16,115	17,975	19,947
Interest expense	(8,518)	(8,586)	(8,282)	(7,836)	(7,451)
Pre-tax profit	**12,212**	**16,888**	**20,536**	**24,513**	**29,175**
Corporate tax	(2,270)	(3,066)	(3,501)	(4,179)	(4,974)
Equity a/c profits	0	0	0	0	0
Minority interests	(119)	(135)	(137)	(147)	(170)
Core profit	**9,823**	**13,687**	**16,897**	**20,187**	**24,031**
Extra-ordinary items	377	(4)	67	0	0
Net Profit	**10,200**	**13,682**	**16,964**	**20,187**	**24,031**
EBITDA	27,040	32,831	36,396	40,154	44,666
Core EPS (Bt)	**1.09**	**1.52**	**1.88**	**2.25**	**2.68**
Net EPS (Bt)	1.14	1.52	1.89	2.25	2.68
DPS (Bt)	0.80	0.90	0.94	1.12	1.34

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16
Total revenue	97,292	96,364	102,608	104,969	109,998
Cost of goods sold	(76,135)	(75,068)	(80,191)	(82,253)	(86,035)
Gross profit	**21,158**	**21,296**	**22,417**	**22,716**	**23,962**
SG&A	(18,454)	(18,906)	(19,455)	(19,420)	(21,451)
Other income	3,384	3,673	3,792	3,758	4,623
Interest expense	(2,167)	(2,074)	(2,082)	(2,054)	(2,097)
Pre-tax profit	**3,920**	**3,989**	**4,671**	**5,000**	**5,038**
Corporate tax	(716)	(718)	(790)	(960)	(817)
Equity a/c profits	0	0	0	0	0
Minority interests	(29)	(39)	(30)	(34)	(33)
Core profit	**3,176**	**3,232**	**3,851**	**4,006**	**4,188**
Extra-ordinary items	(36)	26	26	59	8
Net Profit	**3,140**	**3,258**	**3,877**	**4,065**	**4,196**
EBITDA	7,730	7,772	8,541	8,818	8,969
Core EPS (Bt)	**0.35**	**0.36**	**0.43**	**0.45**	**0.47**
Net EPS (Bt)	0.35	0.36	0.43	0.45	0.47

Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	2014	2015	2016F	2017F	2018F
Total current assets	64,684	56,973	61,107	68,206	69,350
Total fixed assets	261,726	272,110	281,752	291,164	300,374
Total assets	**326,410**	**329,083**	**342,859**	**359,370**	**369,724**
Total loans	198,420	189,406	182,645	176,708	161,961
Total current liabilities	92,015	101,131	124,595	126,841	136,428
Total long-term liabilities	199,337	186,276	167,709	170,235	157,066
Total liabilities	**291,352**	**287,407**	**292,304**	**297,077**	**293,493**
Paid-up capital	8,983	8,983	8,983	8,983	8,983
Total equity	**35,058**	**41,676**	**50,555**	**62,294**	**76,231**
BVPS (Bt)	**3.90**	**4.64**	**5.63**	**6.93**	**8.49**

Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16
Total current assets	46,904	46,556	56,973	56,340	50,335
Total fixed assets	265,817	268,872	272,110	274,220	276,432
Total assets	**312,721**	**315,428**	**329,083**	**330,561**	**326,767**
Total loans	192,246	189,028	189,406	191,258	192,766
Total current liabilities	81,864	80,698	101,131	105,159	105,287
Total long-term liabilities	196,293	196,778	186,276	179,787	179,965
Total liabilities	**278,157**	**277,476**	**287,407**	**284,946**	**285,252**
Paid-up capital	8,983	8,983	8,983	8,983	8,983
Total equity	**34,564**	**37,952**	**41,676**	**45,614**	**41,516**
BVPS (Bt)	**3.85**	**4.22**	**4.64**	**5.08**	**4.62**

Cash Flow Statement (Btmn)

FY December 31	2014	2015	2016F	2017F	2018F
Core Profit	9,823	13,687	16,897	20,187	24,031
Depreciation and amortization	6,310	7,357	7,578	7,806	8,040
Operating cash flow	20,462	23,232	33,932	35,090	39,469
Investing cash flow	(17,889)	(17,840)	(16,482)	(17,217)	(17,250)
Financing cash flow	4,998	(16,078)	(14,846)	(14,386)	(24,840)
Net cash flow	**7,572**	**(10,686)**	**2,605**	**3,487**	**(2,621)**

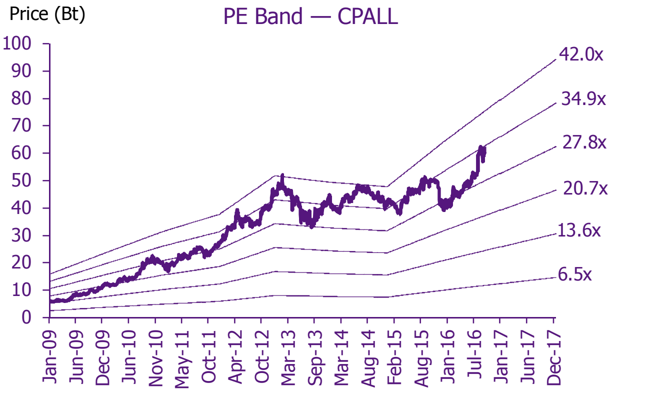
Main Assumptions

	2014	2015	2016F	2017F	2018F
SSS growth (%) - CPALL	-2.6%	0.9%	3.7%	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

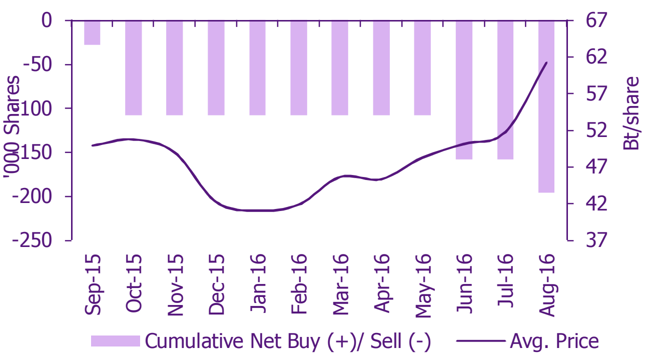
Key Financial Ratios

	2014	2015	2016F	2017F	2018F
Gross margin(%)	21.3	21.8	22.0	22.3	22.5
Operating margin(%)	2.1	2.9	2.9	3.0	3.2
EBITDA margin(%)	7.6	8.4	8.4	8.4	8.5
EBIT margin(%)	5.8	6.5	6.6	6.7	7.0
Net profit margin(%)	2.9	3.5	3.9	4.2	4.6
ROE (%)	29.1	32.8	33.6	32.4	31.5
ROA (%)	3.1	4.2	4.9	5.6	6.5
Net D/E (x)	4.7	4.0	3.1	2.4	1.8
Interest coverage (x)	3.2	3.8	4.4	5.1	6.0
Payout Ratio (%)	70.5	59.1	50.0	50.0	50.0

PE Band Chart

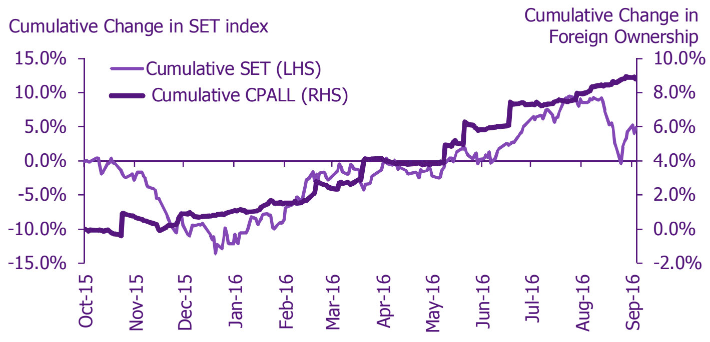


12-Month Cumulative directors trade



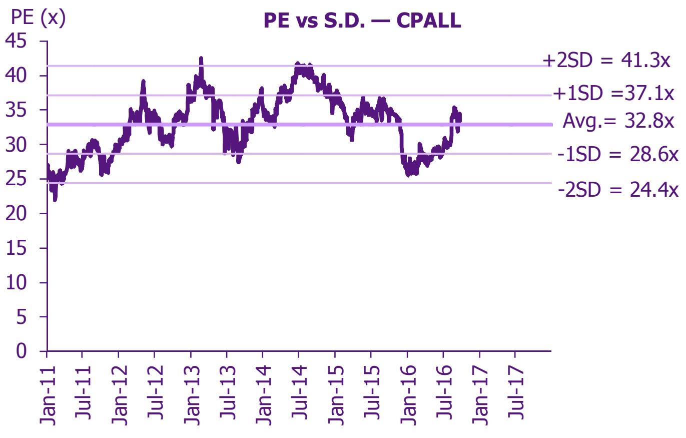
Source: SEC

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



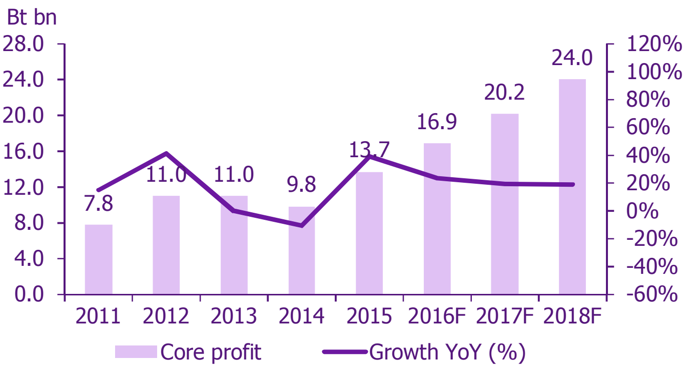
Source: SET, SCBS Investment Research

Figure 1: CPALL's historical PE band



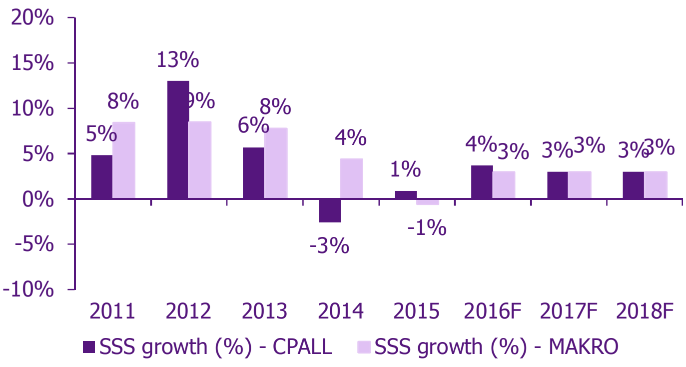
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 2: CPALL's earnings in 2016-18F



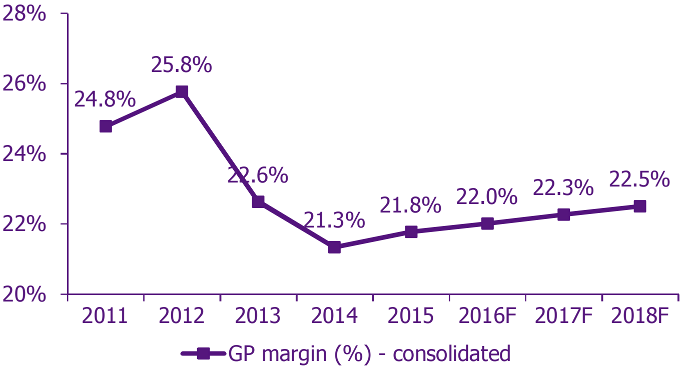
Source: SCBS Investment Research

Figure 3: SSS growth in 2016-18F



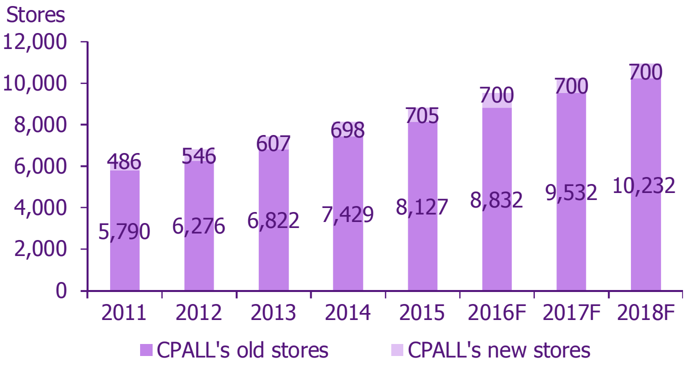
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 4: Consolidated gross margin in 2016-18F



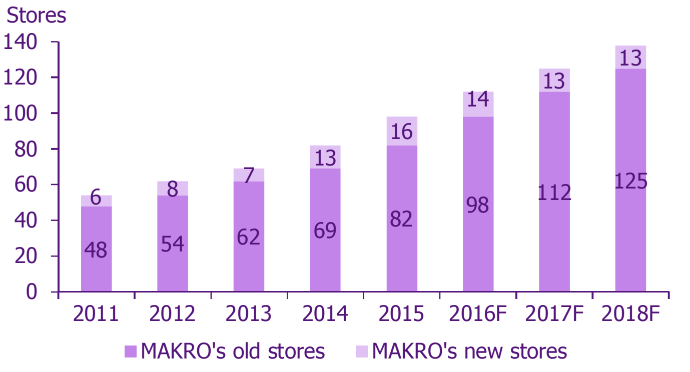
Source: SCBS Investment Research

Figure 5: CPALL's store expansion in 2016-18F



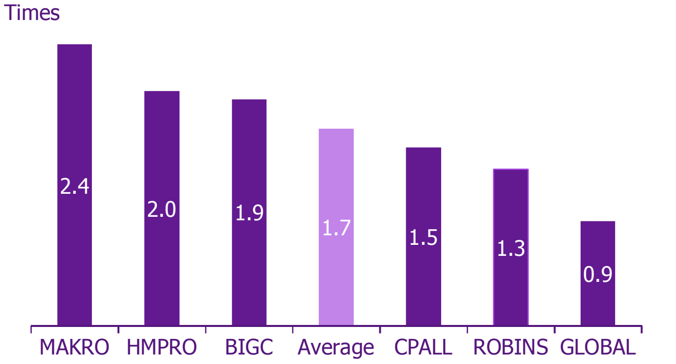
Source: Company data and SCBS Investment Research

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



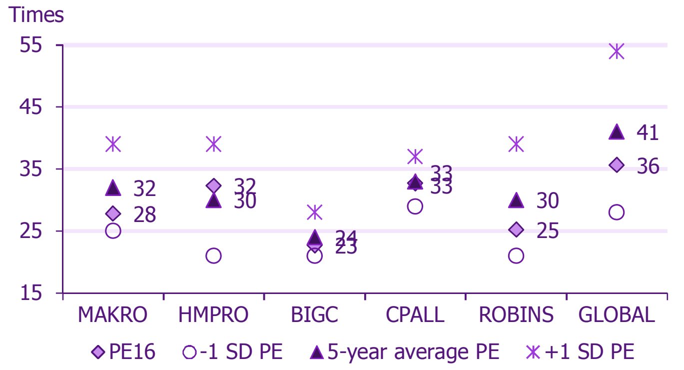
Source: SCBS Investment Research

Figure 7: CPALL is trading at 1.5x 2-year PEG, below 1.7x for the commerce sector on average



Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 8: CPALL is trading at 33x 2016PE, equivalent to its 5-year historical average PE



Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 9: Commerce sector - 2Q16 earnings recap and earnings outlook in 2016-17F

Net profit (Bt mn)	**1Q15**	**2Q15**	**3Q15**	**4Q15**	**1Q16**	**2Q16**	**2015**	**2016F**	**2017F**
BIGC	1,440	1,978	1,343	2,137	1,507	2,233	6,898	7,662	8,608
CPALL	3,408	3,140	3,258	3,877	4,065	4,196	13,682	16,964	20,187
MAKRO	1,539	1,169	1,247	1,423	1,254	1,132	5,378	5,697	6,679
ROBINS	614	440	397	701	686	609	2,153	2,586	3,043
HMPRO	734	820	803	1,142	866	991	3,499	4,106	4,718
GLOBAL	217	263	212	189	452	417	881	1,385	1,667
Total	**7,953**	**7,809**	**7,259**	**9,469**	**8,830**	**9,578**	**32,491**	**38,400**	**44,902**
% Growth YoY									
BIGC	14.7%	4.7%	-14.5%	-15.2%	4.6%	12.9%	-4.7%	11.1%	12.4%
CPALL	26.0%	39.4%	21.2%	51.7%	19.3%	33.6%	34.1%	24.0%	19.0%
MAKRO	21.1%	11.1%	15.2%	-6.2%	-18.5%	-3.1%	9.3%	5.9%	17.2%
ROBINS	14.0%	-0.1%		17.8%	11.7%	38.4%	11.7%	20.1%	17.7%
HMPRO	1.1%	3.2%	4.8%	11.2%	18.1%	20.8%	5.6%	17.4%	14.9%
GLOBAL	-5.4%	55.2%	61.8%	9.8%	108.4%	58.2%	25.5%	57.3%	20.4%
Total	**18.2%**	**18.4%**	**10.2%**	**12.9%**	**11.0%**	**22.6%**	**14.8%**	**18.2%**	**16.9%**

Normalized profit (Bt mn)	**1Q15**	**2Q15**	**3Q15**	**4Q15**	**1Q16**	**2Q16**	**2015**	**2016F**	**2017F**
BIGC	1,440	1,978	1,343	2,137	1,507	2,233	6,898	7,562	8,608
CPALL	3,428	3,176	3,232	3,851	4,006	4,188	13,687	16,897	20,187
MAKRO	1,539	1,169	1,247	1,423	1,254	1,132	5,378	5,697	6,679
ROBINS	614	440	397	701	686	609	2,153	2,586	3,043
HMPRO	734	820	803	1,142	866	991	3,499	4,106	4,718
GLOBAL	238	236	179	215	451	420	868	1,387	1,667
Total	**7,993**	**7,819**	**7,201**	**9,470**	**8,770**	**9,573**	**32,483**	**38,235**	**44,902**
% Growth YoY									
BIGC	14.7%	4.7%	-14.5%	-15.2%	4.6%	12.9%	-4.7%	9.6%	13.8%
CPALL	35.6%	41.1%	31.9%	48.5%	16.9%	31.9%	39.3%	23.5%	19.5%
MAKRO	21.1%	11.1%	15.2%	-6.2%	-18.5%	-3.1%	9.3%	5.9%	17.2%
ROBINS	14.0%	-0.1%	12.7%	17.8%	11.7%	38.4%	11.7%	20.1%	17.7%
HMPRO	1.1%	3.2%	4.8%	11.2%	18.1%	20.8%	5.6%	17.4%	14.9%
GLOBAL	5.9%	37.0%	36.7%	25.6%	89.6%	77.6%	24.2%	59.7%	20.2%
Total	**22.1%**	**18.5%**	**13.4%**	**12.4%**	**9.7%**	**22.4%**	**16.3%**	**17.7%**	**17.4%**

Source: Company data and SCBS Investment Research

บมจ. แลนด์แอนด์เฮ้าส์

SCB หลักทรัพย์ไทยพาณิชย์

ซื้อ

คอนโดส่งเสริมรายได้ให้สูงขึ้นในปี 2560

LH มีแนวโน้มกำไรที่เติบโต โดยได้รับปัจจัยหนุนจากความแข็งแกร่งในตลาดที่เติบโตของบ้านเดี่ยวระดับกลาง-บน ซึ่งเป็นอุปสงค์ที่แท้จริง ซึ่งจะได้รับประโยชน์จากเศรษฐกิจที่มีแนวโน้มดีขึ้นและรายได้ที่สามารถใช้จ่ายได้จริงที่ค่อย ๆ ฟื้นตัวขึ้น จากภาระหนี้สินของผู้ซื้อรถยนต์คันแรกหมดลง สำหรับปี 2560 การสร้างเสร็จของคอนโดขนาดใหญ่ 2 โครงการจะช่วยสนับสนุนให้กำไรเติบโตสูงถึง 25% ปัจจัยบวกในระยะสั้น คือ กำไรพิเศษในไตรมาส 4/59 และการขายสินทรัพย์ต้นปี 2560 นอกจากนี้บริษัทยังมีแผนที่จะขายสินทรัพย์อื่น ๆ ในอนาคต ณ ราคาปิดล่าสุด หุ้น LH ให้ผลตอบแทนรวมที่น่าดึงดูดในระดับ 46% LH จึงเป็น top pick ของเราในกลุ่มพัฒนาโครงการที่อยู่อาศัย

เติบโตโดดเด่น – คอนโดเป็นตัวกระตุ้น เราคาดว่ากำไรในระยะ 3 ปีข้างหน้าของ LH จะเติบโตดีด้วยอัตราเติบโตเฉลี่ย 17% ต่อปีในปี 2559-61 โดยได้รับปัจจัยหนุนจากความแข็งแกร่งของบริษัทในตลาดบ้านเดี่ยวระดับกลาง-บน และการโอนคอนโดขนาดใหญ่ 2 โครงการ – *The Bangkok สาทร* และ *333 Riverside* แนวโน้มกำไรของ LH ได้รับการสนับสนุนจากเศรษฐกิจที่มีแนวโน้มดีขึ้นและรายได้ที่สามารถใช้จ่ายได้จริงที่จะฟื้นตัวขึ้นหลังภาระหนี้สินของผู้ซื้อรถยนต์ภายใต้โครงการรถยนต์คันแรกหมดลง

รายได้แน่นอนมากขึ้น LH มียอดขายรอรับรู้รายได้จำนวน 2.18 หมื่นล้านบาท รองรับรายได้ 85% ที่ของประมาณการปี 2559 และ 31% ในปี 2560 นับว่ารายได้ของบริษัทมีความแน่นอนสูง เนื่องจากรายได้ส่วนใหญ่มาจากบ้านแนวราบซึ่งมีวัฏจักรธุรกิจสั้นและยอดขายรอรับรู้รายได้จะน้อย รายได้จากคอนโดจะสูงสุดเป็นประวัติการณ์ในปี 2560 โดยยอดขายคอนโดรอรับรู้รายได้ในปัจจุบันรองรับรายได้คอนโดสูงถึง 86% ของประมาณการของเรา สะท้อนถึงความเสี่ยงด้านประมาณการที่ลดลง

กำไรพิเศษในไตรมาส 4/59 เราคาดว่าข้อตกลงระหว่าง LHBANK กับ CTBC Bank Co., Ltd. จะแล้วเสร็จในไตรมาส 4/59 เนื่องจาก CTBC จะซื้อหุ้น LHBANK ในราคาสูงกว่ามูลค่าทางบัญชี ดังนั้นมูลค่าของ LH จะปรับเพิ่มขึ้นอีก 1.4 พันล้านบาท แม้บริษัทจะมีสัดส่วนการถือหุ้นใน LHBANK ลดลงจาก 34.0% สู่ 21.9% บริษัทจะบันทึกรายการนี้เป็นกำไรพิเศษในงบกำไรขาดทุนในไตรมาส 4/59

กำไรจากการขายสินทรัพย์ เราคาดการณ์กำไร ~800 ล้านบาท (~8% ของประมาณการกำไรปี 2560) จากบริษัท แอล แอนด์ เอช พร็อพเพอร์ตี้ จำกัด (LH ถือหุ้นอยู่ 60%) ซึ่งจะขาย *Grande Centre Point ราชดำริ* ให้แก่ LHHOTEL ต้นปีหน้า กำไรจำนวนนี้จะหนุนให้บริษัทจ่ายเงินปันผลเพิ่มได้อีก ~0.06 บาท LH มีแผนขายสินทรัพย์อีก 4 รายการ คือ *Grande Centre Point เพลินจิต* ในกรุงเทพฯ, *Domain* ในโอ๊คแลนด์, *Mode* ในซาน มาเตโอ, และ *Parc* ในแคมป์เบลล์ ทั้งนี้เมื่ออ้างอิงข้อมูลจากบริษัท Real Capital พบว่าดัชนีราคาอพาร์ตเม้นท์ในสหรัฐฯ ปรับตัวเพิ่มขึ้น 15% ต่อปีในระยะเวลา 3 ปีนับตั้งแต่ LH เข้าลงทุนครั้งแรกในปี 2555 เราคาดการณ์กำไร ~2 พันล้านบาทจากการขายสินทรัพย์ 4 รายการนี้

ได้ประโยชน์จาก EEC ครม.ได้มีมติเห็นชอบในหลักการโครงการพัฒนาระเบียงเศรษฐกิจภาคตะวันออก (EEC) ซึ่งโครงการนี้จะส่งเสริมจังหวัดชลบุรี จังหวัดระยอง และจังหวัดฉะเชิงทรา ให้เป็นเขตเศรษฐกิจชั้นนำในอาเซียน โดยแบ่งเป็นเขตอุตสาหกรรม เขตพัฒนาโครงสร้างพื้นฐาน และเขตพัฒนาเมือง EEC จะเริ่มดำเนินการในปีหน้า และน่าจะช่วยกระตุ้นให้ธุรกิจพาณิชย์เติบโต ซึ่งจะส่งผลดีต่อโครงการ *Terminal 21 พัทยา* (ศูนย์การค้าและโรงแรม) ของ LH ซึ่งตั้งอยู่ในตัวเมืองจังหวัดชลบุรี โครงการนี้จะก่อสร้างเสร็จในปี 2561 เศรษฐกิจที่ดีขึ้นจะช่วยให้หาผู้เช่าได้รวดเร็ว ซึ่งจะเปิดโอกาสให้ได้ค่าเช่าในอัตราที่ดีและขายโครงการนี้ในอนาคต

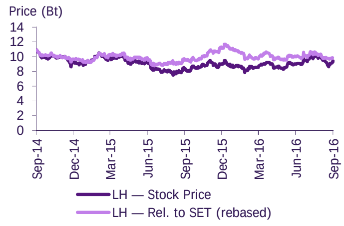
โอกาสทำ arbitrage นักลงทุนอาจจะมีโอกาสทำ arbitrage ผ่านการซื้อ LH-W3 ถ้าต้นทุนรวมต่ำกว่าราคาหุ้น LH (ส่วนต่างระหว่างราคาหุ้น LH กับ LH-W3 สูงกว่าราคาแปลงสภาพที่ 3.50 บาท) โอกาสนี้จะมีถึงเดือน พ.ค. 2560 อย่างไรก็ตาม การใช้สิทธิแปลงสภาพ LH-W3 ในเดือน มี.ค. 2560 จะเหมาะสมกว่า เนื่องจากนักลงทุนจะได้สิทธิรับเงินปันผลงวดสุดท้ายของปี 2559 ที่โดยปกติแล้วมักจะขึ้นเครื่องหมาย XD ในเดือนเม.ย.

Stock Data

Last close (Sep 23) (Bt)	9.35
12-m target price (Bt)	13.00
Upside (Downside) to TP (%)	39.04
Mkt cap (Btbn)	110.13
Mkt cap (US$mn)	3,180

Bloomberg code	LH TB
Reuters code	LH.BK
Risk rating	M
Mkt cap (%) SET	0.76
Sector % SET	6.67
Shares issued (mn)	11,779
Par value (Bt)	1.00
12-m high / low (Bt)	10.4 / 7.6
Avg. daily 6m (US$mn)	7.41
Foreign limit / actual (%)	30 / 30
Free float (%)	42.2
Dividend policy (%)	NA

Price Performance



Source: SET, SCBS Investment Research

Share performance

	1M	3M	12M
Absolute	(4.6)	4.5	13.3
Relative to SET	(1.1)	(1.1)	4.2

Source: SET, SCBS Investment Research

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

Forecasts and valuation

Year to 31 Dec	Unit	2014	2015	2016F	2017F	2018F
Revenue	(Btmn)	28,317	26,260	30,572	39,624	42,073
EBITDA	(Btmn)	10,833	9,882	10,553	12,646	13,585
Core profit	(Btmn)	6,947	6,690	7,973	9,928	10,573
Reported profit	(Btmn)	8,423	7,920	8,453	9,928	10,573
Core EPS	(Bt/sh)	0.63	0.57	0.68	0.84	0.90
DPS	(Bt/sh)	0.65	0.65	0.65	0.76	0.81
P/E, core	(x)	14.8	16.4	13.8	11.1	10.4
EPS growth, core	(%)	(2.2)	(9.8)	18.8	24.5	6.5
P/BV, core	(x)	2.4	2.4	2.4	2.2	2.2
ROE	(%)	18.2	15.1	17.3	20.8	21.3
Dividend yield	(%)	7.0	7.0	6.9	8.1	8.6
EV/EBITDA	(x)	12.1	14.3	14.2	12.1	11.6

Source: SCBS Investment Research

Financial statement

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	2014	2015	2016F	2017F	2018F
Total revenue	28,317	26,260	30,572	39,624	42,073
Cost of goods sold	18,206	17,313	20,242	26,322	28,015
Gross profit	**10,111**	**8,947**	**10,330**	**13,302**	**14,058**
SG&A	4,005	3,576	4,045	4,874	5,093
Other income	467	476	568	568	568
Interest expense	503	305	335	501	702
Pre-tax profit	**6,070**	**5,542**	**6,518**	**8,495**	**8,830**
Corporate tax	1,235	1,194	1,277	1,699	1,766
Equity a/c profits	2,210	2,437	2,828	3,238	3,634
Minority interests	(98)	(95)	(97)	(106)	(117)
Core profit	**6,947**	**6,690**	**7,973**	**9,928**	**10,582**
Extra-ordinary items	1,476	1,218	477	0	0
Net Profit	**8,423**	**7,920**	**8,453**	**9,928**	**10,582**
EBITDA	10,833	9,882	10,553	12,646	13,596
Core EPS (Bt)	**0.63**	**0.57**	**0.68**	**0.84**	**0.90**
Net EPS (Bt)	0.77	0.68	0.72	0.84	0.90
DPS (Bt)	0.65	0.65	0.65	0.76	0.81

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16
Total revenue	5,885	5,849	8,830	7,645	7,788
Cost of goods sold	3,833	3,850	5,792	5,067	5,121
Gross profit	**2,051**	**1,999**	**3,038**	**2,579**	**2,667**
SG&A	842	847	1,047	888	1,039
Other income	110	124	109	142	105
Interest expense	88	67	95	88	89
Pre-tax profit	**1,231**	**1,208**	**2,004**	**1,744**	**1,644**
Corporate tax	264	262	427	320	443
Equity a/c profits	568	550	835	654	798
Minority interests	(45)	(27)	(16)	(18)	86
Core profit	**1,490**	**1,470**	**2,396**	**2,061**	**2,085**
Extra-ordinary items	215	0	992	(69)	546
Net Profit	**1,704**	**1,482**	**3,388**	**1,996**	**2,631**
EBITDA	2,228	1,874	4,021	2,508	3,170
Core EPS (Bt)	**0.13**	**0.13**	**0.20**	**0.18**	**0.18**
Net EPS (Bt)	0.15	0.13	0.29	0.17	0.22

Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	2014	2015	2016F	2017F	2018F
Total current assets	51,550	60,382	57,200	59,257	62,867
Total fixed assets	35,337	37,688	42,410	44,029	45,695
Total assets	**86,888**	**98,070**	**99,609**	**103,285**	**108,562**
Total loans	35,102	41,652	42,427	43,427	47,427
Total current liabilities	16,195	17,050	17,226	31,581	36,211
Total long-term liabilities	26,418	34,124	34,512	21,512	20,512
Total liabilities	**42,613**	**51,175**	**51,738**	**53,094**	**56,723**
Paid-up capital	10,986	11,730	11,772	11,772	11,772
Total equity	**42,831**	**45,626**	**46,602**	**48,923**	**50,570**
BVPS (Bt)	**3.90**	**3.89**	**3.96**	**4.16**	**4.30**

Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16
Total current assets	52,086	53,007	60,382	54,057	54,583
Total fixed assets	38,111	39,050	37,688	43,203	42,067
Total assets	**90,197**	**92,058**	**98,070**	**97,260**	**96,650**
Total Loans	37,980	39,068	42,300	38,195	39,379
Total current liabilities	14,613	19,322	17,050	14,678	15,982
Total long-term liabilities	30,475	28,077	34,124	32,744	32,642
Total liabilities	**45,088**	**47,398**	**51,175**	**47,422**	**48,624**
Paid-up capital	11,695	11,702	11,730	11,748	11,772
Total equity	**43,614**	**43,138**	**45,626**	**48,552**	**46,938**
BVPS (Bt)	**3.73**	**3.69**	**3.89**	**4.13**	**3.99**

Cash Flow Statement (Btmn)

FY December 31	2014	2015	2016F	2017F	2018F
Net Profit	8,423	7,920	8,453	9,928	10,582
Depreciation and amortization	574	382	394	412	429
Operating cash flow	2,590	1,557	1,298	3,501	2,127
Investing cash flow	5,349	1,874	(2,288)	1,207	1,539
Financing cash flow	(2,650)	(753)	(6,701)	(6,607)	(4,935)
Net cash flow	**5,289**	**2,678**	**(7,691)**	**(1,900)**	**(1,270)**

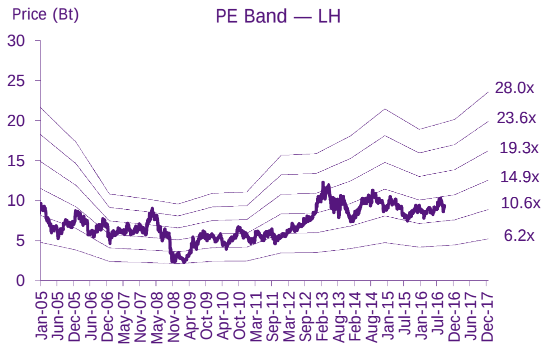
Main Assumptions

	2014	2015	2016F	2017F	2018F
Revenue (Btbn) - SDH	19.0	16.7	19.6	23.0	26.5
- TH	1.8	1.3	1.4	0.7	0.7
- Condo	5.0	6.2	7.0	13.3	12.1
Backlog (Btbn)	20.0	20.4	n.a.	n.a.	n.a.
Real estate margin (%)	35.4	33.9	34.6	34.2	34.0
SG&A/Rev (%)	14.1	13.6	13.2	12.3	12.1

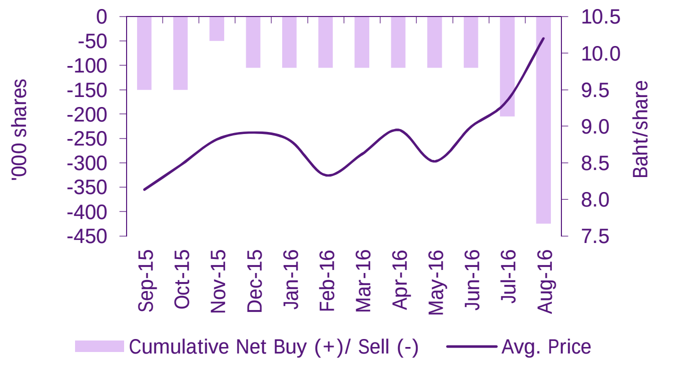
Key Financial Ratios

	2014	2015	2016F	2017F	2017F
Gross margin(%)	35.7	34.1	33.8	33.6	33.4
Operating margin(%)	21.6	20.5	20.6	21.3	21.3
EBITDA margin(%)	38.3	37.6	34.5	31.9	32.3
EBIT margin(%)	36.2	36.2	33.2	30.9	31.3
Net profit margin(%)	29.7	30.2	27.6	25.1	25.2
ROE (%)	18.2	15.1	17.3	20.8	21.3
ROA (%)	8.6	7.2	8.1	9.8	10.0
Net D/E (x)	0.7	0.7	0.9	0.9	1.0
Payout Ratio (%)	84.8	96.3	90.0	90.0	90.0

PE Band Chart

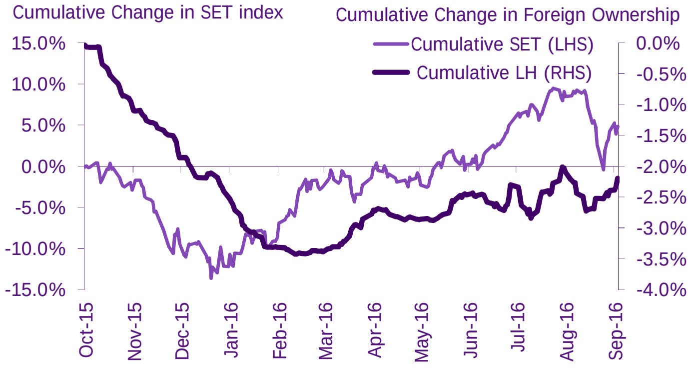


12-Month Cumulative directors trade



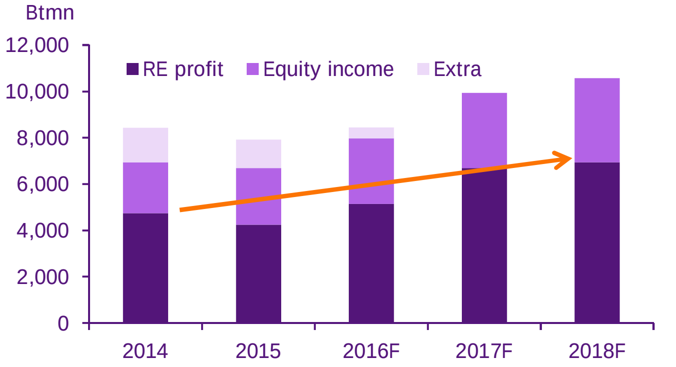
Source: SEC

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



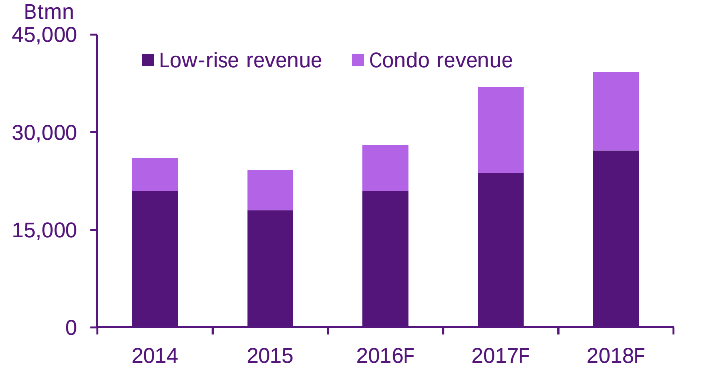
Source: SET, SCBS Investment Research

Figure 1: Favorable profit growth 3-yr CAGR of 17%



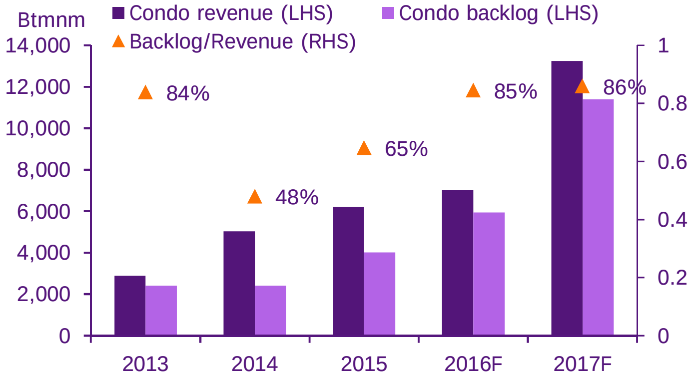
Source: LH, SCBS Investment Research

Figure 2: Condo is catalyst



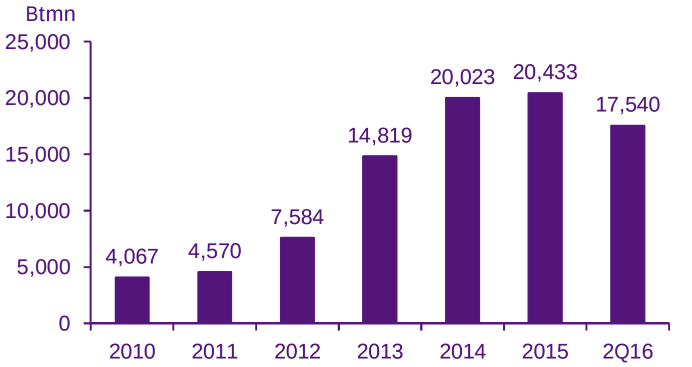
Source: LH, SCBS Investment Research

Figure 3: High visibility for condo



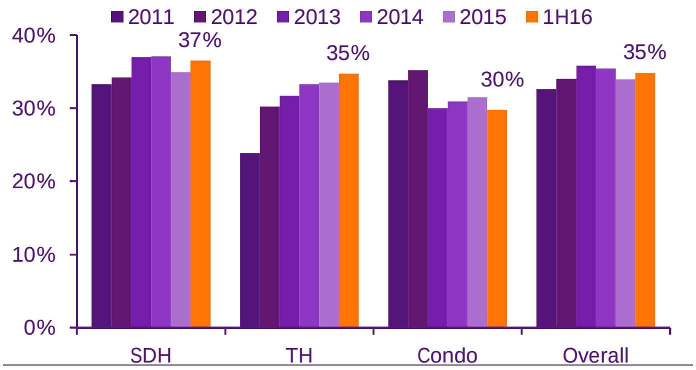
Source: LH, SCBS Investment Research

Figure 4: Growing backlog



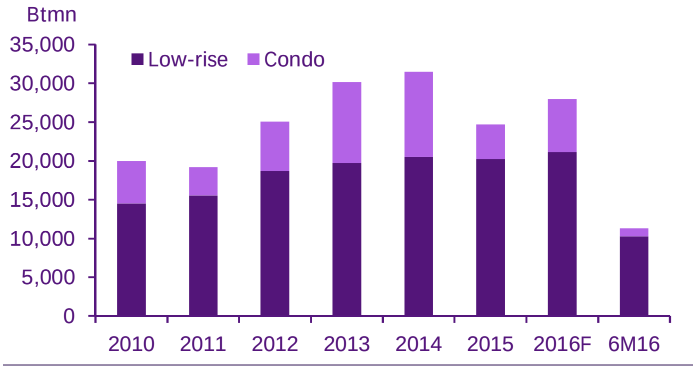
Source: LH

Figure 5: Gross margin trend



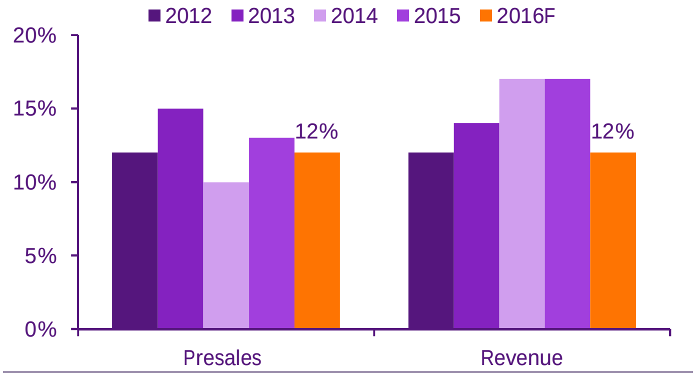
Source: LH

Figure 6: Presales: low-rise growing; condo swinging



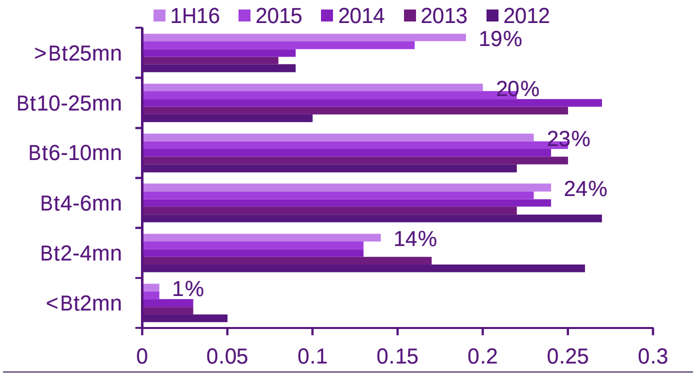
Source: LH

Figure 7: Provincial presales and revenue



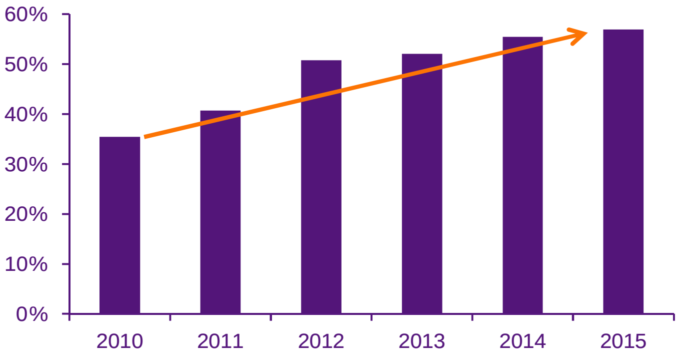
Source: LH

Figure 8: About 85% of presales from mid- to high end (price above Bt4mn/unit)



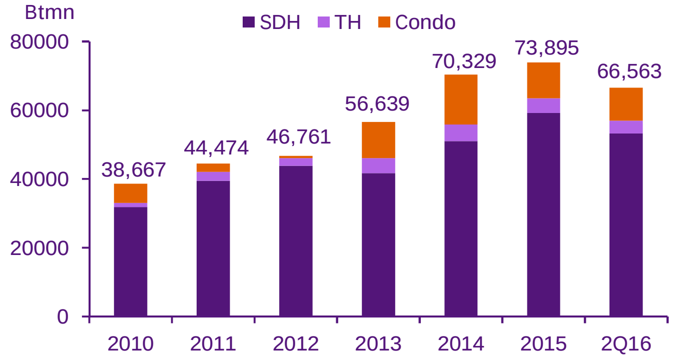
Source: LH

Figure 9: SDH market: Growing > Bt5mn/unit segment matching LH's focus



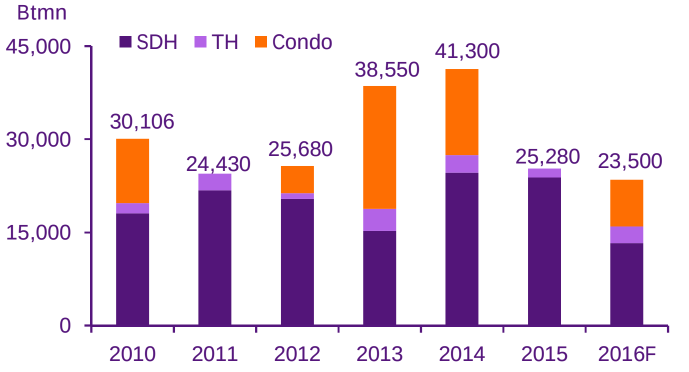
Source: AREA

Figure 10: Existing projects



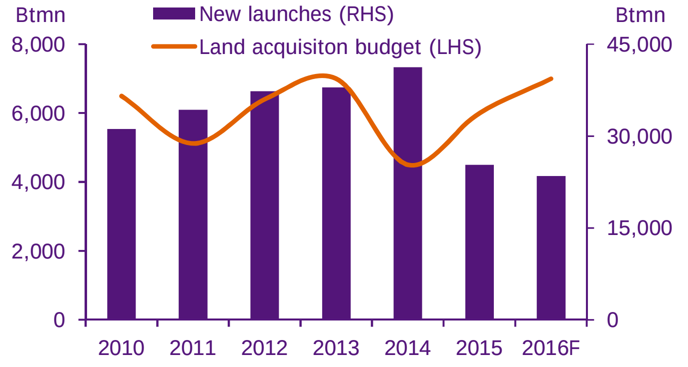
Source: LH

Figure 11: New launches and 2016 plan



Source: LH

Figure 12: New launches versus land acquisition budget



Source: LH

Figure 13: Brand and product segment

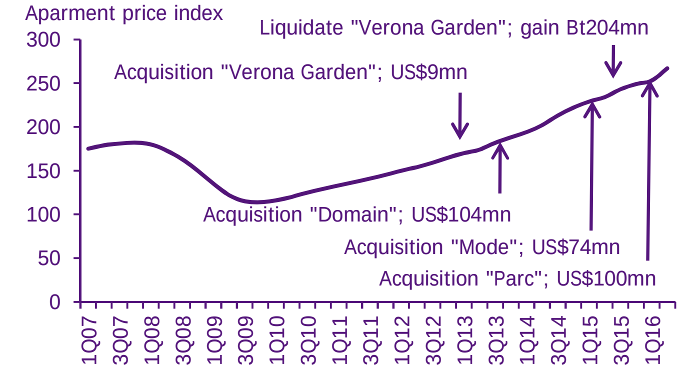
PRICE RANGE	SINGLE HOUSE	TOWNHOUSE	CONDO	No. of project
>25 M.B.				3
10 – 25 M.B.	Nantawan		BANGKOK	6
6- 10 M.B.	Mantana		ROOM	25
4 - 6 M.B.	Chaiyapruk, Chollada, Prukklada, Parichart		ROOM	15
2 - 4 M.B.			KEY	19
<2 M.B.				-
No. of project	49	6	13	68

Source: LH

Figure 14: LH's projects along mass transit lines

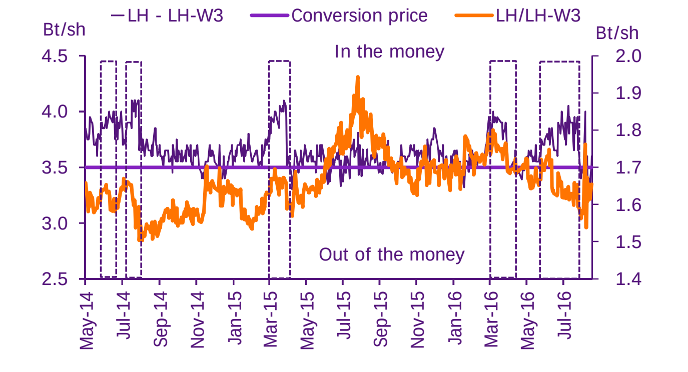
Source: LH

Figure 15: US apartment price index and LH investment (all in California)



Source: LH, Real Capital Analytics, SCBS Investment Research

Figure 16: Arbitrage opportunity



Source: SET, SCBS Investment Research

บมจ. ห้างสรรพสินค้าโรบินสัน

SCB หลักทรัพย์ไทยพาณิชย์

ซื้อ

แนวโน้มเติบโตสดใส

ผลการดำเนินงานของ ROBINS มีแนวโน้มเติบโตโดดเด่นในช่วงครึ่งหลังปี 59 โดยได้รับปัจจัยหนุนจากยอดขายสาขาเดิมที่มีอัตราเติบโตเป็นบวกเนื่องจากความเชื่อมั่นปรับตัวดีขึ้น บวกกับการปรับปรุงพื้นที่สาขา, อัตรากำไรที่สูงขึ้นจากสินค้า private brand, และส่วนแบ่งกำไรที่เพิ่มขึ้นหลังจากราคาหุ้น ROBINS ปรับตัวลดลงตามตลาดในเดือน ก.ย. valuation ก็ดูน่าสนใจมากขึ้นโดยซื้อขายที่ PE ปี 2559 ระดับ 25 เท่า (ต่ำกว่า PE เฉลี่ย 5 ปีที่ 30 เท่าอยู่ 15%) และ PEG ระยะ 2 ปีที่ 1.3 เท่า (ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่มพาณิชย์ที่ 1.7 เท่า) แนะนำ "ซื้อ" ด้วยราคาเป้าหมายกลางปี 2560 ที่คำนวณได้จากวิธี DCF ที่ 80 บาท

ยอดขายสาขาเดิมเติบโตดีขึ้นตั้งแต่ต้นไตรมาส 3/59 ถึงปัจจุบัน ตั้งแต่ต้นไตรมาส 3/59 ถึงปัจจุบันยอดขายสาขาเดิมของ ROBINS เติบโตดีขึ้นเป็นบวกเล็กน้อย (เทียบกับระดับทรงตัว YoY ในไตรมาส 2/59 และ -4% YoY ในไตรมาส 3/58) โดยได้รับปัจจัยหนุนจาก: 1) ความเชื่อมั่นผู้บริโภคที่ดีขึ้นและวันหยุดยาวหลายวัน; 2) การปรับปรุงพื้นที่สาขา ซึ่งประกอบด้วย การวางจำหน่ายสินค้าที่มีแนวโน้มทำยอดขายได้สูงเพิ่ม (สินค้ากลุ่มสุขภาพและความงาม กระเป๋าเดินทาง ยีนส์ ชุดชั้นใน สินค้าสำหรับเด็กอุปกรณ์เครื่องใช้ภายในบ้าน และรองเท้า), การเพิ่มสินค้า private brand (Claire's, Babyshop, Payless, Yves Rocher, Aeropostale, และ Just Buy) ROBINS คาดว่ายอดขายสาขาเดิมของบริษัทจะเติบโต 3% ในปี 2559 บริษัทตั้งเป้าสัดส่วนยอดขายสินค้า private brand ต่อยอดขายทั้งหมดที่ 12% ณ สิ้นปี 2559 เพิ่มขึ้นจาก 10% ณ สิ้นงวดครึ่งแรกปี 59 และ 8% ณ สิ้นปี 2558 โดยส่วนหนึ่งจะดำเนินการผ่านการขยายบูธสินค้า private brand เป็น 120 ร้านภายในสิ้นปี 2559 (98 ร้าน ณ สิ้นงวดครึ่งแรกปี 59 และ 80 ร้าน ณ สิ้นปี 2558) มาตรการกระตุ้นจากภาครัฐ รายได้เกษตรกรที่ดีขึ้น และการชำระคืนเงินกู้งวดสุดท้ายในโครงการรถยนต์คันแรกหมดตั้งแต่เดือน ก.ย. 2559 เป็นต้นไป จะช่วยสนับสนุนให้ยอดขายสาขาเดิมของ ROBINS เติบโตอย่างต่อเนื่อง

คงเป้าขยายสาขาปานกลาง ปีนี้ ROBINS เปิดห้างสรรพสินค้าใหม่ไปแล้ว 1 สาขาที่นครศรีธรรมราชในเดือน ก.ค. และจะเปิดสาขาแบบ lifestyle center ที่ลพบุรีในเดือน ธ.ค. ซึ่งจะทำให้บริษัทมีสาขารวม 46 สาขา ณ สิ้นปี 2559 ROBINS วางแผนปรับปรุงใหญ่ที่ 3 สาขาเสร็จภายในไตรมาส 3/59: พระราม 9, ราชบุรี, และจันทบุรี การปรับปรุงสาขามีเป้าหมายเพื่อลดพื้นที่สูญเปล่า เพิ่มพื้นที่ให้เช่า และเพิ่มยอดขายต่อสาขาสู่ระดับที่มีอัตราเติบโตเป็นตัวเลขหลักเดียวด้านสูง บริษัทยังคงแผนเปิดสาขาใหม่ 3 สาขาในปี 2560 โดยซื้อที่ดินมาเรียบร้อยแล้ว และจะเน้นเปิดสาขาในภาคกลาง

อัตรากำไรขั้นต้นดีขึ้น ROBINS ยังคงเป้าขยายอัตรากำไรขั้นต้นอีก 0.5% YoY สู่ 25% ในปี 2559 (เทียบกับ +0.5% ในช่วงครึ่งแรกปี 59) ผ่านการเพิ่มสัดส่วนยอดขายสินค้า private brand ที่ให้อัตรากำไรสูงต่อยอดขาย, ส่วนผสมสินค้าที่ดีขึ้นด้วยการวางจำหน่ายสินค้า "everyday great value" เพิ่มมากขึ้น (ไม่จำเป็นต้องตั้งราคาขายพิเศษ), และการบริหารแคมเปญการตลาดได้ดีขึ้น อัตรากำไรขั้นต้นของสินค้า private brand อยู่ที่ระดับไม่ต่ำกว่า 35-40% เทียบกับอัตรากำไรขั้นต้นของสินค้าทั่วไปที่ 24% ซึ่งหมายความว่าสัดส่วนยอดขายสินค้า private brand ต่อยอดขายที่เพิ่มขึ้นทุกๆ 1% จะช่วยหนุนให้อัตรากำไรขั้นต้นของ ROBINS ปรับเพิ่มขึ้นได้อีก 0.11-0.16%

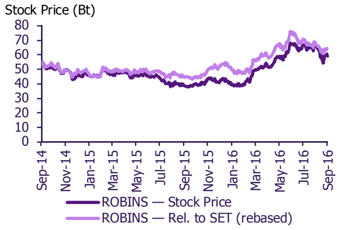
รายได้ค่าเช่าและส่วนแบ่งกำไรจะปรับตัวเพิ่มขึ้น ROBINS คงเป้ารายได้ค่าเช่าโต 16% ในปี 2559 (เทียบกับ +16% YoY ในช่วงครึ่งแรกปี 59) เนื่องจากบริษัทเพิ่มพื้นที่ให้เช่าเพิ่มขึ้นในสาขาใหม่แบบ lifestyle center และขึ้นค่าเช่า ทั้งนี้ในไตรมาส 3/59 ROBINS น่าจะมีส่วนแบ่งกำไรที่เติบโตสูงอย่างต่อเนื่องทั้งจาก SuperSport และ PowerBuy (+45% YoY ในไตรมาส 2/59) เพราะความเชื่อมั่นดีขึ้นอันเป็นผลมาจากแข่งขันกีฬารายการใหญ่ระดับโลก (UEFA Euro และโอลิมปิก) ในเดือน ก.ค.-ส.ค. 2559 และฐานต่ำในไตรมาส 3/59 สำหรับ PowerBuy

Stock data

Last close (Sep 23) (Bt)	58.75
12-m target price (Bt)	80.00
Upside (Downside) to TP (%)	36.17
Mkt cap (Btbn)	65.25
Mkt cap (US$mn)	1,883

Bloomberg code	ROBINS TB
Reuters code	ROBINS.BK
Risk rating	L
Mkt cap (%) SET	0.45
Sector % SET	10.01
Shares issued (mn)	1,111
Par value (Bt)	3.55
12-m high / low (Bt)	69 / 37.3
Avg. daily 6m (US$mn)	5.03
Foreign limit / actual (%)	49 / 18
Free float (%)	40.6
Dividend policy (%)	40

Price Performance



Source: SET, SCBS Investment Research

Share performance

	1M	3M	12M
Absolute	(9.6)	(12.3)	52.6
Relative to SET	(6.3)	(17.0)	40.3

Source: SET, SCBS Investment Research

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

Forecasts and valuation

Year to 31 Dec	Unit	2014	2015	2016F	2017F	2018F
Revenue	(Btmn)	23,896	25,185	26,609	28,294	30,304
EBITDA	(Btmn)	3,939	4,499	4,894	5,276	5,842
Core profit	(Btmn)	1,927	2,153	2,586	3,043	3,586
Reported profit	(Btmn)	1,927	2,153	2,586	3,043	3,586
Core EPS	(Bt)	1.74	1.94	2.33	2.74	3.23
DPS	(Bt)	0.90	1.00	1.16	1.37	1.61
P/E, core	(x)	33.85	30.31	25.23	21.45	18.20
EPS growth, core	(%)	(1.19)	11.70	20.11	17.66	17.85
P/BV, core	(x)	5.00	4.52	4.10	3.69	3.31
ROE	(%)	15.39	15.66	17.03	18.13	19.18
Dividend yield	(%)	1.53	1.70	1.98	2.33	2.75
EV/EBITDA	(x)	16.75	14.83	13.49	12.38	11.01

Source: SCBS Investment Research

Financial statement

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	2014	2015	2016F	2017F	2018F
Total revenue	23,896	25,185	26,609	28,294	30,304
Cost of goods sold	-18,053	-19,022	-19,991	-21,172	-22,585
Gross profit	**5,843**	**6,163**	**6,618**	**7,122**	**7,719**
SG&A	-6,328	-7,231	-7,745	-8,136	-8,646
Other income	2,718	3,577	4,026	4,414	4,940
Interest expense	-40	-79	-68	-48	-34
Pre-tax profit	**2,193**	**2,431**	**2,831**	**3,352**	**3,979**
Corporate tax	-448	-534	-566	-670	-796
Equity a/c profits	404	451	521	573	630
Minority interests	-222	-195	-200	-212	-227
Core profit	**1,927**	**2,153**	**2,586**	**3,043**	**3,586**
Extra-ordinary items	0	0	0	0	0
Net Profit	**1,927**	**2,153**	**2,586**	**3,043**	**3,586**
EBITDA	3,939	4,499	4,894	5,276	5,842
Core EPS (Bt)	**1.74**	**1.94**	**2.33**	**2.74**	**3.23**
Net EPS (Bt)	1.74	1.94	2.33	2.74	3.23
DPS (Bt)	0.90	1.00	1.16	1.37	1.61

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16
Total revenue	5,860	6,031	7,258	6,395	6,092
Cost of goods sold	-4,420	-4,588	-5,469	-4,787	-4,560
Gross profit	**1,440**	**1,443**	**1,789**	**1,608**	**1,532**
SG&A	-1,720	-1,844	-2,037	-1,764	-1,834
Other income	842	860	1,026	951	956
Interest expense	-19	-20	-22	-17	-23
Pre-tax profit	**542**	**439**	**756**	**778**	**631**
Corporate tax	-150	-90	-151	-158	-125
Equity a/c profits	93	90	151	122	147
Minority interests	-45	-42	-54	-56	-44
Core profit	**440**	**397**	**701**	**686**	**609**
Extra-ordinary items	0	0	0	0	0
Net Profit	**440**	**397**	**701**	**686**	**609**
EBITDA	975	908	1,264	1,225	1,092
Core EPS (Bt)	**0.40**	**0.36**	**0.63**	**0.62**	**0.55**
Net EPS (Bt)	0.40	0.36	0.63	0.62	0.55

Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	2014	2015	2016F	2017F	2018F
Total current assets	4,620	5,317	5,450	5,789	6,304
Total fixed assets	18,482	20,743	21,731	23,091	24,539
Total assets	**23,102**	**26,059**	**27,180**	**28,880**	**30,842**
Total loans	2,654	3,582	2,832	2,282	1,582
Total current liabilities	9,757	9,864	9,516	9,455	9,640
Total long-term liabilities	306	1,744	1,753	1,764	1,477
Total liabilities	**10,062**	**11,608**	**11,269**	**11,219**	**11,117**
Paid-up capital	3,943	3,943	3,943	3,943	3,943
Total equity	**13,040**	**14,451**	**15,911**	**17,661**	**19,725**
BVPS (Bt)	**11.74**	**13.01**	**14.33**	**15.90**	**17.76**

Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16
Total current assets	3,518	3,732	5,317	4,975	4,473
Total fixed assets	19,466	20,316	20,743	20,527	20,483
Total assets	**22,984**	**24,048**	**26,059**	**25,502**	**24,956**
Total loans	3,534	4,035	3,582	3,582	3,882
Total current liabilities	8,613	8,741	9,864	8,572	7,115
Total long-term liabilities	1,303	1,802	1,744	1,742	3,244
Total liabilities	**9,916**	**10,543**	**11,608**	**10,314**	**10,359**
Paid-up capital	3,943	3,943	3,943	3,943	3,943
Total equity	**13,067**	**13,505**	**14,451**	**15,188**	**14,597**
BVPS (Bt)	**11.77**	**12.16**	**13.01**	**13.68**	**13.14**

Cash Flow Statement (Btmn)

FY December 31	2014	2015	2016F	2017F	2018F
Core Profit	1,927	2,153	2,586	3,043	3,586
Depreciation and amortization	1,705	1,989	1,995	1,876	1,829
Operating cash flow	4,199	4,289	4,821	5,214	5,768
Investing cash flow	-6,001	-4,226	-2,947	-3,237	-3,277
Financing cash flow	1,753	140	-1,876	-1,843	-2,221
Net cash flow	**-49**	**202**	**-2**	**134**	**270**

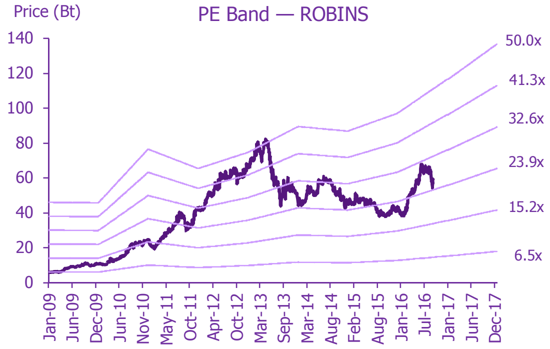
Main Assumptions

	2014	2015	2016F	2017F	2018F
SSS growth (%)	-5.8%	-2.1%	2.3%	3.0%	3.0%
No. of new stores (Stores)	7	3	2	3	3
No. of ending stores (Stores)	41	44	46	49	52
- Thailand	39	42	44	47	50
- Vietnam	2	2	2	2	2

Key Financial Ratios

	2014	2015	2016F	2017F	2018F
Gross margin(%)	24.5	24.5	24.9	25.2	25.5
Operating margin(%)	-2.0	-4.2	-4.2	-3.6	-3.1
EBITDA margin(%)	16.5	17.9	18.4	18.6	19.3
EBIT margin(%)	9.3	10.0	10.9	12.0	13.2
Net profit margin(%)	8.1	8.5	9.7	10.8	11.8
ROE (%)	14.8	14.9	16.3	17.2	18.2
ROA (%)	8.3	8.3	9.5	10.5	11.6
Net D/E (x)	0.1	0.1	0.0	0.0	(0.0)
Debt service coverage (x)	97.8	1.7	2.4	4.1	8.0
Payout Ratio (%)	51.9	51.6	50.0	50.0	50.0

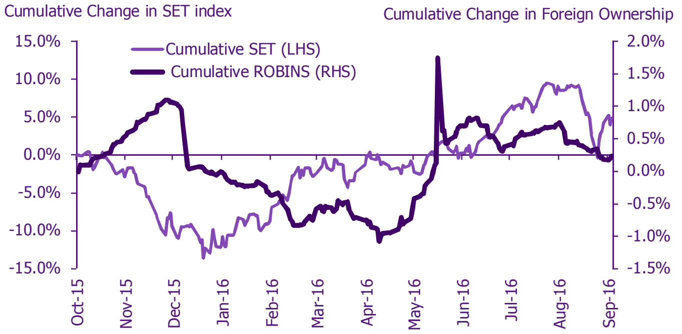
PE Band Chart



12-Month Cumulative directors trade

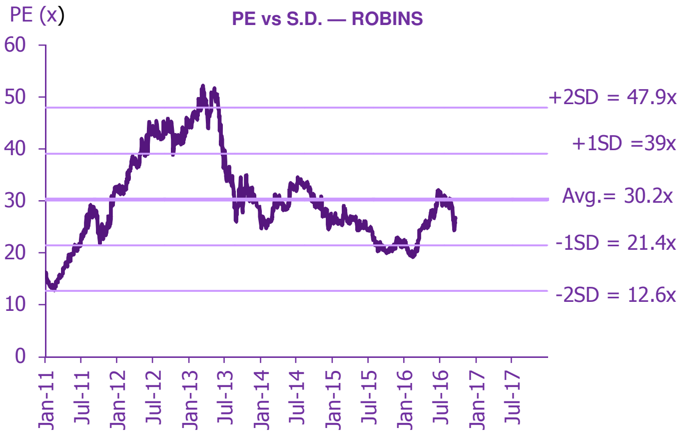
NA

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



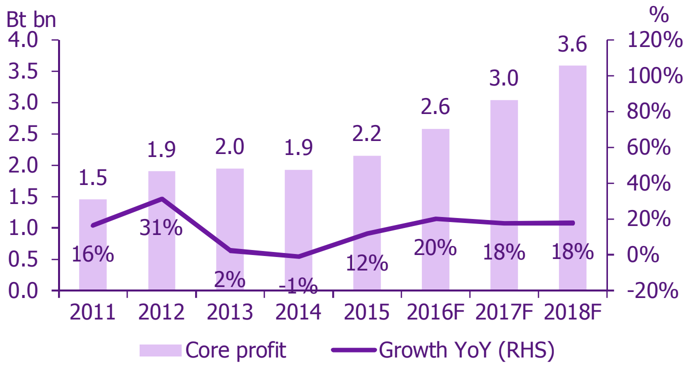
Source: SET, SCBS Investment Research

Figure 1: ROBINS's historical PE band



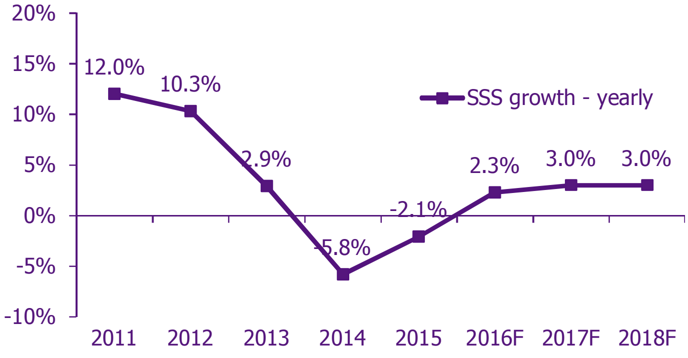
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 2: ROBINS's earnings in 2016-18F



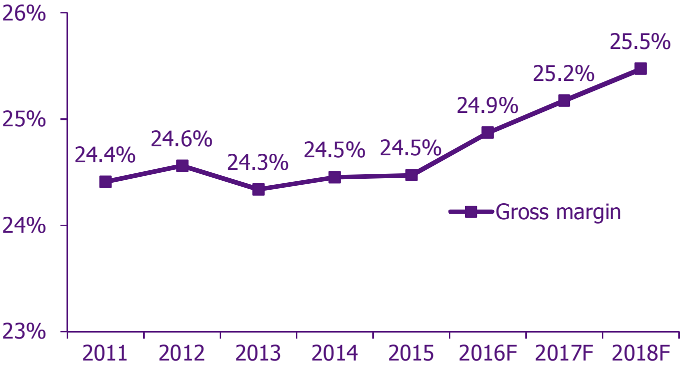
Source: SCBS Investment Research

Figure 3: SSS growth in 2016-18F



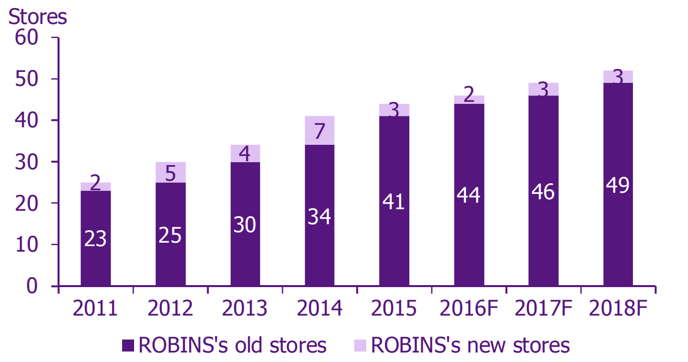
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 4: Gross margin in 2016-18F



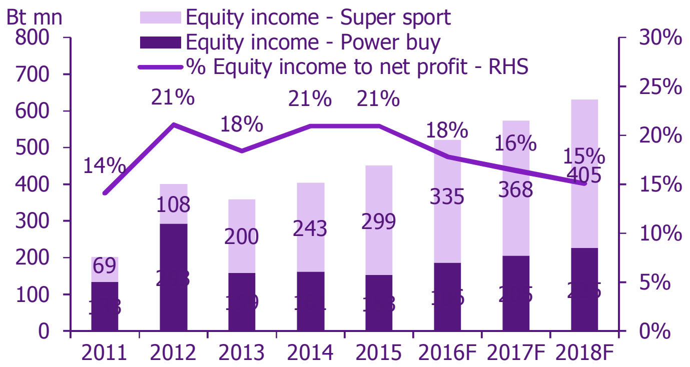
Source: SCBS Investment Research

Figure 5: Store expansion in 2016-18F



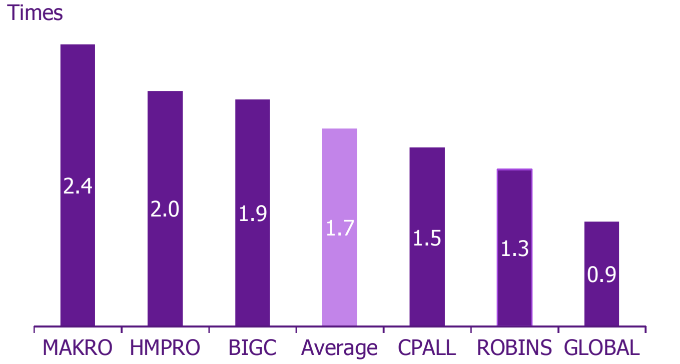
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 6: Equity income contribution in 2016-18F



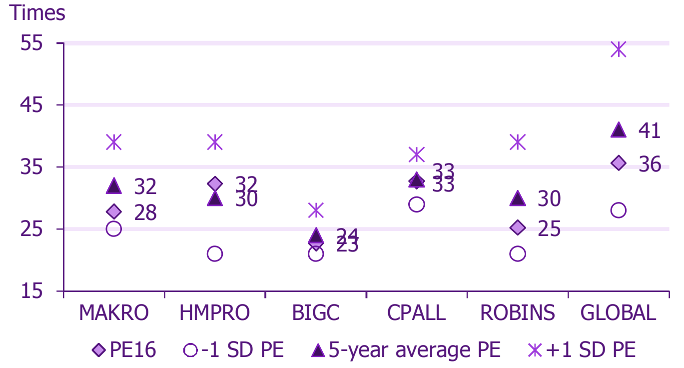
Source: SCBS Investment Research

Figure 7: ROBINS is trading at 1.3x 2-year PEG, below 1.7x for the commerce sector on average



Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 8: ROBINS is trading at 25x 2016PE, 15% below its 5-year historical average PE of 30X



Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 9: Commerce sector - 2Q16 earnings recap and earnings outlook in 2016-17F

Net profit (Bt mn)	**1Q15**	**2Q15**	**3Q15**	**4Q15**	**1Q16**	**2Q16**	**2015**	**2016F**	**2017F**
BIGC	1,440	1,978	1,343	2,137	1,507	2,233	6,898	7,662	8,608
CPALL	3,408	3,140	3,258	3,877	4,065	4,196	13,682	16,964	20,187
MAKRO	1,539	1,169	1,247	1,423	1,254	1,132	5,378	5,697	6,679
ROBINS	614	440	397	701	686	609	2,153	2,586	3,043
HMPRO	734	820	803	1,142	866	991	3,499	4,106	4,718
GLOBAL	217	263	212	189	452	417	881	1,385	1,667
Total	**7,953**	**7,809**	**7,259**	**9,469**	**8,830**	**9,578**	**32,491**	**38,400**	**44,902**
% Growth YoY									
BIGC	14.7%	4.7%	-14.5%	-15.2%	4.6%	12.9%	-4.7%	11.1%	12.4%
CPALL	26.0%	39.4%	21.2%	51.7%	19.3%	33.6%	34.1%	24.0%	19.0%
MAKRO	21.1%	11.1%	15.2%	-6.2%	-18.5%	-3.1%	9.3%	5.9%	17.2%
ROBINS	14.0%	-0.1%	12.7%	17.8%	11.7%	38.4%	11.7%	20.1%	17.7%
HMPRO	1.1%	3.2%	4.8%	11.2%	18.1%	20.8%	5.6%	17.4%	14.9%
GLOBAL	-5.4%	55.2%	61.8%	9.8%	108.4%	58.2%	25.5%	57.3%	20.4%
Total	**18.2%**	**18.4%**	**10.2%**	**12.9%**	**11.0%**	**22.6%**	**14.8%**	**18.2%**	**16.9%**

Normalized profit (Bt mn)	**1Q15**	**2Q15**	**3Q15**	**4Q15**	**1Q16**	**2Q16**	**2015**	**2016F**	**2017F**
BIGC	1,440	1,978	1,343	2,137	1,507	2,233	6,898	7,562	8,608
CPALL	3,428	3,176	3,232	3,851	4,006	4,188	13,687	16,897	20,187
MAKRO	1,539	1,169	1,247	1,423	1,254	1,132	5,378	5,697	6,679
ROBINS	614	440	397	701	686	609	2,153	2,586	3,043
HMPRO	734	820	803	1,142	866	991	3,499	4,106	4,718
GLOBAL	238	236	179	215	451	420	868	1,387	1,667
Total	**7,993**	**7,819**	**7,201**	**9,470**	**8,770**	**9,573**	**32,483**	**38,235**	**44,902**
% Growth YoY									
BIGC	14.7%	4.7%	-14.5%	-15.2%	4.6%	12.9%	-4.7%	9.6%	13.8%
CPALL	35.6%	41.1%	31.9%	48.5%	16.9%	31.9%	39.3%	23.5%	19.5%
MAKRO	21.1%	11.1%	15.2%	-6.2%	-18.5%	-3.1%	9.3%	5.9%	17.2%
ROBINS	14.0%	-0.1%	12.7%	17.8%	11.7%	38.4%	11.7%	20.1%	17.7%
HMPRO	1.1%	3.2%	4.8%	11.2%	18.1%	20.8%	5.6%	17.4%	14.9%
GLOBAL	5.9%	37.0%	36.7%	25.6%	89.6%	77.6%	24.2%	59.7%	20.2%
Total	**22.1%**	**18.5%**	**13.4%**	**12.4%**	**9.7%**	**22.4%**	**16.3%**	**17.7%**	**17.4%**

Source: Company data and SCBS Investment Research

ราคาน้ำมันเริ่มมีเสถียรภาพ หันมาจับตาการดำเนินงาน

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

- **ประโยชน์จากราคาน้ำมันเครื่องบินที่ลดลงมากสะท้อนให้เห็นอย่างชัดเจนในผลการดำเนินงานช่วงครึ่งแรกปี 59 ของผู้ประกอบการสายการบิน แม้ประโยชน์ดังกล่าวจะมีให้เห็นอีกครั้งในช่วงครึ่งหลังปี 59 แต่จะลดน้อยลง เนื่องจากราคาน้ำมันน่าจะทำจุดต่ำสุดไปแล้วในไตรมาส 1/59**
- **เมื่อได้ประโยชน์น้อยลงจากราคาน้ำมันเครื่องบินที่ลดลง การดำเนินงานจึงเป็นปัจจัยสำคัญที่จะช่วยสนับสนุนให้กำไรเติบโต ด้วยเหตุนี้ AAV จึงเป็นหุ้นสายการบินที่น่าสนใจที่สุด เพราะ load factor สูง และได้ประโยชน์ในระยะยาวจากการขยายสนามบินดอนเมือง**

ได้ประโยชน์น้อยลงจากราคาน้ำมันเครื่องบินที่ลดลงในช่วงครึ่งหลังปี 59 ปัจจัยสำคัญที่ช่วยสนับสนุนให้ผลการดำเนินงานของ AAV และ THAI ปรับตัวดีขึ้น YoY ในช่วงครึ่งแรกปี 59 คือ ต้นทุนน้ำมันเครื่องบินที่ลดลง: ราคาน้ำมันเครื่องบิน (spot price) โดยเฉลี่ยในช่วงครึ่งแรกปี 59 อยู่ที่ 48 ดอลลาร์สหรัฐ/บาร์เรล ลดลง 33% YoY ยกเว้น NOK ที่รายงานขาดทุนสุทธิจำนวนมากถึง 1.2 พันล้านบาท หลังจากปัญหาขาดแคลนนักบินส่งผลกระทบทำให้บริษัทต้องลดเที่ยวบินภายในประเทศลง และค่าซ่อมบำรุงเครื่องบินกับค่าใช้จ่ายพนักงานที่สูงขึ้นไม่สามารถชดเชยได้ด้วยต้นทุนน้ำมันเครื่องบินที่ลดลง เราคาดว่าต้นทุนน้ำมันเครื่องบินจะลดลง YoY อย่างต่อเนื่องในช่วงครึ่งหลังปี 59 แต่จะลดลงในอัตราที่น้อยลง เนื่องจากราคาน้ำมันน่าจะทำจุดต่ำสุดไปแล้วในไตรมาส 1/59 ราคาน้ำมันเครื่องบิน (spot price) เฉลี่ย QTD อยู่ที่ 54 ดอลลาร์สหรัฐ/บาร์เรล เพิ่มขึ้น 12% จากราคาเฉลี่ยในช่วงครึ่งแรกปี 59 แต่ยังลดลง 11% YoY AAV ทำสัญญาซื้อน้ำมันเครื่องบินล่วงหน้าเพิ่มขึ้นสู่ระดับ 70-77% ของปริมาณการใช้น้ำมันเครื่องบินทั้งหมดในช่วงครึ่งหลังปี 59 และ 46% ในช่วงครึ่งแรกปี 60 สูงกว่านโยบายปกติของบริษัทที่ 30% ด้วยต้นทุนเฉลี่ยที่ 56-57 ดอลลาร์สหรัฐ/บาร์เรล เทียบกับ 40-60% สำหรับ THAI และสัดส่วนน้อยมากสำหรับ NOK เรามองบวกต่อการทำสัญญาซื้อน้ำมันเครื่องบินล่วงหน้าในสัดส่วนสูงของ AAV เนื่องจากจะช่วยลดความเสี่ยงด้านผลการดำเนินงานเมื่อราคาน้ำมันเครื่องบินอยู่ในแนวโน้มขาขึ้น

การดำเนินงานที่แข็งแกร่งเป็นปัจจัยสำคัญ AAV เป็นหุ้นสายการบินที่น่าสนใจที่สุด เนื่องจากประโยชน์จากราคาน้ำมันที่ลดลงจะลดน้อยลง ดังนั้นการดำเนินงานจะกลับมาเป็นปัจจัยสำคัญที่ช่วยสนับสนุนให้กำไรเติบโต ด้วยเหตุนี้ AAV จึงเป็นหุ้นสายการบินที่น่าสนใจที่สุด AAV รายงาน load factor ที่แข็งแกร่งมากขึ้นในเดือน ก.ค.-ส.ค. ที่ 86% สูงกว่า 85% ในช่วงครึ่งแรกปี 59 ทั้งนี้หลังจากรัฐบาลเดินหน้าปราบปรามทัวร์ศูนย์เหรียญ AAV ก็รายงานว่ามีการยกเลิกเที่ยวบินเช่าเหมาลำสู่ประเทศจีนบางส่วนในเดือน ก.ย.-ต.ค. อย่างไรก็ดี เที่ยวบินเช่าเหมาลำคิดเป็นสัดส่วนน้อยมากของจำนวนเที่ยวบินทั้งหมดของ AAV และผลกระทบมีน้อยมากเพียง ~2% ของปริมาณที่นั่งทั้งหมด AAV ยังคงพบว่ามียอดจองตั๋วโดยสารล่วงหน้าจำนวนมากสำหรับเส้นทางบินจีนในช่วงวันหยุด golden week ของจีนในเดือน ต.ค. AOT ตั้งงบลงทุน 2.45 หมื่นล้านบาทสำหรับใช้ขยายสนามบินดอนเมือง (สนามบินสำหรับสายการบินต้นทุนต่ำ) เฟส 3 ซึ่งจะดำเนินการในปีบัญชี 2560-68 เพื่อเพิ่มจำนวนหลุมจอดเครื่องบิน และเพิ่มความสามารถในการรองรับผู้โดยสารจาก 30 ล้านคน/ปี สู่ 40 ล้านคน/ปี เรามองบวกต่อการขยายสนามบินดอนเมือง เนื่องจากจะเปิดโอกาสให้อุตสาหกรรมสายการบินต้นทุนต่ำเติบโตได้อีก AAV มีแนวโน้มที่จะได้รับประโยชน์มากที่สุด เนื่องจากบริษัทมีเครือข่ายเส้นทางบินที่แข็งแกร่งในตลาดที่เติบโตอย่างจีน (20-25% ของรายได้) และกลุ่มประเทศ AEC (20% ของรายได้)

การออกใบรับรองผู้ดำเนินการเดินอากาศใหม่ให้แก่สายการบินสัญชาติไทยจะแล้วเสร็จในปี 2560 การตรวจสอบและออกใบรับรองผู้ดำเนินการเดินอากาศใหม่ให้แก่สายการบินสัญชาติไทยเพื่อแก้ไขปัญหาข้อบกพร่องตามที่องค์กรการบินพลเรือนระหว่างประเทศ (ICAO) ระบุเริ่มดำเนินการแล้วในเดือน ก.ย. ทั้งนี้จากสายการบินสัญชาติไทยที่ให้บริการเที่ยวบินระหว่างประเทศจำนวน 25 สายการบิน สำนักงานการบินพลเรือนแห่งประเทศไทย (กพท.) คาดว่าจะออกใบรับรองผู้ดำเนินการเดินอากาศใหม่ให้แก่ 8 สายการบินรายใหญ่เสร็จในเดือน ก.พ. 2560 หลังจากนั้นรัฐบาลไทยก็จะเชิญ ICAO มาประเมินพัฒนาการเหล่านี้ และหวังว่าหลักฐานที่ยืนยันถึงมาตรฐานความปลอดภัยที่ดีขึ้นจะช่วยสนับสนุนให้ ICAO ปลดไทยออกจากรายชื่อประเทศที่ติดธงแดง

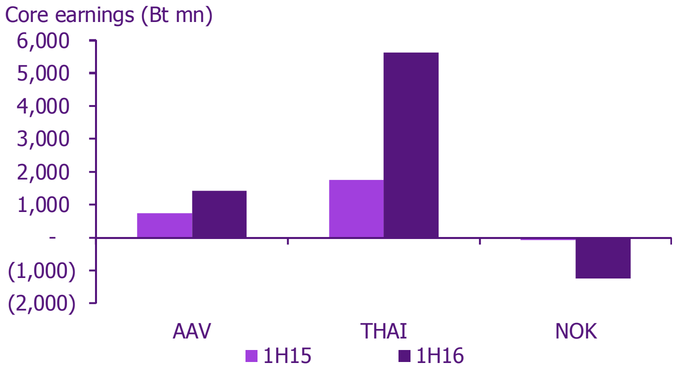
AAV เป็น top pick ของเรา ราคาหุ้น AAV ปรับตัว outperform ตลาดอยู่ 17% YTD และเราเชื่อว่าผลการดำเนินงานที่แข็งแกร่งในช่วงครึ่งหลังปี 59 (ประมาณการกำไรปี 2559 ของเราที่ 2.4 พันล้านบาทบ่งชี้ถึงกำไรปกติที่เติบโต 126% YoY ในช่วงครึ่งหลังปี 59) จะช่วยสนับสนุนให้ราคาหุ้นปรับตัวเพิ่มขึ้นต่อ AAV เป็น top pick ของเราในกลุ่มสายการบิน และเราแนะนำ “ซื้อ” ด้วยราคาเป้าหมาย 9 บาท/หุ้น

Valuation summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x) 15A	P/E (x) 16F	P/E (x) 17F	EPS growth (%) 15A	EPS growth (%) 16F	EPS growth (%) 17F	P/BV (x) 15A	P/BV (x) 16F	P/BV (x) 17F	ROE (%) 15A	ROE (%) 16F	ROE (%) 17F	Div. Yield (%) 15A	Div. Yield (%) 16F	Div. Yield (%) 17F	EV/EBITDA (x) 15A	EV/EBITDA (x) 16F	EV/EBITDA (x) 17F
AAV	Buy	7.10	9.0	28.5	28.9	14.3	13.4	n.m.	103	7	1.7	1.6	1.4	6	11	11	1.4	1.8	1.9	10.5	6.3	5.6
NOK	Buy	7.60	9.5	25.0	n.m.	n.m.	18.4	(120)	79	n.m.	1.6	1.7	1.6	(30)	(7)	9	0.0	0.0	2.7	(1.2)	27.5	7.1
THAI	Sell	24.50	15.5	(36.7)	n.m.	n.m.	18.3	77	95	n.m.	1.6	1.6	1.5	(13)	(1)	9	0.0	0.0	1.4	11.4	8.0	6.8
Average					**28.9**	**14.3**	**16.7**	**(22)**	**92**	**7**	**1.6**	**1.6**	**1.5**	**(13)**	**1**	**10**	**0.5**	**0.6**	**2.0**	**6.9**	**13.9**	**6.5**

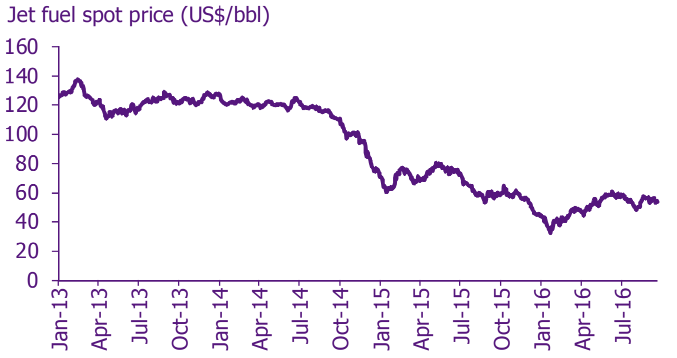
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: AAV and THAI reported better earnings



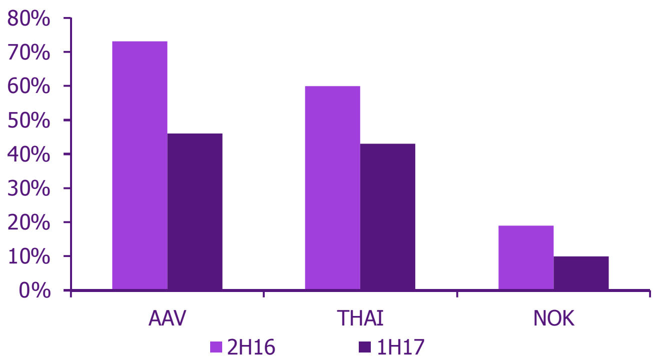
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 2: Jet fuel price trend



Source: Bloomberg and SCBS Investment Research

Figure 3: AAV has high hedging position

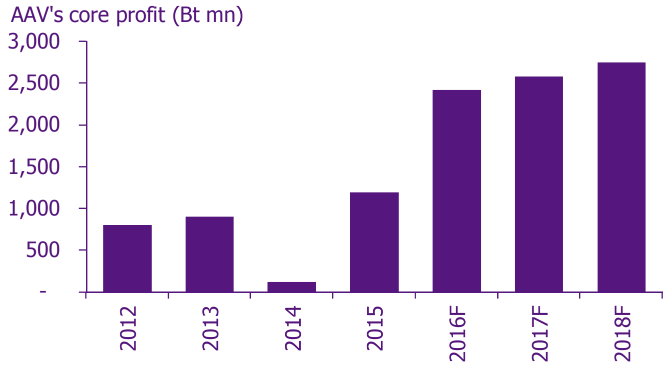


Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 4: AAV has a strong load factor in low season

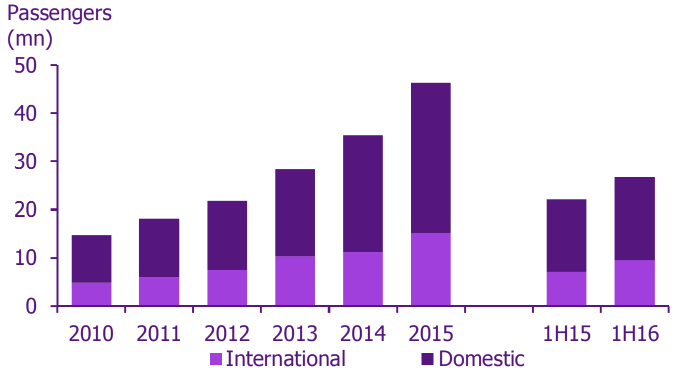
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 5: AAV's earnings uptrend



Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 6: Robust growth of LCC industry in Thailand



Source: AOT and SCBS Investment Research

กลับสู่เส้นทางการฟื้นตัว

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

- **เรายังคงมุมมองเชิงบวกต่อกลุ่มยานยนต์ โดยคาดว่าการผลิตรถยนต์จะกลับมาปรับตัวเพิ่มขึ้นในปี 2560 เนื่องจากอุปสงค์รถยนต์ในประเทศจะฟื้นตัวตามเศรษฐกิจไทยที่ปรับตัวดีขึ้นหลังจากอยู่ในแนวโน้มขาลงมาเป็นเวลานานตั้งแต่ปี 2557**
- **Top picks ของเรา คือ SAT และ PCSGH**

อุปสงค์รถยนต์ในประเทศกำลังจะฟื้นตัว หลังจากอยู่ในแนวโน้มขาลงมาเป็นเวลานานตั้งแต่ปี 2557 ยอดขายรถยนต์ในประเทศในช่วง 7 เดือนแรกปี 59 ก็ฟื้นตัวกลับขึ้นมาอยู่ในระดับทรงตัว YoY ที่ 430,000 คน ทำให้เราเชื่อว่าอุปสงค์รถยนต์ในประเทศกำลังจะกลับสู่เส้นทางการฟื้นตัว โดยได้รับปัจจัยหนุนจากเครื่องชี้เศรษฐกิจไทยที่ปรับตัวดีขึ้น เช่น ดัชนีรายได้เกษตรกร ซึ่งปรับตัวเพิ่มขึ้นถึง 19% YoY ในเดือน ก.ค. เติบโตเป็นบวก 4 เดือนติดต่อกัน แนวโน้มยอดขายรถยนต์ในรอบ 12 เดือน (rolling 12-month sales) บ่งชี้ว่าตลาดรถยนต์เพื่อการพาณิชย์อยู่ในระยะแรกของการฟื้นตัว และตลาดรถยนต์นั่งส่วนบุคคลเริ่มแสดงสัญญาณมีเสถียรภาพ ทั้งนี้นอกเหนือจากภาวะเศรษฐกิจที่ปรับตัวดีขึ้นแล้ว ระยะเวลาห้ามขายรถยนต์ที่ซื้อมาภายใต้โครงการรถคันแรก (ก.ย. 2554 - ธ.ค. 2555) เป็นเวลา 5 ปีก็เริ่มครบกำหนด และงาน Motor Expo ที่จะมีขึ้นในวันที่ 1-12 ธ.ค. จะช่วยกระตุ้นตลาดรถยนต์ในประเทศในไตรมาส 4/59 เราคาดว่ายอดขายรถยนต์ในประเทศจะอยู่ในระดับทรงตัวในปี 2559 หลังจากนั้นจะเติบโต 8% YoY ในปี 2560

ยอดผลิตรถยนต์จะเติบโต 7% ในปี 2560 ยอดส่งออกรถยนต์ในช่วง 7 เดือนแรกปี 59 เติบโต 2% YoY สู่ 670,000 คัน ซึ่งแข็งแกร่งกว่าตลาดรถยนต์ในประเทศ ทั้งนี้เมื่อแยกตามตลาด พบว่ายอดส่งออกรถยนต์ไปยังออสเตรเลียและนิวซีแลนด์ (+16% YoY, 28% ของยอดส่งออกรถยนต์ทั้งหมด) และเอเชีย (+11% YoY, 27% ของยอดส่งออกรถยนต์ทั้งหมด) ยังแข็งแกร่ง ซึ่งสามารถชดเชยยอดส่งออกที่ลดลงในตลาดตะวันออกกลาง (-14% YoY, 15% ของยอดส่งออกรถยนต์ทั้งหมด) เนื่องจากราคาน้ำมันที่ลดลงส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจของตะวันออกกลาง การพูดคุยกับผู้บริหารของ Toyota Motor (Thailand) ซึ่งเป็นบริษัทผลิตรถยนต์รายใหญ่ที่สุดในประเทศไทยเมื่อไม่นานนี้ ช่วยยืนยันว่าประเทศไทยยังคงเป็นฐานการผลิตที่สำคัญสำหรับ Toyota Motor เนื่องจากประเทศไทยครบครันไปด้วยระบบห่วงโซ่อุปทานผู้ผลิตชิ้นส่วนรถยนต์ แรงงานคุณภาพ และเป็นประตูสู่ประเทศอาเซียน ดังนั้นเมื่อตัวฉุดอย่างตลาดรถยนต์ในประเทศกลับมาเป็นตัวขับเคลื่อนร่วมกับยอดส่งออกรถยนต์ที่เติบโตเพิ่มขึ้น (+7% YoY สู่ 1.3 ล้านคันในปี 2560) เราจึงคาดว่ายอดผลิตรถยนต์ในประเทศไทยจะกลับคืนสู่แนวโน้มขาขึ้นด้วยอัตราเติบโต 7% YoY สู่ 2.1 ล้านคันในปี 2560 หลังจากแทบไม่เติบโตในปี 2558-59

EV เป็นความท้าทายในระยะยาว รัฐบาลไทยกำลังศึกษานโยบายเพื่อผลักดันให้ประเทศไทยเป็นฐานการผลิตรถยนต์ไฟฟ้า (EV) ซึ่งกำลังอยู่ในกระแสทั่วโลก อย่างไรก็ตาม บริษัทผลิตรถยนต์หลายแห่งแสดงความกังวลเกี่ยวกับกรอบการดำเนินงานที่ชัดเจน ได้แก่ สถานีชาร์จรถยนต์ไฟฟ้า, การผลิตไฟฟ้าที่เพียงพอ การกำจัดแบตเตอรี่ และมาตรการสนับสนุนของรัฐบาล เรามองว่าการผลิตรถยนต์ไฟฟ้าอย่างจริงจังในประเทศไทยจะต้องใช้เวลา เนื่องจากยังจำเป็นต้องมีการพัฒนาอีกมากก่อนที่จะสามารถเริ่มการผลิตอย่างเต็มที่ นอกจากนี้ การเคลื่อนเข้าสู่ยุครถยนต์ไฟฟ้ายังเป็นความท้าทายในระยะยาวสำหรับบริษัทผลิตชิ้นส่วนรถยนต์ไทยด้วย เนื่องจากรถยนต์ไฟฟ้าจะใช้ชิ้นส่วนน้อยกว่ารถเครื่องยนต์สันดาปภายใน และชิ้นส่วนบางอย่างที่ใช้ในรถเครื่องยนต์สันดาปภายในจะไม่มีความจำเป็นต้องใช้อีกต่อไป เช่น ถังน้ำมัน และเครื่องยนต์ (จะถูกแทนที่ด้วยมอเตอร์ไฟฟ้า) นอกจากนี้ชิ้นส่วนสำหรับรถยนต์ไฟฟ้าก็มีอายุการใช้งานนานกว่าชิ้นส่วนรถยนต์ทั่วไปด้วย ทำให้มีความจำเป็นในการเปลี่ยนทดแทนน้อยลง

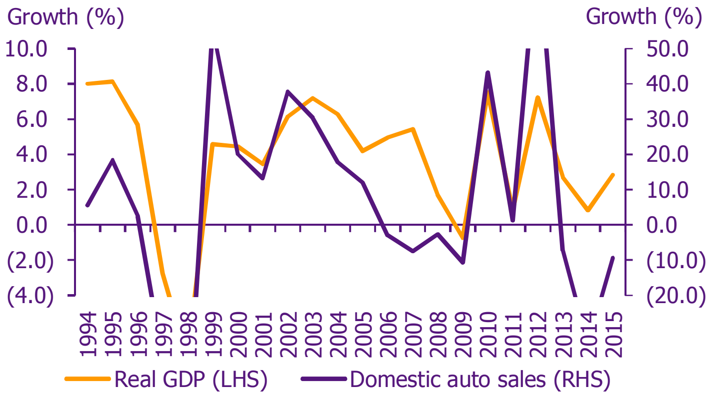
SAT และ PCSGH เป็น top picks ของเรา เรายังคงมุมมองเชิงบวกต่อกลุ่มยานยนต์ไทย ซึ่งการผลิตและผลการดำเนินงานกำลังจะฟื้นตัว หุ้น top picks ของเรา คือ SAT และ PCSGH เพราะทั้งสองบริษัทมีสัดส่วนรายได้สูงจากตลาดรถยนต์เพื่อการพาณิชย์ซึ่งเป็นกลุ่มแรกที่อุปสงค์รถยนต์ในประเทศฟื้นตัว valuation ของ SAT อยู่ในระดับต่ำที่ PE ปี 2560 ระดับ 7 เท่า หรือต่ำกว่าค่าเฉลี่ยในอดีตมากถึง 27% ราคาหุ้น PCSGH ปรับตัวลดลงมาแล้ว 12% ในช่วง 3 เดือนที่ผ่านมา หลังจากประกาศผลประกอบการไตรมาส 2/59 ที่อ่อนแอ โดยมีสาเหตุมาจากการหยุดผลิตชั่วคราว อย่างไรก็ดี การซ่อมแซมเสร็จสิ้นในเดือน ก.ค. และกลับมาดำเนินงานตามปกติแล้ว

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	13.30	18.0	39.1	13.7	8.3	6.9	(16)	65	20	0.7	0.7	0.6	5	8	9	2.3	3.7	4.5	6.6	4.8	3.7
PCSGH	Buy	4.90	7.0	48.1	14.2	15.1	11.8	(29)	(6)	29	1.6	1.5	1.5	11	10	13	8.2	5.3	6.8	6.0	6.1	5.2
SAT	Buy	13.00	18.0	42.8	8.6	9.2	7.2	(1)	(6)	27	1.0	0.9	0.9	12	11	13	4.6	4.4	5.6	4.0	3.9	3.1
STANLY	Neutral	171.00	200.0	19.6	12.8	11.1	9.2	(4)	15	20	1.0	1.0	0.9	9	9	10	2.9	2.7	3.2	3.8	3.5	2.8
Average					**12.3**	**10.9**	**8.8**	**(12)**	**17**	**24**	**1.1**	**1.0**	**1.0**	**9**	**10**	**11**	**4.5**	**4.0**	**5.0**	**5.1**	**4.6**	**3.7**

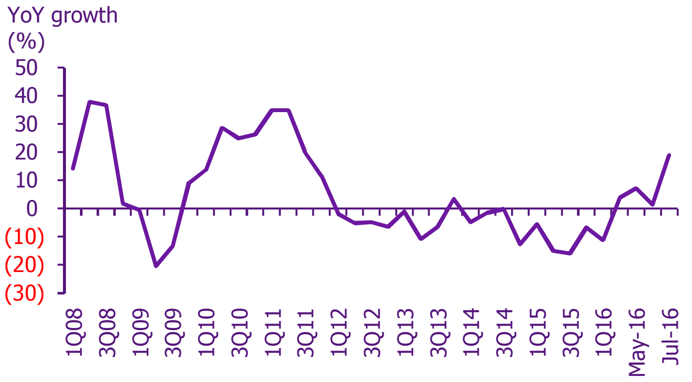
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: Auto demand is tied to the economy



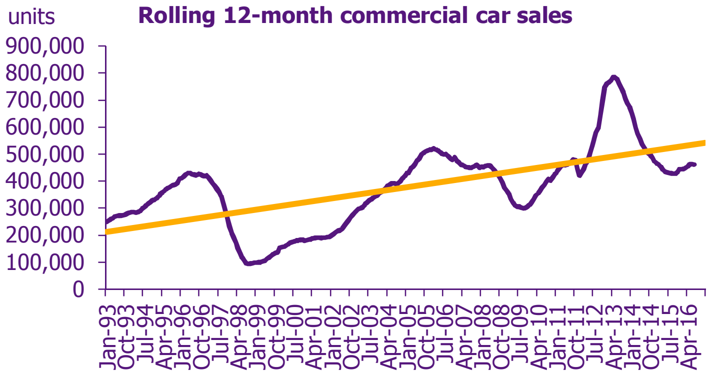
Source: NESDB, Thailand Automotive Institute and SCBS Investment Research

Figure 2: Farm income index is on the way up



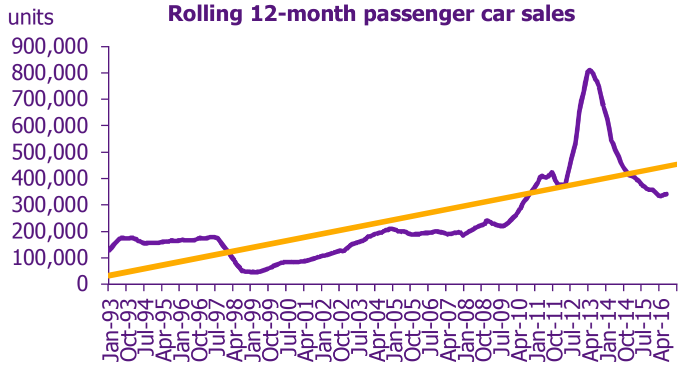
Source: Office Of Agricultural Economics and SCBS Investment Research

Figure 3: Commercial car segment is in early phase of recovery



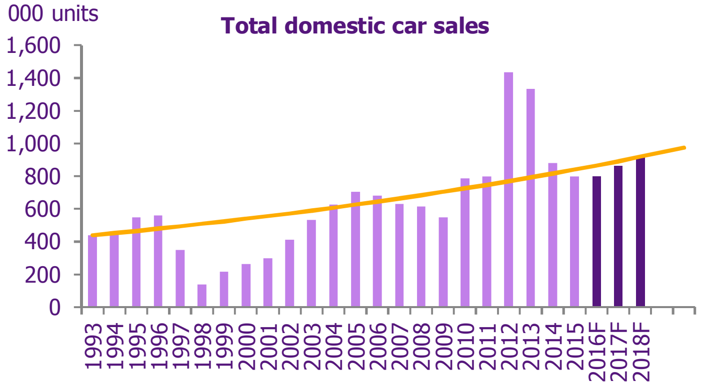
Source: Thailand Automotive Institute and SCBS Investment Research

Figure 4: Passenger car demand beginning to stabilize



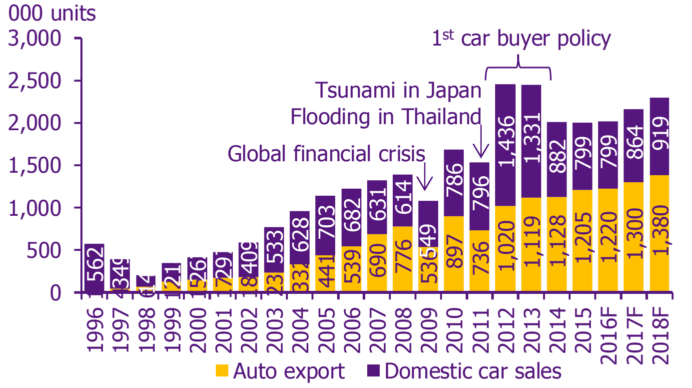
Source: Thailand Automotive Institute and SCBS Investment Research

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

สถานการณ์เลวร้ายที่สุดผ่านพ้นไปแล้ว

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

- **ไตรมาส 2/59 เป็นไตรมาสที่กลุ่มธนาคารรายงานผลการดำเนินงานแย่ที่สุดในปีนี้ เพราะสินเชื่อเติบโตไม่มาก, NIM หดตัวลง, รายได้ที่มิใช่ดอกเบี้ยต่ำ, และตั้งค่าเผื่อหนี้สงสัยจะสูญจำนวนมากอย่างต่อเนื่องเพื่อรองรับคุณภาพสินทรัพย์ที่ปรับตัวแย่ลงอีก**
- **เราคาดว่ารายได้และสินเชื่อจะฟื้นตัวดีขึ้นเล็กน้อย ในขณะที่ NPL จะทำจุดสูงสุด และค่าเผื่อหนี้สงสัยจะสูญจะลดลงในช่วงครึ่งหลังปี 59**
- **TCAP เป็น top pick ในกลุ่มธนาคาร เนื่องจากเราคาดว่าสินทรัพย์ของ TCAP จะมีคุณภาพดีกว่าธนาคารอื่น ๆ บวกกับการรับรู้ผลประโยชน์ทางภาษีในระยะสั้น**

สรุปผลประกอบการไตรมาส 2/59: ไตรมาสที่แย่ที่สุด กำไรสุทธิไตรมาส 2/59 ของกลุ่มธนาคารลดลง 2% YoY แต่เพิ่มขึ้น 6% QoQ สอดคล้องกับประมาณการของ SCBS และตลาด ยอด NPL เพิ่มขึ้น 4% QoQ ในไตรมาส 2/59 เทียบกับ 6% QoQ ในไตรมาส 1/59 อัตราส่วนค่าเผื่อหนี้สงสัยจะสูญต่อสินเชื่อรวมลดลงเล็กน้อยสู่ 1.47% ในไตรมาส 2/59 จาก 1.51% ในไตรมาส 1/59 LLR coverage อยู่ในระดับทรงตัวที่ 131% สินเชื่อกลับมามีอัตราเติบโตเป็นบวกที่ 1.3% QoQ และ 1% YTD โดยได้รับแรงหนุนจากสินเชื่อธุรกิจขนาดใหญ่ (ส่วนใหญ่เป็นดีล M&A) และสินเชื่อที่อยู่อาศัย (เร่งซื้อเพื่อให้ได้รับประโยชน์จากมาตรการจูงใจทางภาษีก่อนหมดอายุในเดือน เม.ย.) NIM หดตัวลงเพียง 0.01% QoQ ทั้งๆที่ลดอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ลง 0.25% ในเดือน เม.ย. ดีกว่าที่คาดการณ์ไว้ เนื่องจากธนาคารบางแห่ง บริหารสินทรัพย์-หนี้สินเชิงรุกด้วยการลดเงินฝากลงและลดสภาพคล่องส่วนเกิน รายได้ที่มิใช่ดอกเบี้ยแย่กว่าคาด โดยเกิดจากรายได้ค่าธรรมเนียมและอัตราแลกเปลี่ยนที่น่าผิดหวังในไตรมาส 2/59

NPL จะทำจุดสูงสุดในช่วงครึ่งหลังปี 59 เราเริ่มเห็นแสงสว่างที่ปลายอุโมงค์สำหรับคุณภาพสินทรัพย์จากการฟื้นตัวของ SME ในกลุ่มค้าส่งและค้าปลีก (W&R) ซึ่งเป็นองค์ประกอบสำคัญของ NPL ในรอบปัจจุบัน ดังเห็นได้จากการปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างมากของ NPL จากกลุ่ม W&R เทียบกับ NPL ทั้งหมด (จาก 15% ณ ไตรมาส 1/57 สู่ 23% ณ ไตรมาส 2/59) และเทียบกับ NPL ไหลเข้าทั้งหมด (จาก 16% ณ ไตรมาส 1/57 สู่จุดสูงสุดที่ 29% ณ ไตรมาส 4/58 และ 25% ณ ไตรมาส 2/59) การฟื้นตัวที่ดีในระดับ +11% YoY ของ nominal GDP ของกลุ่ม W&R ในช่วงครึ่งแรกปี 59 ส่งผลทำให้อัตราส่วน GDP ของกลุ่ม W&R ต่อสินเชื่อ (ใช้แทนอัตราส่วนความสามารถในชำระหนี้) ปรับตัวเพิ่มขึ้นสู่ 1.18 เท่าในไตรมาส 2/59 จากระดับต่ำสุดในรอบ 15 ปีที่ 1 เท่าในไตรมาส 2/57 เราคาดว่ารายได้ของกลุ่ม W&R จะฟื้นตัวต่อเนื่องในช่วงครึ่งหลังปี 59 ถึงปี 2560 โดยได้รับปัจจัยหนุนจาก 1) รายได้เกษตรกรที่เพิ่มขึ้น 2) รายได้ที่ใช้จ่ายได้จริงที่สูงขึ้นของผู้ซื้อรถยนต์คันแรกหลังจากชำระคืนสินเชื่อรถยนต์หมดตั้งแต่เดือน ก.ย.ปีนี้ 3) ประโยชน์ที่ผู้เสียภาษีจะได้รับจากการปรับโครงสร้างภาษีเงินได้บุคคลธรรมดาซึ่งจะมีผลบังคับใช้ในปี 2560 และ 4) การเลือกตั้งที่มักจะช่วยกระตุ้นการใช้จ่ายอุปโภคบริโภค เราคาดว่าอัตราส่วนความสามารถในการชำระหนี้ของกลุ่ม W&R จะปรับเพิ่มขึ้นสู่ระดับ >1.2 เท่า ในไตรมาส 3/59 ซึ่งที่ผ่านมาเป็นระดับที่มากพอในการชำระหนี้ ดังนั้นเราคาดว่า NPL จะทำจุดสูงสุดในช่วงครึ่งหลังปี 59

แนวโน้มครึ่งหลังปี 59: ฟื้นตัวเล็กน้อย เราคาดว่ากำไรจะฟื้นตัวเล็กน้อยในช่วงครึ่งหลังปี 59 และคงประมาณการกำไรระดับทรงตัวในปี 2559 (เทียบกับ -7% ในปี 2558) ทั้งนี้เมื่อเทียบ HoH เราคาดว่าค่าเผื่อหนี้สงสัยจะสูญจะลดลง (แม้ยังมาก) โดยเกิดจาก NPL ไหลเข้าน้อยลง, การขยายสินเชื่อเพิ่มขึ้นปานกลางสู่ระดับที่ขยายตัวทั้งปีที่ 4% เทียบกับ ~1%YTD ในช่วง 6 เดือนแรกปี 59, NIM ระดับทรงตัวหลังจากหดตัวลงในไตรมาส 2/59, รายได้ค่าธรรมเนียมสูงขึ้น, และค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานเพิ่มขึ้นตามฤดูกาล NPL น่าจะทำจุดสูงสุดในช่วงครึ่งหลังปี 59

TCAP เป็น top pick ของกลุ่มธนาคาร เนื่องจากเราคาดว่าสินทรัพย์ของ TCAP จะมีคุณภาพดีกว่าธนาคารอื่นๆ ประกอบกับบริษัทจะใช้ผลประโยชน์จากขาดทุนทางภาษีจำนวนมากมาเพิ่ม LLR coverage และ ROE

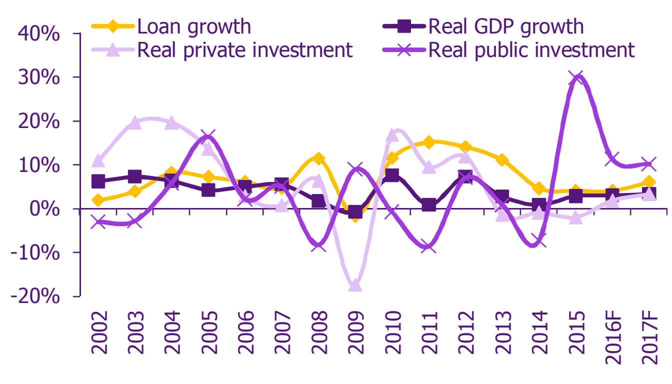
Valuation Summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x) 15A	P/E (x) 16F	P/E (x) 17F	EPS growth (%) 15A	EPS growth (%) 16F	EPS growth (%) 17F	P/BV (x) 15A	P/BV (x) 16F	P/BV (x) 17F	ROE (%) 15A	ROE (%) 16F	ROE (%) 17F	Div. Yield (%) 15A	Div. Yield (%) 16F	Div. Yield (%) 17F
BAY	Sell	37.00	30.0	(16.6)	14.6	13.0	11.5	9	13	13	1.4	1.3	1.2	12	11	11	2.1	2.3	2.6
BBL	Buy	167.00	186.0	15.0	9.3	9.9	8.6	(6)	(6)	15	0.9	0.8	0.8	10	9	9	3.9	3.6	4.2
KBANK	Buy	187.50	198.0	7.7	11.4	11.5	9.6	(14)	(1)	20	1.6	1.4	1.3	15	13	14	2.1	2.1	2.4
KKP	Neutral	57.00	53.0	(0.6)	14.6	10.9	10.2	25	33	7	1.3	1.2	1.2	9	11	12	5.3	6.4	6.9
KTB	Buy	18.20	20.0	14.4	8.9	8.1	7.4	(14)	10	9	1.0	0.9	0.9	12	12	12	4.2	4.6	5.0
LHBANK	Sell	1.68	1.6	(2.9)	13.9	16.1	14.6	33	(14)	10	1.3	1.0	0.9	10	8	7	2.0	1.9	2.1
TCAP	Buy	42.25	48.0	17.9	9.9	8.3	7.9	6	19	6	1.0	0.9	0.9	10	11	11	4.3	4.3	4.3
TISCO	Neutral	55.00	55.0	4.4	10.4	9.0	8.5	0	16	5	1.6	1.4	1.3	16	17	16	4.4	4.4	4.5
TMB	Neutral	2.18	2.4	12.8	10.2	11.2	9.3	(2)	(9)	21	1.2	1.2	1.1	13	11	12	2.9	2.7	3.2
Average					**11.4**	**10.9**	**9.7**	**(7)**	**3**	**15**	**1.3**	**1.2**	**1.1**	**12**	**12**	**12**	**3.5**	**3.6**	**3.9**

Source: SCBS Investment Research

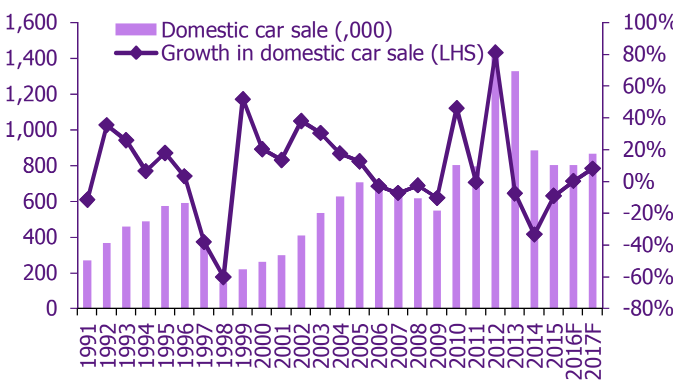
หมายเหตุสำคัญ: บริษัทหลักทรัพย์ ไทยพาณิชย์ จำกัด (SCBS) เป็นบริษัทย่อยที่ธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) (SCB) ถือหุ้นทั้งหมด ข้อมูลใด ๆที่เกี่ยวข้องกับ SCB มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ในการเปรียบเทียบเท่านั้น

Figure 1: Loans vs. GDP & investment growth



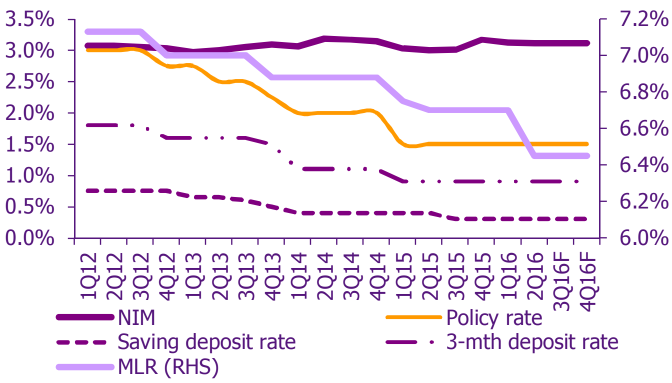
Source: NESDB, SCB EIC and SCBS Investment Research

Figure 2: Domestic car sales



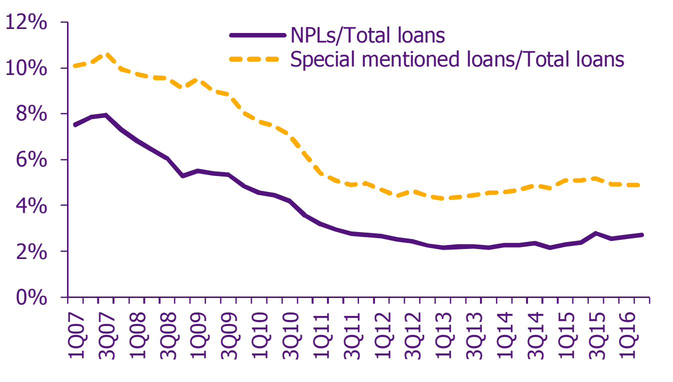
Source: Toyota (Thailand) and SCBS Investment Research

Figure 3: NIM and interest rates



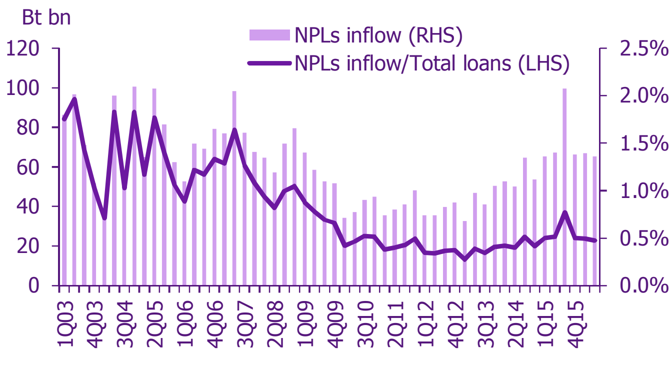
Source: SCBS Investment Research

Figure 4: NPL ratio and special-mention loans



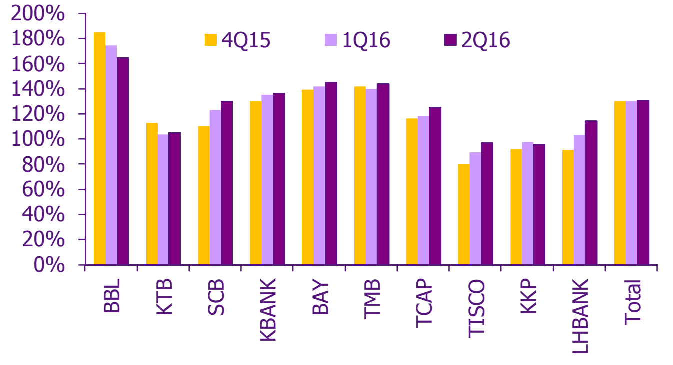
Source: BoT and SCBS Investment Research

Figure 5: NPL inflow



Source: BoT and SCBS Investment Research

Figure 6: LLR coverage



Source: BoT and SCBS Investment Research

เดินหน้าเติบโต

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

- **มาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจของรัฐบาล รายได้เกษตรกรที่ฟื้นตัวดีขึ้น และกำลังซื้อที่ดีขึ้นหลังจากผลกระทบจากโครงการรถยนต์คันแรกหมดลง จะช่วยกระตุ้นให้ยอดขายสาขาเดิมเติบโต ซึ่งจะช่วยสนับสนุนให้ PE ของกลุ่มพาณิชย์ปรับตัวขึ้นได้อีก (ปัจจุบัน PE ปี 2559 อยู่ที่ 29 เท่า ยังต่ำกว่า PE เฉลี่ย 5 ปีที่ 32 เท่า)**
- **Top picks: CPALL ROBINS และ GLOBAL เพราะแนวโน้มกำไรช่วงครึ่งหลังปี 59 แข็งแกร่ง และ valuation น่าสนใจ**

ความเชื่อมั่นและกำลังซื้อปรับตัวดีขึ้น ดัชนีความเชื่อมั่นผู้บริโภค (CCI) ฟื้นตัวดีขึ้น โดยปรับตัวเพิ่มขึ้น 2 เดือนติดต่อกัน สู่ 73.2 จุดในเดือน ส.ค. จาก 72.5 จุดในเดือน ก.ค. สะท้อนถึงความเชื่อมั่นในเสถียรภาพทางการเมืองหลังจากร่างรัฐธรรมนูญผ่านประชามติเมื่อวันที่ 7 ส.ค. และรายได้เกษตรกรที่ดีขึ้น ความเชื่อมั่นผู้บริโภคและกำลังซื้อจะปรับตัวดีขึ้นอย่างต่อเนื่อง โดยได้รับปัจจัยหนุนจากมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจของรัฐบาล รายได้เกษตรกรที่ดีขึ้น และการชำระคืนเงินกู้งวดสุดท้ายในโครงการรถยนต์คันแรกหมดตั้งแต่เดือน ก.ย. 2559 เป็นต้นไป

ปัจจัยกระตุ้น #1: การเบิกจ่ายงบประมาณกระตุ้นเศรษฐกิจของรัฐบาลยังมีต่อเนื่อง นับตั้งแต่เดือน ก.ย. ปีที่ผ่านมา รัฐบาลออกมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจ (ไม่รวมมาตรการภาษี) วงเงินรวม 6.71 แสนล้านบาท โดยตั้งเป้าช่วยเหลือผู้มีรายได้น้อย เกษตรกร และ SME รัฐบาลเบิกจ่ายงบประมาณ 4.40 แสนล้านบาท (66%) จากงบประมาณทั้งหมดไปแล้วในไตรมาส 4/58-ไตรมาส 2/59 และจะเบิกจ่ายงบประมาณอีก 1.01 แสนล้านบาท (15%) ในช่วงครึ่งหลังปี 59 และที่เหลือในปี 2560-61 ซึ่งจะช่วยกระตุ้นการอุปโภคบริโภคภาคเอกชนได้ตลอดระยะเวลาดังกล่าว

นอกจากนี้รัฐบาลยังได้อนุมัติมาตรการลดหย่อนภาษีในหลายๆ เทศกาลที่ผ่านมา ได้แก่ มาตรการลดหย่อนภาษีจากการซื้อสินค้าและบริการเป็นเวลา 7 วันในเดือน ธ.ค.ปีที่ผ่านมา, ค่าใช้จ่ายกินเที่ยวในเดือน เม.ย., และการซื้อผลิตภัณฑ์โอทอปในเดือน ส.ค. การประกาศมาตรการลดหย่อนภาษีใหม่ (ถ้ามี) ในช่วงที่เหลือของปีนี้จะช่วยกระตุ้นความเชื่อมั่นและการใช้จ่ายอุปโภคบริโภค

ปัจจัยกระตุ้น #2: รายได้เกษตรกรฟื้นตัว ในเดือน ก.ค. ดัชนีรายได้เกษตรกรปรับตัวเพิ่มขึ้น 18% YoY เพิ่มขึ้น 4 เดือนติดต่อกัน โดยได้รับปัจจัยหนุนจากราคาผลผลิตทางการเกษตร (ผลไม้ ผัก และเมล็ดพืชน้ำมัน) ที่เพิ่มขึ้น 16% YoY และปริมาณผลผลิตทางการเกษตร (ยาง เมล็ดพืชน้ำมัน ผลิตภัณฑ์สัตว์บก และผลิตภัณฑ์ประมง) ที่เพิ่มขึ้น 2% YoY ทั้งนี้เมื่ออิงกับประมาณการล่าสุดโดยกรมอุตุนิยมวิทยาคาดว่าปรากฏการณ์ลานีญาจะส่งผลทำให้ปริมาณผลผลิตทางการเกษตรปรับตัวเพิ่มขึ้นในช่วงครึ่งหลังปี 59 นอกจากนี้ราคาสินค้าโภคภัณฑ์ทั่วโลกที่ค่อยๆ ปรับตัวเพิ่มขึ้นก็น่าจะช่วยสนับสนุนให้ราคาผลผลิตทางการเกษตรปรับตัวดีขึ้นในปี 2560 ด้วย

ปัจจัยกระตุ้น #3: กำลังซื้อกลับคืนมาหลังจากได้รับผลกระทบจากโครงการรถยนต์คันแรก โครงการรถยนต์คันแรกที่เริ่มต้นในเดือน ก.ย. 2554 และสิ้นสุดลงเมื่อปลายปี 2555 ส่งผลทำให้ผู้ซื้อรถยนต์มีค่าใช้จ่ายในการผ่อนชำระเงินกู้ 6,000-10,000 บาท/เดือน เงินกู้เหล่านี้น่าจะชำระคืนหมดตั้งแต่เดือน ก.ย. 2559 จนถึงสิ้นปี 2560 ซึ่งจะช่วยให้ภาระหนี้ครัวเรือนลดลงและส่งผลทำให้กำลังซื้อกลับคืนมา

ยอดขายสาขาเดิมของกลุ่มพาณิชย์แข็งแกร่งตั้งแต่ต้นไตรมาส 3/59 ถึงปัจจุบัน การสำรวจของเราพบว่าความเชื่อมั่นที่ดีขึ้นและฐานต่ำช่วยหนุนให้ยอดขายสาขาเดิมของกลุ่มพาณิชย์ (ไม่รวม BIGC) เติบโต 2-3% YoY ตั้งแต่ต้นไตรมาส 3/59 ถึงปัจจุบัน (เทียบกับ -2.1% ในไตรมาส 3/58 และ 2.7% ในไตรมาส 2/59) ดีที่สุดนับตั้งแต่ปี 2556 ทั้งนี้ BIGC ได้เปลี่ยนนโยบายของบริษัทและเริ่มลดสัดส่วนยอดขายสินค้าที่ให้อัตรากำไรต่ำในเดือน มิ.ย. ส่งผลทำให้ยอดขายสาขาเดิมของบริษัทเปลี่ยนมามีอัตราการหดตัวเป็นตัวเลขสองหลักตั้งแต่ต้นไตรมาส 3/59 ถึงปัจจุบัน ในขณะที่ยอดขายสาขาเดิมของ CPALL และ MAKRO มีอัตราเติบโตเป็นตัวเลขหลักเดียวกลางๆ, ROBINS และ GLOBAL เป็นบวกเล็กน้อย, และ HMPRO ทรงตัว

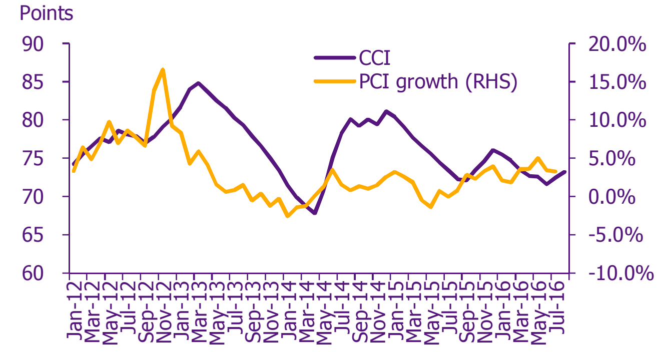
Top picks เราชอบบริษัทที่มีแนวโน้มรายงานกำไรเติบโตดี: CPALL (กำไรช่วงครึ่งหลังปี 59 จะปรับตัวดีขึ้นโดยจะเพิ่มขึ้น YoY และ HoH เพราะยอดขายสาขาเดิมและอัตรากำไรของธุรกิจร้านสะดวกซื้อและธุรกิจ cash&carry ปรับตัวดีขึ้น), ROBINS (กำไรช่วงครึ่งหลังปี 59 จะปรับตัวดีขึ้น YoY โดยเกิดจากยอดขายสาขาเดิมที่ดีขึ้น อัตรากำไรที่กว้างขึ้นจากสินค้า private brand และส่วนแบ่งกำไรที่เพิ่มขึ้น), และ GLOBAL (กำไรช่วงครึ่งหลังปี 59 จะปรับตัวดีขึ้น เพราะอัตรากำไรกว้างขึ้นจากสินค้า private brand และยอดขายสาขาเดิมมีอัตราเติบโตเป็นบวก) การปรับตัวลดลงของตลาดเมื่อไม่นานนี้ทำให้ valuation ของหุ้นเหล่านี้ดูน่าสนใจมากขึ้น โดยซื้อขายที่ PE ปี 2559 ต่ำกว่า PE เฉลี่ย 5 ปีอยู่ 3-15%

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	207.00	230.0	12.4	24.8	22.6	19.8	(5)	10	14	3.7	3.3	2.9	16	15	16	1.3	1.3	1.5	14.0	13.2	11.6
CPALL	Buy	61.50	72.0	18.6	40.4	32.7	27.4	39	23	19	13.3	10.9	8.9	36	37	36	1.5	1.5	1.8	21.9	19.5	17.5
GLOBAL	Buy	13.50	18.0	33.8	56.9	35.6	29.6	24	60	20	3.3	3.1	2.8	6	9	10	0.3	0.5	0.6	27.5	19.8	17.0
HMPRO	Neutral	10.10	11.0	11.5	38.0	32.3	28.2	6	17	15	7.9	7.5	7.0	21	24	26	2.5	2.6	2.8	18.8	16.7	15.0
MAKRO	Buy	33.00	43.0	32.6	29.5	27.8	23.7	9	6	17	11.1	9.9	8.3	40	38	38	2.6	2.3	2.4	18.3	17.1	14.8
ROBINS	Buy	58.75	80.0	38.2	30.3	25.2	21.4	12	20	18	4.5	4.1	3.7	16	17	18	1.7	2.0	2.3	14.8	13.5	12.4
Average					**36.6**	**29.4**	**25.0**	**14**	**23**	**17**	**7.3**	**6.5**	**5.6**	**22**	**23**	**24**	**1.6**	**1.7**	**1.9**	**19.2**	**16.6**	**14.7**

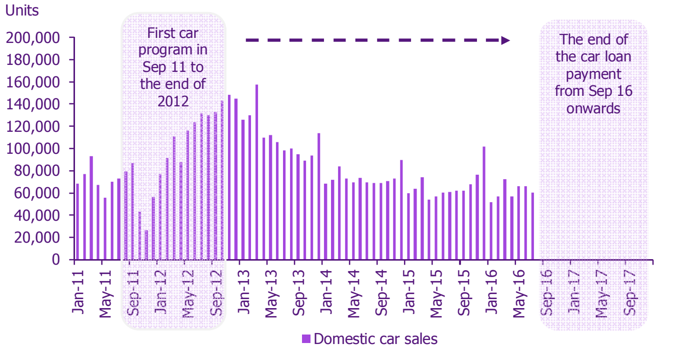
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: Consumption confidence level (CCI) began to rise in July-August 2016



Source: UTCC, BOT and SCBS Investment Research

Figure 2: Pay-off of loans for first-car program to drive private consumption from Sep 2016 onwards



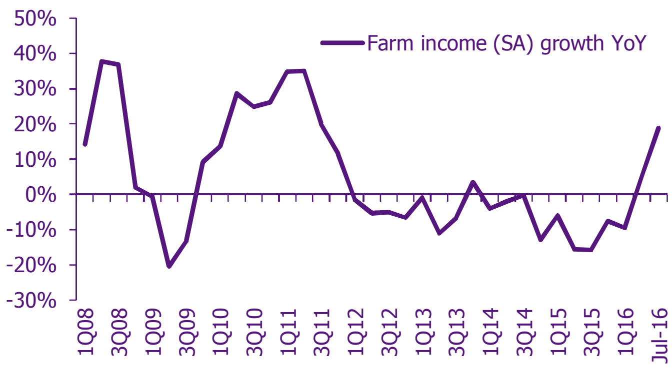
Source: SCB EIC and SCBS Investment Research

Figure 3: Series of government measures to boost economy, positive to domestic consumption

Stimulus package	Size (Bt bn)	Disbursement (Bt bn) 2015	1Q16	2Q16	Total	Disbursement (%)	To be disbursed in 2H16
Stimulus package announced in Sep-Dec 2015							
1) Assistance measure for low income earners and small public investment (Sep 2015)	139.7	71.8	24.9	24.2	120.9	86.6%	6.7
1.1) Soft loan via the village fund program	60.0	47.6	0.3	0.0	47.9	79.8%	0.0
1.2) Quick-spending budget for local government (Bt5mn per sub-district)	39.7	0.6	16.3	22.3	39.1	98.5%	0.6
1.3) Local government mini investment projects (Bt1mn per project)	40.0	23.6	8.3	1.9	33.9	84.7%	6.1
2) Monetary and fiscal measures for SMEs Promotion	271.0	145.0	76.2	19.4	240.6	88.8%	24.4
3) Monetary and fiscal measures for a real estate sector promotion	25.0	12.0	7.7	0.2	19.9	79.4%	5.1
4) Tax incentive for domestic investment promotion measure							
5) Board of Investment (BOI)'s speeding up investment measure							
6) Assistance Measure for Rubber Farmers	15.2	0.8	10.9	1.6	13.4	87.9%	1.9
7) tax deduction up to Bt15,000 for purchases made from Dec 25-31							
Subtotal	**450.9**	**229.6**	**119.8**	**45.3**	**394.7**	**87.5%**	**38.1**
Stimulus package announced in 2016							
1) Strengthening Glass Root Economy Measure following Pracha Rat Approach	35.0			27.2	27.2	77.8%	7.8
2) Assistance measures for drought experiencers in agricultural sector	93.0		7.2	9.9	17.1	18.4%	27.1
3) Credit Guarantee program for Micro Entrepreneurs (Phase 2)	13.5			0.4	0.4	2.9%	6.6
4) Baan Pracha Rat	70.0			0.7	0.7	1.0%	21.0
5) Baan Thana Pracha Rat	9.0			0.0	0.0	0.4%	
6) tax deduction of up to Bt15,000 for dining and travel expenses from April 9-17							
7) tax deduction up to Bt15,000 of hotel expenses by 1 year to end-2016							
8) tax deduction up to Bt15,000 on purchases of OTOP products from Aug 1-31							
Subtotal	**220.5**	**0.0**	**7.2**	**38.3**	**45.5**	**20.6%**	**62.4**
Total	**671.4**	**229.6**	**127.0**	**83.7**	**440.3**	**65.6%**	**100.5**

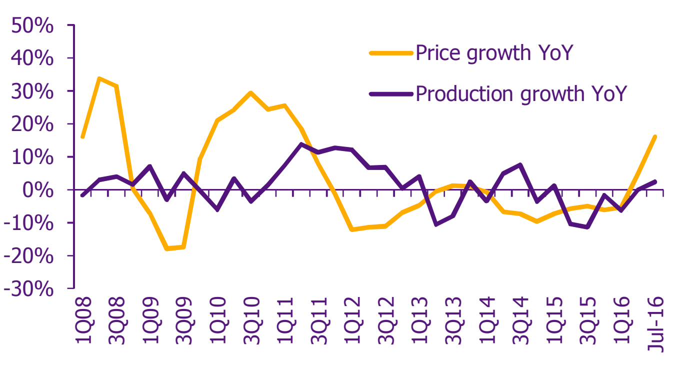
Source: NESDB and SCBS Investment Research

Figure 4: Farm income growth positive since 2Q16



Source: OAE and SCBS Investment Research

Figure 5: Both agricultural price and production turned to positive growth in July 2016



Source: OAE and SCBS Investment Research

รอโครงการขนาดใหญ่เพิ่มเติม

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

- **อุปสงค์จะปรับตัวดีขึ้นอย่างช้า ๆ ในระยะสั้น และจะดีขึ้นในปี 2560 เนื่องจากจะมีโครงการโครงสร้างพื้นฐานเพิ่มมากขึ้น และจะช่วยหนุนให้การลงทุนภาคเอกชนปรับตัวเพิ่มขึ้น**
- **อัตรากำไรของผู้ผลิตปูนซีเมนต์จะปรับตัวดีขึ้นในปี 2560 เพราะราคาจะปรับตัวเพิ่มขึ้นตามอุปสงค์; อัตรากำไรของผู้ผลิตกระเบื้องเซรามิคจะทรงตัวอยู่ในระดับที่แข็งแกร่งเพราะต้นทุนเชื้อเพลิงต่ำ; ส่วนต่างราคาเคมีภัณฑ์จะกว้างขึ้นจากภาวะอุปสงค์และอุปทานที่ดี**
- **Top picks: SCC (ธุรกิจเคมีภัณฑ์แข็งแกร่ง) และ DCC (อัตรากำไรกว้างขึ้น) เพราะมีแนวโน้มรายงานกำไรช่วงครึ่งหลังปี 59 ดีกว่าบริษัทอื่น ๆ ในกลุ่มวัสดุก่อสร้าง**

สรุปผลประกอบการไตรมาส 2/59 SCC เป็นบริษัทที่รายงานผลประกอบการดีที่สุดในกลุ่มวัสดุก่อสร้าง โดยกำไรปกติไตรมาส 2/59 เติบโต 23% YoY หลัก ๆ เกิดจากธุรกิจเคมีภัณฑ์ที่ปรับตัวดีขึ้น (ส่วนแบ่งกำไรเพิ่มขึ้น) ซึ่งมากเกินพอชดเชยธุรกิจปูนซีเมนต์และธุรกิจวัสดุก่อสร้าง (ราคาปูนซีเมนต์ลดลงและค่าเสื่อมราคาสูงขึ้น) ที่ปรับตัวแย่ลง DCC รายงานกำไรในระดับทรงตัว โดยเกิดจากปริมาณขายในระดับทรงตัว และต้นทุนเชื้อเพลิงที่ลดลงมากกว่าอัตราส่วนค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารต่อยอดขายที่สูงขึ้น SCCC เป็นบริษัทที่รายงานผลประกอบการอ่อนแอที่สุดในกลุ่มวัสดุก่อสร้าง โดยกำไรลดลง 13% YoY เพราะราคาปูนซีเมนต์และอัตรากำไรลดลง

อุปสงค์จะปรับตัวดีขึ้นอย่างช้า ๆ ในระยะสั้น ในช่วง 7 เดือนแรกปี 59 ปริมาณขายปูนซีเมนต์และกระเบื้องเซรามิคในประเทศอยู่ในระดับทรงตัว YoY (เทียบกับ -1% ในปี 2558) และลดลง 6% YoY (-8% ในปี 2558) ในระยะสั้น อุปสงค์ในประเทศมีแนวโน้มที่จะปรับตัวดีขึ้นอย่างช้าๆ การเบิกจ่ายงบประมาณลงทุนของรัฐบาล (2.86 แสนล้านบาทในช่วง 10 เดือนแรกของปีงบประมาณ 2559, +32% YoY) จะเกิดขึ้นต่อเนื่องในช่วงที่เหลือของปีนี้ แต่จะเป็นแค่การลงทุนในโครงการขนาดเล็ก ในขณะที่การลงทุนภาคเอกชนมีแนวโน้มที่จะยังอยู่ในภาวะซบเซา ดัชนีความเชื่อมั่นทางธุรกิจ (BSI) ปรับตัวลดลง 2 เดือนติดต่อกันมาอยู่ที่ 47.8 จุดในเดือนส.ค.พื้นที่ที่ได้รับใบอนุญาตก่อสร้าง (เครื่องชี้นำอุปสงค์วัสดุก่อสร้างในระยะ 1-2 ไตรมาสข้างหน้า) ปรับตัวลดลง 11% YoY ในช่วง 7 เดือนแรกปี 59

...แต่จะดีขึ้นในปี 2560 ในปี 2560 ปริมาณขายปูนซีเมนต์และกระเบื้องเซรามิคในประเทศมีแนวโน้มที่จะปรับตัวเพิ่มขึ้นมาก โดยได้รับปัจจัยหนุนจากความคืบหน้ามากขึ้นของโครงการโครงสร้างพื้นฐานและการฟื้นตัวของการลงทุนภาคเอกชน การลงทุนภาครัฐจะเน้นไปที่โครงการโครงสร้างพื้นฐานมากขึ้นในปี 2560 ไม่ใช่โครงการขนาดเล็กเหมือนในปี 2559 ทั้งนี้ตามแผนลงทุนในโครงการขนาดใหญ่มูลค่า 1.8 ล้านล้านบาทของรัฐบาล (Figure 4-5) SCB EIC คาดว่าการเบิกจ่ายงบประมาณลงทุนจะเร่งตัวขึ้นจาก 4.0 หมื่นล้านบาทในปี 2559 สู่ 8.2 หมื่นล้านบาทในปี 2560, 1.31 แสนล้านบาทในปี 2561, 1.72 แสนล้านบาทในปี 2562, และ 1.87 แสนล้านบาทในปี 2563 (ยังไม่รวมรถไฟความเร็วสูงซึ่งกำลังศึกษาความเป็นไปได้และจัดหาเงินทุน) ทั้งนี้การก่อสร้างโครงการเหล่านี้ไม่เพียงแต่จะช่วยกระตุ้นการลงทุนภาครัฐเท่านั้น แต่การอนุมัติและการลงทุนในโครงการโครงสร้างพื้นฐานขนาดใหญ่ยังจะช่วยสนับสนุนความเชื่อมั่นและกระตุ้นการลงทุนภาคเอกชนให้ปรับตัวเพิ่มขึ้นตามมาด้วย

เราคาดว่าอุปสงค์ปูนซีเมนต์และกระเบื้องเซรามิคจะเติบโต 1% ในปี 2559 และ 3% ในปี 2560 โดยจะได้รับปัจจัยหนุนจากการลงทุนภาครัฐคาดว่าจะเติบโตสูงถึง 11% ในปี 2559 และ 10% ในปี 2560 และการลงทุนภาคเอกชนที่คาดว่าจะค่อยๆ เติบโตเพิ่มขึ้นสู่ 2% ในปี 2559 และ 3% ในปี 2560

อัตรากำไรของผู้ผลิตกระเบื้องเซรามิคและเคมีภัณฑ์แข็งแกร่งต่อเนื่อง; อัตรากำไรของผู้ผลิตปูนซีเมนต์จะดีขึ้นในปี 2560 ในช่วง 9 เดือนแรกปี 59 ราคากระเบื้องเซรามิคในประเทศยังอยู่ในระดับทรงตัว YoY ในขณะที่ราคาปูนซีเมนต์ในประเทศลดลง 5% YoY ตามการคาดการณ์ของเรา โดยเกิดจากอุปทานใหม่ท่ามกลางอุปสงค์ที่เปราะบาง ราคาปูนซีเมนต์มีแนวโน้มที่จะปรับตัวดีขึ้นตามอุปสงค์ที่เพิ่มขึ้นในปี 2560 ในด้านต้นทุนเชื้อเพลิง แม้ปรับตัวเพิ่มขึ้นในระยะหลังนี้ แต่ราคาน้ำมันและถ่านหินยังคงลดลง 20% YoY และ 5% YoY ตั้งแต่ต้นปี 2559 ถึงปัจจุบัน ซึ่งจะช่วยให้ต้นทุนก๊าซของผู้ผลิตกระเบื้องเซรามิค (ต้นทุนก๊าซปรับตัวตามหลังราคาน้ำมันอยู่ประมาณ 6 เดือน) และต้นทุนถ่านหินของผู้ผลิตปูนซีเมนต์ (ล็อคราคาถ่านหินล่วงหน้า 6-12 เดือน) ปรับตัวลดลง ด้วยภาวะอุปสงค์และอุปทานที่ดี ทำให้ตั้งแต่ต้นไตรมาส 3/59 ถึงปัจจุบัน ส่วนต่างราคาเคมีภัณฑ์ยังอยู่ในระดับที่แข็งแกร่ง: ส่วนต่างราคา PE-แนฟทาอยู่ที่ 757 ดอลลาร์สหรัฐ/ตัน (ทรงตัว YoY) และส่วนต่างราคา PP-แนฟทาอยู่ที่ 720 ดอลลาร์สหรัฐ/ตัน (+7% YoY)

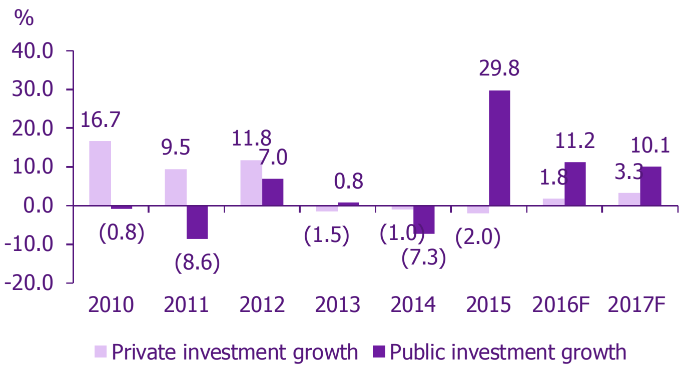
Top picks: SCC และ DCC เราเลือก SCC เป็น top pick เพราะส่วนต่างราคาเคมีภัณฑ์แข็งแกร่ง และส่วนแบ่งกำไรจะเพิ่มขึ้นจากกำลังการผลิตใหม่ DCC ถูกเลือก เพราะอัตรากำไรกว้างขึ้นเนื่องจากต้นทุนก๊าซต่ำ ทั้งสองบริษัทนี้มีแนวโน้มที่จะรายงานกำไรช่วงครึ่งหลังปี 59 ที่แข็งแกร่งกว่า SCCC (ทำธุรกิจปูนซีเมนต์อย่างเดียว)

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	4.38	5.0	18.1	20.8	19.0	16.8	12	10	13	9.2	8.6	7.4	46	47	47	4.2	3.9	6.0	14.4	13.2	11.7
SCC	Buy	520.00	630.0	24.9	14.4	12.1	11.0	29	18	10	2.6	2.3	2.0	19	20	20	3.1	3.7	4.1	9.0	7.7	7.0
SCCC	Neutral	298.00	340.0	18.7	14.9	15.3	14.3	(9)	(3)	7	3.1	3.0	2.8	21	20	20	5.0	4.6	4.5	10.0	9.8	9.6
Average					**16.7**	**15.5**	**14.0**	**11**	**8**	**10**	**4.9**	**4.6**	**4.1**	**29**	**29**	**29**	**4.1**	**4.1**	**4.9**	**11.1**	**10.2**	**9.4**

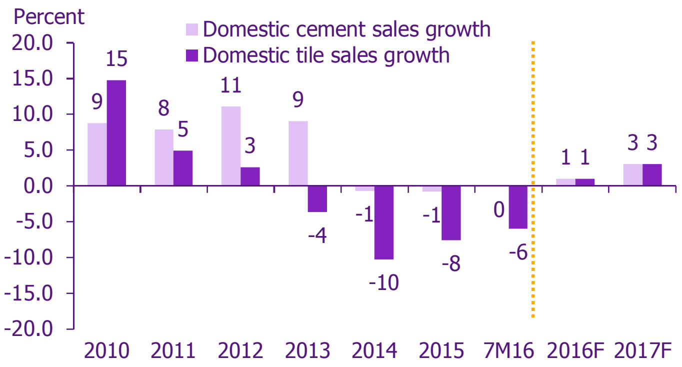
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: Public and private investments in 2016-17F



Source: SCB EIC and SCBS Investment Research

Figure 2: Local cement and ceramic tile demand growth in 2016-17F

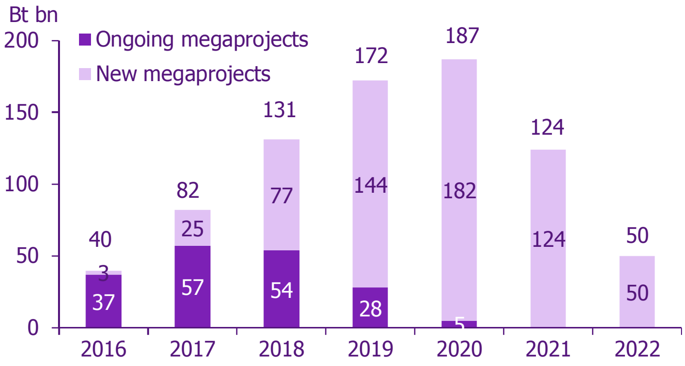


Source: BOT and SCBS Investment Research

Figure 3: Construction area permitted fell in 7M16

Source: BOT and SCBS Investment Research

Figure 4: The disbursement on the mega-projects will be doubled in 2017F and peaked in 2020F



Source: SCB EIC based on MOT and PDMO and SCBS Investment Research (Note* Disbursement in megaprojects excluding high speed train projects)

Figure 5: The government action plans on the ongoing and new mega projects

Projects	Total investment (Bt bn)	Progress
Ongoing megaprojects		
1.Dual track train: Chachoengsao-Klong 19 - Kaeng Khoi, Saraburi	11	
2.Dual track train: Thanon Jira Junction - Khon Kaen	26	
3.Urban Rail: Blue line extension: Bang Sue - Tha Phra and Hualampong - Bang Kae	52	
4.Urban Rail: South green line: Bearing - Samutprakarn	25	
5.Urban Rail: North green line: Mochit - Kukot	60	
6.Urban Rail: Redline: Bang Sue - Rangsit	80	
Subtotal	**254**	
New megaprojects		
1. Motorway: Pattaya - Maptaput	20	Already bid
2. Motorway: Bang Pa In - Nakorn Ratchasima	85	Already bid
3. Motorway: Bang Yai - Karnchanaburi	56	Already bid
4. Suvarnabhumi Airport	52	Already bid
5. Laem Chabang Seaport (SRTO & Ao port)	4	Already bid
6. Urban Rail: Orange line Thailand cultural center - Min Buri	110	On bidding process
7. Urban Rail: Pink line Kae Rai - Min Buri	57	On bidding process
8. Urban Rail: Yellow line Lad Prao - Sam Rong	55	On bidding process
9. Urban Rail: Blue line Bang Sue - Tha Phra & Hua Lampong - Bang Kae	22	On bidding process
10. Urban Rail: Red line: Bang Sue - Hua Mak & Hua Lampong	44	On bidding process
11. Urban Rail: Airport Rail Link: Bang Sue - Phayathai	31	Need cabinet approval
12. Dual track train: Prachuap Khiri Khan - Chumpon	17	On bidding process
13. Dual track train: Map Kabao - Jira junction	30	Need cabinet approval
14. Dual track train: Lop Buri - Pak Nampo	25	Need cabinet approval
15. Dual track train: Nakorn Phrathom - Hua Hin	20	Need cabinet approval
16. High Speed Rail: BKK - Hua Hin	95	Under feasibility study
17. High Speed Rail: BKK - Ra Yong	153	Under feasibility study
18. High Speed Rail: BKK - Nong Kai	170	Under feasibility study
19. High Speed Rail: BKK - Chiang Mai	530	Under feasibility study
Subtotal	**1,576**	
Grand total	**1,830**	

Source: SCB EIC based on MOT and PDMO and SCBS Investment Research

ยังอยู่ในช่วงปรับตัว

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

- **แนวโน้มอุตสาหกรรมชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์ยังคงถูกปกคลุมไปด้วยการปรับลดประมาณการของหลาย ๆ กลุ่มธุรกิจลงเมื่อไม่นานนี้ โดยเฉพาะธุรกิจ PC และสมาร์ทโฟน มีเพียงธุรกิจชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์สำหรับยานยนต์ที่มีแนวโน้มสดใส**
- **บริษัทหลายแห่งอยู่ในช่วงปรับตัว และแนวโน้มครึ่งหลังปี 59 ดูไม่น่าตื่นเต้นแม้เป็นไฮซีซั่น มีเพียง KCE ที่โดดเด่นออกมาเพราะบริษัทมีรายได้จากธุรกิจชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์สำหรับยานยนต์ที่มีแนวโน้มสดใส และกำไรจะทำจุดสูงสุดใหม่ในไตรมาส 3/59 แต่ปัจจัยเหล่านี้สะท้อนในราคาหุ้นแล้ว**
- **ยังไม่ถึงเวลาเข้าซื้อหุ้นกลุ่มชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์: แนะนำ Neutral หุ้นทุกตัวในกลุ่มนี้**

สรุปผลประกอบการไตรมาส 2/59: บริษัทผลิตชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์ส่วนใหญ่ในการวิเคราะห์ของเรารายงานกำไรลดลง YoY ในไตรมาส 2/59 โดย DELTA เป็นบริษัทที่รายงานผลประกอบการแย่ที่สุด (-20%) เพราะค่าใช้จ่าย R&D เพิ่มขึ้นมาก มีเพียง KCE ที่กำไรเติบโต โดยเพิ่มขึ้นถึง 53% YoY เพราะได้รับปัจจัยหนุนจากความต้องการชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์สำหรับยานยนต์ที่เพิ่มขึ้น และประสิทธิภาพการผลิตที่ดีขึ้นมาก โดยเฉพาะจากโรงงานใหม่ของบริษัท

แนวโน้มยังคลุมเครือ ประมาณการของอุตสาหกรรมถูกปรับลดลง แนวโน้มของอุตสาหกรรมชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์โดยรวมยังดูคลุมเครือ เนื่องจากกลุ่มธุรกิจใหญ่ๆ โดยเฉพาะ PC และสมาร์ทโฟนส์ มีแนวโน้มชะลอตัวลง ยอดจัดส่ง PC ทั่วโลกปรับตัวลดลงอย่างต่อเนื่องจากจุดสูงสุดในปี 2554 จนกระทั่งถึงไตรมาส 2/59 ที่ยอดจัดส่ง PC ทั่วโลกปรับตัวลดลง 5% YoY สู่ 64 ล้านเครื่อง International Data Corporation (IDC) (บริษัทวิจัยอุตสาหกรรม) คาดการณ์ว่ายอดจัดส่ง PC ทั่วโลกจะลดลง 7.2% ในปี 2559 และ 2.1% ในปี 2560 สำหรับตลาดสมาร์ทโฟน เมื่อไม่นานนี้ IDC ได้ปรับคาดการณ์ยอดจัดส่งในปี 2559 ลดลงเป็นครั้งที่สองในปีนี้ โดยประมาณการใหม่คาดว่ายอดจัดส่งจะเติบโต 1.6% (สู่ 1.46 พันล้านเครื่อง) หรือประมาณครึ่งหนึ่งของประมาณการเดิมที่คาดว่าจะเติบโต 3.1% และต่ำกว่าอัตราเติบโต 10.4% ในปี 2558 ซึ่งมีแนวโน้มที่จะเป็นปีสุดท้ายที่มีอัตราเติบโตเป็นตัวเลขสองหลักอย่างมาก การพัฒนาสมาร์ทโฟนมาถึงจุดที่ functions ในปัจจุบันดีมากจนทำให้เป็นการยากที่จะสร้างคุณลักษณะใหม่ๆ ที่ต้องมีบนสมาร์ทโฟน นอกจากนี้ยอดขายอุปกรณ์เซมิคอนดักเตอร์ทั่วโลกในช่วง 7 เดือนแรกปี 59 ก็ลดลง 5.8% YoY สู่ 1.84 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐด้วย

ธุรกิจชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์สำหรับยานยนต์ยังคงมีแนวโน้มที่สดใส อุปสงค์ชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์สำหรับยานยนต์ได้รับปัจจัยกระตุ้นจากการนำอุปกรณ์ที่เกี่ยวข้องกับความปลอดภัยมาใช้เพิ่มมากขึ้น เช่น อุปกรณ์ตัดระบบสตาร์ทเครื่องยนต์เมื่อคนขับมีระดับแอลกอฮอล์ในเลือดสูงเกินกว่าค่าที่กำหนดและระบบบันทึกข้อมูลอุบัติเหตุ, ระบบช่วยเหลือผู้ขับขี่ก้าวหน้า (ADAS), และรถยนต์ไฟฟ้า (EV) ทั้งนี้ *Global Market Insights Inc* คาดการณ์ว่ามูลค่าตลาดชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์สำหรับยานยนต์จะเพิ่มขึ้นจาก 1.85 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐในปี 2558 สู่ 3.53 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐภายในปี 2566 ด้วยอัตราเติบโตเฉลี่ยสะสม 8.4% ต่อปี KCE (ผู้ผลิต PCB สำหรับรถยนต์รายใหญ่อันดับห้าของโลก) มีแนวโน้มที่จะเป็นผู้ได้รับประโยชน์รายใหญ่ สำหรับรถยนต์ไฟฟ้าธุรกิจผลิตอุปกรณ์ชาร์จรถยนต์ไฟฟ้าของ DELTA จะทำให้บริษัทได้รับประโยชน์ในระยะยาว

อยู่ในช่วงปรับตัว: แนวโน้มครึ่งหลังปี 59 ดูไม่น่าตื่นเต้นมากนักแม้เป็นไฮซีซั่น แม้ในอดีตที่ผ่านมาครึ่งปีหลังถือเป็นช่วงไฮซีซั่นสำหรับอุตสาหกรรมชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์ โดยจุดสูงสุดอยู่ในไตรมาส 3 แต่แนวโน้มผลการดำเนินงานของอุตสาหกรรมชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์โดยรวม (อิงกับหุ้นภายใต้การวิเคราะห์ของเรา) ไม่น่าจะดีนัก เนื่องจากบริษัทในกลุ่มนี้อยู่ในช่วงของการปรับตัว DELTA ใช้จ่ายงบ R&D เพิ่มขึ้นอย่างมากเพื่อสร้างกระแสรายได้ในระยะยาว ธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับ PC ของ HANA ชะลอตัวลง SVI อยู่ในระยะแรกของการควบรวมกิจการที่ซื้อมา มีเพียง KCE ที่น่าจะรายงานกำไรเติบโตอย่างแข็งแกร่งในช่วงครึ่งหลังปี 59 โดยได้รับปัจจัยหนุนจากออเดอร์ที่ไหลเข้ามาจำนวนมากจากธุรกิจชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์สำหรับยานยนต์, การพัฒนาประสิทธิภาพการผลิตอย่างต่อเนื่อง โดยเฉพาะที่โรงงานใหม่ KCE-L บวกกับการขยายกำลังการผลิตเฟส 3 และการปรับปรุงโรงงาน KCE-Tech เพื่อเพิ่มประสิทธิภาพในช่วงครึ่งหลังปี 59

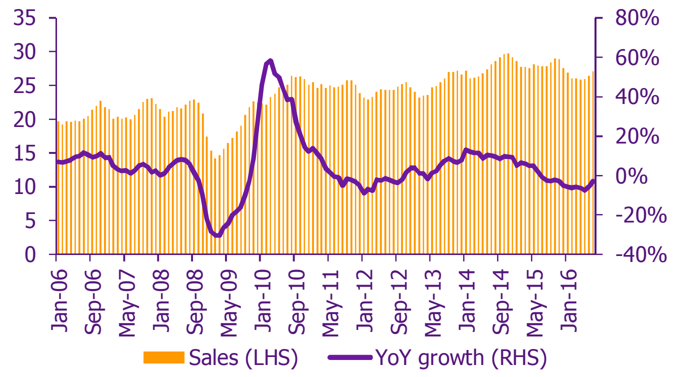
แนะนำ Neutral สำหรับหุ้นทุกตัว เนื่องจากบริษัทส่วนใหญ่ยังอยู่ในช่วงปรับตัวให้เข้ากับการเปลี่ยนแปลงที่เกิดขึ้นในกลุ่มชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์ และยังไม่สามารถระบุกรอบเวลาและงบลงทุนที่แน่นอนได้ ดังนั้นเราจึงเลือกที่จับตาดูสถานการณ์ต่อไปก่อน และแนะนำ Neutral สำหรับหุ้นทุกตัวในกลุ่มชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์ แม้เราชอบ KCE มากที่สุด เนื่องจากกำไรของบริษัทมีแนวโน้มเติบโตอย่างโดดเด่นและจะได้รับประโยชน์อย่างมากจากแนวโน้มที่สดใสของธุรกิจชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์สำหรับยานยนต์ แต่ปัจจัยเหล่านี้สะท้อนในราคาหุ้นที่เพิ่มขึ้น 19% ในช่วง 9 สัปดาห์ที่ผ่านมาไปเรียบร้อยแล้ว

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	78.25	74.0	(1.5)	15.5	15.3	14.7	14	1	4	3.2	2.9	2.7	22	20	19	4.0	4.0	4.1	10.5	10.3	9.4
HANA	Neutral	30.25	30.0	5.8	10.5	11.5	11.0	39	(9)	4	1.3	1.2	1.2	12	11	11	6.6	6.6	6.6	4.3	4.2	3.9
KCE	Neutral	101.50	106.0	6.6	26.6	18.9	14.7	25	41	29	7.4	5.8	4.6	31	34	35	1.5	2.2	2.8	20.4	14.8	11.9
SVI	Neutral	4.46	4.8	9.4	14.5	16.6	14.2	(5)	(13)	17	1.8	1.5	1.4	15	10	10	1.8	1.8	3.6	8.2	8.9	7.5
Average					**16.8**	**15.6**	**13.6**	**18**	**5**	**14**	**3.4**	**2.9**	**2.5**	**20**	**19**	**19**	**3.5**	**3.6**	**4.3**	**10.8**	**9.6**	**8.2**

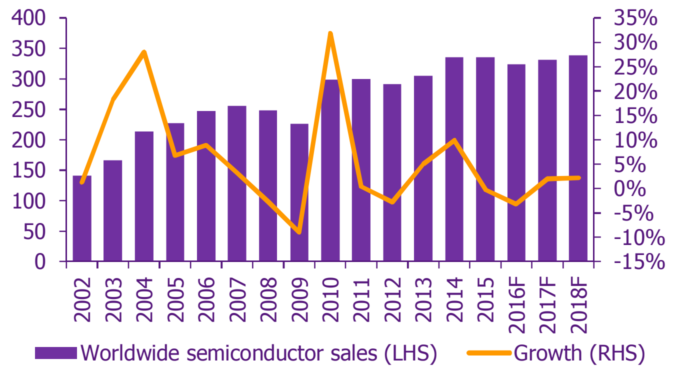
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: Worldwide semiconductor sales (US$bn)



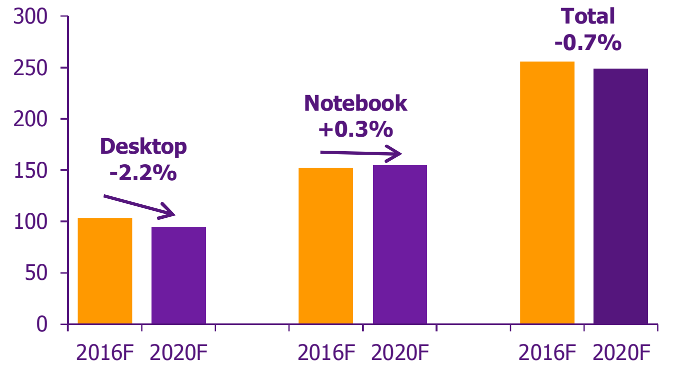
Source: SIA and WSTS

Figure 2: Worldwide semiconductor sales (US$bn)



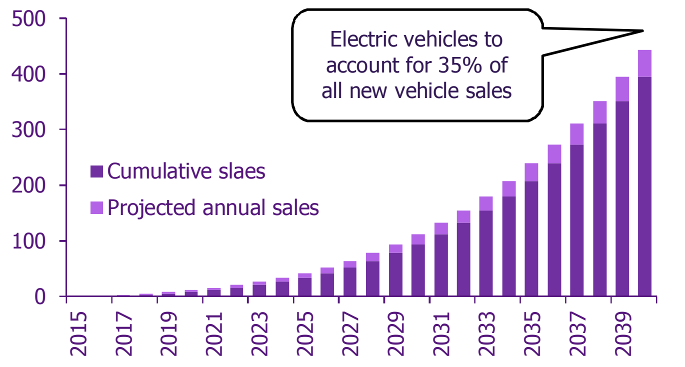
Source: SIA and WSTS

Figure 3: 5-year CAGR growth of worldwide PC shipments



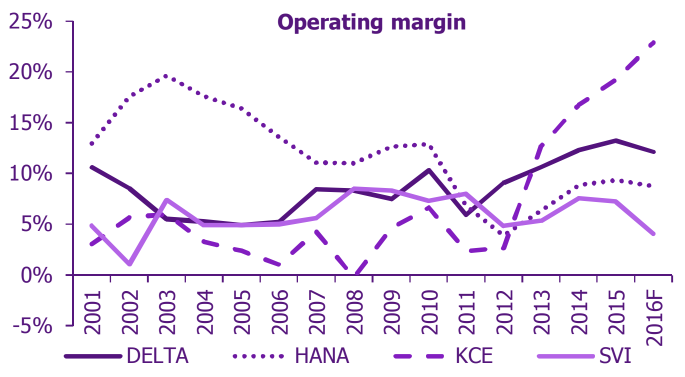
Source: SIA and WSTS

Figure 4: Electric vehicle projection (mn, units)



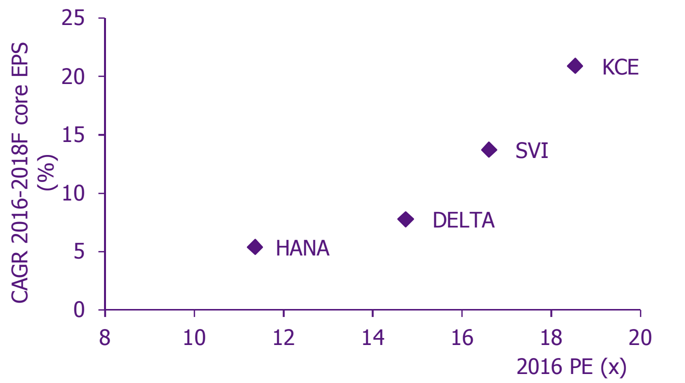
Source: SIA and WSTS

Figure 5: Worldwide semiconductor sales (US$bn)



Source: SIA and WSTS

Figure 6: CAGR 2016-2018F core EPS vs 2016 PE



Source: SCBS Research estimates

รายได้จะเติบโตแบบเร่งตัวขึ้น

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

- **ทั้ง AEONTS และ KTC จะมีรายได้ที่เติบโตแบบเร่งตัวขึ้น ต้นทุนเงินทุนลดลง และคุณภาพสินทรัพย์ปรับตัวดีขึ้น**
- **ชอบ AEONTS มากกว่า KTC เพราะ valuation ถูกกว่า และมีโอกาสเติบโตในระยะยาวดีกว่า**

AEONTS จะได้ประโยชน์จากรายได้เกษตรกรที่ฟื้นตัวดีขึ้น และการขึ้นค่าจ้าง เราคาดว่าปริมาณธุรกิจของ AEONTS จะปรับตัวเพิ่มขึ้นในช่วงครึ่งหลังของปีนี้ โดยได้รับปัจจัยหนุนจากรายได้เกษตรกรที่เริ่มฟื้นตัว และการขึ้นค่าจ้างขั้นต่ำ รายได้เกษตรกรกลับมามีอัตราเติบโตเป็นบวกในไตรมาส 2/59 ที่ 4.3% YoY หลังจากนั้นก็เติบโต 19% ในเดือน ก.ค. และเราคาดว่ารายได้เกษตรกรจะปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง เนื่องจากราคาพืชผลทางการเกษตรปรับตัวดีขึ้น ในส่วนของค่าจ้าง ณ เดือน ส.ค. ค่าจ้างขั้นต่ำใน 5 อุตสาหกรรมปรับเพิ่มขึ้นจาก 300 บาท/วัน สู่ 360-550 บาท/วัน เราคาดสินเชื่อจะเติบโตเพิ่มขึ้นจาก 7% ในปีบัญชี 2558 สู่ 9% ในปีบัญชี 2559 และ 10% ในปีบัญชี 2560

การใช้จ่ายผ่านบัตรเครดิตของ KTC เติบโตสูงกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่ม การใช้จ่ายผ่านบัตรเครดิตของ KTC ปรับตัวเพิ่มขึ้น 15.4% YoY ในช่วงครึ่งแรกปี 59 จาก 12% ในปี 2558 การใช้จ่ายผ่านบัตรเครดิตของ KTC ที่เติบโต 15.4% ในช่วงครึ่งแรกปี 59 สูงกว่าการใช้จ่ายผ่านบัตรเครดิตทั้งระบบที่เติบโต 8% อย่างมาก และสูงกว่าเป้าที่บริษัทวางไว้ทั้งปีที่ 15% การใช้จ่ายผ่านบัตรเครดิตของ KTC ชะลอตัวลงเล็กน้อยสู่ระดับที่เติบโต 12% ในเดือน ก.ค. แต่ยังสูงกว่าค่าเฉลี่ยทั้งระบบที่ 3.5% อย่างมาก

ต้นทุนเงินทุนและอัตราส่วนค่าเผื่อหนี้สงสัยจะสูญต่อสินเชื่อรวมลดลง ประโยชน์จากสภาวะอัตราดอกเบี้ยต่ำส่งผลทำให้ทั้ง KTC และ AEONTS มีต้นทุนเงินทุนต่ำสุดเป็นประวัติการณ์ในไตรมาส 2/59 การปรับอันดับความน่าเชื่อถือเพิ่มขึ้นเมื่อไม่นานนี้น่าจะช่วยหนุนให้ต้นทุนเงินทุนปรับลดลงอีกในช่วงครึ่งหลังปี 59 ทั้ง KTC และ AEONTS พบว่าคุณภาพสินทรัพย์ปรับตัวดีขึ้นในช่วงครึ่งแรกปี 59 เศรษฐกิจที่ฟื้นตัวดีขึ้นทำให้เราคาดว่า NPL ของสองบริษัทนี้จะลดลงอย่างต่อเนื่องในช่วงครึ่งหลังปี 59

พรีวิวผลประกอบการไตรมาส 2 ปีบัญชี 59 ของ AEONTS เราคาดการณ์กำไรสุทธิไตรมาส 2 ปีบัญชี 59 (พ.ค.-ส.ค.) ของ AEONTS ที่ 615 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 19% QoQ เพราะรายได้จะเติบโตแบบเร่งตัวขึ้น แต่ลดลง 16% YoY เพราะไม่มีกำไรพิเศษจากการขาย NPL เหมือนปีก่อน เมื่อเทียบ QoQ เราคาดว่าผลการดำเนินงานไตรมาส 2 ปีบัญชี 59 จะสะท้อนถึงสินเชื่อที่ขยายตัวเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง ต้นทุนเงินทุนที่ลดลงอีก และอัตราส่วนค่าเผื่อหนี้สงสัยจะสูญต่อสินเชื่อรวมในระดับทรงตัว

AEONTS คาดว่าสัดส่วนรายได้จากบริษัทย่อยใน CLMV จะปรับตัวเพิ่มขึ้น AEONTS คาดว่ารายได้จากบริษัทย่อยในกลุ่มประเทศ CLMV จะเพิ่มขึ้นถึง 47% สู่ 516 ล้านบาท (3% ของรายได้ทั้งหมด) ในปีบัญชี 2559 และเพิ่มขึ้น 44% สู่ 741 ล้านบาท (4% ของรายได้ทั้งหมด) ในปีบัญชี 2560 บริษัทตั้งเป้าเพิ่มสัดส่วนรายได้จากบริษัทย่อยในกลุ่มประเทศ CLMV เป็น 10% ภายในปีบัญชี 2563 จาก 2% ในปีบัญชี 2558 บริษัทย่อยในกัมพูชาเริ่มดำเนินงานธุรกิจบัตรเครดิตในปีนี้ และบริษัทย่อยในเมียนมารายงานกำไร 11 ล้านบาทในปีบัญชี 2558 และจะขยายสินเชื่อได้เพิ่มขึ้นอย่างมากในระยะ 2-3 ปีข้างหน้า เนื่องจากตอนนี้บริษัทสามารถใช้เงินกู้จากธนาคารเป็นแหล่งเงินทุนอีกทางหนึ่ง หลังจากรัฐบาลเมียนมาออกใบอนุญาตธนาคารแก่ธนาคารต่างชาติ นอกจากนี้บริษัทย่อยในลาวก็จะพลิกมาทำกำไรในปีบัญชี 2560 ด้วย

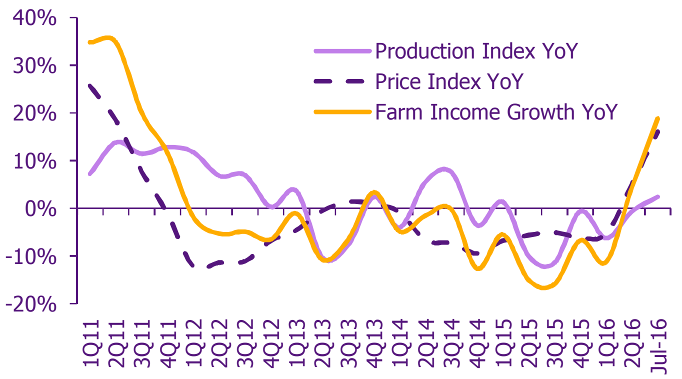
ชอบ AEONTS มากกว่า KTC เราชอบ AEONTS มากกว่า KTC เพราะ AEONTS มี valuation ถูกกว่า และมีโอกาสเติบโตในระยะยาวมากกว่า KTC โดยได้รับปัจจัยหนุนจากบริษัทย่อยในตลาด CLMV และค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานของ AEONTS จะเติบโตน้อยกว่า KTC

Valuation Summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)		
					15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F
AEONTS	Buy	98.50	120.0	25.5	10.1	9.7	8.4	1	4	15	2.0	1.8	1.6	22	20	20	3.5	3.6	4.2
KTC	Neutral	138.00	113.0	(15.4)	17.2	14.9	13.0	18	15	14	4.1	3.5	3.0	26	25	24	2.4	2.7	3.1
Average					**13.6**	**12.3**	**10.7**	**10**	**10**	**15**	**3.1**	**2.6**	**2.3**	**24**	**22**	**22**	**2.9**	**3.2**	**3.6**

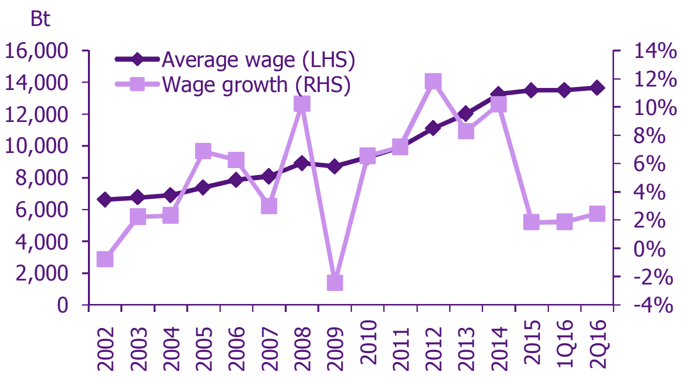
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: Farm income



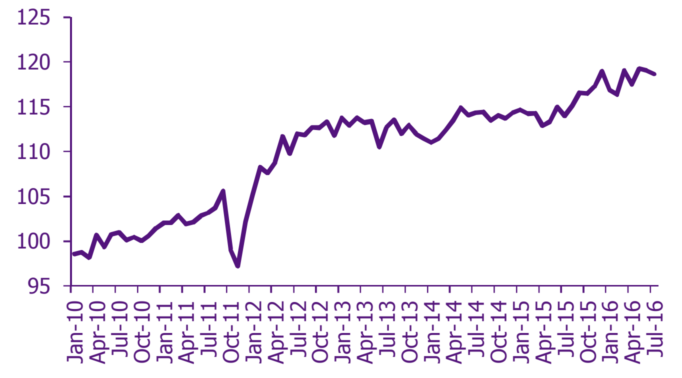
Source: NESDB, BoT and SCBS Investment Research

Figure 2: Average wage



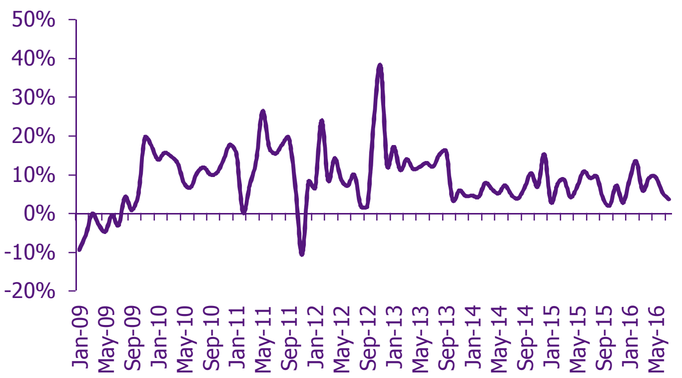
Source: BoT and SCBS Investment Research

Figure 3: Private consumption index



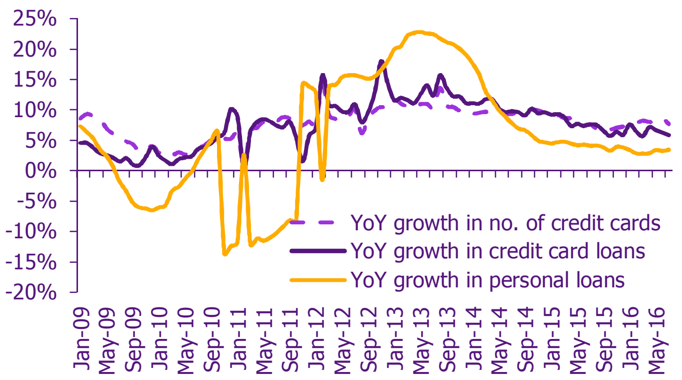
Source: BoT and SCBS Investment Research

Figure 4: YoY growth in monthly credit card spending



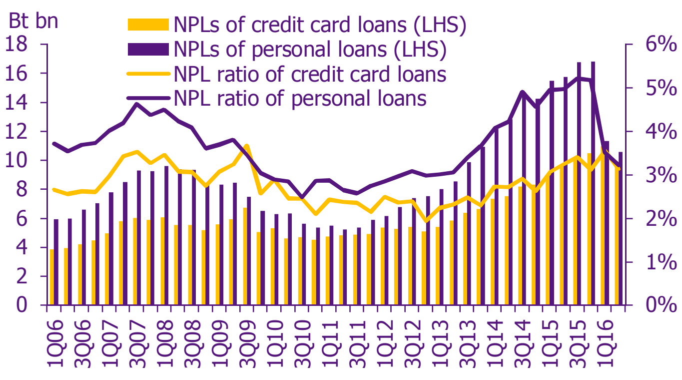
Source: BoT and SCBS Investment Research

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

ธุรกิจไก่ที่ปรับตัวดีขึ้นเป็นปัจจัยบวกเพิ่มเติม

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

- **ราคาหมูสูง ต้นทุนอาหารสัตว์ต่ำ และธุรกิจกุ้งที่ฟื้นตัวดีขึ้น เป็นปัจจัยที่ช่วยสนับสนุนผลการดำเนินงานของกลุ่มอาหารในปี 2559 ถึงปัจจุบัน**
- **ตอนนี้มีปัจจัยกระตุ้นระยะสั้นเพิ่มเติมจากธุรกิจไก่ที่ปรับตัวดีขึ้นในช่วง 2 เดือนที่ผ่านมา**
- **Top picks ของเรา คือ CPF และ GFPT**

อุตสาหกรรมสัตว์บก ในไตรมาส 3/59 ถึงปัจจุบัน ส่วนต่างราคาหมูและไก่กับต้นทุนอาหารสัตว์ปรับตัวเพิ่มขึ้น 9% YoY และ 2% YoYตามลำดับ โดยได้รับปัจจัยหนุนจากราคาผลิตภัณฑ์ที่ดีขึ้นอันเป็นผลมาจากการปรับอุปทานและต้นทุนอาหารสัตว์ที่ลดลง ราคาไก่เพิ่มขึ้นสู่ 38 บาท/กก. (+2% YoY) ในขณะที่ราคาหมูทรงตัวอยู่ที่ 70 บาท/กก. (ทรงตัว YoY) สำหรับต้นทุนอาหารสัตว์ ต้นทุนข้าวโพดลดลงสู่ 9 บาท/กก. (-11% YoY) และต้นทุนถั่วเหลืองเพิ่มขึ้นสู่ 18 บาท/กก. (+8% YoY)

<u>ธุรกิจไก่ (CPF และ GFPT)</u> ราคาลูกไก่ที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างมากจาก 12 บาทในช่วง 7 เดือนแรกปี 59 สู่ 17 บาทในเดือน ส.ค. (+40% YoY) และ 19 บาท (+50% YoY) ในช่วงต้นเดือน ก.ย. เป็นเครื่องชี้นำว่าสถานการณ์อุปทานตึงตัวจะเกิดขึ้นอย่างต่อเนื่อง โดยมีสาเหตุมาจาก: 1) ผลกระทบต่ออุปทานจากการเปลี่ยนแปลงของสภาพอากาศ เช่น ฝนตกหนัก และน้ำท่วม; 2) การขาดแคลนพ่อแม่พันธุ์ไก่ หลังจากเกิดการแพร่ระบาดของโรคไข้หวัดนกในสหรัฐฯ; 3) อุปสงค์ที่เพิ่มขึ้นจากญี่ปุ่นซึ่งมีความต้องการผลิตภัณฑ์ไทยคุณภาพสูงเพิ่มมากขึ้นสืบเนื่องจากความกังวลเกี่ยวกับความปลอดภัยด้านอาหาร ทั้งนี้เนื่องจากการปรับอุปทานต้องใช้เวลา บริษัทที่ประกอบธุรกิจไก่จึงคาดว่าสถานการณ์อุปทานจะตึงตัวต่อไปอีก 3-6 เดือนข้างหน้า ซึ่งหมายความว่าราคาไก่ในช่วงครึ่งหลังปี 59 น่าจะดีกว่าช่วงครึ่งแรกปี 59

<u>ธุรกิจหมู (CPF)</u> ในขณะที่ฤดูฝนส่งผลทำให้ราคาหมูปรับตัวลดลงเล็กน้อย แต่ราคาจะยังอยู่ในระดับสูงต่อไปอย่างน้อยจนถึงสิ้นปี 2559 เพราะอุปทานหมูในจีนและตลาดภูมิภาคตึงตัวมากขึ้น

<u>ต้นทุนอาหารสัตว์ (CPF และ GFPT)</u> บริษัทที่ประกอบธุรกิจผลิตอาหารสัตว์ไม่ได้กังวลเกี่ยวกับต้นทุนอาหารสัตว์ เนื่องจากคาดการณ์ถึงอุปทานจำนวนมากในฤดูกาลเก็บเกี่ยวที่กำลังจะมาถึง ซึ่งจะทำให้ต้นทุนอาหารสัตว์ทรงตัวอยู่ในระดับต่ำในช่วงครึ่งหลังปี 59 ถึงปี 2560 บริษัทเหล่านี้ล็อคต้นทุนวัตถุดิบไว้ล่วงหน้า 3-4 เดือน

อุตสาหกรรมสัตว์น้ำ <u>ธุรกิจกุ้ง (CPF และ TU):</u> ในไตรมาส 3/59 ถึงปัจจุบัน ราคากุ้งปรับตัวเพิ่มขึ้นสู่ 178 บาท/กก. +13% YoY โรคกุ้ง (EHP และโรคขี้ขาว) ในอินเดียและเวียดนามทำให้ผลผลิตกุ้งมีจำกัด และในจีนเกษตรกรผู้เลี้ยงกุ้งที่สูญเสียผลผลิตกุ้งไปเพราะโรค EMS ยังไม่กลับมาทำฟาร์มกุ้ง ราคาที่ดีขึ้นและอัตราการรอดชีวิตที่สูงขึ้นของกุ้งจากการใช้เทคโนโลยีใหม่ในการทำฟาร์มกุ้งเพื่อป้องกันโรค EMS น่าจะช่วยสนับสนุนให้มีผลผลิตกุ้งไทยออกสู่ตลาดเพิ่มขึ้นสู่ 300,000 ตัน (+15% YoY) ในปี 2559

<u>ธุรกิจทูน่า (TU):</u> ในไตรมาส 3/59 ถึงปัจจุบัน ราคาทูน่ามีเสถียรภาพมากขึ้นที่ 1,425 ดอลลาร์สหรัฐ/ตัน (ทรงตัว YoY และ -5% QoQ) ดังนั้นจะมีผลกระทบเพียงเล็กน้อยต่ออัตรากำไรและปริมาณขายทูน่า <u>ธุรกิจแซลมอน (TU):</u> ราคาแซลมอนปรับขึ้นกว่า 40% YoY ในช่วงครึ่งแรกปี 59 เนื่องจากปรากฏการณ์การเจริญเติบโตอย่างรวดเร็วของสาหร่าย (algae bloom) ส่งผลกระทบต่อการผลิตแซลมอนในชิลี (ผู้ผลิตแซลมอนรายใหญ่อันดับสองของโลก) ทั้งนี้ในไตรมาส 3/59 ถึงปัจจุบัน ราคาแซลมอนลดลงมาบ้างแล้วจากจุดสูงสุดในเดือน ก.ค. เพราะอุปทานทั่วโลกปรับตัวเพิ่มขึ้น แต่ราคายังอยู่ในระดับสูงเมื่อเทียบกับปีก่อน (+40% YoY) สำหรับ TU ต้นทุนวัตถุดิบที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็วและการกำหนดราคาภายใต้สัญญา OEM ระยะยาว ส่งผลทำให้บริษัทรายงานขาดทุนจากธุรกิจแซลมอนแช่เย็นจำนวน 370 ล้านบาทในช่วงครึ่งแรกปี 59 (15% ของกำไร) TU ได้ดำเนินการเจรจาเพื่อปรับราคาของสัญญามาตั้งแต่กลางปี 2559 โดยหวังว่าจะทำให้ธุรกิจนี้มีผลขาดทุนลดน้อยลงหรือถึงจุดคุ้มทุนในช่วงครึ่งหลังปี 59

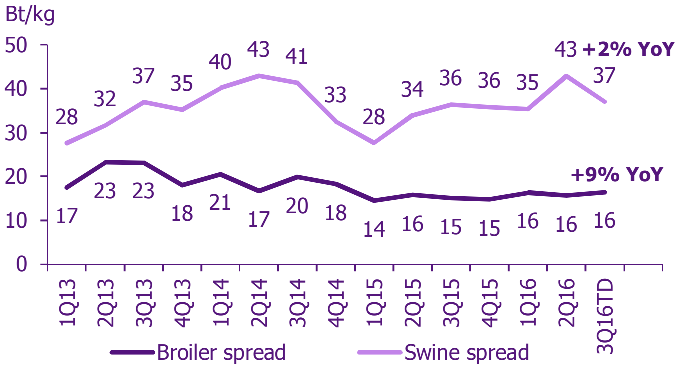
Top picks: CPF และ GFPT ผลการดำเนินงานของกลุ่มอาหารมีแนวโน้มปรับตัวดีขึ้นในไตรมาส 3/59 โดยได้รับปัจจัยหนุนจากช่วงไฮซีซั่น, ธุรกิจสัตว์บกที่แข็งแกร่งมากขึ้น (ธุรกิจไก่ดีขึ้น และธุรกิจหมูแข็งแกร่ง), และธุรกิจสัตว์น้ำที่ปรับตัวดีขึ้น (นำโดยธุรกิจกุ้ง) เราชอบ CPF มากที่สุด เนื่องจากบริษัทมีแนวโน้มรายงานกำไรไตรมาส 3/59 ดีที่สุดในกลุ่มอาหาร (เพิ่มขึ้น YoY และ QoQ เพราะธุรกิจสัตว์บกและธุรกิจสัตว์น้ำปรับตัวดีขึ้น) และมีแนวโน้มที่จะรายงานกำไรโดดเด่นที่สุดในไตรมาส 4/59 (เพิ่มขึ้น YoY เพราะธุรกิจสัตว์บกและธุรกิจสัตว์น้ำปรับตัวดีขึ้น แต่ลดลง QoQ จากปัจจัยฤดูกาล) นอกจากนี้เราก็ชอบ GFPT เนื่องจากมีแนวโน้มรายงานกำไรไตรมาส 3/59 ที่แข็งแกร่ง เพราะธุรกิจสัตว์บกปรับตัวดีขึ้น และส่วนแบ่งกำไรแข็งแกร่ง

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	32.00	40.0	28.0	92.8	17.6	15.0	(63)	427	18	1.4	1.3	1.2	2	8	8	2.3	3.0	3.3	19.9	11.6	11.1
GFPT	Buy	14.80	16.0	10.2	15.6	13.2	11.7	(32)	18	13	2.0	1.8	1.6	13	14	14	1.7	2.1	2.4	10.4	9.3	8.4
TU	Buy	21.60	25.0	18.9	18.5	15.7	13.7	(3)	18	14	2.1	2.0	1.8	12	13	14	2.9	3.2	3.6	12.5	11.0	9.9
Average					**42.3**	**15.5**	**13.5**	**(33)**	**154**	**15**	**1.8**	**1.7**	**1.5**	**9**	**12**	**12**	**2.3**	**2.8**	**3.1**	**14.2**	**10.6**	**9.8**

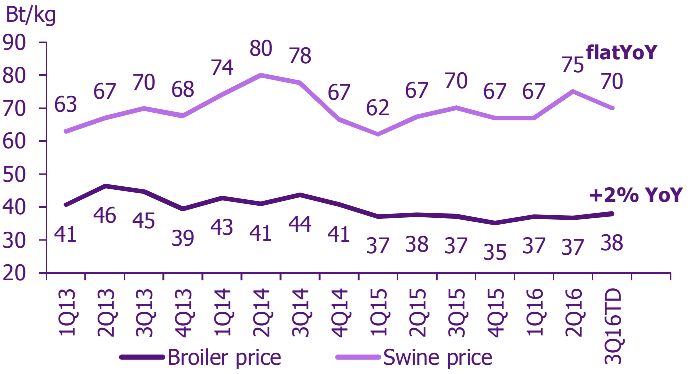
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: In 3Q16TD, broiler and swine spreads widened



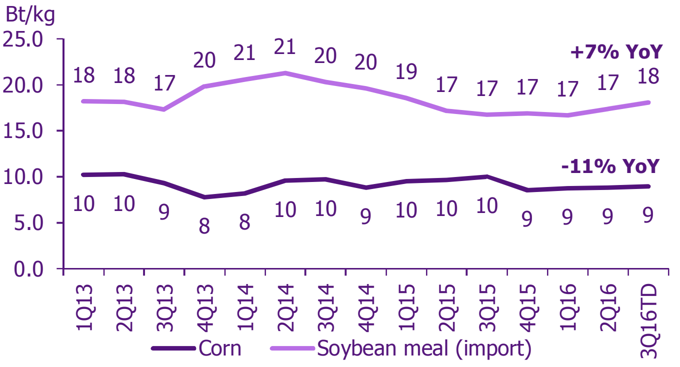
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 2: In 3Q16TD, broiler price turned to rise YoY, while swine price was stable YoY



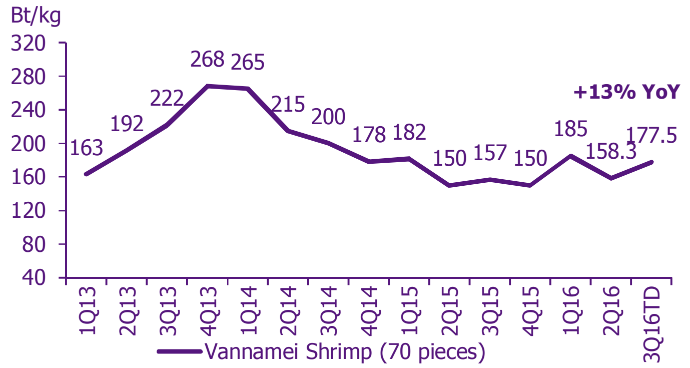
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 3: In 3Q16TD, blended feed costs slid YoY (lower corn costs outpacing the higher soybean meal costs)



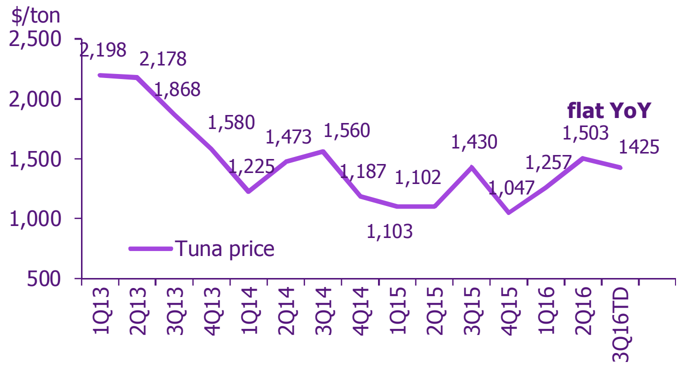
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 4: Shrimp price on the upward trend in 3Q16TD



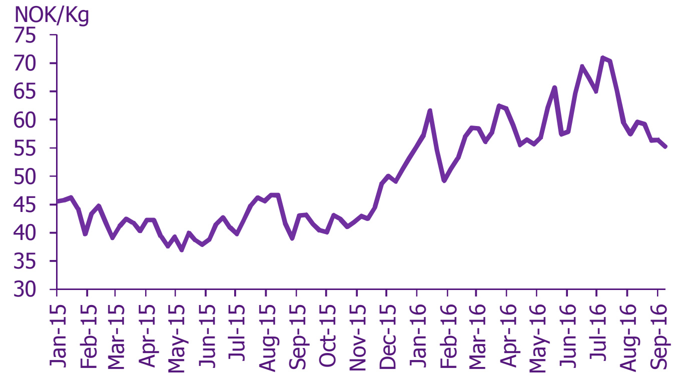
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 5: Tuna price turned to be stable in 3Q16TD



Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 6: Despite dropping from peak in July, salmon price stayed high compared to last year in 3Q16TD



Source: Bloomberg and SCBS Investment Research

รพ.ที่เน้นตลาดระดับกลางถึงล่างจะได้ประโยชน์จากเศรษฐกิจฟื้นตัว

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

- **ไตรมาส 3/59 ถึงปัจจุบันไม่ใช่ไตรมาสที่ดีนักสำหรับกลุ่มการแพทย์ โดยกลุ่มการแพทย์ปรับตัวลดลง 6% (BDMS -6%, BH -4% และ BCH -3%) เทียบกับ SET ที่ +3%**
- **ปัจจัยบวกข้างหน้า คือ ผลการดำเนินงานที่ดีขึ้นในช่วงครึ่งหลังปี 59: ในสถานการณ์ที่เศรษฐกิจปรับตัวดีขึ้น เราคาดว่าโรงพยาบาลที่มีผู้มีรายได้ปานกลางถึงต่ำเป็นกลุ่มเป้าหมาย (BCH, BDMS) จะได้ประโยชน์มากกว่าโรงพยาบาลที่มีผู้มีรายได้สูงเป็นกลุ่มเป้าหมาย (BH)**
- **Top pick ของเรา คือ BCH เพราะกำไรมีแนวโน้มเติบโตอย่างแข็งแกร่ง และมีสัดส่วนรายได้จากผู้ป่วยที่มีรายได้ปานกลางถึงต่ำในระดับสูง**

สรุปผลการดำเนินงานไตรมาส 2/59: BCH โดดเด่นที่สุด BCH รายงานกำไรปกติไตรมาส 2/59 เติบโตสูงที่สุดตามคาดที่ 59% YoY และทรงตัว QoQ กำไรในระดับทรงตัว QoQ น่าประทับใจ เนื่องจากแตกต่างไปจากแนวโน้มเดิมที่กำไรปรับตัวลดลง QoQ ตามฤดูกาล โดยเกิดจากผลขาดทุนที่ลดลงที่ World Medical Center (WMC) และรายได้ที่สูงขึ้นจากบริการผู้ป่วยประกันสังคม กำไรปกติของ BDMS เติบโต 8% YoY (แต่ลดลง 33% QoQ) โดยได้รับปัจจัยหนุนจากรายได้ที่สูงขึ้นและดอกเบี้ยจ่ายที่ลดลง BH เป็นบริษัทที่รายงานผลการดำเนินงานอ่อนแอที่สุด เนื่องจากกำไรปกติของบริษัทเติบโตเพียง 1% YoY (แต่ลดลง 13% QoQ) โดยเกิดจากรายได้ระดับต่ำเพราะปริมาณผู้ป่วยต่างชาติลดลง โดยเฉพาะผู้ป่วยจากตะวันออกกลางในช่วงรอมฎอน

ผลการดำเนินงานจะปรับตัวดีขึ้นในช่วงครึ่งหลังปี 59 ปัจจัยบวกสำหรับกลุ่มการแพทย์ คือ ผลการดำเนินงานที่คาดว่าจะปรับตัวดีขึ้นในช่วงครึ่งหลังปี 59 (ไตรมาส 3/59 จะดีกว่าไตรมาส 4/59 จากปัจจัยฤดูกาล) ทั้งนี้ในจำนวนหุ้นกลุ่มการแพทย์ที่อยู่ภายใต้การวิเคราะห์ของเรา เราชอบ BCH มากที่สุด เพราะการดำเนินงานแข็งแกร่งมากขึ้น โดยรายได้มีอัตราเติบโต YoY เป็นตัวเลขสองหลักอย่างต่อเนื่องนับตั้งแต่ต้นไตรมาส 3/59 ถึงปัจจุบัน (เทียบกับ +13% YoY ในไตรมาส 2/59) สูงกว่า BDMS (+9-10%) และ BH (เติบโตเป็นตัวเลขหลักเดียว)

เศรษฐกิจที่ปรับตัวดีขึ้นจะส่งผลดีต่อโรงพยาบาลที่เน้นให้บริการผู้ป่วยที่มีรายได้ปานกลางถึงต่ำ แม้การรักษาพยาบาลเป็นสิ่งจำเป็น แต่ผู้ป่วยที่มีรายได้ปานกลางถึงต่ำจะมีความอ่อนไหวต่อภาวะเศรษฐกิจมากกว่าผู้ป่วยที่มีรายได้สูง โดยผู้ป่วยกลุ่มนี้มีแนวโน้มที่จะเลื่อนการรักษาโรคที่ไม่รุนแรงออกไปในช่วงที่เศรษฐกิจชะลอตัว ในขณะที่ผู้ป่วยที่มีรายได้สูงจะมีความอ่อนไหวต่อภาวะเศรษฐกิจน้อยกว่า ดังนั้นในสถานการณ์ที่เศรษฐกิจของประเทศไทยปรับตัวดีขึ้นดังเห็นได้จากดัชนีรายได้เกษตรกรที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นถึง 19% YoY ในเดือน ก.ค. โดยเพิ่มขึ้น 4 เดือนติดต่อกัน เราคาดว่าโรงพยาบาลที่มีผู้มีรายได้ปานกลางถึงต่ำเป็นกลุ่มเป้าหมาย (BCH, BDMS) จะได้ประโยชน์มากกว่าโรงพยาบาลที่มีผู้มีรายได้สูงเป็นกลุ่มเป้าหมาย (BH) ทั้งนี้จากการประเมินของเรา BCH มีสัดส่วนรายได้จากกลุ่มผู้ป่วยที่มีรายได้ปานกลางถึงต่ำสูงที่สุดที่ ~93% ของรายได้ทั้งหมด ตามมาด้วย BDMS ที่ ~50% ในขณะที่ BH มีสัดส่วนรายได้จากผู้ป่วยที่มีรายได้ปานกลางถึงต่ำน้อยมาก เนื่องจากบริษัทเน้นให้บริการผู้ป่วยที่มีรายได้สูงและผู้ป่วยต่างชาติเป็นหลัก

BCH เป็น top pick ของเรา ตั้งแต่ต้นไตรมาส 3/59 ถึงปัจจุบัน เราพบว่ากลุ่มการแพทย์ปรับตัวลดลงมาก โดยลดลง 6% (BDMS -6%, BH -4% และ BCH -3%) เทียบกับ SET ที่ +3% เรามองว่าราคาที่ลดลงเปิดโอกาสให้เข้าซื้อสะสม BCH ซึ่งเป็น top pick ของเราในกลุ่มการแพทย์ BCH กำลังเคลื่อนเข้าสู่วัฏจักรการเติบโตของกำไรรอบใหม่ โดยกำไรปกติจะเติบโตเฉลี่ย 20% ต่อปีในปี 2559-61 (สูงกว่าระดับ 15% สำหรับ BDMS และ 13% สำหรับ BH) เนื่องจาก WMC จะเปลี่ยนจากตัวถ่วงมาเป็นตัวกระตุ้นโดยจะสร้างกำไรได้ในปี 2561 นอกจากนี้ BCH ก็มีแนวโน้มที่จะได้รับประโยชน์มากที่สุดจากเศรษฐกิจที่ฟื้นตัวดีขึ้นด้วย

Valuation Summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x) 15A	P/E (x) 16F	P/E (x) 17F	EPS growth (%) 15A	EPS growth (%) 16F	EPS growth (%) 17F	P/BV (x) 15A	P/BV (x) 16F	P/BV (x) 17F	ROE (%) 15A	ROE (%) 16F	ROE (%) 17F	Div. Yield (%) 15A	Div. Yield (%) 16F	Div. Yield (%) 17F	EV/EBITDA (x) 15A	EV/EBITDA (x) 16F	EV/EBITDA (x) 17F
BDMS	Buy	22.50	27.0	21.3	45.2	39.4	33.9	8	15	16	6.2	6.1	5.6	15	16	17	1.1	1.3	1.5	26.4	23.6	20.7
BCH	Buy	12.00	14.0	17.4	56.7	45.2	37.3	1	26	21	6.1	5.7	5.2	11	13	15	0.6	0.8	0.9	22.4	19.5	17.2
BH	Sell	174.50	190.0	10.3	37.5	35.5	32.0	26	6	11	11.6	10.5	9.2	28	26	26	1.3	1.4	1.6	23.1	22.0	19.8
Average					**46.5**	**40.1**	**34.4**	**12**	**15**	**16**	**7.9**	**7.4**	**6.7**	**18**	**18**	**19**	**1.0**	**1.1**	**1.3**	**24.0**	**21.7**	**19.2**

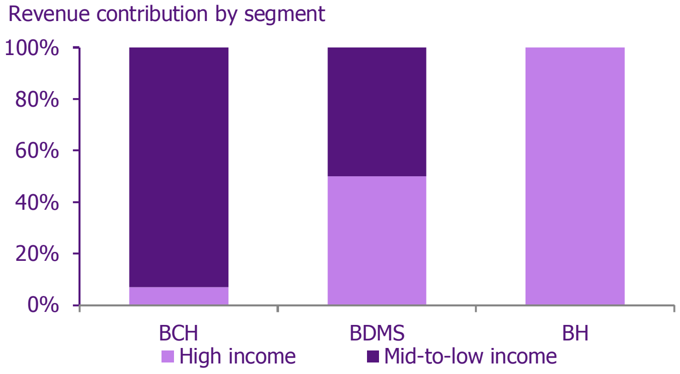
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: 2Q16 earnings review

Core earnings (Bt mn)	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	% YoY	% QoQ
BCH	98	144	191	156	156	59.2	0.4
BDMS	1,491	1,879	1,993	2,406	1,607	7.8	(33.2)
BH	836	831	760	972	848	1.4	(12.8)
Sector	**2,426**	**2,854**	**2,944**	**3,534**	**2,612**	**7.7**	**(26.1)**

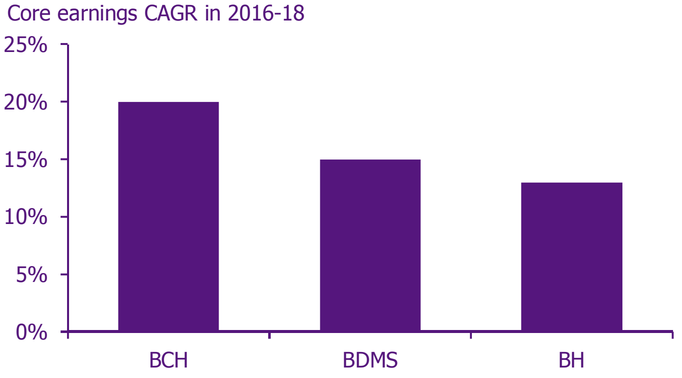
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 2: Revenue contribution by segment



Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 3: BCH to deliver the strongest earnings



Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 4: Regional valuation comparison

		PE (x)			EPS Growth (%)			PBV (x)			Div. Yield (%)			ROE (%)			EV/EBITDA (x)		
Ticker	Country	16F	17F	18F	16F	17F	18F	16F	17F	18F	16F	17F	18F	16F	17F	18F	16F	17F	18F
Bangkok Chain Hospital *	Thailand	45.2	37.3	31.3	25.5	21.3	19.1	5.7	5.2	4.7	0.8	0.9	1.1	13.0	14.5	15.7	19.5	17.2	15.4
Bangkok Dusit Medical*	Thailand	39.4	33.9	29.8	14.7	16.2	14.0	6.1	5.6	5.1	1.3	1.5	1.7	15.6	17.2	17.9	23.6	20.7	18.4
Bumrungrad Hospital*	Thailand	35.5	32.0	28.0	5.5	11.1	14.2	8.8	7.7	6.9	1.4	1.6	1.8	26.0	25.7	26.0	22.0	19.8	17.2
Chularat Hospital	Thailand	44.6	37.9	31.0	16.3	17.5	22.4	8.5	7.8	6.8	1.4	1.6	2.0	19.1	21.1	22.9	30.5	25.3	21.0
Ladprao General Hospital	Thailand	37.4	31.8	28.1	38.2	17.9	13.0	4.1	3.9	3.8	1.9	2.2	2.7	11.0	12.4	14.4	23.1	19.3	15.3
Vibhavadi Medical Center	Thailand	35.3	33.2	31.3	36.8	6.3	5.9	5.8	5.6	4.9	1.4	1.4	1.8	14.7	15.0	15.8	26.1	23.6	21.4
KPJ Healthcare Bhd	Malaysia	31.1	27.2	24.3	6.6	14.4	11.9	2.9	2.7	2.5	1.7	1.9	2.2	9.7	10.1	11.3	15.5	13.3	12.3
IHH Healthcare Bhd	Malaysia	52.7	43.1	34.7	6.3	22.3	24.3	2.3	2.2	2.2	0.5	0.6	0.8	4.4	5.2	6.4	23.9	20.7	17.6
Raffles Medical Group	Singapore	36.3	31.8	27.7	3.7	14.3	14.6	4.0	3.7	3.4	1.3	1.4	1.6	11.7	12.3	13.5	25.5	22.3	19.2
Apollo Hospitals Enterpris	India	51.6	41.2	31.9	-0.7	25.2	29.4	5.1	4.7	4.2	0.5	0.6	0.8	10.0	11.5	13.9	24.1	20.5	17.1
Ramsay Health Care	Australia	31.6	28.1	25.2	15.3	12.5	11.4	7.5	6.7	6.0	1.6	1.8	2.1	24.1	24.0	23.8	14.5	13.4	12.4
Ryman Healthcare	New Zealand	26.7	23.0	19.7	-2.2	15.8	17.0	3.3	2.9	2.6	1.9	2.2	2.5	13.3	13.4	14.0	21.2	19.7	17.3
	Average	**39.0**	**33.4**	**28.6**	**13.8**	**16.2**	**16.4**	**5.3**	**4.9**	**4.4**	**1.3**	**1.5**	**1.7**	**14.4**	**15.2**	**16.3**	**22.4**	**19.6**	**17.0**

Source: Bloomberg and SCBS Investment Research
*SCBS estimates

เริ่มเห็นแสงสว่างที่ปลายอุโมงค์

สิริการย์ กฤษฎิ์นิพัทธ์
นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน
ด้านหลักทรัพย์
0-2949-1020
sirikarn.krisnipat@scb.co.th

- **ยอดขายที่ดินนิคมฯ และสัญญาเช่า RBF ใหม่ยังชะลอตัวในช่วงครึ่งแรกปี 59 ส่งสัญญาณถึงความเสี่ยงต่อประมาณการปี 2559; RBW น่าจะได้ตามเป้าจากการเซ็นสัญญาล็อตใหญ่**
- **EEC จะช่วยกระตุ้นการลงทุนรอบใหม่ซึ่งจะส่งผลให้อุปสงค์อสังหาริมทรัพย์เพื่อการอุตสาหกรรมเพิ่มขึ้น ผู้ได้รับประโยชน์ คือ AMATA TICON และ WHA**
- **การลงทุนในเวียดนามยังดีต่อเนื่อง โดยยอดจดทะเบียน FDI เพิ่มขึ้นถึง 105% YoY; AMATA AMATAV และ WHA มีโครงการในเวียดนาม**

ยอดขายที่ดินนิคมอุตสาหกรรมปรับตัวดีขึ้นในไตรมาส 2/59 CBRE รายงานยอดขายที่ดินนิคมอุตสาหกรรมเติบโตแบบก้าวกระโดด QoQ จากเพียง 113 ไร่ในไตรมาส 1/59 สู่ 516 ไร่ในไตรมาส 2/59 (ยอดขายช่วงครึ่งแรกปี 59 อยู่ที่ 629 ไร่) สอดคล้องกับยอดอนุมัติส่งเสริมการลงทุนของบีโอไอที่เพิ่มขึ้น 170% QoQ สู่ 2.96 แสนล้านบาท HEMRAJ มีส่วนแบ่งตลาด 56% AMATA 36% และบริษัทอื่นๆ 8% เนื่องจากยอดขายที่ดินนิคมอุตสาหกรรมในช่วงครึ่งแรกปี 59 คิดเป็นสัดส่วนเพียง 24% ของประมาณการทั้งปีของเรา ดังนั้นยอดขายที่ดินนิคมอุตสาหกรรมจึงมีความเสี่ยงที่จะต่ำกว่าคาด การทำยอดขายได้สำเร็จตามเป้าจะขึ้นอยู่กับดีลขายที่ดินล็อตใหญ่ สัญญาณบวกสำหรับช่วงครึ่งหลังปี 59 คือ บีโอไอปรับเป้ายอดขอรับการส่งเสริมการลงทุนเพิ่มขึ้น 18% สู่ 5.5 แสนล้านบาทในปีนี้ สะท้อนถึงสถานการณ์การลงทุนที่ดีขึ้น ยอดขอรับการส่งเสริมการลงทุนในช่วง 7 เดือนแรกปี 59 คิดเป็น 58% ของเป้าที่ปรับใหม่

โรงงานและคลังสินค้าสำเร็จรูป เมื่ออิงกับข้อมูลจาก CBRE พบว่าอุปสงค์คลังสินค้าสำเร็จรูป (RBW) ปรับตัวเพิ่มขึ้น 6% ในช่วงครึ่งแรกปี 59 ต่ำกว่าอุปทานที่เพิ่มขึ้น 8% อยู่เล็กน้อย ส่งผลทำให้อัตราการเช่าพื้นที่ปรับลดลงมาอยู่ที่ 81% ในขณะที่อุปสงค์โรงงานสำเร็จรูป (RBF) เพิ่มขึ้น 3% ในช่วงครึ่งแรกปี 59 เทียบกับอุปทานที่เพิ่มขึ้น 1% ส่งผลทำให้อัตราการเช่าพื้นที่เพิ่มขึ้นสู่ 70% จาก 69% ณ สิ้นปี 2558 ทั้งนี้ในช่วงครึ่งแรกปี 59 TICON เซ็นสัญญาปล่อยเช่าพื้นที่ใหม่ 19,600 ตร.ม.สำหรับ RBF และ 54,911 ตร.ม.สำหรับ RBW คิดเป็น 39% และ 27% ของเป้าทั้งปี ตามลำดับ ในขณะที่ WHA เซ็นสัญญาปล่อยเช่าพื้นที่ใหม่ 54,616 ตร.ม. หรือ 22% ของเป้าที่บริษัทวางไว้ทั้งปี เรายังคงมุมมองว่า TICON อาจจะปล่อยเช่าพื้นที่ RBF ได้ไม่ถึงเป้าที่บริษัทวางไว้ แต่ทั้ง TICON และ WHA อาจจะปล่อยเช่าพื้นที่ RBW ได้ตามเป้าที่วางไว้เมื่อทั้งสองบริษัทเซ็นสัญญาปล่อยเช่าพื้นที่คลังสินค้าแบบ build-to-suit

EEC จะช่วยกระตุ้นอุปสงค์อสังหาริมทรัพย์ประเภทนิคมอุตสาหกรรม เมื่อวันที่ 28 มิ.ย. 2559 ครม.ได้มีมติเห็นชอบในหลักการโครงการพัฒนาระเบียงเศรษฐกิจภาคตะวันออก (EEC) ซึ่งโครงการนี้จะส่งเสริมจังหวัดชลบุรี จังหวัดระยอง และจังหวัดฉะเชิงทรา ให้เป็นเขตเศรษฐกิจชั้นนำในอาเซียน โดยแบ่งเป็นเขตอุตสาหกรรม (คลัสเตอร์อุตสาหกรรมที่ใช้เทคโนโลยีขั้นสูง) เขตพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานและเขตพัฒนาเมือง นอกจากนี้ EEC ยังจะเชื่อมโยงไปยังท่าเรือน้ำลึกทวายของเมียนมา ท่าเรือสีหนุวิลล์ของกัมพูชา และท่าเรือวังเตาของเวียดนามด้วย เช่นเดียวกันกับแผนพัฒนาอีสเทอร์นซีบอร์ดในปี 2524 รัฐบาลจะใช้เงินลงทุนกว่า 3 แสนล้านบาทในการพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานซึ่งรวมถึงมอเตอร์เวย์ ทางรถไฟรางคู่ รถไฟความเร็วสูง (เชื่อมโยงระเบียงเศรษฐกิจแนวตะวันออก-ตะวันตก และแนวเหนือ-ใต้) ท่าอากาศยาน และท่าเรือ โดยคาดว่าจะช่วยดึงดูดการลงทุนภาคเอกชนกว่า 5 แสนล้านบาท เราคาดว่า EEC จะช่วยกระตุ้นอุปสงค์อสังหาริมทรัพย์ประเภทนิคมอุตสาหกรรม ซึ่งจะส่งผลดีต่อ AMATA TICON และ WHA

อัพเดทเวียดนาม ในช่วงครึ่งแรกปี 59 ยอดจดทะเบียน FDI ของเวียดนามปรับตัวเพิ่มขึ้นถึง 105% YoY สู่ 1.12 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐ โดย 67% เกิดจากโครงการที่ได้รับใบอนุญาตใหม่ และที่เหลือเกิดจากโครงการที่ดำเนินงานอยู่แล้วและเพิ่มทุน ยอดอนุมัติ FDI ปรับตัวเพิ่มขึ้น 15% YoY สู่ 7.25 พันล้านดอลลาร์สหรัฐ อุตสาหกรรมการผลิตและแปรรูปมีสัดส่วนการลงทุนมากที่สุดคิดเป็น 71% ของยอดจดทะเบียน FDI ทั้งหมด ตามด้วยกลุ่มอสังหาริมทรัพย์ และกลุ่มวิทยาศาสตร์และเทคโนโลยี เกาหลีใต้ยังคงเป็นนักลงทุนรายใหญ่ที่สุดในเวียดนาม ตามด้วยญี่ปุ่น และสิงคโปร์ เราเชื่อว่าเวียดนามเป็นโอกาสให้บริษัทพัฒนานิคมอุตสาหกรรมไทยได้รับผลประโยชน์จากการเติบโตของประเทศเพื่อนบ้าน AMATA (ผ่านทาง AMATAV) มีโครงการลงทุนอยู่ทางตอนใต้ของเวียดนาม และจะขยายโครงการสู่ภาคเหนือ (ไฮฟอง) ในขณะที่ WHA มีโครงการแรกอยู่ในเหงะอาน ห่างจากตอนใต้ของฮานอย 228 กม.

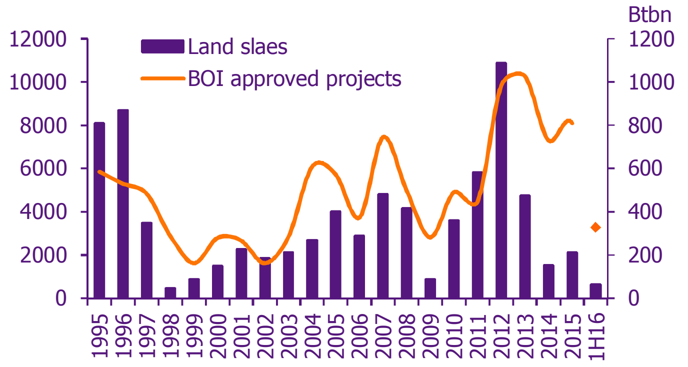
Top pick – AMATA (ราคาเป้าหมาย 21 บาท/หุ้น) ตลาดมองข้ามมูลค่าที่ดินของ AMATA ซึ่งตั้งอยู่ในทำเลยุทธศาสตร์ในประเทศไทย ณ ราคาปิดล่าสุด ราคาหุ้น AMATA ยังต่ำกว่ามูลค่าของบริษัท โดยซื้อขายที่ EV/ไร่ ที่ 1.0 ล้านบาท ต่ำกว่าราคาประเมินอยู่ครึ่งหนึ่ง

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	11.50	21.0	85.8	14.2	12.1	8.2	(61)	17	48	0.9	0.9	0.8	7	7	10	4.0	3.2	4.7	8.3	8.1	5.9
AMATAV	Buy	7.40	10.5	44.1	48.9	14.6	8.1	(6)	236	81	2.3	2.1	1.7	6	15	23	2.1	2.2	2.5	16.6	13.9	7.8
TICON	Neutral	15.20	13.0	(10.7)	20.8	18.9	17.2	(5)	10	10	1.4	1.4	1.4	7	7	8	3.3	3.8	4.1	20.8	19.3	18.3
Average					**28.0**	**15.2**	**11.2**	**(24)**	**88**	**46**	**1.5**	**1.4**	**1.3**	**7**	**10**	**14**	**3.1**	**3.1**	**3.8**	**15.2**	**13.8**	**10.7**

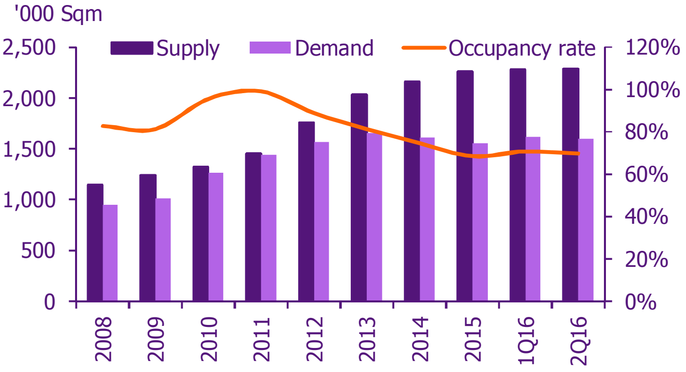
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: Land sales sluggish in 1H16



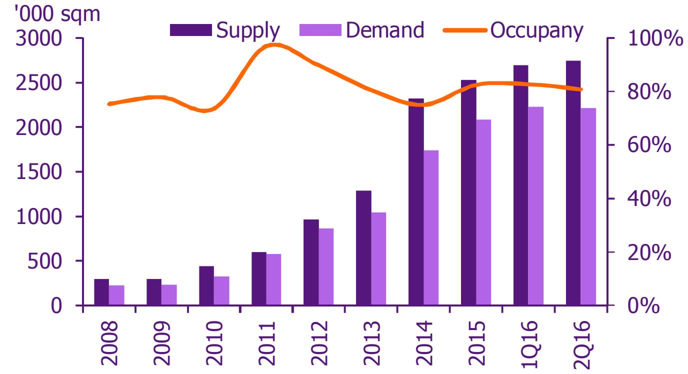
Source: CBRE, BoI

Figure 2: RBF: Demand grew more than supply, inching occupancy rate up from end-2015



Source: CBRE

Figure 3: RBW: Demand growth at slower rate than supply growth, eroding occupancy rate to 81%



Source: CBRE

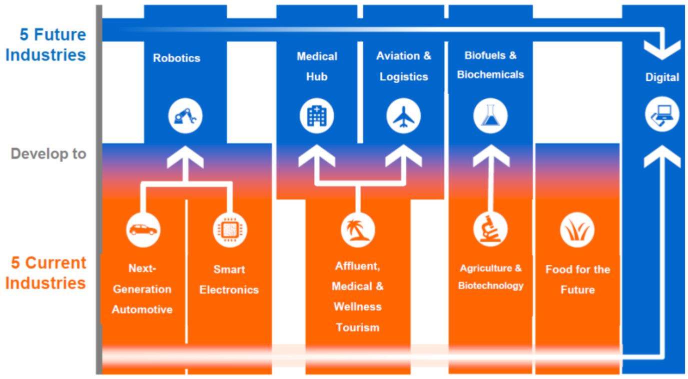
Figure 4: EEC development

Source: MoI

Figure 5: Infrastructure development plan for EEC

Source: MoI

Figure 6: Ten focus industries



Source: BoI

ยังอยู่ในสถานการณ์ที่ยากลำบาก

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

- **สถานการณ์ที่ไม่เอื้ออำนวยส่งผลทำให้ BLA ชะลอการออกผลิตภัณฑ์ออมทรัพย์ระยะสั้น และปัจจุบันคาดว่าเบี้ยประกันจะอยู่ในระดับทรงตัวในปีนี้ ผลตอบแทนพันธบัตรปรับตัวเพิ่มขึ้น ซึ่งเป็นเรื่องที่ดี แต่ยังไม่มากพอที่จะช่วยให้สถานการณ์ในการขยายเบี้ยประกัน ผลตอบแทนจากการลงทุน และสำรองกรมธรรม์ประกันชีวิต ปรับตัวดีขึ้น**
- **THREL ปรับเป้าการเติบโตของเบี้ยประกันรับปี 2559 ลดลง โดยมีสาเหตุมาจากหลักเกณฑ์ที่เข้มงวดมากขึ้นสำหรับการขายผลิตภัณฑ์ประกันชีวิตแก่ผู้สูงอายุผ่านการโฆษณาทางสื่อโทรทัศน์**
- **THRE คาดว่าจะเห็นผลการดำเนินงานฟื้นตัวในช่วงครึ่งหลังปี 59 โดยได้รับปัจจัยหนุนจากเบี้ยประกันรับที่เติบโตเพิ่มขึ้นและไม่มีขาดทุนจากเงินลงทุนใน THREL**
- **แนะนำลดน้ำหนักการลงทุนหุ้นกลุ่มประกัน เพราะ valuation ไม่น่าสนใจ และความสามารถในการทำกำไรลดลง**

แนวโน้มช่วงครึ่งหลังปี 59 ของ BLA: เบี้ยประกันรับชะลอตัวและสำรองกรมธรรม์ประกันชีวิตกลับคืนสู่ระดับปกติ BLA ปรับเป้าการเติบโตของเบี้ยประกันรับปี 2559 ลดลง 1 หมื่นล้านบาท โดยปรับเป้าเบี้ยประกันรับรายใหม่ลดลงสู่ 1.2 หมื่นล้านบาท (-12% YoY) จากเป้าเดิมที่ 2.2 หมื่นล้านบาท (+60%) และปรับเป้าเบี้ยประกันรับทั้งหมดลดลงสู่ 4.4 หมื่นล้านบาท (-1%) จากเป้าเดิมที่ 5.4 หมื่นล้านบาท (+20%) การปรับเป้าเบี้ยประกันรับปี 2559 ลดลง หลักๆ เกิดจากผลิตภัณฑ์ออมทรัพย์ระยะสั้น โดยบริษัทจะหันมาออกผลิตภัณฑ์ออมทรัพย์ระยะยาวและผลิตภัณฑ์คุ้มครองชีวิตมากขึ้น BLA กลับการตั้งเงินสำรองกรมธรรม์ประกันชีวิตสำหรับการทดสอบความเพียงพอของหนี้สิน (LAT) จำนวน 9.52 พันล้านบาทในไตรมาส 2/59 เพราะคปภ.ใช้อัตราคิดลดที่สูงขึ้นสำหรับ LAT โดยคำนวณจากอัตราดอกเบี้ยถัวเฉลี่ยที่ถ่วงน้ำหนักจากอัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาลที่ปลอดความเสี่ยง ย้อนหลัง 8 ไตรมาส และปรับด้วยส่วนปรับสภาพคล่อง (illiquidity premium) เนื่องจากจะไม่มีการเปลี่ยนแปลงทางบัญชีเกิดขึ้นซ้ำอีกในช่วงครึ่งหลังปี 59 ดังนั้นเราจึงคาดว่าอัตราการตั้งสำรองกรมธรรม์ประกันชีวิตจะกลับคืนสู่ระดับปกติที่ 66% ในช่วงครึ่งหลังปี 59 เทียบกับระดับต่ำปกติที่ 58% ในช่วงครึ่งแรกปี 59 แม้ผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลปรับตัวเพิ่มขึ้น แต่ BLA จะต้องตั้งสำรอง LAT เพิ่มในช่วงครึ่งหลังปี 59 ถ้าผลตอบแทนพันธบัตรไม่ปรับตัวเพิ่มขึ้นอีก โดยอิงกับผลตอบแทนพันธบัตรอายุ 10 ปีเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก 8 ไตรมาส แม้ฟื้นตัวดีขึ้นตั้งแต่ไตรมาส 2/59 แต่ผลตอบแทนพันธบัตรระยะยาวยังต่ำกว่าระดับปี 2558 อย่างมาก ผลตอบแทนจากการลงทุนในช่วงครึ่งหลังปี 59 และปี 2560 จะลดลงอีก แม้ผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลปรับตัวเพิ่มขึ้นในระยะหลังนี้

แนวโน้มช่วงครึ่งหลังปี 59 ของ THREL: การเติบโตของเบี้ยประกันรับชะลอตัวต่อเนื่อง THREL คาดว่าเบี้ยประกันรับปี 2559 จะเติบโต 8-9% ใกล้เคียงกับการคาดการณ์การเติบโตของเบี้ยประกันรับของตลาดประกันชีวิตโดยรวม ทั้งนี้ในอดีตที่ผ่านมา THREL สามารถขยายเบี้ยประกันรับได้ในอัตราที่สูงกว่าตลาดโดยรวม เพราะบริษัทเร่งขยายผลิตภัณฑ์แบบ non-conventional โดยเฉพาะอย่างยิ่งการโฆษณาขายประกันชีวิตผ่านสื่อโทรทัศน์ อย่างไรก็ตาม บริษัทต้องระงับการโฆษณาขายประกันชีวิตผ่านสื่อโทรทัศน์ในปีนี้ โดยมีสาเหตุมาจากหลักเกณฑ์ที่เข้มงวดมากขึ้นเกี่ยวกับการขายผลิตภัณฑ์ประกันชีวิตสำหรับผู้สูงอายุผ่านช่องทางนี้

แนวโน้มช่วงครึ่งหลังปี 59 ของ THRE: ฟื้นตัวเพราะไม่มีขาดทุนจากเงินลงทุนใน THREL เกิดขึ้นอีก เราคาดว่ากำไรสุทธิช่วงครึ่งหลังปี 59 ของ THRE จะปรับตัวเพิ่มขึ้นจากครึ่งปีแรก หลักๆ เป็นเพราะไม่มีขาดทุนจากเงินลงทุนใน THREL เกิดขึ้นอีกหลังจากบริษัทลดสัดส่วนการถือหุ้นใน THREL ลงสู่ 17% (ไม่จัดเป็นบริษัทร่วมอีกต่อไป) ณ ไตรมาส 2/59 จาก 24.83% ณ สิ้นปี 2558 และเบี้ยประกันรับเติบโตเพิ่มขึ้น THRE ปรับเป้าขยายเบี้ยประกันรับในปี 2559 ลดลงจาก 10% สู่ 8% (เทียบกับ -17% YoY ในช่วงครึ่งแรกปี 59) การเติบโตของเบี้ยประกันรับหลักๆ จะได้รับปัจจัยกระตุ้นจากผลิตภัณฑ์สำหรับลูกค้าบุคคล โดยเฉพาะประกันอุบัติเหตุและสุขภาพส่วนบุคคล THRE คาดว่า combined ratio ในช่วงครึ่งหลังปี 59 จะเพิ่มขึ้นจากครึ่งปีแรก โดยจะกลับคืนสู่ระดับปกติราวๆ 95% เทียบกับ 88% ในช่วงครึ่งแรกปี 59 เพราะไม่มีการบันทึกกำไรพิเศษย้อนหลัง 4 ไตรมาสจากส่วนแบ่งค่าคอมมิชชั่นของกรมธรรม์ที่บริษัทนำไปประกันภัยต่อช่วงกับบริษัทประกันภัยต่อรายอื่นเหมือนในไตรมาส 2/59

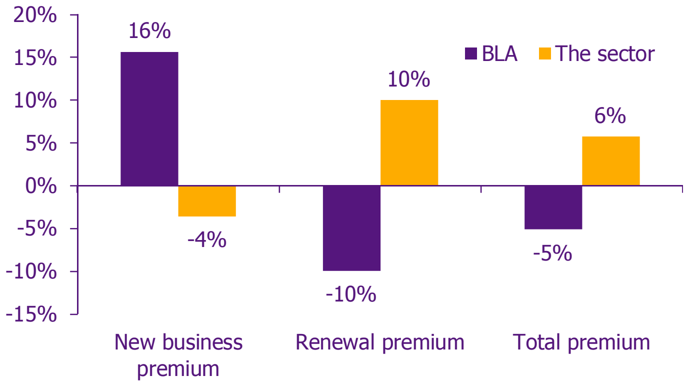
แนะนำลดน้ำหนักการลงทุนหุ้นกลุ่มประกัน หุ้นกลุ่มประกันทั้งหมดสามตัวในการวิเคราะห์ของเรามี valuation ที่ไม่น่าสนใจ และความสามารถในการทำกำไรมีแนวโน้มปรับตัวลดลงในปี 2559 เพราะสภาพแวดล้อมทางธุรกิจไม่เอื้ออำนวย

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	45.50	45.0	0.8	18.9	10.7	12.1	54	76	(11)	2.9	2.1	1.8	16	22	16	1.4	1.9	2.1
THRE	Neutral	2.14	2.2	9.4	15.2	30.2	13.3	n.m.	(50)	127	1.7	1.5	1.5	13	5	11	0.0	6.6	4.5
THREL	Neutral	9.90	11.0	16.9	15.3	13.0	11.6	5	17	12	4.6	4.1	3.6	31	33	33	5.1	5.8	6.4
Average					**16.4**	**18.0**	**12.3**	**29**	**14**	**43**	**3.1**	**2.5**	**2.3**	**20**	**20**	**20**	**2.2**	**4.7**	**4.3**

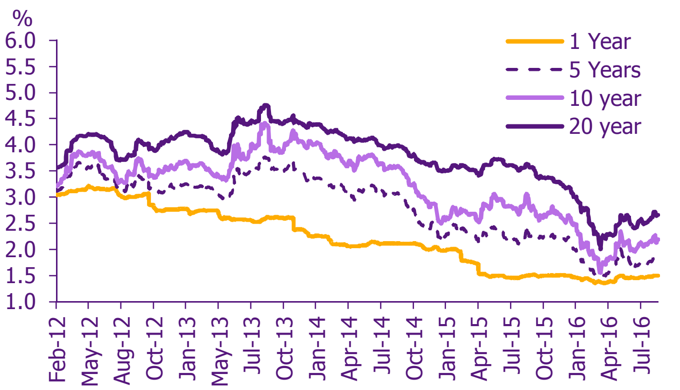
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: Life insurance premium growth in 7M16



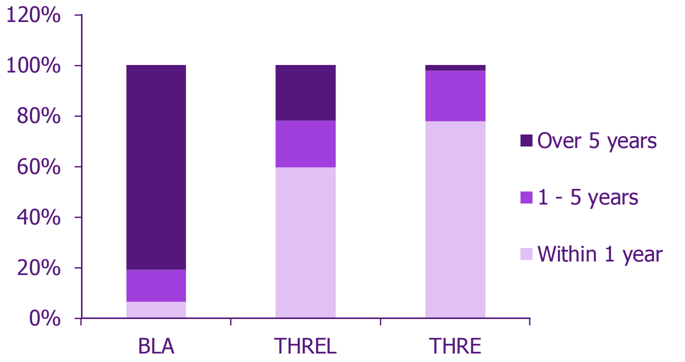
Source: The Thai Life Assurance Association and SCBS Investment Research

Figure 2: Government bond yield



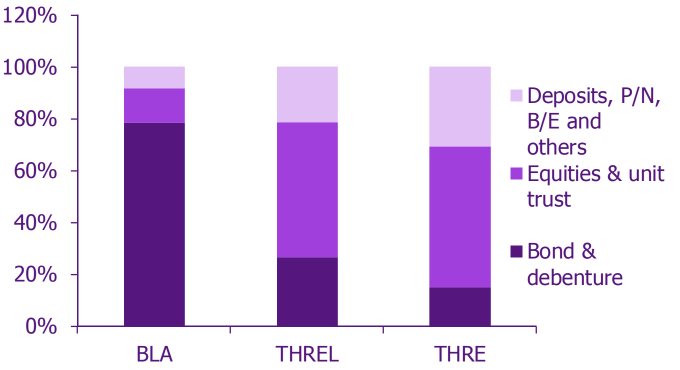
Source: Thai BMA and SCBS Investment Research

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

เริ่มเห็นสัญญาณฟื้นตัว

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

- **การใช้จ่ายเม็ดเงินโฆษณาเริ่มส่งสัญญาณฟื้นตัวในเดือน ส.ค. โดยเฉพาะเม็ดเงินโฆษณาทางทีวีดิจิตอล**
- **แม้อินเตอร์เน็ตได้เม็ดเงินโฆษณาเพิ่มมากขึ้น แต่เราคาดว่าสื่ออื่น ๆ โดยเฉพาะสื่อ OOH จะกลับมาเติบโต เนื่องจากอินเตอร์เน็ตเข้าถึงแค่ตลาดเฉพาะกลุ่ม ไม่เหมือนกับสื่อ OOH และโทรทัศน์ที่เข้าถึงตลาดคนหมู่มาก**
- **WORK เป็นหุ้น top pick ของเราในกลุ่มสื่อโทรทัศน์ เนื่องจากช่อง DTTV สามารถดึงดูดเม็ดเงินโฆษณาได้มากขึ้น และยังมีโอกาสขึ้นอัตราค่าโฆษณาได้อีกมาก**

อัพเดทการใช้จ่ายเม็ดเงินโฆษณา เมื่อดูข้อมูลจาก Nielsen พบว่าการใช้จ่ายเม็ดเงินโฆษณาในเดือน ส.ค. 2559 หดตัวลง YoY อย่างต่อเนื่อง สู่ 1.01 หมื่นล้านบาท แต่ลดลงในอัตราชะลอตัวลงที่ 2.5% YoY จากที่ลดลงเฉลี่ย 9% ตั้งแต่ต้นปี การฟื้นตัวดูเหมือนจะเกิดขึ้นกับสื่อทุกประเภท ยกเว้น ทีวีระบบอนาล็อก และสื่อสิ่งพิมพ์ (หนังสือพิมพ์และนิตยสาร) สื่อโฆษณาภายนอกที่อยู่อาศัย (OOH) และอินเตอร์เน็ตเป็นสื่อที่เม็ดเงินโฆษณาเติบโตมากที่สุด โดยเพิ่มขึ้นถึง 50-170% YoY เม็ดเงินโฆษณาทางทีวีดิจิตอลฟื้นตัวสวนทางกับทีวีระบบอนาล็อก โดยเพิ่มขึ้น 12% YoY ในเดือน ส.ค. และนับเป็นเดือนแรกในปีนี้ที่การใช้จ่ายเม็ดเงินโฆษณาทางทีวีดิจิตอลปรับตัวเพิ่มขึ้น

อินเตอร์เน็ตไม่ใช่ปัจจัยคุกคามที่แท้จริง การพูดคุยกับ Mindshare ซึ่งเป็นเอเจนซี่โฆษณาเมื่อไม่นานนี้ทำให้เราเชื่อว่าตัวเลขเม็ดเงินโฆษณาทางอินเตอร์เน็ตที่อ้างอิงจาก Nielsen ต่ำเกินไป Mindshare คาดว่าเม็ดเงินโฆษณาทางอินเตอร์เน็ตจะมีจำนวนประมาณ 1 หมื่นล้านบาท (ไม่ใช่ 1 พันล้านบาท) ภายในสิ้นปีนี้ ซึ่งใกล้เคียงกับตัวเลขที่รายงานโดยสมาคมโฆษณาดิจิทัล (ประเทศไทย) (DAAT) ตัวเลขดังกล่าวคิดเป็นสัดส่วนประมาณ 10% ของการใช้จ่ายเม็ดเงินโฆษณาทั้งหมด ความแตกต่างของตัวเลขระหว่างสองแหล่งเป็นเพราะ DAAT รวบรวมข้อมูลจริงจำนวนมากกว่าจากเว็บไซต์ที่ใหญ่กว่าซึ่งรวมถึง Facebook และ Google ด้วย ทั้งนี้ DAAT รายงานว่าการโฆษณาทางอินเตอร์เน็ตยังคงเติบโตทั้งๆ ที่ภาวะเศรษฐกิจตกต่ำในปี 2556-2559 หลักๆ เป็นเพราะต้นทุนการโฆษณาทางอินเตอร์เน็ตถูกกว่าสื่อดั้งเดิมโดยเฉพาะโทรทัศน์อย่างมาก นอกจากนี้การโฆษณาทางอินเตอร์เน็ตก็ยังมีประสิทธิภาพด้วย เนื่องจากคนไทยสามารถเข้าถึงอินเตอร์เน็ตได้มากขึ้น อย่างไรก็ตามเราคาดว่างบโฆษณาจะกลับมายังสื่อดั้งเดิมเมื่อเศรษฐกิจฟื้นตัว เนื่องจากเปอร์เซ็นต์การโฆษณาทางอินเตอร์เน็ตอยู่ในระดับสูงแล้วและเจาะตลาดเฉพาะกลุ่ม

เปลี่ยนแปลงตามวัฏจักร ปัจจัยพื้นฐานไม่เปลี่ยน เราเชื่อว่าการใช้จ่ายเม็ดเงินโฆษณาจะยังปรับตัวลดลงอย่างต่อเนื่องนับจากปี 2556 และแม้ตลาดเริ่มสงสัยว่าการปรับตัวลดลงนี้เป็นแนวโน้มที่เกิดขึ้นถาวรหรือไม่ แต่เรามองว่าการใช้จ่ายเม็ดเงินโฆษณาที่ปรับตัวลดลงเป็นการปรับตัวลดลงตามวัฏจักรปกติ ซึ่งเราเชื่อว่าจะสิ้นสุดลงในปีนี้ ไม่ใช่การเปลี่ยนแปลงทางโครงสร้าง แม้การใช้จ่ายเม็ดเงินโฆษณาอาจจะปรับตัวลดลงต่อเนื่องไปจนถึงปี 2560 แต่เราเชื่อว่าน่าจะอยู่ในช่วงปลายวัฏจักรขาลงแล้ว สถิติที่ผ่านมาแสดงให้เห็นว่าการปรับตัวลดลงยิ่งแรงก็จะยิ่งรีบาวด์แรง นอกจากนี้การศึกษาของเรายังพบว่าการใช้จ่ายโฆษณาต่อหัวประชากรในประเทศไทยยังต่ำกว่าประเทศอื่นๆ อย่างมาก โดยเฉพาะประเทศที่พัฒนาแล้ว ซึ่งชี้ให้เห็นว่าการใช้จ่ายม็ดเงินโฆษณาในประเทศไทยยังมีโอกาสเติบโตได้อีกมากในระยะหลายปีข้างหน้า

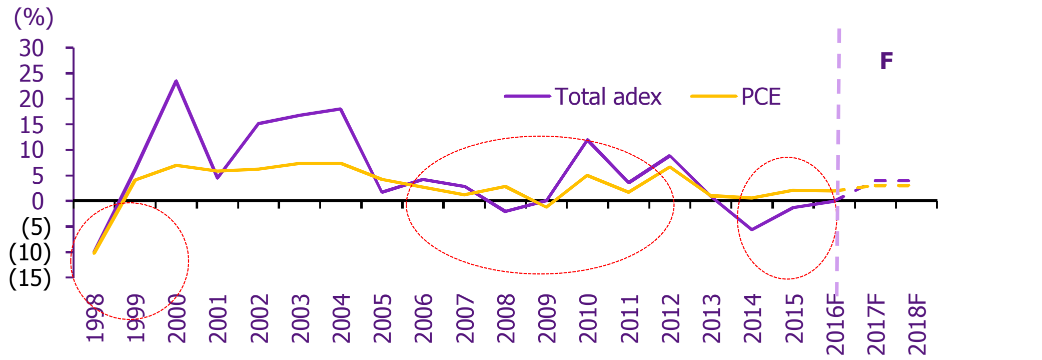
WORK เป็น top pick ของเรา เรายังคงชอบ WORK เพราะบริษัทมีแนวโน้มสูงที่จะขึ้นอัตราค่าโฆษณาได้ เนื่องจากต้นทุนต่อระดับคะแนนความนิยม (CPRP) ของบริษัทอยู่ในระดับต่ำมาก โดยต่ำกว่าผู้นำอยู่ถึง 50% ซึ่งเรามองว่าไม่สมเหตุสมผลเพราะเรทติ้งของบริษัทเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง เราคาดว่า EPS ของ WORK จะมีอัตราเติบโตเฉลี่ยสะสม 73% ต่อปีในปี 2559-61 และ ROE จะเพิ่มขึ้นกว่าเท่าตัวจาก 7% ในปี 2558 สู่ 17% ในปี 2561 นอกจากนี้แล้ว WORK ยังเป็นหุ้นที่ถูกที่สุดในแง่ PEG ด้วย WORK เป็นหุ้นเติบโต และเราแนะนำ “ซื้อ” ด้วยราคาเป้าหมายที่คำนวณได้จากวิธี DCF ที่ 55 บาท

Valuation summary

	Rating	Price	Target	ETR	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
		(Bt/Sh)	(Bt/Sh)	(%)	15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F
BEC	Sell	22.90	25.0	13.2	15.4	22.5	33.5	(35)	(32)	(33)	6.23	6.83	7.34	38	29	21	5.9	4.0	2.7	8.8	11.5	13.5
GRAMMY	Neutral	8.15	8.0	(1.8)	n.m.	n.m.	n.m.	29	80	24	2.27	2.46	2.63	(45)	(11)	(10)	0.0	0.0	0.0	90.9	11.7	20.2
MAJOR	Buy	29.75	32.0	11.3	26.7	23.8	20.2	1	12	18	4.07	4.01	3.88	15	17	20	4.0	3.7	4.4	12.9	12.4	11.0
MCOT	Sell	13.70	6.0	(56.2)	94.1	n.m.	n.m.	(80)	n.m.	(209)	1.17	1.17	1.18	1	(1)	(3)	0.5	0.0	0.0	7.1	36.9	90.2
PLANB	Buy	5.25	8.5	63.0	45.4	44.7	23.4	96	2	91	6.32	6.25	5.37	22	23	24	1.1	1.1	2.1	20.0	19.0	11.8
RS	Buy	8.45	12.0	42.8	68.8	76.0	30.9	(67)	(8)	146	4.70	4.56	4.28	7	6	14	0.9	0.8	1.9	7.8	7.2	5.7
VGI	Neutral	5.60	5.5	0.3	45.7	40.8	39.7	(8)	(21)	16	19.67	15.80	15.20	54	41	44	1.9	2.1	2.1	27.2	32.1	15.1
WORK	Buy	36.75	55.0	50.7	87.8	44.8	27.8	n.m.	96	61	4.84	4.14	3.54	7	11	14	0.6	1.1	1.8	20.0	17.3	13.8
Average					**54.8**	**42.1**	**29.3**	**(9)**	**18**	**14**	**6.16**	**5.65**	**5.43**	**12**	**14**	**16**	**1.8**	**1.6**	**1.9**	**24.3**	**18.5**	**22.7**

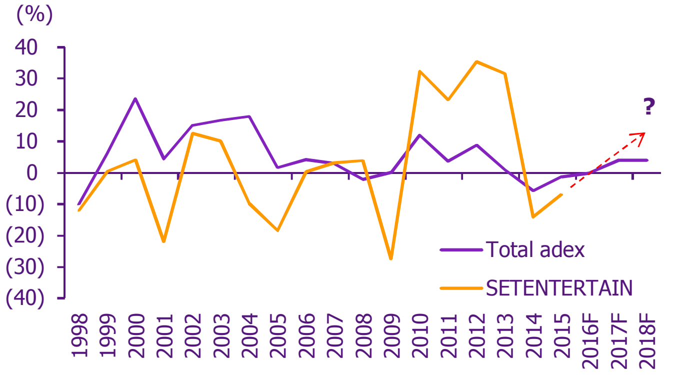
Source: SCBS Investment Research

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



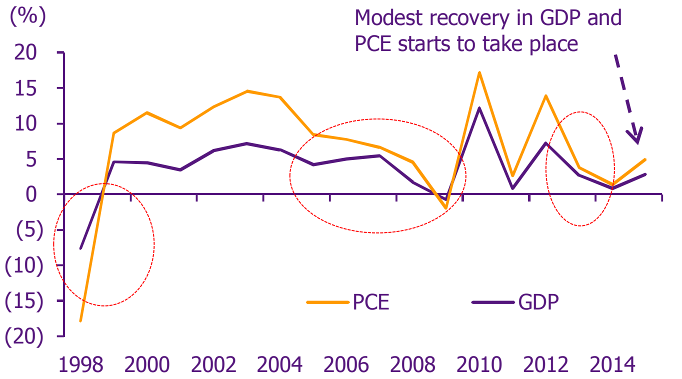
Source: Company and SCBS Investment Research

Figure 2: Adspend dictates price media performances



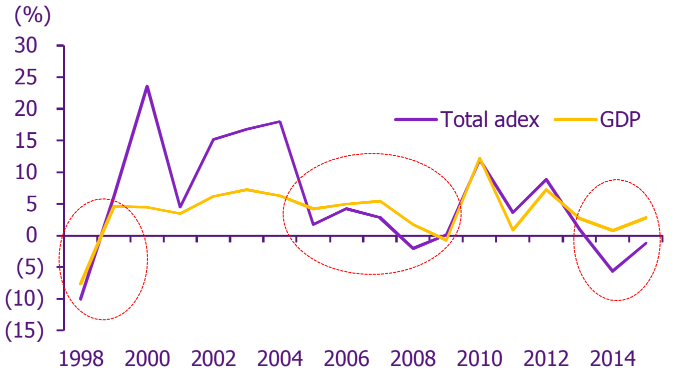
Source: Company and SCBS Investment Research

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

อุตสาหกรรมโดยรวมดูดี ยกเว้นคอนโดระดับล่าง

สิริการย์ กฤษฎิ์นิพัทธ์
นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน
ด้านหลักทรัพย์
0-2949-1020
sirikarn.krisnipat@scb.co.th

- **การเลื่อนเปิดตัวคอนโดจะไม่ส่งผลกระทบต่อยอดขายในไตรมาส 3/59 เพราะมีอัตราการขายที่รวดเร็ว; ยอดขายไตรมาส 4/59 จะเพิ่มขึ้นทำจุดสูงสุดของปีนี้ รายได้จะลดลงในไตรมาส 3/59 และฟื้นตัวในไตรมาส 4/59**
- **กำลังซื้อในต่างจังหวัดและอุปสงค์เริ่มฟื้นตัว; การลดความร้อนแรงในการแข่งขันด้านราคาจะหนุนให้อัตรากำไรขั้นต้นดีขึ้น; การครบกำหนดการผ่อนรถคันแรกจะทำให้หนี้ครัวเรือนลดลงและลดความเสี่ยงในการปฏิเสธสินเชื่อของธนาคาร**
- **อุปสงค์คอนโดระดับล่างตามแนวรถไฟฟ้าสายสีม่วงยังไม่ฟื้นตัว**

ยืนยันยอดขายจะปรับตัวเพิ่มขึ้น แม้มีการเลื่อนเปิดตัวคอนโดออกไป แต่ยอดขายจะเพิ่มขึ้นในไตรมาส 3/59 จากอัตราการขายที่รวดเร็ว และยอดขายในไตรมาส 4/59 จะเพิ่มขึ้นทำจุดสูงสุดของปีนี้ โดยเกิดจากการเปิดตัวคอนโดมูลค่า 5.7 หมื่นล้านบาท เพิ่มขึ้นสี่เท่า QoQ อุปทานใหม่ส่วนใหญ่จะเป็นอุปทานในตลาดระดับกลาง-บนจาก SIRI (2.68 หมื่นล้านบาท), SPALI (1.11 หมื่นล้านบาท), AP (1.24 หมื่นล้านบาท), LH (5.5 พันล้านบาท) และ LPN (5.3 พันล้านบาท) อย่างไรก็ตาม สำหรับปี 2559 ยอดขายจะเติบโต 10% YoY ต่ำกว่าเป้าที่บริษัทพัฒนาโครงการที่อยู่อาศัยวางไว้ที่ 17%

รายได้จะลดลงในไตรมาส 3/59, ฟื้นตัวในไตรมาส 4/59 รายได้คาดว่าจะลดลง QoQ ในไตรมาส 3/59 สะท้อนถึงฐานที่สูงและการสร้างคอนโดเสร็จและโอนน้อยลง; รายได้จะฟื้นตัวในไตรมาส 4/59 ทำจุดสูงสุดของปีนี้ ยอดขายรอรับรู้รายได้ ณ เดือน ส.ค. จำนวน 1.43 แสนล้านบาท รองรับรายได้ 80% ที่ของประมาณการปี 2559 และคาดว่ายอดขายรอรับรู้รายได้จะปรับตัวเพิ่มขึ้นอีกในไตรมาส 4/59

ยืนยันสัญญาณอุปสงค์ในต่างจังหวัดฟื้นตัว ในเดือน ก.ค. ดัชนีรายได้เกษตรกรปรับตัวเพิ่มขึ้น 18% YoY เติบโตติดต่อกัน 4 เดือน และจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติที่เดินทางเข้ามาในประเทศไทยเพิ่มขึ้น 11% YoY ส่งผลทำให้รายได้ของคนที่ทำงานในสองอุตสาหกรรมนี้ปรับตัวเพิ่มขึ้น เมื่อรายได้เพิ่มขึ้นกำลังซื้อและอุปสงค์ที่อยู่อาศัยจาก SME และคนที่ทำงานในอุตสาหกรรมที่เกี่ยวข้องในต่างจังหวัดก็จะปรับตัวเพิ่มขึ้นตามมา SIRI และ SPALI มีแนวโน้มได้รับประโยชน์จากการฟื้นตัวของกำลังซื้อในต่างจังหวัดครั้งนี้

ลดการแข่งขันด้านราคา และลดแรงกดดันต่ออัตรากำไรขั้นต้น ในครึ่งแรกปี 59 บริษัทพัฒนาโครงการที่อยู่อาศัยใช้กลยุทธ์ราคาในการระบายสต็อก ส่งผลทำให้อัตรากำไรขั้นต้นลดลง แต่ตอนนี้บริษัทเหล่านั้นหันมาแข่งขันด้านนวัตกรรมผลิตภัณฑ์ในโครงการเปิดใหม่ เรามองเป็นสัญญาณบวกเพราะจะช่วยลดแรงกดดันต่ออัตรากำไรขั้นต้น นวัตกรรมดังกล่าว ได้แก่ การออกแบบภายใน และแบบบ้านใหม่เป็นทาวน์เฮ้าส์ 3 ชั้น, บ้านเดี่ยว 3 ชั้น, และบ้านแฝด เพื่อลดแรงกดดันด้านต้นทุนจากต้นทุนที่ดินที่เพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง (เฉลี่ย 10% ต่อปี) ในขณะที่ยังคงราคาขายต่อยูนิตไว้เหมือนเดิม

หนี้ครัวเรือน/GDP ลดลง จะลดความเสี่ยงจากการการปฏิเสธสินเชื่อ โครงการรถยนต์คันแรกที่เริ่มต้นในเดือน ก.ย. 2554 และสิ้นสุดลงปลายปี 2555 ส่งผลทำให้ผู้ซื้อรถยนต์มีค่าใช้จ่ายในการผ่อนชำระเงินกู้ 6,000-10,000 บาท/เดือน เงินกู้เหล่านี้น่าจะชำระคืนหมดตั้งแต่เดือน ก.ย. 2559 จนถึงสิ้นปี 2560 ซึ่งจะช่วยให้ภาระหนี้ครัวเรือนลดลงและส่งผลทำให้กำลังซื้อกลับคืนมา แนวโน้มเช่นนี้จะช่วยให้อัตราส่วนหนี้ครัวเรือนต่อ GDP ปรับลดลง โดยเริ่มลดลงแล้วในไตรมาส 1/59 กำลังซื้อที่เพิ่มขึ้นจะช่วยลดความเสี่ยงในการปฏิเสธสินเชื่อ ซึ่งหมายถึงยอดขายและรายได้ที่ปรับตัวดีขึ้น

ยังไม่เห็นแสงสว่างที่ปลายอุโมงค์สำหรับคอนโดระดับล่าง จำนวนผู้โดยสารรถไฟฟ้าสายสีม่วงที่เพิ่งเปิดให้บริการเมื่อไม่นานนี้มีเพียง ~22,000 คน ต่ำกว่าที่ รฟม.คาดการณ์ไว้ที่ ~100,000 คนอย่างมาก ซึ่งส่วนหนึ่งน่าจะเป็นเพราะไม่มีการเชื่อมต่อกับรถไฟฟ้าสายอื่นๆ สถานการณ์ดังกล่าวบ่งชี้ว่าอุปสงค์คอนโดระดับล่างตามแนวรถไฟฟ้าสายสีม่วงจะยังอยู่ในระดับต่ำต่อไปอย่างน้อยจนกว่าผู้บริโภคจะมั่นใจว่าจะมีการก่อสร้างจุดเชื่อมต่อกับรถไฟฟ้าสายอื่นๆ ซึ่งอาจจะใช้เวลาประมาณ 1 ปี

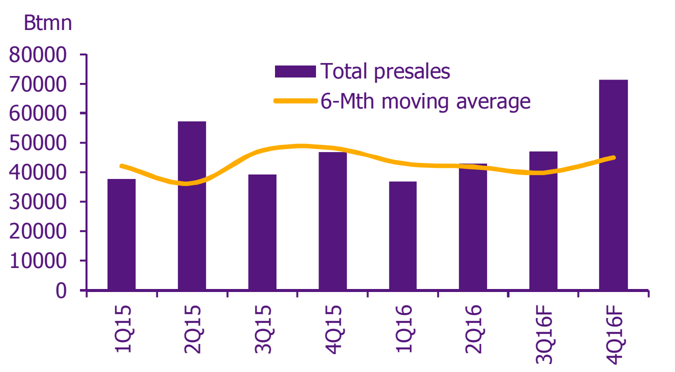
Top pick: LH (ราคาเป้าหมาย 13 บาท/หุ้น) และ SPALI (ราคาเป้าหมาย 28 บาท/หุ้น) เราชอบ LH และ SPALI เพราะกำไรของทั้งสองบริษัทมีแนวโน้มเติบโตในปีนี้และปีหน้า ยอดขายรอรับรู้รายได้ที่สูงขึ้นของทั้งสองบริษัทสะท้อนถึงรายได้ที่มีความแน่นอนมากขึ้น และความเสี่ยงด้านประมาณการที่ลดลง LH จะมีกำไรพิเศษในไตรมาส 4/59 และปี 2560

Valuation Summary

	Rating	Price	Target	ETR	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
		(Bt/Sh)	(Bt/Sh)	(%)	15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F
AP	Buy	7.35	8.0	13.3	9.3	7.7	6.1	(5)	21	25	1.3	1.2	1.0	15	16	18	3.4	4.4	5.4	10.6	9.3	7.7
LH	Buy	9.35	13.0	45.9	16.4	13.8	11.1	(10)	19	25	2.4	2.4	2.2	15	17	21	7.0	6.9	8.1	14.3	14.2	12.1
LPN	Neutral	11.80	13.0	18.3	7.2	6.7	6.8	19	7	(0)	1.5	1.4	1.2	22	21	19	7.6	8.2	8.1	6.9	6.7	6.6
PS	Neutral	24.50	27.0	17.0	7.1	7.5	7.1	15	(5)	5	1.6	1.5	1.3	24	20	19	7.1	6.8	7.2	8.2	8.7	8.2
QH	Buy	2.46	3.8	60.2	8.5	8.0	7.0	(8)	7	13	1.2	1.1	1.0	15	15	15	5.7	5.7	6.8	12.1	11.4	10.0
SIRI	Buy	1.75	2.1	25.9	8.7	8.2	7.7	8	6	6	0.9	0.9	0.8	11	11	11	6.9	5.9	6.3	13.3	13.2	12.0
SPALI	Buy	22.60	28.0	29.1	8.9	7.7	6.5	(3)	15	19	2.0	1.7	1.5	23	24	24	4.4	5.2	6.1	10.9	9.7	8.2
Average					**9.5**	**8.5**	**7.5**	**2**	**10**	**13**	**1.6**	**1.4**	**1.3**	**18**	**18**	**18**	**6.0**	**6.2**	**6.9**	**10.9**	**10.4**	**9.3**

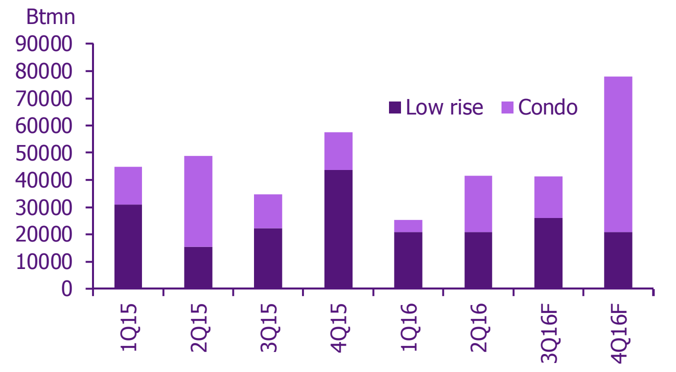
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: Presales stepping up; peak in 4Q16



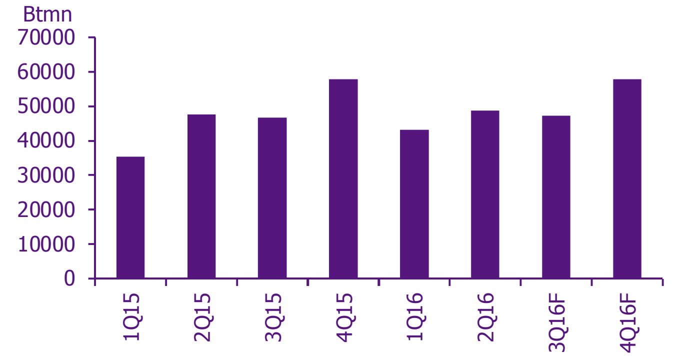
Source: AP, LH, LPN, PS, QH, SIRI, SPALI

Figure 2: New launches to jump in 4Q16



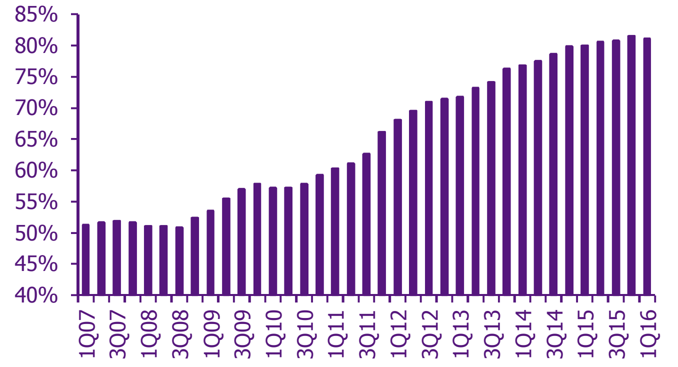
Source: AP, LH, LPN, PS, QH, SIRI, SPALI

Figure 3: Revenue weak in 3Q16 and back up in 4Q16



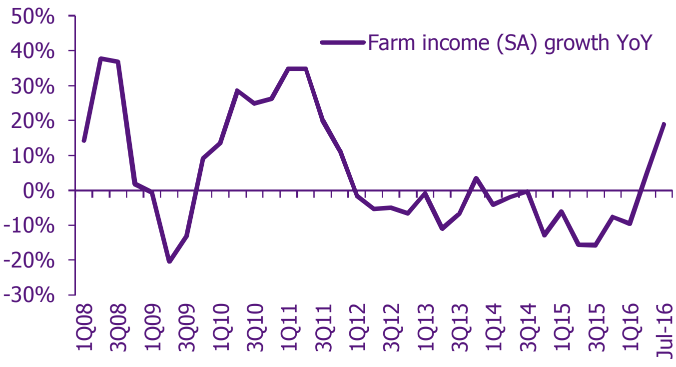
Source: AP, LH, LPN, PS, QH, SIRI, SPALI, SCBS Investment Research

Figure 4: Household debt/GDP ratio drop in 1Q16



Source: BoT, SCBS Investment Research

Figure 5: Farm income growth positive since 2Q16



Source: OAE and SCBS Investment Research

Figure 6: Record international tourist arrivals in 2016

Source: Department of Tourism, Thailand and SCBS Investment Research

เติบโตตามมูลค่าการซื้อขายจำนวนมากและให้ผลตอบแทนจากเงินปันผลดี

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

- **เราปรับสมมติฐานมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์เฉลี่ยต่อวันสำหรับปี 2559 เพิ่มขึ้นจาก 4.0 หมื่นล้านบาท สู่ 4.5 หมื่นล้านบาท เพื่อสะท้อนมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดฯ ที่เพิ่มขึ้นมากในไตรมาส 3/59**
- **เราปรับราคาเป้าหมายทั้ง ASP และ MBKET เพิ่มขึ้น และปรับคำแนะนำสำหรับ ASP ขึ้นสู่ "ซื้อ" เพราะ: 1) คาดการณ์ถึงผลตอบแทนจากเงินปันผลช่วงครึ่งหลังปี 59 ที่น่าดึงดูดในระดับ 7%, 2) งาน IB ในมือจำนวนมาก ซึ่งจะช่วยหนุนให้รายได้ค่าธรรมเนียมจากธุรกิจอื่นที่ไม่ใช่ธุรกิจนายหน้าค้าหลักทรัพย์ปรับตัวเพิ่มขึ้นในปี 2560, และ 3) ได้ประโยชน์อย่างมากจากการฟื้นตัวของ SET**

ปรับสมมติฐานมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดฯ เพิ่มขึ้น เราปรับสมมติฐานมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์เฉลี่ยต่อวันสำหรับปี 2559 เพิ่มขึ้นจาก 4.0 หมื่นล้านบาท สู่ 4.5 หมื่นล้านบาท เพื่อสะท้อนมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดฯ ที่เพิ่มขึ้นมากในไตรมาส 3/59 มูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์เฉลี่ยต่อวัน (ไม่รวมบัญชีบล.) สำหรับไตรมาส 3/59 (ณ วันที่ 23 ก.ย.) อยู่ที่ 5.63 หมื่นล้านบาท เพิ่มขึ้น 51% YoY และ 34% QoQ มูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์เฉลี่ยต่อวัน YTD อยู่ที่ 4.63 หมื่นล้านบาท เทียบกับ 4.02 หมื่นล้านบาทในปี 2558 ส่วนแบ่งการตลาดของ MBKET เพิ่มขึ้นเล็กน้อยจาก 7.85% ในไตรมาส 2/59 สู่ 8.09% ในไตรมาส 3/59 ในขณะที่ส่วนแบ่งการตลาดของ ASP อยู่ในระดับทรงตัว QoQ ที่ 3.06% เราคาดว่ารายได้ค่านายหน้าในไตรมาส 3/59 ของ MBKET จะเพิ่มขึ้น 47% QoQ และของ ASP จะเพิ่มขึ้น 41% QoQ

ASP จะได้ประโยชน์จากการฟื้นตัวของ SET มากกว่า MBKET ตั้งแต่สิ้นไตรมาส 2/59 SET ปรับตัวเพิ่มขึ้นมาแล้ว 3% QTD (ณ วันที่ 23 ก.ย.) และปรับขึ้น 7% สู่จุดสูงสุดในช่วงกลางเดือน ส.ค. ASP น่าจะได้ประโยชน์จากการฟื้นตัวของ SET มากกว่า MBKET เนื่องจากบริษัทมีพอร์ตลงทุนขนาดใหญ่กว่า MBKET (พอร์ตลงทุนของ ASP มีมูลค่า 2.3 พันล้านบาท เทียบกับ MBKET ที่ 195 ล้านบาท ณ สิ้นปี 2558) และเงินลงทุนในหลักทรัพย์จดทะเบียนมูลค่า 601 ล้านบาทของ ASP น่าจะได้ประโยชน์จากการปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างมากของ SET พอร์ตลงทุนมูลค่า 2.3 พันล้านบาทของ ASP มีสัดส่วนของหุ้น (บัญชีบล., การลงทุนเชิงกลยุทธ์, เงินลงทุนจากต่างประเทศ, และหุ้นนอกตลาด) กับตราสารหนี้ค่อนข้างสมดุลกัน

ASP มีงาน IB ในมือจำนวนมาก ASP มีงานวาณิชธนกิจ (IB) 58 ดีลอยู่ในมือ ณ ไตรมาส 2/59 โดยในจำนวนนี้เป็นดีล IPO 27 ดีล ซึ่งคาดว่าจะเกิดขึ้น 2-3 ดีลปี 2559 และมากกว่า 10 ดีลในปี 2560 เราคาดว่ารายได้ค่าธรรมเนียมที่ไม่ใช่ค่านายหน้าจะอยู่ในระดับทรงตัวในปี 2559 และเพิ่มขึ้น 10% ในปี 2560

พรีวิวผลประกอบการไตรมาส 3/59 มูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์และกำไรจากเงินลงทุนที่สูงขึ้นทำให้เราคาดว่ากำไรสุทธิไตรมาส 3/59 ของ ASP จะเพิ่มขึ้นถึง 165% YoY และ 31% QoQ สู่ 225 ล้านบาท ในขณะเดียวกันเราก็คาดว่ากำไรสุทธิไตรมาส 3/59 ของ MBKET จะเพิ่มขึ้น 44% YoY และ 60% QoQ สู่ 288 ล้านบาท หลักๆ เกิดจากมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์ที่สูงขึ้น

คาดการณ์ถึงผลตอบแทนจากเงินปันผลช่วงครึ่งหลังปี 59 ที่น่าดึงดูดสำหรับ ASP เราคาดการณ์เงินปันผลช่วงครึ่งหลังปี 59 ของ ASP ที่ 0.23 บาท/หุ้น โดยใช้สมมติฐานอัตราการจ่ายเงินปันผล 90% คิดเป็นผลตอบแทนจากเงินปันผล 6.8% เราคาดการณ์เงินปันผลช่วงครึ่งหลังปี 59 ของ MBKET ที่ 1 บาท/หุ้น โดยใช้สมมติฐานอัตราการจ่ายเงินปันผล 100% คิดเป็นผลตอบแทนจากเงินปันผล 4.5% ผลตอบแทนจากเงินปันผลช่วงครึ่งหลังปี 59 ของ ASP น่าดึงดูดมากกว่า MBKET

ปรับคำแนะนำสำหรับ ASP ขึ้นสู่ "ซื้อ"; ปรับราคาเป้าหมายหุ้นทั้งสองตัวเพิ่มขึ้น เราปรับราคาเป้าหมายของ ASP เพิ่มขึ้นจาก 3.7 บาท สู่ 4.2 บาท (12 เท่าของประมาณการ EPS ปี 2559) และปรับราคาเป้าหมายของ MBKET เพิ่มขึ้นจาก 22 บาท สู่ 23 บาท (13 เท่าของประมาณการ EPS ปี 2559) เนื่องจากเราปรับสมมติฐานมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์เฉลี่ยต่อวันเพิ่มขึ้น 12.5% สู่ 4.5 หมื่นล้านบาท เราปรับคำแนะนำสำหรับ ASP ขึ้นสู่ "ซื้อ" เพราะ: 1) คาดการณ์ถึงผลตอบแทนจากเงินปันผลช่วงครึ่งหลังปี 59 ที่น่าดึงดูดในระดับ 7%, 2) งาน IB ในมือจำนวนมาก ซึ่งจะช่วยหนุนให้รายได้ค่าธรรมเนียมจากธุรกิจอื่นที่ไม่ใช่ธุรกิจนายหน้าค้าหลักทรัพย์ปรับตัวเพิ่มขึ้นในปี 2560, และ 3) ได้ประโยชน์อย่างมากจากการฟื้นตัวของ SET

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	Buy	3.38	4.2	33.6	12.7	9.6	9.3	(32)	33	3	1.6	1.5	1.5	12	16	16	7.1	9.4	9.7
MBKET	Sell	22.20	23.0	11.5	12.4	12.7	13.3	(19)	(2)	(5)	2.6	2.7	2.7	21	21	20	8.1	7.9	7.5
Average					**12.6**	**11.1**	**11.3**	**(26)**	**15**	**(1)**	**2.1**	**2.1**	**2.1**	**17**	**19**	**18**	**7.6**	**8.6**	**8.6**

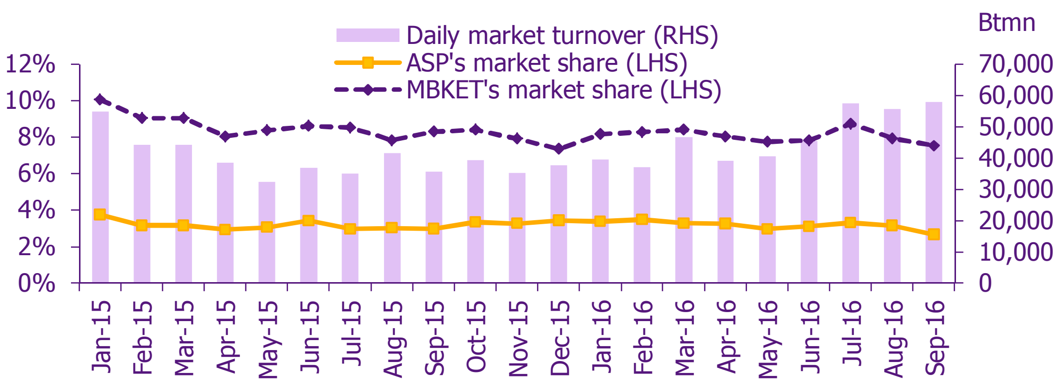
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: Target price sensitivity to turnover

	ASP	MBKET
Target price at 2016F various daily mkt. turnover		
Bt40bn	3.7	19
Bt45bn — base case	4.2	23
Bt50bn	4.7	28
2016F EPS (Bt) at 2016F various daily mkt. turnover		
Bt40bn	0.31	1.40
Bt45bn — base case	0.35	1.75
Bt50bn	0.39	2.10
2016F DPS (Bt) at 2016F various daily mkt. turnover		
Bt40bn	0.28	1.40
Bt45bn — base case	0.32	1.75
Bt50bn	0.35	2.10
Dividend payout	90%	100%
Target PE (x)	12.0	13.3

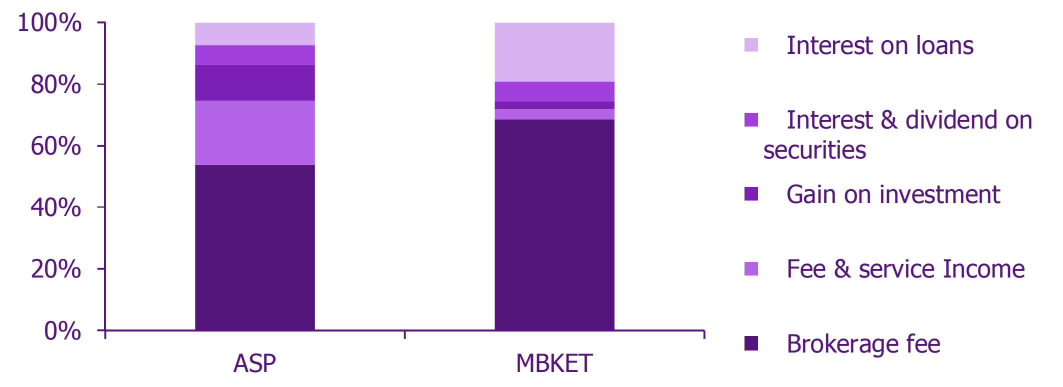
Source: SCBS Investment Research

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



Source: SET and SCBS Investment Research

Figure 3: 2016F revenue breakdown



Source: ASP, MBKET and SCBS Investment Research

เจ็บปวดในระยะสั้น

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

- **มีการต่อสู้เพื่อแย่งชิงลูกค้าแบบเติมเงินเกิดขึ้น โดย TRUE เปิดเกมรุกช่วงชิงลูกค้าจาก ADVANC และ DTAC กลยุทธ์หลักของ TRUE คือ การอุดหนุนราคาเครื่องโทรศัพท์**
- **การอุดหนุนราคาเครื่องโทรศัพท์จะส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานในระยะสั้น; นอกจากนี้ผลการดำเนินงานยังจะได้รับผลกระทบจากต้นทุนที่เกี่ยวข้องกับใบอนุญาต เช่น ค่าเสื่อมราคา และโครงข่าย ด้วย**
- **"ซื้อ" TRUE เพราะบริษัทจะได้ส่วนแบ่งตลาดเพิ่ม ซึ่งจะช่วยหนุนให้ผลการดำเนินงานพลิกกลับมาเป็นกำไรในปี 2560 เร็วกว่าตลาดคาด 3 ปี**

การต่อสู้แย่งชิงลูกค้าแบบเติมเงินเกิดขึ้นต่อเนื่อง หลังจากขยายโครงข่าย 2G เสร็จ ปัจจุบัน TRUE ก็มีโครงข่ายสำหรับทั้งสามบริการ (2G 3G และ 4G) ครอบคลุมประชากร 98% ซึ่งหมายความว่าบริการ 4G ของ TRUE ดีกว่า ADVANC (ครอบคลุมประชากร 50% และจะเพิ่มขึ้นเป็น 80% ภายในสิ้นปีนี้) อยู่เล็กน้อย และทุกบริการดีกว่า DTAC (บริการ 3G ครอบคลุมประชากร 90% และบริการ 2G กับ 4G ครอบคลุมประชากร 80%) อย่างมาก ด้วยโครงข่ายที่ครอบคลุมประชากรมากถึง 98% ทำให้ตอนนี้ TRUE พร้อมที่จะช่วงชิงส่วนแบ่งตลาดเพิ่ม โดยเฉพาะตลาดแบบเติมเงิน ซึ่ง TRUE มีส่วนแบ่งตลาดเพียง 15% TRUE มีลูกค้าแบบเติมเงินเพิ่มขึ้นติดต่อกัน 2 ไตรมาสแล้ว ในขณะที่ลูกค้าแบบเติมเงินของ ADVANC และ DTAC ปรับตัวลดลง และเราเชื่อว่าแนวโน้มเช่นนี้จะเกิดขึ้นต่อเนื่องไปอีกหลายไตรมาส TRUE ใช้การอุดหนุนราคาเครื่องโทรศัพท์เพื่อกระตุ้นให้ลูกค้าของคู่แข่งเปลี่ยนมาใช้บริการของ TRUE แต่ DTAC ตอบโต้กลับด้วยการอุดหนุนราคาเครื่องโทรศัพท์จำนวนมากสำหรับผู้ใช้บริการแบบเติมเงินในช่วงครึ่งหลังปี 59 การต่อสู้ช่วงชิงลูกค้าด้วยการอุดหนุนราคาเครื่องโทรศัพท์ครั้งนี้น่าจะเกิดขึ้นอีกนานหลายไตรมาสกว่าจะสิ้นสุดลง

ผลการดำเนินงานไตรมาส 4/59 จะถูกกดดันโดยต้นทุนใบอนุญาตและการอุดหนุนราคาเครื่องโทรศัพท์ ADVANC และ TRUE ชนะการประมูลใบอนุญาต 2 คลื่น (900MHz และ 1800MHz) เราคาดว่าแนวโน้มผลการดำเนินงานของสองบริษัทนี้จะถูกกดดันโดยต้นทุนใบอนุญาตอย่างน้อยในระยะ 12 เดือนข้างหน้า ซึ่งจะประกอบด้วยค่าตัดจำหน่ายและค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานโครงข่าย เราคาดว่า TRUE จะรายงานขาดทุนแค่ในปีนี้ ก่อนที่จะกลับมาทำกำไรอีกครั้งในช่วงครึ่งหลังปี 60 สำหรับ ADVANC เราคาดว่ากำไรปี 2559 จะลดลง 20% YoY โดยเกิดจากผลกระทบด้านลบจากการรับรู้ต้นทุนเกี่ยวกับใบอนุญาต ส่วน DTAC ที่แม้จะไม่มีต้นทุนเหล่านี้ แต่จะใช้จ่ายเงินจำนวนมากเพื่อรักษาส่วนแบ่งตลาดเอาไว้ด้วยการอุดหนุนราคาเครื่องโทรศัพท์ เราคาดว่า DTAC จะรายงานกำไรลดลง YoY ในไตรมาส 4/59 เช่นเดียวกับ ADVANC และ TRUE เพราะเสียส่วนแบ่งตลาดและค่าใช้จ่ายการตลาดสูงขึ้นจากการต่อสู้กลับ

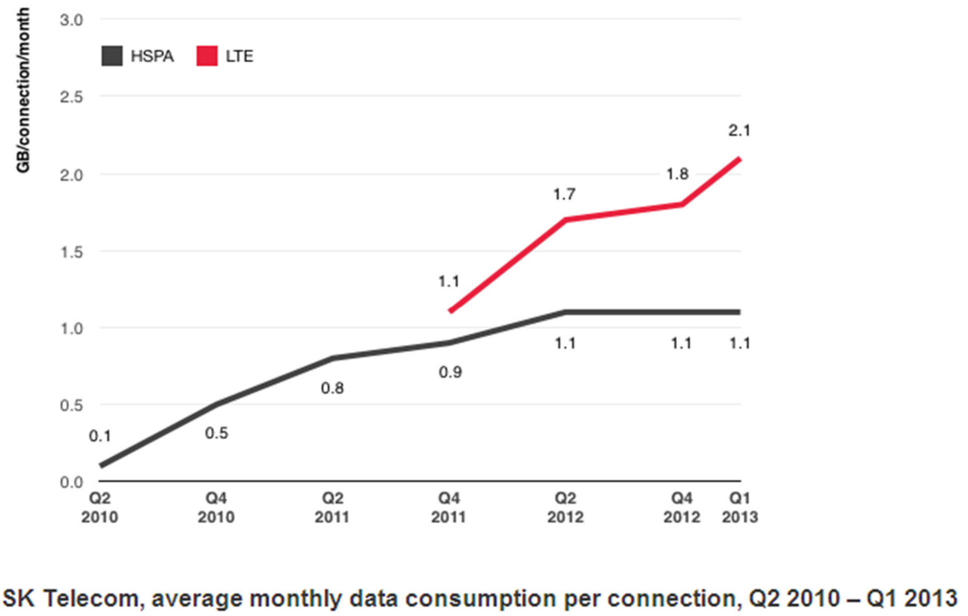
TRUE ยังคงเป็น top pick เพียงตัวเดียวของเราในกลุ่มสื่อสาร ประเด็นสนับสนุนการลงทุนสำหรับ TRUE อยู่ที่การได้ส่วนแบ่งตลาดรายได้เพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง TRUE สามารถเพิ่มส่วนแบ่งตลาดรายได้มาตั้งแต่ปี 2556 เมื่อบริษัทเป็นรายแรกที่ให้บริการ 3G อย่างแท้จริงบนคลื่น 850MHz หลังจากนั้น คุณภาพโครงข่ายของ TRUE ก็ปรับตัวดีขึ้นอย่างมาก และสามารถต่อสู้กับผู้นำอย่าง ADVANC ได้ทั้งในด้านของการครอบคลุมและคุณภาพโครงข่าย แม้ปรับตัวเพิ่มอย่างต่อเนื่อง แต่ส่วนแบ่งตลาดรายได้ของ TRUE ยังอยู่ที่ระดับเพียง 23.6% ณ ไตรมาส 2/59 เราเชื่อว่ายังมีโอกาสอีกมากที่ TRUE จะเพิ่มส่วนแบ่งตลาดรายได้จากระดับนี้ โดยเฉพาะบริการแบบเติมเงิน ซึ่งบริษัทมีส่วนแบ่งตลาดเพียง 15% การขยายโครงข่าย 2G บนคลื่น 900MHz เสร็จทำให้เราเชื่อว่า TRUE จะมีส่วนแบ่ง 1 ใน 3 ของรายได้ทั้งหมดในธุรกิจโทรศัพท์เคลื่อนที่ภายในปี 2561 นอกจากนี้ TRUE ยังจะได้รับประโยชน์จากการมีต้นทุนคงสูงด้วย ดังนั้นเราคาดว่า TRUE จะกลับมาทำกำไรภายในไตรมาส 3/60 คงคำแนะนำ "ซื้อ"

Valuation summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x) 15A	16F	17F	EPS growth (%) 15A	16F	17F	P/BV (x) 15A	16F	17F	ROE (%) 15A	16F	17F	Div. Yield (%) 15A	16F	17F	EV/EBITDA (x) 15A	16F	17F
ADVANC	Neutral	162.50	190.0	23.1	12.3	16.1	17.7	9	(23)	(9)	10.0	10.0	10.0	82	62	56	8.1	6.2	5.6	7.0	7.2	6.8
DTAC	Neutral	32.75	30.0	(4.3)	12.5	24.7	26.0	(42)	(49)	(5)	2.8	1.9	1.7	21	9	7	8.9	4.0	3.8	4.3	5.8	6.4
TRUE	Buy	7.15	10.2	42.7	n.m.	n.m.	61.5	n.m.	n.m.	n.m.	2.4	2.5	2.4	0	(4)	4	0.1	0.0	0.8	11.9	15.8	11.3
Average					**12.4**	**20.4**	**35.1**	**(17)**	**(36)**	**(7)**	**5.1**	**4.8**	**4.7**	**34**	**22**	**22**	**5.7**	**3.4**	**3.4**	**7.7**	**9.6**	**8.2**

Source: SCBS Investment Research

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



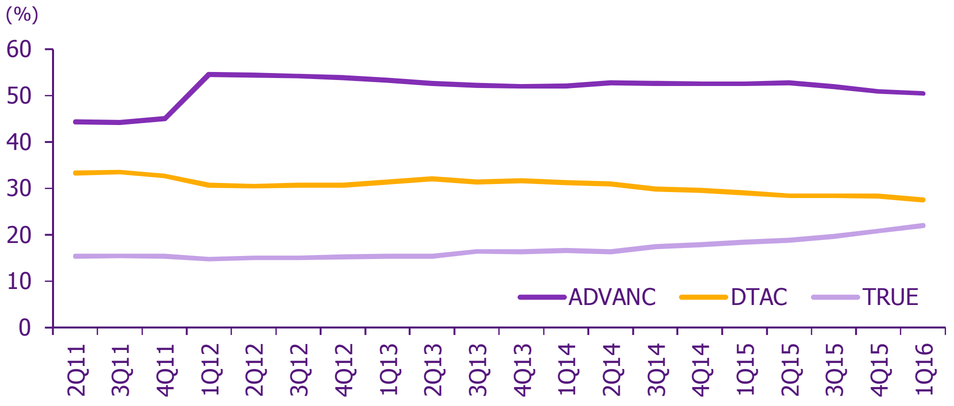
Source: SK Telecom

Figure 2: Comparison between 3G and 4G

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

Source: www.diffen.com

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



Source: Company and SCBS Investment Research

ไฮซีซั่นที่ท้าทาย

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

- **ช่วงโลว์ซีซั่นไม่ใช่ช่วงเวลาที่ตกต่ำอีกต่อไป ERW รายงานผลการดำเนินงานไตรมาส 2/59 โดดเด่นมากที่สุดตามคาด โดยรายงานกำไรในช่วงโลว์ซีซั่นได้เป็นครั้งแรกนับตั้งแต่ปี 2552**
- **ไตรมาส 4/59 จะเป็นช่วงไฮซีซั่นที่ท้าทาย เนื่องจากจำนวนนักท่องเที่ยวจีนอาจจะปรับตัวลดลงจากการขึ้นค่าธรรมเนียม visa on arrival อีกเท่าตัวและการปราบปรามเอเย่นต์ทัวร์ศูนย์เหรียญ อย่างไรก็ดี เราเชื่อว่าผลกระทบจะเกิดขึ้นแค่ช่วงสั้น ๆ และสำหรับด้านบวก คาดว่ามาตรการนี้จะช่วยส่งเสริมให้คุณภาพการท่องเที่ยวไทยปรับตัวดีขึ้น**
- **Top pick คือ ERW**

ช่วงโลว์ซีซั่นแข็งแกร่งมากขึ้น ในไตรมาส 2/59 มีนักท่องเที่ยวต่างชาติเดินทางเข้ามาในประเทศไทยจำนวน 7.6 ล้านคน เพิ่มขึ้น 8.2% YoY (-16% QoQ) จีนยังคงเป็นตลาดใหญ่ที่สุด โดยคิดเป็น 30% ของจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติทั้งหมดที่เดินทางเข้ามาในประเทศไทย โดยนักท่องเที่ยวจากจีนมีจำนวน 2.3 ล้านคน เพิ่มขึ้น 13% YoY (-14% QoQ) นักท่องเที่ยวจากรัสเซีย (3% ของนักท่องเที่ยวต่างชาติทั้งหมดที่เดินทางเข้ามาในประเทศไทย) ฟื้นตัวดีขึ้น โดยเพิ่มขึ้น 38% YoY (-46% QoQ) ส่งผลทำให้ไตรมาส 2/59 เป็นไตรมาสที่ 2 ติดต่อกันที่นักท่องเที่ยวจากรัสเซียมีอัตราเติบโตเป็นบวก YoY หลังจากเริ่มปรับตัวลดลงในไตรมาส 2/57 ทั้งนี้ในช่วงครึ่งแรกปี 59 มีนักท่องเที่ยวต่างชาติเดินทางเข้ามาในประเทศไทยทั้งหมด 16.6 ล้านคน เติบโต 12% YoY เนื่องจากจำนวนนักท่องเที่ยวที่เพิ่มขึ้นมาจากตลาดระยะใกล้โดยเฉพาะจีนซึ่งมีพฤติกรรมการเดินทางท่องเที่ยวตามฤดูกาลน้อยกว่านักท่องเที่ยวจากตลาดระยะไกล การท่องเที่ยวไทยจึงขึ้นอยู่กับฤดูกาลน้อยลง และช่วงที่เป็นโลว์ซีซั่นของการท่องเที่ยวก็ดูแข็งแกร่งมากขึ้น ERW เป็นบริษัทที่รายงานผลการดำเนินงานโดดเด่นที่สุดในไตรมาส 2/59 เนื่องจากบริษัทรายงานกำไรในช่วงโลว์ซีซั่นได้เป็นครั้งแรกนับตั้งแต่ปี 2552

ช่วงไฮซีซั่นในไตรมาส 4/59 ถูกท้าทายโดยปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อจำนวนนักท่องเที่ยวจีน โมเมนตัมที่แข็งแกร่งเกิดขึ้นอย่างต่อเนื่อง เนื่องจากจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติที่เดินทางเข้ามาในประเทศไทยในเดือน ก.ค. เพิ่มขึ้น 11% YoY อย่างไรก็ตาม เรามองว่าไตรมาส 4/59 จะเป็นช่วงไฮซีซั่นที่ท้าท้ายเนื่องจากมี 2 ปัจจัยที่อาจจะส่งผลกระทบต่อจำนวนนักท่องเที่ยวจีน ได้แก่ 1) การขึ้นค่าธรรมเนียม visa on arrival อีกเท่าตัวสู่ 2,000 บาท มีผลบังคับใช้ในวันที่ 27 ก.ย. และ 2) การปราบปรามเอเย่นต์ทัวร์ศูนย์เหรียญในประเทศไทยในช่วงปลายเดือน ส.ค. เราไม่คิดว่าการขึ้นค่าธรรมเนียมวีซ่าจะส่งผลกระทบต่ออุตสาหกรรมท่องเที่ยวไทย แม้ว่าจะทำให้นักท่องเที่ยวมีค่าใช้จ่ายเพิ่มขึ้น แต่ค่าใช้จ่ายที่เพิ่มขึ้น 1,000 บาท คิดเป็นสัดส่วนเพียง 2% ของค่าใช้จ่ายเฉลี่ยที่นักท่องเที่ยวจากจีนใช้จ่ายในประเทศไทย (47,000 บาท/คน/ทริป) ในขณะที่เราเห็นว่าควรจับตาปัจจัยที่สองอย่างใกล้ชิด โดยทางการไทยคาดว่าจะมีผลกระทบเกิดขึ้นบ้างในเดือน ก.ย. แต่คาดว่าจำนวนนักท่องเที่ยวจีนจะฟื้นตัวในช่วงวันหยุดยาว golden week ของจีนระหว่างวันที่ 1-7 ต.ค. เรามองว่าผลกระทบจะเกิดขึ้นแค่ช่วงสั้นๆ เนื่องจากนักท่องเที่ยวจากจีนส่วนใหญ่ (~60%) เป็นนักท่องเที่ยวที่เดินทางท่องเที่ยวเอง และ ~40% เดินทางมากับกรุ๊ปทัวร์ และกรุ๊ปทัวร์ก็ไม่ใช่ทัวร์ศูนย์เหรียญทั้งหมด สำหรับด้านบวก เราคาดว่ามาตรการนี้จะช่วยส่งเสริมให้คุณภาพการท่องเที่ยวไทยปรับตัวดีขึ้น

ผลกระทบต่อหุ้นกลุ่มท่องเที่ยว จากการคำนวณของเรา ผู้โดยสารจากจีนคิดเป็น ~25% ของรายได้ของ AOT และสำหรับกลุ่มโรงแรม แขกชาวจีนคิดเป็น ~15% ของรายได้ของ ERW, ~9% ของรายได้ของ CENTEL, และ ~6% ของรายได้ของ MINT แนวโน้มที่จำนวนนักท่องเที่ยวจีนจะปรับตัวลดลงภายหลังการปราบปรามทัวร์ศูนย์เหรียญจะส่งผลกระทบโดยตรงต่อ AOT โดยจะทำให้รายได้ค่าธรรมเนียมการใช้สนามบินและรายได้ค่าสัมปทานปรับตัวลดลง เนื่องจากสนามบินของ AOT เป็นประตูสู่ประเทศไทย ในขณะที่หุ้นอื่นๆ ไม่ได้รับผลกระทบโดยตรงจากทัวร์ศูนย์เหรียญ เราเชื่อว่า CENTEL และ MINT จะไม่ได้รับผลกระทบ เนื่องจากทั้งสองบริษัทดำเนินกิจการโรงแรมระดับบน ERW มีโรงแรมชั้นประหยัด *ibis* แต่บริษัทกล่าวว่า *ibis* ไม่ใช่เป้าหมายสำหรับทัวร์ศูนย์เหรียญ

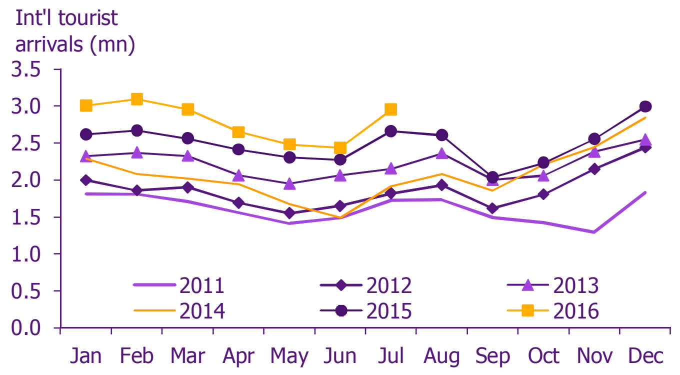
Top pick คือ ERW เรายังคงมุมมองเชิงบวกต่อแนวโน้มของอุตสาหกรรมท่องเที่ยวไทย โดยได้รับปัจจัยหนุนจากความต้องการเดินทางท่องเที่ยวที่เพิ่มขึ้น โดยเฉพาะนักท่องเที่ยวจากตลาดระยะใกล้ เช่น จีน และกลุ่มประเทศ AEC ที่เศรษฐกิจกำลังเติบโต และเปอร์เซ็นต์นักท่องเที่ยวที่เดินทางออกนอกประเทศยังอยู่ในระดับต่ำ หุ้น top pick ของเรา คือ ERW (ราคาเป้าหมาย 6.5 บาท/หุ้น) เนื่องจาก ERW ประกอบธุรกิจโรงแรมเพียงอย่างเดียว ดังนั้นบริษัทจึงมีแนวโน้มที่จะได้รับประโยชน์มากที่สุดจากอุตสาหกรรมท่องเที่ยวไทยที่กำลังเติบโตและพฤติกรรมการท่องเที่ยวตามฤดูกาลที่ลดน้อยลง โดยกำไรมีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้นในช่วงครึ่งหลังปี 59 ถึงปี 2560

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	397.00	420.0	7.1	38.1	31.4	26.4	31	21	19	5.5	5.0	4.4	15	17	18	1.6	1.3	1.5	20.7	18.1	16.1
CENTEL	Buy	39.75	47.0	19.7	32.0	28.2	24.2	54	13	17	5.4	4.8	4.3	18	18	19	1.0	1.4	1.7	13.0	12.1	10.9
ERW	Buy	4.54	6.5	44.2	56.8	33.3	27.6	n.m.	70	21	2.3	2.2	2.1	4	7	8	0.9	1.1	1.3	13.3	11.4	10.8
MINT	Neutral	39.50	41.0	5.3	37.4	33.4	28.7	7	12	16	4.8	4.3	3.9	14	14	14	0.9	1.5	1.2	25.3	20.8	18.6
Average					**41.1**	**31.6**	**26.7**	**31**	**29**	**18**	**4.5**	**4.1**	**3.7**	**13**	**14**	**15**	**1.1**	**1.3**	**1.4**	**18.1**	**15.6**	**14.1**

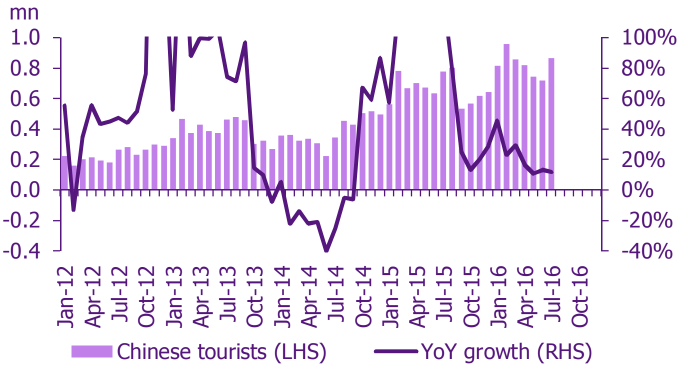
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: Growing international tourist arrivals



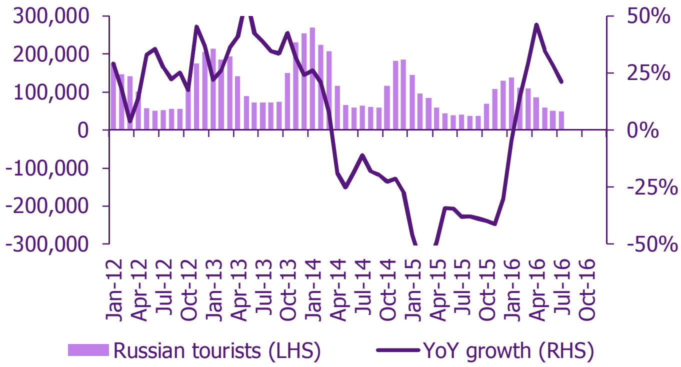
Source: Department of Tourism, Thailand and SCBS Investment Research

Figure 2: Tourists from China rising



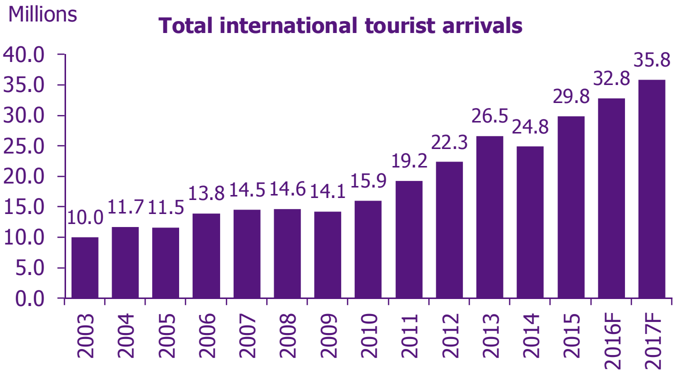
Source: Department of Tourism, Thailand and SCBS Investment Research

Figure 3: Russian tourists are returning



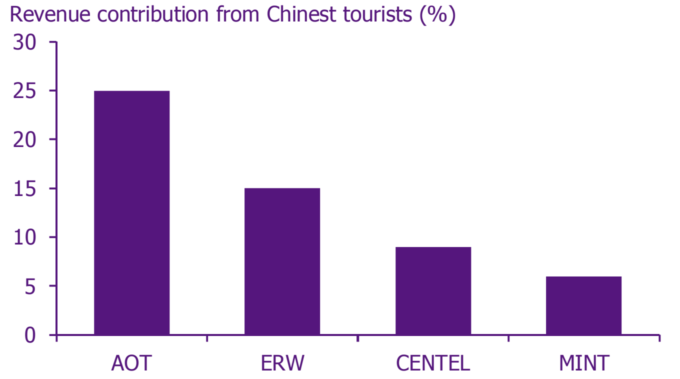
Source: Department of Tourism, Thailand and SCBS Investment Research

Figure 4: Secular trend of Thai tourism



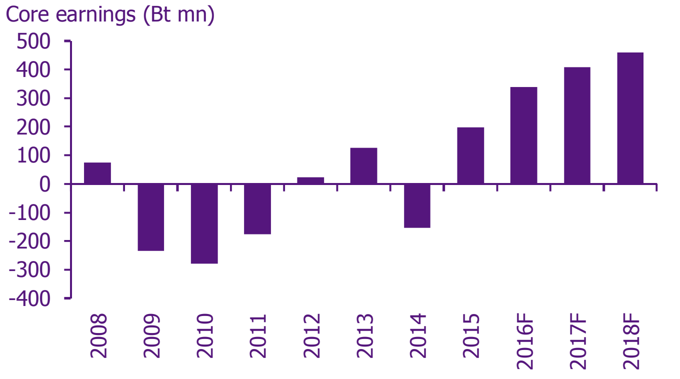
Source: Department of Tourism, Thailand and SCBS Investment Research

Figure 5: Contribution from China tourists



Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 6: ERW's earnings trend



Source: Company data and SCBS Investment Research

คำแนะนำการลงทุนของ SCBS

ราคา ณ วันที่ : 23 ก.ย. 59

SCB หลักทรัพย์ไทยพาณิชย์

Company	Rec.	Price (Bt)	Target Price	% Up/(Down)	12-mth BB-CON	Core Profit (Btm) 15A	Core Profit (Btm) 16F	Core Profit (Btm) 17F	Core EPS (Bt) 15A	Core EPS (Bt) 16F	Core EPS (Bt) 17F	Core EPS growth (%) 15A	Core EPS growth (%) 16F	Core EPS growth (%) 17F	Core PER (x) 15A	Core PER (x) 16F	Core PER (x) 17F	BVPS(Bt) 15A	BVPS(Bt) 16F	BVPS(Bt) 17F	P/BV (x) 15A	P/BV (x) 16F	P/BV (x) 17F	ROE (%) 15A	ROE (%) 16F	ROE (%) 17F
Agribusiness						**1,189**	**1,403**	**1,581**							**15.6**	**13.2**	**11.7**				**1.97**	**1.76**	**1.58**	**13%**	**14%**	**14%**
GFPT	Buy	14.80	16.00	8.1	15.7	1,189	1,403	1,581	0.95	1.12	1.26	-32%	18%	13%	15.6	13.2	11.7	7.5	8.4	9.3	1.97	1.76	1.58	13%	14%	14%
Automotive				**29.9**		**2,507**	**2,797**	**3,446**							**12.3**	**10.9**	**8.8**				**1.08**	**1.03**	**0.97**	**9%**	**10%**	**11%**
AH	Buy	13.30	18.00	35.3	16.2	313	517	618	0.97	1.60	1.92	-16%	65%	20%	13.7	8.3	6.9	18.5	20.2	22.1	0.72	0.66	0.60	5%	8%	9%
PCSGH	Buy	4.90	7.00	42.9	5.0	532	500	643	0.34	0.32	0.42	-29%	-6%	29%	14.2	15.1	11.8	3.2	3.2	3.3	1.55	1.52	1.48	11%	10%	13%
SAT	Buy	13.00	18.00	38.5	16.0	641	603	768	1.51	1.42	1.81	-1%	-6%	27%	8.6	9.2	7.2	13.0	13.9	14.9	1.00	0.94	0.87	12%	11%	13%
STANLY	Neutral	171.00	200.00	17.0	191.0	1,022	1,177	1,417	13.34	15.36	18.49	-4%	15%	20%	12.8	11.1	9.2	163.2	174.3	187.3	1.05	0.98	0.91	9%	9%	10%
Banking				**9.7**		**191,953**	**196,231**	**225,895**							**11.4**	**10.9**	**9.7**				**1.30**	**1.17**	**1.08**	**12%**	**12%**	**12%**
Large Banks																										
BBL	Buy	167.00	186.00	11.4	184.4	34,181	32,288	37,247	17.91	16.91	19.51	-6%	-6%	15%	9.3	9.9	8.6	189.6	200.0	213.5	0.88	0.83	0.78	10%	9%	9%
KBANK	Buy	187.50	198.00	5.6	205.3	39,474	38,997	46,979	16.49	16.29	19.63	-14%	-1%	20%	11.4	11.5	9.6	119.4	133.6	149.2	1.57	1.40	1.26	15%	13%	14%
KTB	Buy	18.20	20.00	9.9	19.4	28,494	31,300	34,212	2.04	2.24	2.45	-14%	10%	9%	8.9	8.1	7.4	17.6	19.8	21.4	1.03	0.92	0.85	12%	12%	12%
Mid/small banks																										
BAY	Sell	37.00	30.00	(18.9)	37.1	18,634	20,988	23,644	2.53	2.85	3.21	9%	13%	13%	14.6	13.0	11.5	25.9	28.0	30.3	1.43	1.32	1.22	12%	11%	11%
KKP	Neutral	57.00	53.00	(7.0)	53.0	3,317	4,410	4,729	3.92	5.21	5.58	25%	33%	7%	14.6	10.9	10.2	44.8	47.5	49.4	1.27	1.20	1.15	9%	11%	12%
LHBANK	Sell	1.68	1.60	(4.8)	1.7	1,652	2,216	2,437	0.12	0.10	0.12	33%	-14%	10%	13.9	16.1	14.6	1.3	1.7	1.8	1.28	0.98	0.93	10%	8%	7%
TCAP	Buy	42.25	48.00	13.6	43.1	5,437	6,112	6,477	4.25	5.07	5.37	6%	19%	6%	9.9	8.3	7.9	41.2	46.1	49.7	1.02	0.92	0.85	10%	11%	11%
TISCO	Neutral	55.00	55.00		53.2	4,250	4,915	5,174	5.31	6.14	6.46	0%	16%	5%	10.4	9.0	8.5	35.1	38.8	42.9	1.57	1.42	1.28	16%	17%	16%
TMB	Neutral	2.18	2.40	10.1	2.5	9,333	8,535	10,307	0.21	0.20	0.24	-2%	-9%	21%	10.2	11.2	9.3	1.7	1.9	2.1	1.25	1.16	1.06	13%	11%	12%
Commerce				**18.9**		**32,483**	**38,235**	**44,902**							**36.6**	**29.4**	**25.0**				**7.29**	**6.46**	**5.61**	**22%**	**23%**	**24%**
BIGC	Neutral	207.00	230.00	11.1	216.5	6,898	7,562	8,608	8.36	9.17	10.43	-5%	10%	14%	24.8	22.6	19.8	56.6	63.2	70.9	3.66	3.27	2.92	16%	15%	16%
CPALL	Buy	61.50	72.00	17.1	66.2	13,687	16,897	20,187	1.52	1.88	2.25	39%	23%	19%	40.4	32.7	27.4	4.6	5.6	6.9	13.26	10.93	8.87	36%	37%	36%
GLOBAL	Buy	13.50	18.00	33.3	16.2	868	1,387	1,667	0.24	0.38	0.46	24%	60%	20%	56.9	35.6	29.6	4.1	4.4	4.8	3.31	3.06	2.81	6%	9%	10%
HMPRO	Neutral	10.10	11.00	8.9	11.0	3,499	4,106	4,718	0.27	0.31	0.36	6%	17%	15%	38.0	32.3	28.2	1.3	1.3	1.4	7.86	7.50	7.01	21%	24%	26%
MAKRO	Buy	33.00	43.00	30.3	37.8	5,378	5,697	6,679	1.12	1.19	1.39	9%	6%	17%	29.5	27.8	23.7	3.0	3.3	4.0	11.15	9.89	8.34	40%	38%	38%
ROBINS	Buy	58.75	80.00	36.2	65.7	2,153	2,586	3,043	1.94	2.33	2.74	12%	20%	18%	30.3	25.2	21.4	13.0	14.3	15.9	4.52	4.10	3.69	16%	17%	18%
Construction Materials				**17.9**		**50,689**	**60,418**	**66,960**							**47.3**	**21.0**	**17.8**				**3.77**	**3.52**	**3.13**	**19%**	**20%**	**21%**
Cement																										
SCC	Buy	520.00	630.00	21.2	576.2	43,435	51,457	56,700	36.20	42.88	47.25	29%	18%	10%	14.4	12.1	11.0	202.5	227.7	254.7	2.57	2.28	2.04	19%	20%	20%
SCCC	Neutral	298.00	340.00	14.1	335.2	4,596	4,465	4,777	19.98	19.41	20.77	-9%	-3%	7%	14.9	15.3	14.3	96.1	100.5	107.7	3.10	2.97	2.77	21%	20%	20%
TPIPL	U/R *	2.36	U/R		2.8	278	1,342	1,592	0.01	0.07	0.08	-51%	383%	19%	171.4	35.5	29.9	2.9	3.0	3.0	0.81	0.80	0.78	0%	2%	3%
Ceramics																										
DCC	Buy	4.38	5.00	14.2	4.6	1,372	1,505	1,703	0.21	0.23	0.26	12%	10%	13%	20.8	19.0	16.8	0.5	0.5	0.6	9.16	8.63	7.35	46%	47%	47%
DRT	U/R *	4.86	U/R		6.0	331	350	383	0.32	0.33	0.37	14%	6%	10%	15.4	14.6	13.3	2.1	2.2	2.3	2.30	2.23	2.15	15%	16%	16%
Others																										
EPG	Buy	13.80	18.00	30.4	17.2	676	1,300	1,805	0.30	0.46	0.64	16%	57%	39%	46.7	29.7	21.4	2.9	3.3	3.7	4.71	4.19	3.69	11%	15%	18%
Construction Services				**-**		**2,570**	**4,383**	**4,546**							**151.7**	**40.2**	**35.5**				**2.45**	**2.38**	**2.25**	**12%**	**10%**	**10%**
BJCHI	U/R *	5.90	U/R		7.3	1,214	1,105	1,187	0.83	0.69	0.74	32%	-17%	8%	7.1	8.6	8.0	3.4	3.7	4.0	1.75	1.60	1.47	24%	18%	18%
CK	U/R *	29.00	U/R		36.9	182	1,974	1,563	0.11	1.15	0.92	-82%	973%	-20%	270.4	25.2	31.5	12.4	12.5	12.9	2.34	2.31	2.25	9%	9%	7%
ITD	U/R *	5.35	U/R		7.0	96	166	406	0.02	0.06	0.07	-60%	210%	25%	295.7	95.5	76.4	2.8	2.7	2.7	1.93	1.99	1.95	2%	2%	3%
STEC	U/R *	23.60	U/R		28.0	1,079	1,138	1,389	0.71	0.75	0.91	-29%	6%	21%	33.4	31.5	26.0	6.2	6.5	7.1	3.79	3.62	3.33	12%	12%	13%
Electronic Components				**(1.1)**		**11,567**	**12,264**	**13,647**							**16.8**	**15.6**	**13.6**				**3.40**	**2.86**	**2.48**	**20%**	**19%**	**19%**
DELTA	Neutral	78.25	74.00	(5.4)	72.4	6,302	6,370	6,650	5.05	5.11	5.33	14%	1%	4%	15.5	15.3	14.7	24.5	26.6	28.8	3.19	2.95	2.72	22%	20%	19%
HANA	Neutral	30.25	30.00	(0.8)	31.0	2,328	2,124	2,216	2.89	2.64	2.75	39%	-9%	4%	10.5	11.5	11.0	24.1	24.9	25.7	1.25	1.21	1.18	12%	11%	11%
KCE	Neutral	101.50	106.00	4.4	109.3	2,240	3,157	4,058	3.82	5.38	6.92	25%	41%	29%	26.6	18.9	14.7	13.8	17.4	21.9	7.38	5.82	4.64	31%	34%	35%
SVI	Neutral	4.46	4.80	7.6	5.5	697	613	723	0.31	0.27	0.31	-5%	-13%	17%	14.5	16.6	14.2	2.5	3.1	3.2	1.78	1.45	1.38	15%	10%	10%
Energy & Utilities						**140,911**	**165,669**	**183,613**							**16.2**	**15.6**	**12.5**				**1.46**	**1.61**	**1.51**	**13%**	**12%**	**13%**
Oil & Gas and Coal																										
BANPU	U/R *	15.40	U/R		17.0	-1,534	2,351	3,631	-0.59	0.55	0.82	n.m.	n.m.	50%	n.m.	28.3	18.8	28.9	17.9	18.2	0.53	0.86	0.85	-2%	3%	5%
PTT	U/R *	333.00	U/R		351.7	64,239	85,992	94,771	22.49	29.98	32.81	-24%	33%	9%	14.8	11.1	10.1	380.8	267.7	288.0	0.87	1.24	1.16	6%	11%	11%
PTTEP	U/R *	80.25	U/R		85.4	24,470	15,206	21,863	6.16	3.74	5.55	-51%	-39%	49%	13.0	21.5	14.5	103.0	101.1	104.7	0.78	0.79	0.77	6%	4%	5%
Refineries																										
BCP	U/R *	32.00	U/R		35.7	4,151	5,016	5,639	3.01	3.63	4.08	1404%	20%	12%	10.6	8.8	7.8	26.5	27.9	30.4	1.21	1.15	1.05	12%	13%	13%
ESSO	U/R *	5.85	U/R		6.9	1,700	4,031	2,742	0.61	0.83	0.71	n.m.	36%	-14%	9.6	7.0	8.2	4.2	5.1	5.8	1.39	1.14	1.01	23%	17%	14%
IRPC	U/R *	4.90	U/R		5.7	11,786	10,419	10,616	0.58	0.51	0.53	n.m.	-12%	3%	8.5	9.6	9.3	3.7	4.0	4.4	1.32	1.22	1.12	16%	13%	12%
TOP	U/R *	68.25	U/R		72.8	13,366	15,600	14,812	6.15	7.70	7.22	n.m.	25%	-6%	11.1	8.9	9.4	45.1	50.1	54.4	1.51	1.36	1.26	15%	16%	14%
Utilities																										
EGCO	U/R *	196.50	U/R		224.2	7,825	8,423	9,750	14.86	15.99	18.51	4%	8%	16%	13.2	12.3	10.6	146.7	154.6	166.1	1.34	1.27	1.18	10%	11%	12%
GLOW	U/R *	81.25	U/R		89.0	8,355	8,842	8,576	5.71	6.05	5.86	-9%	6%	-3%	14.2	13.4	13.9	33.7	33.9	34.7	2.41	2.39	2.34	18%	18%	17%
GUNKUL	U/R *	5.05	U/R		5.9	685	875	1,603	0.12	0.13	0.25	-77%	16%	84%	43.5	37.7	20.5	4.2	1.7	2.0	1.21	3.02	2.58	20%	9%	13%
RATCH	U/R *	51.00	U/R		58.1	3,188	6,368	6,904	2.20	4.37	4.77	-38%	99%	9%	23.2	11.7	10.7	41.5	44.2	46.6	1.23	1.15	1.09	5%	10%	11%
TTW	Neutral	10.70	12.00	12.1	11.9	2,681	2,547	2,703	0.67	0.64	0.68	-10%	-5%	6%	15.9	16.8	15.8	2.9	2.9	2.9	3.74	3.74	3.70	23%	22%	24%

คำแนะนำการลงทุนของ SCBS

ราคา ณ วันที่ : 23 ก.ย. 59

SCB หลักทรัพย์ไทยพาณิชย์

Company	Rec.	Price (Bt)	Target Price	% Up/(Down)	12-mth BB-CON	Core Profit (Btm) 15A	16F	17F	Core EPS (Bt) 15A	16F	17F	Core EPS growth (%) 15A	16F	17F	Core PER (x) 15A	16F	17F	BVPS(Bt) 15A	16F	17F	P/BV (x) 15A	16F	17F	ROE (%) 15A	16F	17F
Finance & Securities				**1.4**		**6,098**	**6,674**	**7,375**							**13.1**	**11.7**	**11.0**				**2.59**	**2.36**	**2.17**	**20%**	**21%**	**20%**
Credit card																										
AEONTS	Buy	98.50	120.00	21.8	118.4	2,446	2,549	2,933	9.79	10.20	11.73	1%	4%	15%	10.1	9.7	8.4	48.1	54.7	62.8	2.05	1.80	1.57	22%	20%	20%
KTC	Neutral	138.00	113.00	(18.1)	141.2	2,073	2,385	2,727	8.04	9.25	10.58	18%	15%	14%	17.2	14.9	13.0	33.9	39.9	46.7	4.07	3.46	2.95	26%	25%	24%
Securities																										
ASP	Buy	3.38	4.20	24.3	4.4	560	742	764	0.27	0.35	0.36	-32%	33%	3%	12.7	9.6	9.3	2.1	2.2	2.3	1.60	1.52	1.49	12%	16%	16%
MBKET	Sell	22.20	23.00	3.6		1,019	998	951	1.79	1.75	1.67	-19%	-2%	-5%	12.4	12.7	13.3	8.4	8.4	8.3	2.63	2.65	2.68	21%	21%	20%
Food & Beverage				**16.1**		**12,780**	**25,175**	**29,329**							**49.5**	**22.3**	**19.2**				**2.77**	**2.51**	**2.32**	**9%**	**11%**	**12%**
CPF	Buy	32.00	40.00	25.0	38.3	2,548	13,418	15,780	0.34	1.82	2.14	-63%	427%	18%	92.8	17.6	15.0	23.5	24.8	25.9	1.36	1.29	1.23	2%	8%	8%
MINT	Neutral	39.50	41.00	3.8	42.3	4,655	5,200	6,048	1.06	1.18	1.37	7%	12%	16%	37.4	33.4	28.7	8.2	9.2	10.1	4.84	4.28	3.90	14%	14%	14%
TU	Buy	21.60	25.00	15.7	24.2	5,576	6,557	7,501	1.17	1.37	1.57	-3%	18%	14%	18.5	15.7	13.7	10.2	11.0	11.9	2.12	1.97	1.82	12%	13%	14%
Health Care Services				**17.0**		**11,626**	**13,079**	**15,051**							**46.5**	**40.1**	**34.4**				**7.95**	**7.44**	**6.65**	**18%**	**18%**	**19%**
BDMS	Buy	22.50	27.00	20.0	25.6	7,709	8,839	10,272	0.50	0.57	0.66	8%	15%	16%	45.2	39.4	33.9	3.6	3.7	4.0	6.20	6.12	5.59	15%	16%	17%
BH	Sell	174.50	190.00	8.9	186.8	3,390	3,578	3,976	4.65	4.91	5.46	26%	6%	11%	37.5	35.5	32.0	15.1	16.6	19.0	11.55	10.50	9.19	28%	26%	26%
BCH	Buy	12.00	14.00	16.7	13.4	527	662	803	0.21	0.27	0.32	1%	26%	21%	56.7	45.2	37.3	2.0	2.1	2.3	6.08	5.69	5.18	11%	13%	15%
Information & Communication Technology				**17.2**		**64,978**	**47,893**	**49,825**							**351.0**	**16.5**	**21.5**				**4.07**	**3.48**	**3.41**	**31%**	**22%**	**21%**
Mobile																										
ADVANC	Neutral	162.50	190.00	16.9	182.7	39,154	30,065	27,254	13.17	10.11	9.16	9%	-23%	-9%	12.3	16.1	17.7	16.3	16.3	16.3	9.99	9.99	9.99	82%	62%	56%
DTAC	Neutral	32.75	30.00	(8.4)	33.8	6,188	3,140	2,984	2.61	1.33	1.26	-42%	-49%	-5%	12.5	24.7	26.0	11.5	17.5	19.6	2.85	1.87	1.67	21%	9%	7%
TRUE	Buy	7.15	10.20	42.7	7.7	53	-3,086	2,860	0.00	-0.13	0.12	n.m.	n.m.	n.m.	3316.1	n.m.	61.5	3.0	2.9	3.0	2.36	2.47	2.37	0%	-4%	4%
Internet																										
CSL	U/R *	5.85	U/R		5.5	315	279	261	0.53	0.53	0.52	-21%	0%	-2%	11.0	11.0	11.2	1.1	1.2	1.2	5.30	4.92	4.72	50%	46%	36%
THCOM	U/R *	20.90	U/R		29.6	2,717	2,152	2,265	2.48	2.02	2.09	100%	-19%	4%	8.4	10.4	10.0	16.5	17.6	18.8	1.26	1.19	1.11	15%	12%	11%
Other																										
INTUCH	U/R *	54.25	U/R		65.8	14,913	14,185	12,758	4.65	4.43	3.98	7%	-5%	-10%	11.7	12.3	13.6	4.4	7.5	7.5	12.21	7.25	7.22	105%	70%	62%
JMART	U/R *	12.20	U/R		13.3	323	402	479	0.62	0.72	0.85	-2%	18%	17%	19.8	16.9	14.4	7.2	6.1	6.1	1.69	2.02	2.02	11%	11%	11%
SAMART	U/R *	14.30	U/R		18.5	795	573	622	0.79	0.60	0.63	-46%	-24%	5%	18.1	23.9	22.8	8.3	8.5	8.9	1.73	1.69	1.61	10%	9%	9%
SAMTEL	U/R *	10.80	U/R		14.5	468	364	419	0.76	0.65	0.69	-35%	-14%	6%	14.3	16.7	15.8	5.6	5.7	5.8	1.93	1.90	1.85	13%	10%	12%
SIM	U/R *	1.01	U/R		0.7	52	-180	-77	0.01	-0.05	-0.02	-93%	n.m.	67%	85.4	n.m.	n.m.	0.7	0.7	0.7	1.38	1.49	1.51	2%	-6%	-3%
Insurance				**0.1**		**7,152**	**7,967**	**7,621**							**16.4**	**18.0**	**12.3**				**3.05**	**2.55**	**2.32**	**20%**	**20%**	**20%**
BLA	Neutral	45.50	45.00	(1.1)	46.6	4,108	7,212	6,431	2.41	4.23	3.77	54%	76%	-11%	18.9	10.7	12.1	15.8	21.9	25.0	2.87	2.08	1.82	16%	22%	16%
THRE	Neutral	2.14	2.20	2.8	2.2	2,655	298	679	0.14	0.07	0.16	n.m.	-50%	127%	15.2	30.2	13.3	1.3	1.4	1.4	1.65	1.50	1.48	13%	5%	11%
THREL	Neutral	9.90	11.00	11.1	14.3	389	457	511	0.65	0.76	0.85	5%	17%	12%	15.3	13.0	11.6	2.1	2.4	2.7	4.63	4.06	3.64	31%	33%	33%
Media & Publishing				**13.4**		**4,741**	**4,571**	**4,896**							**53.7**	**43.2**	**29.4**				**6.49**	**6.50**	**6.31**	**13%**	**14%**	**17%**
TV broadcasting																										
BEC	Sell	22.90	25.00	9.2	24.0	2,983	2,032	1,366	1.49	1.02	0.68	-35%	-32%	-33%	15.4	22.5	33.5	3.7	3.4	3.1	6.23	6.83	7.34	38%	29%	21%
GRAMMY	Neutral	8.15	8.00	(1.8)	11.6	-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	3.35	3.75	4.13	-42%	-11%	-10%
MCOT	Sell	13.70	6.00	(56.2)	9.4	100	-72	-222	0.15	-0.10	-0.32	-80%	n.m.	-209%	94.1	n.m.	n.m.	11.7	11.7	11.6	1.17	1.17	1.18	1%	-1%	-3%
RS	Buy	8.45	12.00	42.0	11.5	122	110	271	0.12	0.11	0.27	-67%	-9%	146%	70.2	77.4	31.5	1.8	1.8	1.9	4.80	4.69	4.42	7%	6%	14%
WORK	Buy	36.75	55.00	49.7	50.8	163	361	581	0.42	0.82	1.32	n.m.	96%	61%	87.8	44.8	27.8	7.5	8.7	10.2	4.93	4.21	3.59	7%	11%	14%
Cinema																										
MAJOR	Buy	29.75	32.00	7.6	35.3	990	1,109	1,307	1.12	1.25	1.47	1%	12%	18%	26.7	23.8	20.2	7.3	7.4	7.7	4.07	4.01	3.88	15%	17%	20%
Other																										
PLANB	Buy	5.25	8.50	61.9	7.0	405	414	792	0.12	0.12	0.22	45%	2%	91%	45.4	44.7	23.4	0.8	0.8	1.0	6.32	6.25	5.37	22%	14%	25%
VGI	Neutral	5.60	5.50	(1.8)	5.4	1,053	832	966	0.15	0.12	0.14	-8%	-21%	16%	36.5	46.2	39.8	0.3	0.3	0.3	21.02	21.07	20.62	56%	46%	52%
Petrochemicals & Chemicals						**27,112**	**33,330**	**37,704**							**17.3**	**12.6**	**12.0**				**1.48**	**1.35**	**1.27**	**10%**	**11%**	**11%**
IVL	U/R *	28.75	U/R		36.3	6,609	9,829	9,970	1.23	2.08	1.99	13284%	69%	-4%	23.4	13.8	14.4	15.4	18.0	19.2	1.86	1.60	1.50	9%	12%	11%
PTTGC	U/R *	59.75	U/R		69.5	20,502	23,502	27,734	5.34	5.23	6.23	67%	-2%	19%	11.2	11.4	9.6	54.3	54.5	57.4	1.10	1.10	1.04	10%	10%	11%
Property Development				**23.7**		**33,624**	**38,880**	**45,204**							**15.6**	**11.5**	**9.8**				**1.55**	**1.42**	**1.29**	**14%**	**14%**	**15%**
Industrial Estate																										
AMATA	Buy	11.50	21.00	82.6	15.9	865	1,010	1,492	0.81	0.95	1.40	-61%	17%	48%	14.2	12.1	8.2	12.7	13.1	14.2	0.91	0.88	0.81	7%	7%	10%
AMATAV	Buy	7.40	10.50	41.9	10.8	121	475	858	0.15	0.51	0.92	-6%	236%	81%	48.9	14.6	8.1	3.3	3.6	4.3	2.27	2.06	1.71	6%	15%	23%
ROJNA	U/R *	5.00	U/R			418	418	418	0.24	0.24	0.24	-35%	0%	0%	21.0	21.0	21.0	7.8	7.8	7.8	0.64	0.64	0.64	3%	0%	0%
TICON	Neutral	15.20	13.00	(14.5)	13.0	803	883	969	0.73	0.80	0.88	-5%	10%	10%	20.8	18.9	17.2	10.6	10.9	11.2	1.43	1.39	1.35	7%	7%	8%
WHA	U/R *	3.16	U/R		3.8	1,845	3,832	4,538	0.19	0.27	0.29	0%	0%	0%	16.4	11.7	10.9	1.3	1.5	1.8	2.44	2.07	1.80	25%	18%	16%
Residential																										
AP	Buy	7.35	8.00	8.8	8.5	2,486	3,010	3,772	0.79	0.96	1.20	-5%	21%	25%	9.3	7.7	6.1	5.6	6.3	7.2	1.31	1.16	1.02	15%	16%	18%
LH	Buy	9.35	13.00	39.0	11.1	6,690	7,973	9,928	0.57	0.68	0.84	-10%	19%	25%	16.4	13.8	11.1	3.9	4.0	4.2	2.40	2.36	2.25	15%	17%	21%
LPN	Neutral	11.80	13.00	10.2	13.1	2,413	2,582	2,573	1.64	1.75	1.74	19%	7%	0%	7.2	6.7	6.8	7.8	8.7	9.5	1.50	1.36	1.24	22%	21%	19%
PS	Neutral	24.50	27.00	10.2	29.7	7,680	7,316	7,717	3.44	3.28	3.46	15%	-5%	5%	7.1	7.5	7.1	15.3	16.9	18.7	1.60	1.45	1.31	24%	20%	19%
QH	Buy	2.46	3.80	54.5	3.0	3,084	3,312	3,746	0.29	0.31	0.35	-8%	7%	13%	8.5	8.0	7.0	2.0	2.2	2.4	1.22	1.14	1.04	15%	15%	15%
SIRI	Buy	1.75	2.10	20.0	1.8	2,869	3,055	3,243	0.20	0.21	0.23	8%	6%	6%	8.7	8.2	7.7	1.9	2.0	2.1	0.92	0.88	0.83	11%	11%	11%
SPALI	Buy	22.60	28.00	23.9	26.6	4,349	5,015	5,950	2.53	2.92	3.47	-3%	15%	19%	8.9	7.7	6.5	11.6	13.3	15.4	1.96	1.70	1.47	23%	24%	24%

คำแนะนำการลงทุนของ SCBS

ราคา ณ วันที่ : 23 ก.ย. 59

SCB หลักทรัพย์ไทยพาณิชย์

Company	Rec.	Price	Target Price	%	12-mth	Core Profit (Btm)			Core EPS (Bt)			Core EPS growth (%)			Core PER (x)			BVPS(Bt)			P/BV (x)			ROE (%)		
		(Bt)		Up/(Down)	BB-CON	15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F
Property Fund						**6,082**	**6,041**	**6,402**													**1.03**	**1.02**	**1.01**			
Commercial																										
CPNRF	U/R *	20.40	U/R		22.6	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	1.62	1.61	1.60	n.a.	n.a.	n.a.
LHSC	U/R *	14.00	U/R			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	1.36	1.35	1.34	n.a.	n.a.	n.a.
Industrial																										
TFUND	U/R *	10.50	U/R			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	0.93	0.93	0.93	n.a.	n.a.	n.a.
TLOGIS	U/R *	11.70	U/R		10.5	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	1.00	1.00	0.99	n.a.	n.a.	n.a.
WHAPF	U/R *	11.10	U/R			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	1.03	1.00	0.97	n.a.	n.a.	n.a.
Office																										
QHPF	U/R *	11.80	U/R			252	259	251	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	10.9	10.9	10.9	1.08	1.08	1.08	n.a.	n.a.	n.a.
POPF	U/R *	17.00	U/R			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				**22.6**		**1,874**	**2,238**	**2,628**							**44.4**	**30.8**	**25.9**				**3.84**	**3.51**	**3.20**	**11%**	**12%**	**13%**
CENTEL	Buy	39.75	47.00	18.2	45.0	1,676	1,900	2,220	1.24	1.41	1.64	54%	13%	17%	32.0	28.2	24.2	7.4	8.2	9.2	5.39	4.84	4.32	18%	18%	19%
ERW	Buy	4.54	6.50	43.2	5.8	198	337	408	0.08	0.14	0.16	n.m.	70%	21%	56.8	33.3	27.6	2.0	2.1	2.2	2.29	2.19	2.08	4%	7%	8%
Transportation & Logistics				**6.5**		**13,228**	**22,799**	**30,267**							**36.6**	**34.5**	**26.8**				**2.42**	**2.37**	**2.21**	**-4%**	**5%**	**10%**
Aviation																										
AAV	Buy	7.10	9.00	26.8	7.8	1,191	2,414	2,579	0.25	0.50	0.53	946%	103%	7%	28.9	14.3	13.4	4.2	4.6	5.0	1.71	1.56	1.43	6%	11%	11%
AOT	Neutral	397.00	420.00	5.8	435.9	15,755	19,109	22,741	11.03	13.38	15.92	31%	21%	19%	36.0	29.7	24.9	76.2	84.1	94.7	5.21	4.72	4.19	15%	17%	18%
NOK	Buy	7.60	9.50	25.0	8.0	-1,039	-216	258	-1.66	-0.34	0.41	-120%	79%	n.m.	n.m.	n.m.	18.4	4.9	4.5	4.9	1.56	1.69	1.55	-30%	-7%	9%
THAI	Sell	24.50	15.50	(36.7)	20.4	-5,008	-258	2,924	-2.29	-0.12	1.34	77%	95%	n.m.	n.m.	n.m.	18.3	15.1	15.0	16.3	1.62	1.64	1.50	-13%	-1%	9%
Mass Transit																										
BTS	Buy	8.80	11.00	25.0	10.2	2,329	1,749	1,765	0.20	0.15	0.15	3%	-25%	1%	44.8	59.5	59.0	4.4	4.0	3.7	2.01	2.22	2.36	4%	4%	4%
Infrastructure Fund																										
DIF	U/R *	14.60	U/R		15.9	4,862	6,025	6,180										13.5	13.6	13.7	1.08	1.07	1.07			
SCBS Coverage		**1492.88**		**10.7**		**617,080**	**684,006**	**774,491**	**78.20**	**86.75**	**98.26**	**5.7%**	**10.9%**	**13.3%**	**19.1**	**17.2**	**15.2**				**1.9**	**1.8**	**1.6**	**11%**	**12%**	**12%**

Note: Under Review; consensus data used

คำแนะนำการลงทุนของ SCBS

ราคา ณ วันที่ : 23 ก.ย. 59

SCB หลักทรัพย์ไทยพาณิชย์

Company	Rec.	Price (Bt)	Target Price	% Up/(Down)	12-mth BB-CON	DPS (Bt) 15A	DPS (Bt) 16F	DPS (Bt) 17F	Dividend Yield (%) 15A	Dividend Yield (%) 16F	Dividend Yield (%) 17F	EV/EBITDA (x) 15A	EV/EBITDA (x) 16F	EV/EBITDA (x) 17F	EBITDA Growth (%) 15A	EBITDA Growth (%) 16F	EBITDA Growth (%) 17F	Net Debt (Btm) 15A	Net Debt (Btm) 16F	Net Debt (Btm) 17F	Shares (m Shrs.)	Mkt. Cap. (Btm)	%Mkt.Cap / SET
Agribusiness									**1.69**	**2.12**	**2.39**	**10.37**	**9.26**	**8.37**	**-16.68**	**8.83**	**7.43**	**3,553**	**2,929**	**2,299**		**18,557**	**0.13**
GFPT	Buy	14.80	16.00	8.1	15.7	0.25	0.31	0.35	1.69	2.12	2.39	10.37	9.26	8.37	-16.68	8.83	7.43	3,553	2,929	2,299	1,254	18,557	0.13
Automotive				**29.9**					**4.49**	**4.02**	**5.01**	**5.10**	**4.60**	**3.69**	**-1.69**	**0.64**	**11.57**	**-855**	**-3,571**	**-6,509**		**30,491**	**0.21**
AH	Buy	13.30	18.00	35.3	16.2	0.30	0.50	0.59	2.26	3.73	4.45	6.61	4.80	3.71	-7.13	21.01	9.30	2,932	2,063	1,068	323	4,290	0.03
PCSGH	Buy	4.90	7.00	42.9	5.0	0.40	0.26	0.33	8.16	5.28	6.80	6.00	6.14	5.17	-9.68	-6.78	14.19	(800)	(1,118)	(1,358)	1,545	7,571	0.05
SAT	Buy	13.00	18.00	38.5	16.0	0.60	0.57	0.72	4.62	4.36	5.56	4.01	3.94	3.09	-1.63	-7.27	11.40	973	391	(364)	425	5,528	0.04
STANLY	Neutral	171.00	200.00	17.0	191.0	5.00	4.60	5.50	2.92	2.69	3.22	3.76	3.53	2.80	11.66	-4.38	11.38	(3,960)	(4,907)	(5,855)	77	13,103	0.09
Banking				**9.7**					**3.46**	**3.58**	**3.94**											**2,073,503**	**14.36**
Large Banks																							
BBL	Buy	167.00	186.00	11.4	184.4	6.50	6.09	7.02	3.89	3.65	4.21							-	-	-	1,909	318,777	2.21
KBANK	Buy	187.50	198.00	5.6	205.3	4.00	4.00	4.50	2.13	2.13	2.40							-	-	-	2,393	448,736	3.11
KTB	Buy	18.20	20.00	9.9	19.4	0.76	0.83	0.91	4.18	4.55	4.97							-	-	-	13,976	254,364	1.76
Mid/small banks																							
BAY	Sell	37.00	30.00	(18.9)	37.1	0.76	0.86	0.96	2.05	2.31	2.61							-	-	-	7,356	272,163	1.89
KKP	Neutral	57.00	53.00	(7.0)	53.0	3.00	3.65	3.91	5.26	6.40	6.86							-	-	-	847	48,265	0.33
LHBANK	Sell	1.68	1.60	(4.8)	1.7	0.03	0.03	0.03	1.96	1.87	2.05										13,639	22,913	0.16
TCAP	Buy	42.25	48.00	13.6	43.1	1.80	1.80	1.80	4.26	4.26	4.26							-	-	-	1,206	50,973	0.35
TISCO	Neutral	55.00	55.00		53.2	2.40	2.40	2.50	4.36	4.36	4.55							-	-	-	801	44,035	0.31
TMB	Neutral	2.18	2.40	10.1	2.5	0.06	0.06	0.07	2.94	2.68	3.24							-	-	-	43,807	95,500	0.66
Commerce				**18.9**					**1.63**	**1.72**	**1.91**	**19.22**	**16.64**	**14.72**	**11.71**	**13.46**	**11.99**	**199,038**	**188,224**	**174,455**		**1,129,104**	**7.82**
BIGC	Neutral	207.00	230.00	11.1	216.5	2.62	2.75	3.13	1.27	1.33	1.51	13.96	13.17	11.61	-6.39	3.82	11.11	10,291	6,629	2,970	825	170,775	1.18
CPALL	Buy	61.50	72.00	17.1	66.2	0.90	0.94	1.12	1.46	1.53	1.83	21.90	19.53	17.47	21.41	10.86	10.33	166,485	158,522	149,098	8,983	552,461	3.83
GLOBAL	Buy	13.50	18.00	33.3	16.2	0.04	0.07	0.08	0.32	0.51	0.61	27.50	19.82	17.04	15.25	35.71	15.42	4,226	3,055	2,638	3,658	49,390	0.34
HMPRO	Neutral	10.10	11.00	8.9	11.0	0.25	0.27	0.29	2.48	2.63	2.84	18.81	16.74	15.04	11.62	14.21	12.17	11,661	14,070	15,144	13,151	132,827	0.92
MAKRO	Buy	33.00	43.00	30.3	37.8	0.85	0.77	0.78	2.58	2.34	2.36	18.31	17.08	14.78	14.13	7.39	15.11	4,909	5,197	4,537	4,800	158,400	1.10
ROBINS	Buy	58.75	80.00	36.2	65.7	1.00	1.16	1.37	1.70	1.98	2.33	14.83	13.49	12.38	14.22	8.78	7.82	1,465	752	68	1,111	65,251	0.45
Construction Materials				**17.9**					**3.05**	**3.34**	**3.92**	**14.32**	**12.08**	**10.55**	**16.20**	**18.39**	**11.86**	**204,393**	**199,159**	**193,577**		**812,514**	**5.63**
Cement																							
SCC	Buy	520.00	630.00	21.2	576.2	16.00	19.30	21.26	3.08	3.71	4.09	9.03	7.72	7.03	30.36	16.84	8.82	167,991	167,074	159,850	1,200	624,000	4.32
SCCC	Neutral	298.00	340.00	14.1	335.2	15.00	13.61	13.50	5.03	4.57	4.53	9.99	9.76	9.58	-2.86	-1.16	7.20	5,991	3,368	7,180	230	68,540	0.47
TPIPL	U/R *	2.36	U/R		2.8	0.01	0.01	0.01	0.48	0.42	0.50	16.12	13.02	11.76	43.74	22.27	8.84	26,141	25,257	23,969	20,190	47,648	0.33
Ceramics																							
DCC	Buy	4.38	5.00	14.2	4.6	0.19	0.17	0.26	4.23	3.95	5.96	14.38	13.23	11.66	8.06	8.50	11.53	743	705	207	6,528	28,593	0.20
DRT	U/R *	4.86	U/R		6.0	0.27	0.29	0.32	5.47	5.97	6.58	7.76	7.26	6.76	7.96	5.37	5.53	1,097	1,009	905	1,048	5,093	0.04
Others																							
EPG	Buy	13.80	18.00	30.4	17.2	0.00	0.20	0.26	0.00	1.45	1.87	28.67	21.48	16.51	9.92	58.51	29.25	2,430	1,746	1,465	2,800	38,640	0.27
Construction Services				**-**					**3.21**	**2.39**	**2.57**	**16.94**	**17.12**	**16.99**	**-9.19**	**2.52**	**8.97**	**68,566**	**87,292**	**86,493**		**122,803**	**0.85**
BJCHI	U/R *	5.90	U/R		7.3	0.50	0.38	0.41	8.47	6.41	6.92	6.16	6.88	5.94	9.07	1.02	10.82	-1,147	-1,079	-1,386	1,600	9,440	0.07
CK	U/R *	29.00	U/R		36.9	0.65	0.51	0.46	2.24	1.76	1.58	30.47	32.22	33.96	-24.10	10.20	-6.42	39,928	54,045	53,152	1,694	49,123	0.34
ITD	U/R *	5.35	U/R		7.0	0.00	0.00	0.01	0.00	0.00	0.15	12.82	11.08	12.97	-3.20	2.64	12.50	30,508	36,229	37,598	5,280	28,247	0.20
STEC	U/R *	23.60	U/R		28.0	0.50	0.33	0.38	2.12	1.40	1.62	18.31	18.29	15.07	-18.54	-3.79	18.96	-723	-1,902	-2,871	1,525	35,993	0.25
Electronic Components				**(1.1)**					**3.46**	**3.63**	**4.26**	**10.85**	**9.56**	**8.18**	**10.43**	**7.38**	**13.52**	**-26,820**	**-29,201**	**-32,983**		**191,550**	**1.33**
DELTA	Neutral	78.25	74.00	(5.4)	72.4	3.10	3.10	3.20	3.96	3.96	4.09	10.45	10.26	9.43	14.45	1.72	5.62	-20,298	-20,394	-22,700	1,247	97,608	0.68
HANA	Neutral	30.25	30.00	(0.8)	31.0	2.00	2.00	2.00	6.61	6.61	6.61	4.30	4.22	3.89	11.69	-2.47	5.05	-9,121	-9,754	-10,221	805	24,348	0.17
KCE	Neutral	101.50	106.00	4.4	109.3	1.50	2.20	2.80	1.48	2.17	2.76	20.41	14.81	11.88	26.77	33.77	22.54	5,587	3,663	2,594	586	59,490	0.41
SVI	Neutral	4.46	4.80	7.6	5.5	0.08	0.08	0.16	1.79	1.79	3.59	8.22	8.93	7.52	-11.18	-3.51	20.85	-2,987	-2,717	-2,655	2,266	10,105	0.07
Energy & Utilities									**3.97**	**3.76**	**4.27**	**14.43**	**11.10**	**9.19**	**138.71**	**31.27**	**12.84**	**657,871**	**536,910**	**523,176**		**2,019,417**	**13.99**
Oil & Gas and Coal																							
BANPU	U/R *	15.40	U/R		17.0	1.00	0.51	0.56	6.49	3.32	3.66	6.80	13.23	11.66	6.90	-31.91	12.19	80,048	92,281	88,583	4,867	74,947	0.52
PTT	U/R *	333.00	U/R		351.7	10.00	11.65	12.79	3.00	3.50	3.84	3.89	4.05	3.88	25.31	-11.01	5.99	313,121	216,935	227,570	2,856	951,148	6.59
PTTEP	U/R *	80.25	U/R		85.4	3.00	1.99	2.47	3.74	2.48	3.08	2.36	2.91	2.52	-25.75	-17.00	10.64	-9,182	-9,944	-13,163	3,970	318,591	2.21
Refineries																							
BCP	U/R *	32.00	U/R		35.7	1.40	1.63	1.78	4.38	5.10	5.55	5.78	6.09	5.55	124.62	13.81	9.91	15,331	27,143	27,299	1,377	44,062	0.31
ESSO	U/R *	5.85	U/R		6.9	0.00	0.00	0.10	0.00	0.00	1.71	8.16			n.m.	-8.04	-7.37	38,031			3,461	20,246	0.14
IRPC	U/R *	4.90	U/R		5.7	0.22	0.22	0.22	4.49	4.39	4.53	7.55	7.17	6.52	n.m.	2.19	2.35	50,128	45,692	37,024	20,434	100,129	0.69
TOP	U/R *	68.25	U/R		72.8	2.70	3.49	3.27	3.96	5.11	4.78	7.59	5.51	5.22	1194.70	14.48	0.79	37,839	16,640	7,984	2,040	139,232	0.96
Utilities																							
EGCO	U/R *	196.50	U/R		224.2	6.25	6.50	7.15	3.18	3.31	3.64	24.94	24.60	18.50	-7.93	5.39	33.25	78,441	85,630	85,929	526	103,450	0.72
GLOW	U/R *	81.25	U/R		89.0	5.75	5.18	5.31	7.08	6.38	6.54	8.85	8.45	8.28	-6.04	1.70	-1.84	41,938	37,420	31,433	1,463	118,858	0.82
GUNKUL	U/R *	5.05	U/R		5.9	0.06	0.04	0.14	1.24	0.79	2.83	49.01	29.31	18.23	77.73	135.14	91.07	1,027	10,410	18,654	6,359	32,112	0.22
RATCH	U/R *	51.00	U/R		58.1	2.27	2.41	2.53	4.45	4.73	4.96	38.26	10.76	10.94	-0.68	269.84	-5.07	9,861	12,866	10,345	1,450	73,950	0.51
TTW	Neutral	10.70	12.00	12.1	11.9	0.60	0.64	0.65	5.61	5.97	6.08	9.97	10.02	9.74	-1.76	0.70	2.19	1,288	1,836	1,520	3,990	42,693	0.30

คำแนะนำการลงทุนของ SCBS

ราคา ณ วันที่ : 23 ก.ย. 59

Company	Rec.	Price	Target Price	%	12-mth	DPS (Bt)			Dividend Yield (%)			EV/EBITDA (x)			EBITDA Growth (%)			Net Debt (Btm)			Shares	Mkt. Cap.	%Mkt.Cap / SET
		(Bt)		Up/(Down)	BB-CON	15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F	(m Shrs.)	(Btm)	
Finance & Securities				**1.4**					**5.26**	**5.89**	**6.10**											**79,995**	**0.55**
Credit card																							
AEONTS	Buy	98.50	120.00	21.8	118.4	3.45	3.57	4.11	3.50	3.62	4.17										250	24,625	0.17
KTC	Neutral	138.00	113.00	(18.1)	141.2	3.25	3.70	4.23	2.36	2.68	3.07										258	35,581	0.25
Securities																							
ASP	Buy	3.38	4.20	24.3	4.4	0.24	0.32	0.33	7.10	9.39	9.66										2,106	7,117	0.05
MBKET	Sell	22.20	23.00	3.6		1.79	1.75	1.67	8.06	7.88	7.50										571	12,672	0.09
Food & Beverage				**16.1**					**2.05**	**2.55**	**2.73**	**19.22**	**14.44**	**13.20**	**-0.88**	**37.31**	**8.10**	**291,660**	**304,862**	**302,624**		**525,055**	**3.64**
CPF	Buy	32.00	40.00	25.0	38.3	0.75	0.96	1.07	2.34	3.01	3.34	19.85	11.60	11.12	-7.15	75.72	4.97	213,917	226,019	228,843	7,743	247,774	1.72
MINT	Neutral	39.50	41.00	3.8	42.3	0.35	0.58	0.48	0.89	1.46	1.22	25.33	20.75	18.58	6.09	23.42	10.21	41,441	43,803	40,879	4,410	174,210	1.21
TU	Buy	21.60	25.00	15.7	24.2	0.63	0.69	0.79	2.92	3.18	3.64	12.48	10.96	9.89	-1.59	12.78	9.11	36,302	35,041	32,901	4,772	103,071	0.71
Health Care Services				**17.0**					**1.02**	**1.15**	**1.33**	**23.96**	**21.69**	**19.24**	**10.87**	**10.65**	**10.74**	**25,492**	**26,645**	**20,224**		**505,620**	**3.50**
BDMS	Buy	22.50	27.00	20.0	25.6	0.26	0.29	0.33	1.14	1.27	1.47	26.35	23.56	20.73	11.70	12.09	12.39	24,337	25,172	20,940	15,491	348,547	2.41
BH	Sell	174.50	190.00	8.9	186.8	2.35	2.46	2.73	1.35	1.41	1.56	23.11	22.04	19.76	17.71	5.21	10.54	(1,832)	(1,399)	(2,488)	729	127,149	0.88
BCH	Buy	12.00	14.00	16.7	13.4	0.07	0.09	0.11	0.58	0.77	0.94	22.41	19.48	17.23	3.21	14.64	9.29	2,987	2,872	1,772	2,494	29,925	0.21
Information & Communication Technology				**17.2**					**4.88**	**3.81**	**3.68**	**9.36**	**11.42**	**10.36**	**-3.79**	**-12.76**	**14.72**	**167,334**	**319,912**	**332,097**		**1,031,499**	**7.14**
Mobile																							
ADVANC	Neutral	162.50	190.00	16.9	182.7	13.17	10.11	9.17	8.11	6.22	5.64	7.01	7.25	6.83	7.92	-5.40	6.19	13,327	2,636	2,636	2,973	483,128	3.35
DTAC	Neutral	32.75	30.00	(8.4)	33.8	2.93	1.33	1.26	8.95	4.05	3.85	4.33	5.75	6.36	-10.32	-5.20	2.46	42,026	72,967	92,856	2,368	77,546	0.54
TRUE	Buy	7.15	10.20	42.7	7.7	0.01	0.00	0.06	0.09	0.00	0.81	11.91	15.79	11.33	28.41	13.84	37.83	87,547	221,630	217,481	33,368	238,583	1.65
Internet																							
CSL	U/R *	5.85	U/R		5.5	0.44	0.45	0.36	7.52	7.61	6.15	6.61			-13.31	-8.06	-4.26	65			595	3,478	0.02
THCOM	U/R *	20.90	U/R		29.6	0.65	0.86	0.82	3.11	4.12	3.93	4.83	4.71	4.15	31.48	2.16	5.88	5,053	5,554	3,304	1,096	22,906	0.16
Other																							
INTUCH	U/R *	54.25	U/R		65.8	4.63	4.27	3.58	8.53	7.88	6.60	11.52	31.60	30.67	6.96	-62.38	2.06	-1,799	3,736	2,228	3,206	173,948	1.20
JMART	U/R *	12.20	U/R		13.3	0.47	0.35	0.42	3.85	2.87	3.44	14.30	13.98	11.69	8.59	-0.08	21.02	4,389	3,758	3,758	524	6,398	0.04
SAMART	U/R *	14.30	U/R		18.5	0.50	0.30	0.35	3.50	2.06	2.41	7.14	7.30	6.80	-24.85	-10.24	9.05	8,289	7,096	6,940	1,007	14,393	0.10
SAMTEL	U/R *	10.80	U/R		14.5	0.40	0.35	0.40	3.70	3.27	3.70	5.65	4.96	5.08	-15.30	2.21	7.96	2,918	2,535	2,894	618	6,674	0.05
SIM	U/R *	1.01	U/R		0.7	0.02	0.00	0.00	1.49	0.00	0.30	20.27			-57.44	-54.48	59.02	5,519			4,400	4,444	0.03
Insurance				**0.1**					**2.15**	**4.75**	**4.35**											**92,560**	**0.64**
BLA	Neutral	45.50	45.00	(1.1)	46.6	0.64	0.85	0.94	1.41	1.86	2.07										1,705	77,600	0.54
THRE	Neutral	2.14	2.20	2.8	2.2	0.00	0.14	0.10	0.00	6.62	4.52										4,215	9,020	0.06
THREL	Neutral	9.90	11.00	11.1	14.3	0.50	0.57	0.64	5.05	5.76	6.45										600	5,940	0.04
Media & Publishing				**13.4**					**1.84**	**1.60**	**1.89**	**24.08**	**18.26**	**24.12**	**10.90**	**89.43**	**3.75**	**14,699**	**18,182**	**20,558**		**169,225**	**1.17**
TV broadcasting																							
BEC	Sell	22.90	25.00	9.2	24.0	1.34	0.91	0.61	5.86	3.99	2.68	8.79	11.49	13.49	-28.25	-21.14	-13.60	5,781	7,349	8,091	2,000	45,800	0.32
GRAMMY	Neutral	8.15	8.00	(1.8)	11.6	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	90.90	11.67	20.24	-75.50	788.47	-32.62	3,077	4,451	6,328	820	6,683	0.05
MCOT	Sell	13.70	6.00	(56.2)	9.4	0.06	0.00	0.00	0.45	0.00	0.00	7.11	36.92	90.15	60.85	-80.30	-58.99	3,424	3,722	3,739	687	9,413	0.07
RS	Buy	8.45	12.00	42.0	11.5	0.07	0.07	0.16	0.87	0.79	1.94	7.78	7.22	5.72	-21.28	9.46	21.31	65	209	-128	1,010	8,534	0.06
WORK	Buy	36.75	55.00	49.7	50.8	0.22	0.40	0.65	0.61	1.08	1.78	18.58	17.77	13.89	112.15	22.30	34.79	-62	507	1,398	417	15,334	0.11
Cinema																							
MAJOR	Buy	29.75	32.00	7.6	35.3	1.18	1.11	1.31	3.95	3.74	4.41	12.92	12.38	10.99	2.03	3.98	11.51	3,635	3,513	3,212	894	26,607	0.18
Other																							
PLANB	Buy	5.25	8.50	61.9	7.0	0.06	0.06	0.11	1.13	1.12	2.14	19.97	18.97	11.80	41.78	2.84	56.39	-1,034	-1,503	-2,030	3,507	18,414	0.13
VGI	Neutral	5.60	5.50	(1.8)	5.4	0.10	0.12	0.12	1.86	2.08	2.14	26.56	29.65	26.67	-4.62	-10.16	11.22	-187	-66	-52	6,864	38,440	0.27
Petrochemicals & Chemicals									**3.18**	**3.50**	**3.68**	**9.14**	**7.86**	**7.25**	**28.69**	**16.20**	**10.29**	**135,203**	**137,920**	**137,920**		**407,814**	**2.82**
IVL	U/R *	28.75	U/R		36.3	0.48	0.73	0.65	1.67	2.54	2.25	12.08	8.80	8.28	26.42	33.99	10.04	73,843	86,822	86,822	4,814	138,410	0.96
PTTGC	U/R *	59.75	U/R		69.5	2.80	2.66	3.05	4.69	4.46	5.11	6.21	6.93	6.22	30.96	-1.60	10.54	61,360	51,097	51,097	4,509	269,404	1.87
Property Development				**23.7**					**4.51**	**4.46**	**5.11**	**12.10**	**11.10**	**9.66**	**12.57**	**19.91**	**17.27**	**220,963**	**223,264**	**223,219**		**386,779**	**2.68**
Industrial Estate																							
AMATA	Buy	11.50	21.00	82.6	15.9	0.46	0.37	0.55	4.00	3.21	4.74	8.25	8.06	5.94	-44.26	11.08	35.28	3,349	4,673	4,629	1,067	12,271	0.08
AMATAV	Buy	7.40	10.50	41.9	10.8	0.16	0.17	0.18	2.12	2.25	2.47	16.60	13.86	7.82	15.21	162.10	80.08	-899	4,111	4,285	935	6,919	0.05
ROJNA	U/R *	5.00	U/R			0.13	0.00	0.00	2.62	0.00	0.00	19.07	19.07	19.07	-19.50	0.00	0.00	15,306	15,306	15,306	2,020	10,102	0.07
TICON	Neutral	15.20	13.00	(14.5)	13.0	0.50	0.57	0.63	3.29	3.77	4.14	19.10	17.56	16.45	12.98	8.68	9.33	20,172	20,129	21,036	1,099	16,707	0.12
WHA	U/R *	3.16	U/R		3.8	0.00	0.04	0.06	0.00	1.20	1.87	10.88	6.48	6.26	154.69	12.88	0.22	46,602	31,311	30,331	14,322	45,259	0.31
Residential																							
AP	Buy	7.35	8.00	8.8	8.5	0.25	0.32	0.40	3.40	4.41	5.38	10.64	9.33	7.75	-3.29	16.27	20.52	14,258	14,986	15,028	3,146	23,122	0.16
LH	Buy	9.35	13.00	39.0	11.1	0.65	0.65	0.76	6.95	6.91	8.12	14.28	14.22	12.09	-8.77	6.78	19.83	31,493	39,963	42,868	11,779	110,134	0.76
LPN	Neutral	11.80	13.00	10.2	13.1	0.90	0.96	0.96	7.63	8.16	8.13	6.86	6.65	6.59	21.51	3.37	-0.34	4,367	4,439	4,151	1,476	17,413	0.12
PS	Neutral	24.50	27.00	10.2	29.7	1.75	1.67	1.76	7.14	6.80	7.18	7.14	7.52	7.10	11.24	-3.76	5.66	18,339	19,336	19,129	2,233	54,701	0.38
QH	Buy	2.46	3.80	54.5	3.0	0.14	0.14	0.17	5.69	5.74	6.82	12.12	11.41	10.03	-6.85	6.62	12.25	22,362	22,568	21,895	10,714	26,357	0.18
SIRI	Buy	1.75	2.10	20.0	1.8	0.12	0.10	0.11	6.86	5.88	6.34	10.55	10.37	9.40	16.84	-1.84	5.96	26,224	24,425	22,450	14,286	25,000	0.17
SPALI	Buy	22.60	28.00	23.9	26.6	1.00	1.17	1.39	4.42	5.17	6.14	9.75	8.73	7.38	1.04	16.70	18.44	19,390	22,017	22,111	1,717	38,794	0.27

คำแนะนำการลงทุนของ SCBS

ราคา ณ วันที่ : 23 ก.ย. 59

Company	Rec.	Price (Bt)	Target Price	% Up/(Down)	12-mth BB-CON	DPS (Bt) 15A	DPS (Bt) 16F	DPS (Bt) 17F	Dividend Yield (%) 15A	Dividend Yield (%) 16F	Dividend Yield (%) 17F	EV/EBITDA (x) 15A	EV/EBITDA (x) 16F	EV/EBITDA (x) 17F	EBITDA Growth (%) 15A	EBITDA Growth (%) 16F	EBITDA Growth (%) 17F	Net Debt (Btm) 15A	Net Debt (Btm) 16F	Net Debt (Btm) 17F	Shares (m Shrs.)	Mkt. Cap. (Btm)	%Mkt.Cap / SET
Property Fund									**5.66**	**5.95**	**6.19**											**96,896**	**0.67**
Commercial																							
CPNRF	U/R *	20.40	U/R		22.6	1.22	1.25	1.35	5.96	6.12	6.62	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	2,212	45,135	0.31
LHSC	U/R *	14.00	U/R			0.74	0.76	0.78	5.31	5.43	5.55	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	488	6,833	0.05
Industrial																							
TFUND	U/R *	10.50	U/R			0.65	0.70	0.72	6.14	6.70	6.85	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	1,150	12,070	0.08
TLOGIS	U/R *	11.70	U/R		10.5	0.79	0.93	1.01	6.75	7.91	8.67	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	414	4,842	0.03
WHAPF	U/R *	11.10	U/R			0.73	0.70	0.71	6.57	6.34	6.42	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	939	10,424	0.07
Office																							
QHPF	U/R *	11.80	U/R			0.31	0.32	0.31	2.62	2.70	2.61	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	797	9,405	0.07
POPF	U/R *	17.00	U/R			1.06	1.10	1.12	6.23	6.45	6.61	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	482	8,188	0.06
Tourism & Leisure				**22.6**					**0.94**	**1.23**	**1.46**	**13.17**	**11.74**	**10.87**	**38.92**	**14.68**	**8.17**	**15,766**	**17,388**	**16,465**		**65,004**	**0.45**
CENTEL	Buy	39.75	47.00	18.2	45.0	0.40	0.56	0.66	1.01	1.42	1.66	13.04	12.12	10.89	16.37	9.68	8.78	8,175	9,349	7,934	1,350	53,663	0.37
ERW	Buy	4.54	6.50	43.2	5.8	0.04	0.05	0.06	0.88	1.05	1.27	13.29	11.37	10.84	61.47	19.69	7.55	7,591	8,040	8,532	2,498	11,342	0.08
Transportation & Logistics				**6.5**					**1.97**	**2.16**	**1.78**	**13.37**	**19.55**	**14.51**	**162.65**	**23.17**	**60.28**	**136,093**	**131,780**	**122,284**		**764,832**	**5.30**
Aviation																							
AAV	Buy	7.10	9.00	26.8	7.8	0.10	0.12	0.13	1.41	1.75	1.87	10.50	6.31	5.60	191.73	67.95	9.73	6,446	6,845	5,758	4,850	34,435	0.24
AOT	Neutral	397.00	420.00	5.8	435.9	6.54	5.35	6.37	1.65	1.35	1.60	19.57	17.10	15.15	24.78	13.14	13.65	-16,060	-22,506	-18,802	1,429	567,142	3.93
NOK	Buy	7.60	9.50	25.0	8.0	0.00	0.00	0.21	0.00	0.00	2.72	-1.18	27.50	7.14	n.m.	n.m.	264.45	-4,010	-1,992	-2,139	625	4,750	0.03
THAI	Sell	24.50	15.50	(36.7)	20.4	0.00	0.00	0.33	0.00	0.00	1.37	11.38	7.98	6.85	436.37	33.05	7.53	160,911	146,543	131,140	2,183	53,478	0.37
Mass Transit																							
BTS	Buy	8.80	11.00	25.0	10.2	0.60	0.68	0.12	6.82	7.68	1.36	26.57	38.84	37.80	-2.28	-21.45	6.05	-11,194	2,890	6,326	11,935	105,027	0.73
Infrastructure Fund																							
DIF	U/R *	14.60	U/R		15.9	0.90	1.00	1.01	6.15	6.84	6.93										5,808	84,797	0.59
SCBS Coverage		**1492.88**		**10.7**					**3.2%**	**3.2%**	**3.4%**	**10.52**	**10.55**	**9.68**	**16.68**	**0.47**	**8.72**	**2,112,957**	**2,161,694**	**2,115,899**		**10,426,323**	**72.22**

Note: Under Review; consensus data used

Disclaimer:

ข้อมูลในรายงานนี้เป็นข้อมูลที่มีการเปิดเผยต่อสาธารณะ ซึ่งนักลงทุนสามารถเข้าถึงได้โดยทั่วไป และเป็นข้อมูลที่เชื่อว่าน่าจะเชื่อถือได้ แต่ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ไทยพาณิชย์ จำกัด ("บริษัท") มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความถูกต้อง หรือสมบูรณ์ของข้อมูลดังกล่าวแต่อย่างใด ความคิดเห็นที่ปรากฎอยู่ในรายงานนี้เป็นเพียงการนำเสนอในมุมมองของบริษัท และเป็นความคิดเห็น ณ วันที่ที่ปรากฏในรายงานเท่านั้น ซึ่งอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว โดยบริษัทไม่จำเป็นต้องแจ้งให้สาธารณชน หรือนักลงทุนทราบ รายงานนี้จัดทำขึ้นเพื่อเผยแพร่ข้อมูลให้แก่นักลงทุนเท่านั้น บริษัทไม่รับผิดชอบต่อการนำข้อมูลหรือความคิดเห็นใดๆไปใช้ในทุกกรณี ดังนั้นนักลงทุนจึงควรใช้ดุลพินิจในการพิจารณาตัดสินใจก่อนการลงทุน นอกจากนี้ บริษัท และ/หรือ บริษัทในเครือของบริษัท อาจมีส่วนเกี่ยวข้องหรือผลประโยชน์ใดๆกับบริษัทใดๆที่ถูกกล่าวถึงในรายงานนี้ก็ได้

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

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

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

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

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

บริษัทหลักทรัพย์ไทยพาณิชย์ จำกัด ("SCBS") ทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) ในหุ้นสามัญของ AAV, ADVANC, AOT, BA, BANPU, BBL, BCP, BDMS, BEAUTY, BEM, BH, BJCHI, BLA, BLAND, BTS, CBG, CENTEL, CK, CPALL, CPF, CPN, DTAC, EARTH, EPG, GL, GPSC, HMPRO, ICHI, INTUCH, ITD, IVL, KBANK, KTB, KTC, LH, LHBANK, LPN, MAJOR, PTT, PTTEP, PTTGC, QH, ROBINS, SAMART, SAWAD, SCC, STEC, STPI, TASCO, TCAP, THAI, THCOM, TISCO, TOP, TPIPL, TRUE, TTA, TTCL, TU, UNIQ

นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวอย่างรอบคอบก่อนตัดสินใจลงทุน ทั้งนี้ ความเห็น ข่าว บทวิจัย บทวิเคราะห์ ราคา ข้อความ การคาดการณ์ การประเมิน และ/หรือ ข้อมูลอื่นที่ระบุในเอกสารฉบับนี้ ("ข้อมูล") มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้เป็นข้อมูลทั่วไปเท่านั้น และไม่อาจนำไปตีความว่า เป็นการให้คำแนะนำแก่บุคคลใด ๆ หรือเป็นการเสนอซื้อ หรือเสนอขาย หรือชักชวนให้เสนอซื้อหรือเสนอขายซึ่งหลักทรัพย์ โดย SCBS และ/หรือกรรมการ พนักงาน ลูกจ้าง และตัวแทนของ SCBS จะไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใด ๆ ทั้งความเสียหายทางตรง ความเสียหายทางอ้อม ความเสียหายจากการผิดสัญญา ความเสียหายพิเศษ หรือความเสียหายที่เป็นผลสืบเนื่อง อันมีเหตุมาจากการใช้หรือการเชื่อถือในข้อมูลดังกล่าว ซึ่งรวมถึงแต่ไม่จำกัดเพียงการสูญเสียผลกำไร นักลงทุนพึงใช้ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ประกอบร่วมกับข้อมูลและความเห็นอื่น ๆ รวมถึงวิจารณญาณของตนเองในการตัดสินใจลงทุน โดยข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ได้รับมาจากแหล่งข้อมูลที่ SCBS เห็นว่าน่าเชื่อถือ ซึ่ง SCBS ไม่สามารถรับรองถึงความถูกต้อง ความสมบูรณ์ และ/หรือ ความครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าวได้

SCBS สงวนสิทธิในการใช้ดุลพินิจแต่เพียงผู้เดียวในการแก้ไขเพิ่มเติมข้อมูลเป็นครั้งคราวโดยไม่ต้องบอกกล่าว ทั้งนี้ เอกสารฉบับนี้จัดส่งให้แก่เฉพาะบุคคลตามที่กำหนดไว้เท่านั้น และห้ามมิให้มีการทำซ้ำ ดัดแปลง เผยแพร่ ขาย จำหน่าย พิมพ์ซ้ำ ส่งต่อ หรือแสวงหาประโยชน์ในเชิงพาณิชย์ไม่ว่าในลักษณะใด ๆ เว้นแต่จะได้รับความยินยอมเป็นลายลักษณ์อักษรจาก SCBS ก่อน

CG Rating 2015 Companies with CG Rating

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

AAV, ACAP, AGE, AHC, 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, GUNKUL, HOTPOT, HYDRO, ICC, ICHI, INET, IRC, KSL, KTC, LANNA, LH, LOXLEY, LRH, MACO, MBK, MC, MEGA, MFEC, NBC, NCH, 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, SEAFCO, SFP, SIAM, SINGER, SIS, SITHAI, SMK, SMPC, SMT, SNP, SPI, SSF, SSI, SSSC, SST, STA, STEC, SVI, SWC, SYMC, SYNTEC, TASCO, TBSP, TCAP, TF, TGCI, THAI, THANA, THANI, THIP, THRE, THREL, TICON, TIP, TIPCO, TK, TKS, TMI, TMILL, TMT, TNDT, TNITY, TNL, TOG, TPC, TPCORP, TRC, TRU, TRUE, TSC, TSTE, TSTH, TTA, TTCL, TTW, TU, TVD, 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, EFORL, 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, MJD, MK, MODERN, MOONG, MPG, MSC, MTI, MTLS, NC, NOK, NUSA, NWR, NYT, 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, SCCC, SCN, SCP, SEAOIL, SIRI, SKR, SMG, SOLAR, SORKON, SPA, SPC, SPCG, SPPT, SPVI, SRICHA, SSC, STANLY, STPI, SUC, SUSCO, SUTHA, SYNEX, TAE, TAKUNI, TCC, TCCC, TCJ, TEAM, TFD, TFI, TIC, TIW, TLUXE, TMC, TMD, TOPP, TPCH, TPIPL, TRT, TSE, TSR, UMI, UP, UPF, UPOIC, UREKA, UWC, VIBHA, VIH, VPO, WHA, WIN, XO

Corporate Governance Report

The disclosure of the survey result of the Thai Institute of Directors Association ("IOD") regarding corporate governance is made pursuant to the policy of the Office of the Securities and Exchange Commission. The survey of the IOD is based on the information of a company listed on the Stock Exchange of Thailand and the Market for Alternative Investment disclosed to the public and able to be accessed by a general public investor. The result, therefore, is from the perspective of a third party. It is not an evaluation of operation and is not base on inside information.

The survey result is as of the date appearing in the Corporate Governance Report of Thai Listed Companies. As a result, the survey result may be changed after that date. SCB Securities Company Limited does not conform nor certify the accuracy of such survey result.

Anti-corruption Progress Indicator 2015

Certified (ได้รับการรับรอง)

ADVANC, AKP, AMANAH, ASP, AYUD, BAFS, BANPU, BAY, BBL, BCP, BKI, BLA, BTS, BWG, CENTEL, CFRESH, CIMBT, CNS, CPN, CSL, DCC, DEMCO, DIMET, DRT, DTAC, DTC, EASTW, ECL, EGCO, ERW, FSS, GBX, GCAP, GLOW, HANA, HTC, IFEC, INTUCH, IRPC, IVL, KBANK, KCE, KGI, KKP, KTB, KTC, LANNA, LHBANK, LHK, MBKET, MFC, MINT, MSC, MTI, NKI, NSI, OCEAN, PB, PE, PM, PPP, PPS, PR, PS, PSL, PT, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, QLT, RATCH, SABINA, SAT, SCB, SCC, SINGER, SIS, SMPC, SNC, SNP, SSF, SSI, SSSC, SVI, TCAP, TF, THANI, THCOM, THRE, THREL, TISCO, TMB, TMD, TNITY, TOG, TOP, TSC, TSTH

Declared (ประกาศเจตนารมณ์)

2S, ABC, ABICO, ACAP, AEC, AF, AGE, AH, AI, AIE, AIRA, ALUCON, AMARIN, AMATA, ANAN, AOT, AP, APCO, APCS, APURE, AQUA, AS, ASIA, ASIAN, ASIMAR, ASK, BCH, BEAUTY, BFIT, BH, BIGC, BJCHI, BKD, BLAND, BROCK, BROOK, BRR, BSBM, BTNC, CEN, CGH, CHARAN, CHO, CHOTI, CI, CM, COL, CPALL, CPF, CPI, CPL, CSC, CSR, CSS, DELTA, DNA, EA, ECF, EE, EFORL, EPCO, ESTAR, EVER, FC, FE, FER, FNS, FPI, FSMART, FVC, GC, GEL, GFPT, GIFT, GLOBAL, GPSC, GREEN, GUNKUL, HMPRO, HOTPOT, ICC, ICHI, IEC, IFS, ILINK, INET, INOX, INSURE, IRC, J, JAS, JMART, JMT, JTS, JUBILE, JUTHA, K, KASET, KBS, KC, KCAR, KSL, KTECH, KYE, L&E, LALIN, LPN, LRH, LTX, LVT, M, MAKRO, MALEE, MBAX, MBK, MC, MCOT, MEGA, MFEC, MIDA, MILL, MJD, MK, ML, MONO, MOONG, MPG, MTLS, NBC, NCH, NCL, NDR, NINE, NMG, NNCL, NPP, NTV, NUSA, OCC, OGC, PACE, PAF, PCA, PCSGH, PDG, PDI, PG, PHOL, PIMO, PK, PLANB, PLAT, PRANDA, PREB, PRG, PRINC, PSTC, PYLON, Q-CON, QH, RML, ROBINS, ROCK, ROH, ROJNA, RP, RWI, S & J, SAMCO, SANKO, SC, SCCC, SCG, SCN, SEAOIL, SE-ED, SENA, SGP, SITHAI, SKR, SMIT, SMK, SORKON, SPACK, SPALI, SPC, SPCG, SPI, SPPT, SPRC, SR, SRICHA, STANLY, SUPER, SUSCO, SYMC, SYNEX, SYNTEC, TAE, TAKUNI, TASCO, TBSP, TCMC, TEAM, TFG, TFI, TGCI, THAI, TIC, TICON, TIP, TIPCO, TKT, TLUXE, TMC, TMI, TMILL, TMT, TNL, TPA, TPC, TPCORP, TPP, TRT, TRU, TRUE, TSE, TSI, TSTE, TTCL, TTW, TU, TVD, TVI, TVO, TVT, TWPC, U, UBIS, UKEM, UNIQ, UOBKH, UREKA, UWC, VGI, VIBHA, VNG, VNT, WACOAL, WAVE, WHA, WICE, WIIK, WIN, XO, ZMICO

N/A

A, AAV, ACC, ADAM, AEONTS, AFC, AHC, AIT, AJ, AJD, AKR, ALT, AMATAV, AMC, APX, AQ, ARIP, ARROW, ASEFA, ASN, ATP30, AUCT, BA, BAT-3K, BDMS, BEC, BEM, BGT, BIG, BIZ, BJC, BLISS, BM, BOL, BR, BRC, BSM, BTC, BTW, BUI, CBG, CCET, CCN, CCP, CGD, CHEWA, CHG, CHOW, CHUO, CIG, CITY, CK, CKP, CMO, CMR, CNT, COLOR, COM7, CPH, CPR, CRANE, CSP, CTW, CWT, DAII, DCON, DCORP, DRACO, DSGT, DTCI, EARTH, EASON, EIC, EKH, EMC, EPG, ESSO, F&D, FANCY, FIRE, FMT, FOCUS, FORTH, GENCO, GJS, GL, GLAND, GOLD, GRAMMY, GRAND, GSTEL, GTB, GYT, HFT, HPT, HTECH, HYDRO, IHL, IRCP, IT, ITD, ITEL, JCT, JSP, JWD, KAMART, KCM, KDH, KIAT, KKC, KOOL, KTIS, KWC, KWG, LDC, LEE, LH, LIT, LOXLEY, LPH, LST, MACO, MAJOR, MANRIN, MATCH, MATI, MAX, M-CHAI, MCS, MDX, METCO, MODERN, MPIC, NC, NEP, NETBAY, NEW, NEWS, NFC, NOBLE, NOK, NPK, NWR, NYT, OHTL, OISHI, ORI, OTO, PAE, PAP, PATO, PERM, PF, PICO, PJW, PL, PLE, PMTA, POLAR, POMPUI, POST, PPM, PRAKIT, PRECHA, PRIN, PRO, PTL, QTC, RAM, RCI, RCL, RICH, RICHY, RJH, RPC, RS, S, S11, SAFARI, SALEE, SAM, SAMART, SAMTEL, SAPPE, SAUCE, SAWAD, SAWANG, SCAN, SCI, SCP, SEAFCO, SF, SFP, SGF, SHANG, SIAM, SIM, SIMAT, SIRI, SLP, SMART, SMC, SMM, SMT, SOLAR, SPA, SPG, SPORT, SPVI, SSC, SST, STA, STAR, STEC, STHAI, STPI, SUC, SUTHA, SVH, SVOA, SWC, T, TACC, TAPAC, TC, TCB, TCC, TCCC, TCJ, TCOAT, TFD, TGPRO, TH, THANA, THE, THIP, THL, TIW, TK, TKN, TKS, TM, TMW, TNDT, TNH, TNP, TNPC, TOPP, TPAC, TPBI, TPCH, TPIPL, TPOLY, TPROP, TR, TRC, TRITN, TRS, TRUBB, TSF, TSR, TT&T, TTA, TTI, TTL, TTTM, TUCC, TWP, TWZ, TYCN, UAC, UEC, UMI, UMS, UP, UPA, UPF, UPOIC, UT, UTP, UV, UVAN, VARO, VI, VIH, VPO, VTE, WG, WINNER, WORK, WORLD, WP, WR, YCI, YNP, YUASA

Explanations

Companies participating in Thailand's Private Sector Collective Action Coalition Against Corruption programmed (Thai CAC) under Thai Institute of Directors (as of July 8, 2016) are categorized into: Companies that have declared their intention to join CAC and Companies certified by CAC.

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 – สาขารัชโยธิน
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 ถ.วิทยุ แขวงลุมพินี เขต
ปทุมวัน กรุงเทพฯ 10330
โทรศัพท์ : 0 2686 2068
โทรสาร: 0 2263 3822

กรุงเทพฯ – สาขาเฉลิมนคร
269 มุมถนนเจริญกรุง-วรจักร แขวงป้อมปราบ เขตป้อมปราบศัตรูพ่าย
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 – สาขาเซ็นทรัลพลาซา เวสต์เกต
199, 199/1, 199/2 หมู่ 6 ชั้น 3
ต. เสาธงหิน อ. บางใหญ่ จ. นนทบุรี 11140
โทร: (662) 949-1358
โทรสาร: (662) 194-2896

กรุงเทพฯ – สาขาเซ็นทรัลพลาซ่า ปิ่นเกล้า
7/222 ศูนย์การค้าเซ็นทรัลพลาซ่า ปิ่นเกล้า ห้องเลขที่ K414 ชั้น 4
ถนนบรมราชชนนี แขวงอรุณอัมรินทร์ เขตบางกอกน้อย
กรุงเทพมหานคร 10700
โทร: 0 2949-1429
โทรสาร: 0 2884-7962

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

เชียงใหม่ – สาขาท่าแพ
17 ชั้น 2 ถ. ท่าแพ ต. ช้างคลาน อ. เมืองเชียงใหม่
จ. เชียงใหม่ 50000
โทรศัพท์: 0 5381 8422
โทรสาร : 0 5381 8433

เชียงใหม่ – สาขาคณะแพทย์ศาสตร์เชียงใหม่
110 ชั้น 2 อาคารจอดรถยนต์คณะแพทย์ศาสตร์เชียงใหม่
ถ. อินทวโรรส ต. ศรีภูมิ อ. เมืองเชียงใหม่ จ. เชียงใหม่ 50000
โทรศัพท์: 0 5389 4094
โทรสาร : 0 5389 4090

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