

แนวโน้มตลาดหุ้นไทยไตรมาส 1/60



เอาที่ชอบ

Research Group

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

เลขานุการ

กัญยรัตน์ กาวิยะ
kanyarat.kawiyat@scb.co.th, (662) 949-1011

วิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐาน

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

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

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

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

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

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

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

ผู้ช่วยนักวิเคราะห์
ชานันธร พิชายานุพัฒน์
chananthorn.pichayapanupat@scb.co.th, (662) 949-1016

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

กลยุทธ์การลงทุน

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

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

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

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

วิเคราะห์ตราสารอนุพันธ์
บันยณัติ กองกชานนท์
banyart.kongkachan@scb.co.th, (662) 949-1088

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

Research Support

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

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

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

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

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

SCBS Market Strategy Reports



2558



2557



2556



ดูข้อมูลลงวันสิทธิและปฏิสรความรับผิดชอบสำหรับนักวิเคราะห์
ในส่วนท้ายของรายงานฉบับนี้

สารบัญ

เอาท์ชอว์	1
-----------------	---

Top Picks

บมจ. ไออาร์พีซี (IRPC)	33
บมจ. ธนาคารกสิกรไทย (KBANK)	37
บมจ. ธนาคารกรุงไทย (KTB)	41
บมจ. สตาร์ ปีโตรเลียม รีไฟน์นิ่ง (SPRC)	45
บมจ. ซีโน-ไทย เอ็นจิเนียริ่งแอนด์คอนสตรัคชั่น (STEC)	49
บมจ. ยูนิค เอ็นจิเนียริ่ง แอนด์ คอนสตรัคชั่น (UNIQ)	53

กลุ่มอุตสาหกรรม

สายการบิน	57
ยานยนต์	59
ธนาคาร	61
พาณิชย์	63
วัสดุก่อสร้าง	65
บริการรับเหมาก่อสร้าง	67
ชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์	69
พลังงาน	71
เงินทุน	73
อาหาร	75
การแพทย์	77
นิคมอุตสาหกรรม	79
ประกัน	81
สื่อ	83
พัฒนาโครงการที่อยู่อาศัย	85
หลักทรัพย์	87
สื่อสาร	89
ท่องเที่ยว	91
SCBS Stock Universe	93

This page is left blank intentionally



เอาที่ขอบ

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

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

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

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

SET index เผชิญแรงกดดันจากราคาสินทรัพย์ที่แกว่งตัวผันผวนนับตั้งแต่เลือกตั้งประธานาธิบดีสหรัฐฯ ผลตอบแทนพันธบัตรสหรัฐฯ ที่เพิ่มสูงขึ้น และดอลลาร์สหรัฐฯ ที่แข็งค่าขึ้น ทำให้มีโอกาสที่เม็ดเงินลงทุนจะไหลออกจากประเทศไทยและตลาดเกิดใหม่อื่น ๆ เพิ่มมากขึ้น อย่างไรก็ตาม เรามองสถานการณ์เช่นนี้เป็นช่วงเปลี่ยนผ่าน ภาวะเศรษฐกิจทั่วโลกที่ปรับตัวดีขึ้นจะช่วยสนับสนุนให้การส่งออกไทยฟื้นตัวดีขึ้นและสถานะที่เงินเฟ้อเริ่มฟื้นตัวเพิ่มขึ้น เมื่อประกอบกับการลงทุนโครงสร้างพื้นฐานที่เพิ่มขึ้นของภาครัฐ เชื่อว่าจะกระตุ้นให้ภาคเอกชนเริ่มการลงทุนรอบใหม่ และสร้างสภาพแวดล้อมทางเศรษฐกิจและการลงทุนที่เป็นบวกในปี 2560 กลุ่มอุตสาหกรรมที่มีแนวโน้มได้รับประโยชน์จากแนวโน้มเช่นนี้ คือ ธนาคาร พลังงาน และบริการรับเหมาก่อสร้าง ดังนั้นเราจึงเลือก KBANK KTB IRPC SPRC STEC และ UNIQ เป็น **top picks** ในไตรมาส 1/60

ทั่วโลกจะหันมาใช้นโยบายการเงินและการคลังควบคู่กันเพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจ เศรษฐกิจทั่วโลกมีแนวโน้มเติบโตเพิ่มมากขึ้นในปี 2560 เนื่องจากคาดว่าช่องว่างผลผลิต (output gap หรือผลต่างระหว่าง GDP ที่เกิดขึ้นจริงกับ GDP ศักยภาพ) จะกลับมาเป็นบวกเป็นครั้งแรกในรอบ 5 ปี โดยได้รับปัจจัยหนุนจากการค้าทั่วโลกที่เริ่มฟื้นตัวดีขึ้น การใช้จ่ายอุปโภคบริโภคที่เพิ่มขึ้นโดยได้รับการสนับสนุนจากแผนลงทุนโครงสร้างพื้นฐานครอบคลุมตั้งแต่สหรัฐฯ ญี่ปุ่น ไปจนถึงอาเซียน แนวโน้มเช่นนี้จะสร้างสภาพแวดล้อมที่ช่วยสนับสนุนให้อัตราเงินเฟ้อเพิ่มสูงขึ้น ซึ่งจะส่งผลดีต่อตลาดหุ้น (แต่จะส่งผลกระทบต่อการลงทุนในตลาดตราสารหนี้) อย่างไรก็ตาม ความชัดเจนในนโยบายของรัฐบาลสหรัฐฯ และธนาคารกลางของประเทศหลัก ๆ จะเป็นปัจจัยสำคัญที่เป็นตัวกำหนดทิศทางเศรษฐกิจและแนวโน้มตลาดในปี 2560

เศรษฐกิจไทยและการลงทุนจะปรับตัวดีขึ้นในไตรมาส 1/60 แม้เศรษฐกิจไทยน่าจะขยายตัวปานกลางที่ระดับประมาณ 3.3% ในปี 2560 แต่การเติบโตจะเป็นไปอย่างสมดุลมากขึ้น (จากเดิมที่การเติบโตของเศรษฐกิจส่วนใหญ่เกิดจากการใช้จ่ายอุปโภคบริโภค) การส่งออกและการลงทุนภาครัฐ-ภาคเอกชนที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นจะช่วยสนับสนุนให้เศรษฐกิจไทยเติบโตอย่างสมดุลมากขึ้น ดังนั้นเราจึงสรุปประเด็นการลงทุนหลัก ๆ ได้ 3 ประเด็นสำหรับตลาดหุ้นไทยในไตรมาส 1/60 คือ 1) การลงทุนโครงสร้างพื้นฐานของภาครัฐ-ภาคเอกชน; 2) การส่งออก/การใช้จ่ายอุปโภคบริโภค; และ 3) ภาวะที่เงินเฟ้อที่เริ่มฟื้นตัวเพิ่มขึ้น

หุ้น top picks ประจำไตรมาส 1/60 กลุ่มที่คาดว่าจะได้รับประโยชน์จากประเด็นการลงทุนหลัก ๆ 3 ประเด็นดังกล่าวข้างต้น คือ ธนาคาร พลังงาน และบริการรับเหมาก่อสร้าง หุ้น top picks ประจำไตรมาส 1/60 ของเราคือ KBANK KTB IRPC SPRC STEC และ UNIQ

- **KBANK:** เหมาะที่สุดสำหรับการลงทุนระยะยาว โดยได้รับปัจจัยหนุนจากการฟื้นตัวของกลุ่ม SME, NIM ที่เพิ่มขึ้นในระยะยาว, และการฟื้นตัวของธุรกิจประกันอันเป็นผลมาจากผลตอบแทนพันธบัตรที่เพิ่มสูงขึ้น
- **KTB:** Valuation ถูกที่สุดในกลุ่มธนาคาร แต่ได้ประโยชน์มากที่สุดจากการฟื้นตัวของเศรษฐกิจ อีกทั้งยังได้รับผลดีจากการมีส่วนแบ่งตลาดสินเชื่อ SME มากเป็นอันดับ 3 ด้วย KTB อยู่ในตำแหน่งดีที่จะได้รับประโยชน์จากการลงทุนโครงสร้างพื้นฐานภาครัฐ NPL ที่ลดลงจากการจัดชั้นสินเชื่อ SSI ฟื้นฟูจาก NPL น่าจะช่วยหนุนให้คุณภาพสินทรัพย์ปรับตัวดีขึ้น
- **IRPC:** คาดว่าการกลั่นจะปรับตัวดีขึ้นต่อเนื่องในระยะ 3 ปีข้างหน้า IRPC จะได้รับประโยชน์จากโครงการ UHV ตลอดปีในปี 2560 โครงการขยายกำลังการผลิต PP จะแล้วเสร็จภายในกลางปี 2560 ท่นเวลารับประโยชน์จากวัฏจักรขาขึ้นของโพรพิลีนพอลิ
- **SPRC:** ค่าการกลั่นที่สูงขึ้นจะช่วยสนับสนุนให้กำไรปกติเติบโต 13% ในปี 2560 ความต้องการใช้น้ำมันเบนซินจำนวนมากจะส่งผลโดยตรงต่อ SPRC ซึ่งผลิตน้ำมันเบนซินได้มากที่สุดในประเทศไทย ผลตอบแทนจากเงินปันผล 7.9% จะช่วยป้องกันความเสี่ยงขาดลง
- **STEC:** งานในมือจะเพิ่มขึ้นทำจุดสูงสุดใหม่ที่ระดับ 8.8 หมื่นล้านบาทในปี 2560 นอกจากนี้การร่วมมือกับบริษัทอื่นๆ ยังจะช่วยเพิ่ม upside ด้วย
- **UNIQ:** งานในมือจะสูงสุดเป็นประวัติการณ์ที่ 3.6 หมื่นล้านบาท ณ สิ้นปี 2560 ความสัมพันธ์ที่แน่นแฟ้นกับบริษัทในและต่างประเทศทำให้มีโอกาสสูงที่จะชนะการประมูลในปี 2560

Top picks ไตรมาส 1/60 – Valuation Summary

	Rating	Price (But/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
IRPC	Buy	4.84	6.0	29.0	10.8	9.5	9.4	739	14	1	1.3	1.2	1.1	13	13	12	4.5	5.1	5.6	9.6	7.4	6.1
KBANK	Buy	171.00	215.0	28.1	10.4	10.4	9.9	(14)	(0)	5	1.4	1.3	1.2	15	13	12	2.3	2.3	2.6	0.0	0.0	0.0
KTB	Buy	17.50	21.0	24.5	8.6	8.3	7.6	(14)	4	9	1.0	0.9	0.8	12	11	11	4.3	4.5	4.9	0.0	0.0	0.0
SPRC	Buy	11.80	15.0	34.1	4.2	8.4	8.0	76	(51)	5	1.4	1.3	1.1	30	16	15	2.0	7.0	7.9	4.0	4.1	3.8
STEC	Buy	27.25	32.5	20.3	37.9	37.4	24.5	(28)	1	52	4.4	4.1	3.7	12	11	16	1.2	1.1	1.6	20.5	19.2	13.5
UNIQ	Buy	19.20	23.4	23.9	29.1	20.0	13.2	40	46	52	3.4	3.0	2.6	12	16	21	1.4	2.0	3.0	12.2	8.3	7.3
Average					16.8	15.7	12.1	133	2	21	2.1	2.0	1.8	16	13	15	2.6	3.7	4.3	7.7	6.5	5.1

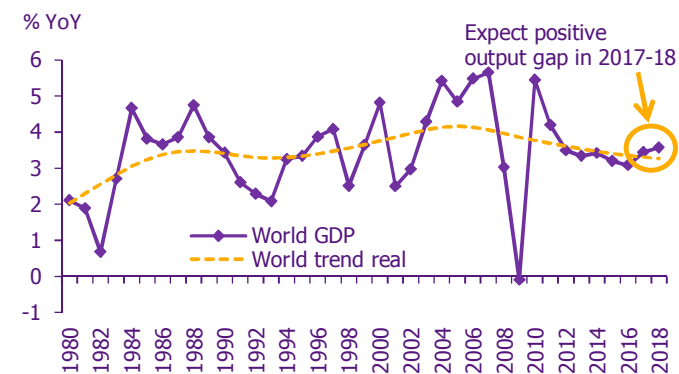
Source: SCBS Investment Research

ภาพรวมเศรษฐกิจโลก

เศรษฐกิจโลกจะขยายตัว
สูงกว่าระดับศักยภาพ...

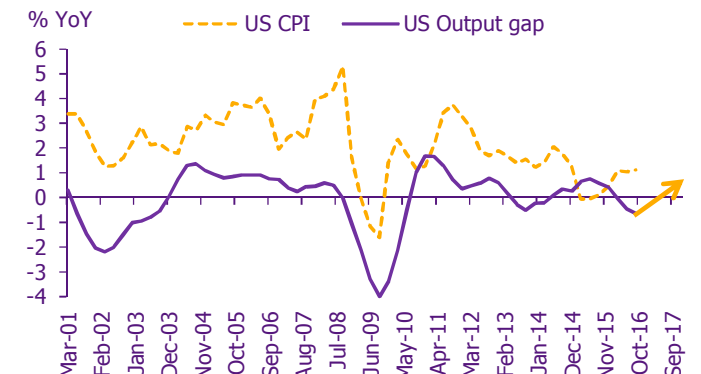
เศรษฐกิจโลกน่าจะขยายตัวสูงกว่าแนวโน้มระยะยาวในปี 2560 (Figure 1) หลังจากเติบโตต่ำกว่าระดับศักยภาพมานานหลายปี กองทุนการเงินระหว่างประเทศ (IMF) คาดการณ์ว่าเศรษฐกิจโลกจะขยายตัว 3.4% YoY ในปี 2560 ต่ำกว่าระดับที่คาดว่าจะขยายตัว 3.1% YoY ในปี 2559 อยู่เล็กน้อย ทั้งนี้ตัวเลขคาดการณ์อัตราการขยายตัวของเศรษฐกิจโลกในปัจจุบันได้รวมเอาการคาดการณ์อัตราการขยายตัวของเศรษฐกิจสหรัฐ (15.6% ของ GDP โลก) ที่ 2.2% ในปี 2560 เข้ามา ซึ่งหมายความว่าหากเศรษฐกิจสหรัฐ เติบโตสูงกว่าตัวเลขคาดการณ์ในกรณีพื้นฐาน ก็จะมีโอกาสที่เศรษฐกิจโลกจะขยายตัวสูงกว่าคาด และโอกาสที่จะเกิดเหตุการณ์เช่นนี้มีค่อนข้างสูง เนื่องจากนายโดนัลด์ ทรัมป์ ประธานาธิบดีคนใหม่ของสหรัฐ ยืนยันว่าจะกระตุ้นให้เศรษฐกิจสหรัฐ ขยายตัวมากขึ้น โดยจะใช้นโยบายการคลังเพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจด้วยงบประมาณราว 1 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐในช่วงเวลาที่เขาดำรงตำแหน่ง นโยบายนี้จะช่วยหนุนให้เศรษฐกิจสหรัฐ ขยายตัวเพิ่มได้อีกประมาณ 0.3-0.5% จากตัวเลขคาดการณ์ในกรณีพื้นฐาน ซึ่งหมายความว่าเศรษฐกิจสหรัฐ จะขยายตัวประมาณ 2.5-2.7% ในปีหน้า

Figure 1: คาดว่าช่องว่างการผลิต (output gap) จะเป็นบวกครั้งแรกนับตั้งแต่ปี 2554...



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

Figure 2: ...และเศรษฐกิจสหรัฐ ที่ขยายตัวเพิ่มมากขึ้นจะช่วยสนับสนุนให้เศรษฐกิจโลกเติบโตสูงกว่าคาด

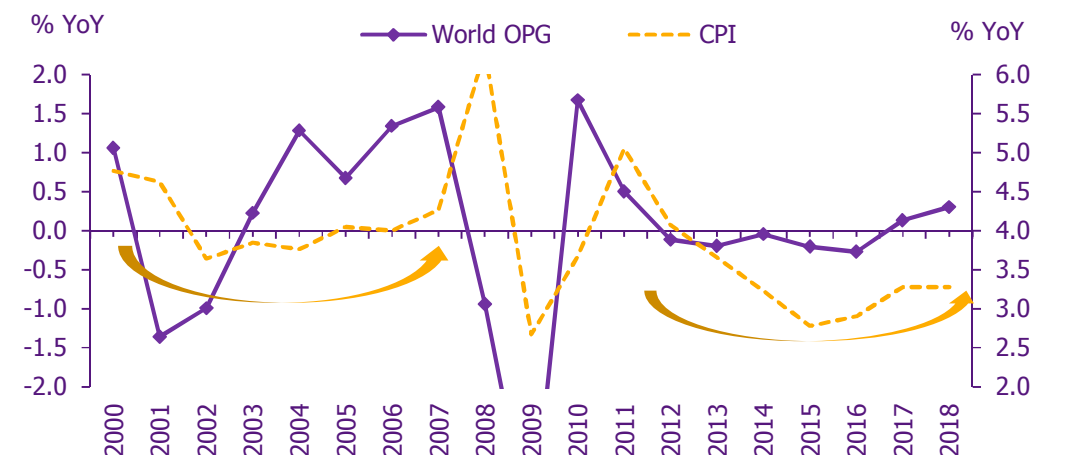


Source: CEIC, SCBS Investment Research

...ซึ่งจะสร้างสภาพแวดล้อม
ที่สนับสนุนให้อัตราเงินเฟ้อ
เพิ่มสูงขึ้น...

เราคิดว่าอัตราเงินเฟ้อโดยรวมจะปรับตัวเพิ่มขึ้นเร็วกว่าหลาย ๆ คนคาดการณ์ไว้ เหตุผลอย่างหนึ่งก็คือ ช่องว่างการผลิต (output gap หรือผลต่างระหว่าง GDP ที่เกิดขึ้นจริงกับ GDP ศักยภาพ) ที่เป็นบวกของเศรษฐกิจโลกน่าจะปรับตัวเพิ่มขึ้นตั้งแต่ปี 2560 เป็นต้นไป ปัจจัยกระตุ้นสำคัญที่อยู่เบื้องหลังแนวโน้มการเติบโตเพิ่มมากขึ้นคือ (1) แนวโน้มที่เศรษฐกิจสหรัฐ จะเติบโตอย่างแข็งแกร่งมากขึ้น (2) การสนับสนุนเชิงนโยบายเพิ่มมากขึ้นในยุโรปโซน และ (3) การฟื้นตัวของราคาสินค้าโภคภัณฑ์ทั่วโลก ปัจจัยเหล่านี้จะสร้างสภาพแวดล้อมที่เอื้อให้อัตราเงินเฟ้อเพิ่มสูงขึ้นดังเห็นได้ใน Figure 3 ด้านล่าง โดยปกติแล้ว ในระยะเริ่มแรกให้อัตราเงินเฟ้อปรับตัวสูงขึ้นสินทรัพย์เสี่ยงดูเหมือนจะปรับตัวขึ้นได้ดี เนื่องจากภาคธุรกิจสามารถขึ้นราคาได้ตามอุปสงค์ที่เพิ่มขึ้น ในขณะที่ต้นทุนทางการเงินยังอยู่ในระดับต่ำมาก เพราะอัตราเงินเฟ้อยังเพิ่มขึ้นไม่มากพอที่จะกระตุ้นให้ธนาคารกลางขึ้นอัตราดอกเบี้ย

Figure 3: ช่องว่างการผลิต (output gap) ที่กว้างขึ้นมักจะสร้างสภาพแวดล้อมที่เอื้อให้อัตราเงินเฟ้อเพิ่มสูงขึ้น

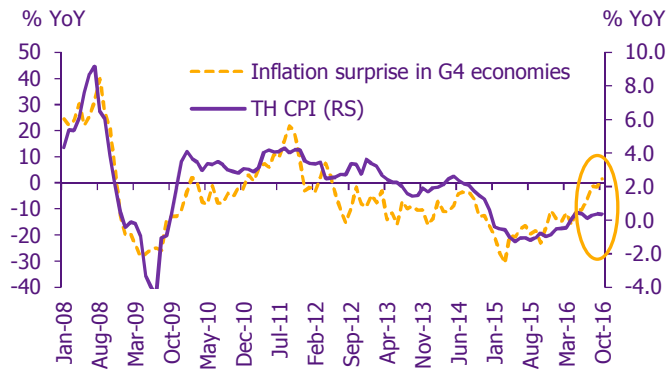


Source: CEIC, SCBS Investment Research

...และอาจจะเกิดขึ้นเร็วกว่า
ที่หลายๆ คนคาดการณ์ไว้
...

ทั้งนี้เพื่อยืนยันถึงโอกาสที่จะเห็นสัญญาณการฟื้นตัวเพิ่มขึ้นของเงินเฟ้อ (reflation) ในปี 2560 เราสามารถเห็นได้ว่าอัตราเงินเฟ้อที่แท้จริงในกลุ่มประเทศมหาอำนาจทางเศรษฐกิจของโลก (สหรัฐฯ, ยูโรโซน, ญี่ปุ่น, และจีน) ปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างแข็งแกร่ง นอกจากนี้ตัวเลขคาดการณ์อัตราเงินเฟ้อ (Figure 5) สำหรับเศรษฐกิจกลุ่ม G4 ก็ปรับตัวเพิ่มสูงขึ้นอย่างมากในเดือนหลังๆ นี้ สำหรับประเทศไทย เราคาดว่าจะเริ่มเห็นอัตราเงินเฟ้อเพิ่มสูงขึ้นในอนาคตอันใกล้ เนื่องจากมีค่า correlation ที่เป็นบวกค่อนข้างมากระหว่างอัตราเงินเฟ้อของไทยกับอัตราเงินเฟ้อทั่วโลก (Figure 4)

Figure 4: Surprised inflation index (เศรษฐกิจกลุ่ม G4) ปรับตัวเพิ่มขึ้น



*Note: G4 consists of US, Eurozone, Japan and China
Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

Figure 5: ตัวเลขคาดการณ์อัตราเงินเฟ้อเพิ่มสูงขึ้น

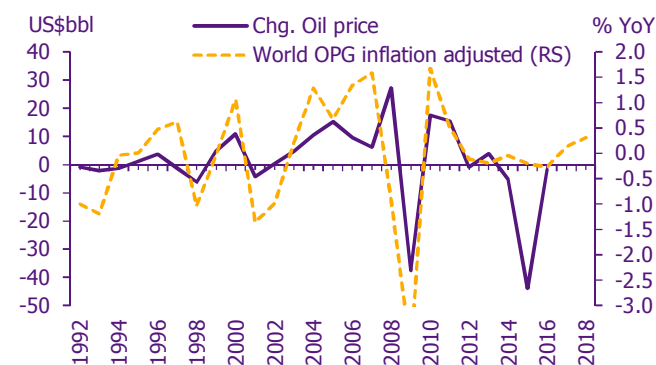


Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

ราคาน้ำมันที่ฟื้นตัวปาน
กลางก็จะช่วยสนับสนุนให้
เงินเฟ้อเพิ่มสูงขึ้นเช่นกัน

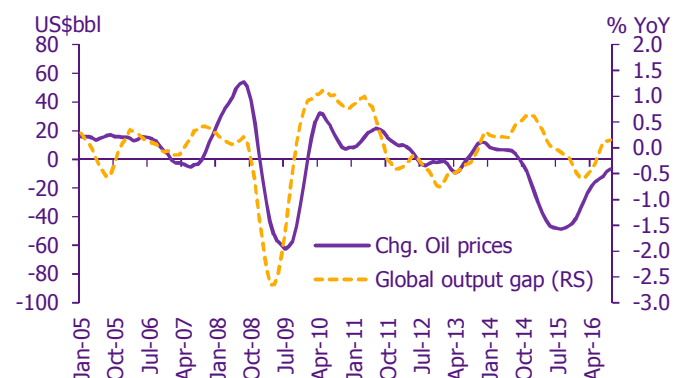
ปัจจัยอีกอย่างหนึ่งที่จะช่วยให้ผลเชิงบวกของอัตราเงินเฟ้อที่เพิ่มสูงขึ้นกระจายออกไปในวงกว้าง (ผู้ที่ได้รับประโยชน์รายสำคัญ คือ ประเทศผู้ส่งออกน้ำมันและสินค้าโภคภัณฑ์) คือ การคาดการณ์ว่าราคาสินค้าโภคภัณฑ์ โดยเฉพาะน้ำมันจะปรับตัวสูงขึ้น เราตระหนักดีว่ามีตัวแปรหลายอย่างด้วยกันที่มีผลกระทบต่อราคาน้ำมัน ได้แก่ ภาวะอุปสงค์-อุปทาน อุปสงค์ทั่วโลก การเคลื่อนไหวของค่าเงินดอลลาร์สหรัฐ และปัจจัยด้านภูมิรัฐศาสตร์ เมื่อใช้สมมติฐานว่าไม่มีความผิดปกติอย่างมีนัยสำคัญเกิดขึ้นกับอุปสงค์-อุปทานของน้ำมันดิบในปี 2560 อุปสงค์ทั่วโลกน่าจะยังคงเป็นปัจจัยสำคัญในการกำหนดแนวโน้มราคาน้ำมัน ช่องว่างผลผลิต (output gap) ก็เป็นเครื่องมือที่ใช้ประเมินทิศทางราคาน้ำมันได้ดีเช่นกัน Figure 6 แสดงให้เห็นว่า ช่องว่างผลผลิต (output gap) ที่เป็นบวกมากขึ้น (อ้างอิงกับประมาณการเศรษฐกิจของ IMF) ในปี 2560-61 น่าจะช่วยสนับสนุนราคาน้ำมันดิบได้เป็นอย่างดี ทั้งนี้เพื่อให้เห็นความเคลื่อนไหวที่ชัดเจนมากขึ้น เราใช้ช่องว่างผลผลิต (output gap) ทั่วโลกที่ได้จากดัชนี PMI ทั่วโลก (รายงานทุกเดือน) เป็นตัวแทนของ GDP ทั่วโลก ผลของโมเดลนี้ออกมาในทางที่สอดคล้องกับข้อมูลในรายงานประจำปีของ IMF โดยบ่งชี้ว่าราคาน้ำมันจะปรับตัวเพิ่มขึ้นในอนาคตอันใกล้

Figure 6: ช่องว่างผลผลิตรายปี เทียบกับการเปลี่ยนแปลงในราคาน้ำมัน



Source: IMF, SCBS Investment Research

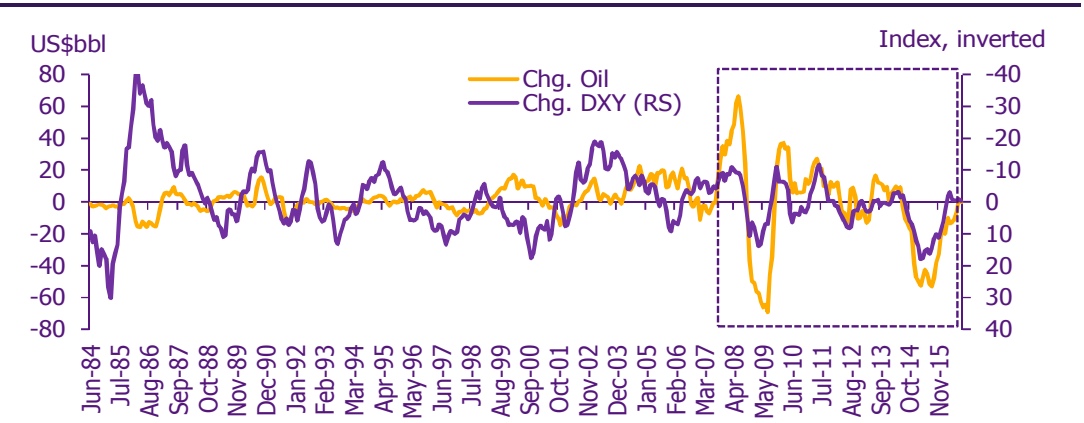
Figure 7: ช่องว่างผลผลิต (คำนวณจากดัชนี PMI) เทียบกับการเปลี่ยนแปลงในราคาน้ำมัน



Source: CEIC, SCBS Investment Research

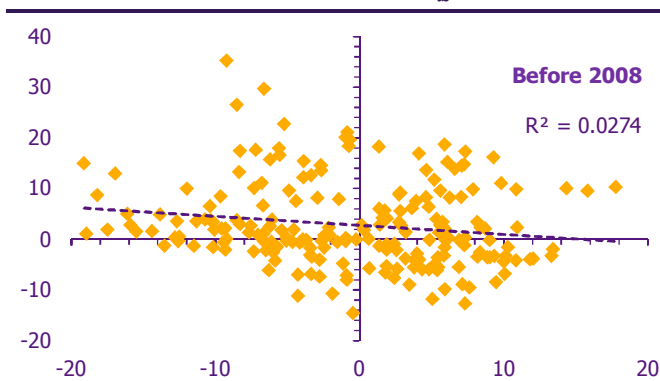
ค่าเงินดอลลาร์สหรัฐกับราคาน้ำมันมีค่า correlation ที่เป็นลบ (การแข็งค่าของดอลลาร์สหรัฐจะส่งผลทำให้ราคาน้ำมันลดลง ในขณะที่การอ่อนค่าของดอลลาร์สหรัฐจะส่งผลทำให้ราคาน้ำมันเพิ่มขึ้น) ก่อนช่วงมากมาตั้งแต่ปี 2551 ดังเห็นได้ใน Figure 8-10 ถ้าสถานการณ์เช่นนี้ยังคงเป็นจริงอย่างต่อเนื่อง แนวโน้มของราคาน้ำมันก็จะได้รับผลกระทบจากการแข็งค่าของดอลลาร์สหรัฐในช่วงที่เฟดขึ้นอัตราดอกเบี้ย อย่างไรก็ตาม เราพบว่าระดับของความสัมพันธ์ในเชิงลบเริ่มลดน้อยลงในระยะหลังนี้ ดังเห็นได้จากค่า correlation ที่เปลี่ยนไปจากที่มีค่าติดลบสูงมาก มาเป็นบวกเล็กน้อย

Figure 8: ความสัมพันธ์ระหว่างราคาน้ำมันและค่าเงินดอลลาร์สหรัฐ – การเปลี่ยนแปลงทางโครงสร้าง?



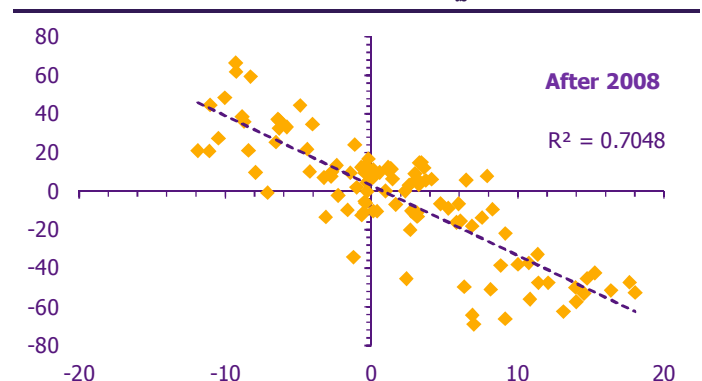
Source: CEIC, SCBS Investment Research

Figure 9: ราคาน้ำมันและค่าเงินดอลลาร์สหรัฐก่อนปี 2551



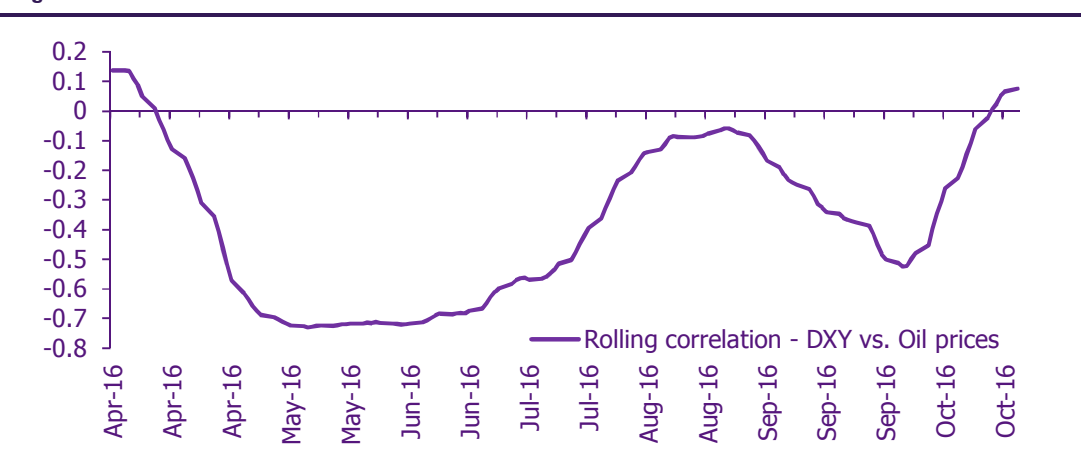
Source: CEIC, SCBS Investment Research

Figure 10: ราคาน้ำมันและค่าเงินดอลลาร์สหรัฐหลังปี 2551



Source: CEIC, SCBS Investment Research

Figure 11: ดอลลาร์ที่แข็งค่าขึ้นส่งผลกระทบต่อราคาน้ำมันลดน้อยลง

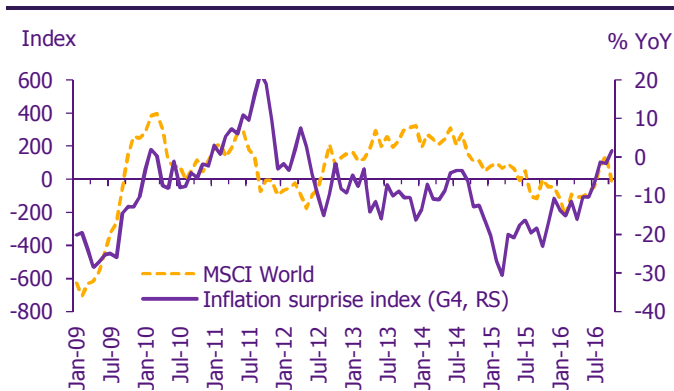


Source: CEIC, SCBS Investment Research

เงินเฟ้อเริ่มฟื้นตัว และ
ตลาดหุ้นจะปรับตัวเพิ่มขึ้น

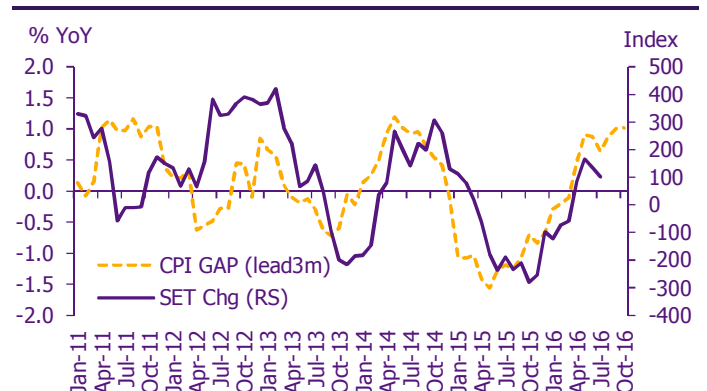
เราเคยกล่าวไว้ก่อนหน้านี้แล้วว่าอัตราเงินเฟ้อที่สูงขึ้นจะส่งผลดีต่อตลาดหุ้น สมมติฐานของเราดูเหมือนจะเป็นจริงทั้งสำหรับตลาดต่างประเทศและตลาดไทย สำหรับตลาดต่างประเทศ (MSCI World Index) ดูเหมือนว่าจะสามารถปรับตัวเพิ่มขึ้นได้ในช่วงที่อัตราเงินเฟ้อเพิ่มสูงขึ้น ในส่วนของตลาดหุ้นไทย เราเลือกใช้วิธีที่แตกต่างออกไปเล็กน้อย โดยแทนที่จะใช้ข้อมูลเงินเฟ้อจริง เราคำนวณช่องว่างเงินเฟ้อ (CPI gap) ซึ่งดูได้จากส่วนต่างระหว่างอัตราเงินเฟ้อจริงกับอัตราเงินเฟ้อระยะยาว หรือระดับที่อัตราเงินเฟ้อเคลื่อนไหวออกจากแนวโน้ม สิ่งที่น่าสนใจยิ่งกว่านั้น คือ ช่องว่างเงินเฟ้อ (CPI gap) มักจะนำหน้าการเปลี่ยนแปลงใน SET index ประมาณ 3 เดือน เมื่อพิจารณาจากแนวโน้มที่เป็นบวกเพิ่มมากขึ้นอย่างต่อเนื่องของช่องว่างเงินเฟ้อ (CPI gap) (Figure 13) ตลาดหุ้นไทยน่าจะสามารถปรับตัวเพิ่มขึ้นได้ในอนาคต

Figure 12: อัตราเงินเฟ้อ (G4) เทียบกับ MSCI world index



Source: CEIC, SCBS Investment Research

Figure 13: อัตราเงินเฟ้อ (ประเทศไทย) เทียบกับ SET Index



Source: CEIC, SCBS Investment Research

Figure 14: ประมาณการ GDP โลก

	Actual	Projections			
	2015	2016	2017	2021	
World	3.2	3.1	3.4	3.8	
Advanced Economies	2.1	1.6	1.8	1.7	
United States	2.6	1.6	2.2	1.6	
Euro Area	2.0	1.7	1.5	1.5	
Japan	0.5	0.5	0.6	0.6	
Other Advanced Economies ²	1.9	1.9	1.9	2.3	
Emerging Market and Developing Economies	4.0	4.2	4.6	5.1	
Regional Groups					
Commonwealth of Independent States ³	-2.8	-0.3	1.4	2.4	
Emerging and Developing Asia	6.6	6.5	6.3	6.4	
Emerging and Developing Europe	3.6	3.3	3.1	3.2	
Latin America and the Caribbean	0.0	-0.6	1.6	2.7	
Middle East, North Africa, Afghanistan, and Pakistan	2.3	3.4	3.4	3.9	
Middle East and North Africa	2.1	3.2	3.2	3.6	
Sub-Saharan Africa	3.4	1.4	2.9	4.2	
Memorandum					
European Union	2.3	1.9	1.7	1.7	
Low-Income Developing Countries	4.6	3.7	4.9	5.4	
Analytical Groups					
By Source of Export Earnings					
Fuel	0.0	0.8	1.8	2.7	
Nonfuel	5.0	5.0	5.3	5.6	
Of Which, Primary Products	2.8	1.1	2.8	3.7	
By External Financing Source					
Net Debtor Economies	3.8	3.9	4.6	5.4	
Net Debtor Economies by Debt-Servicing Experience					
Economies with Arrears and/or Rescheduling during 2011-15	0.1	2.6	3.5	5.0	
Memorandum					
Median Growth Rate					
Advanced Economies	1.6	1.7	1.9	2.0	
Emerging Market and Developing Economies	3.1	3.0	3.5	4.0	
Low-Income Developing Countries	4.4	3.9	4.5	5.4	
Output per Capita					
Advanced Economies	1.5	1.0	1.3	1.2	
Emerging Market and Developing Economies	3.0	3.1	3.6	4.2	
Low-Income Developing Countries	2.6	1.7	2.9	3.5	
World Growth Rate Based on Market Exchange rate	2.6	2.4	2.8	3.0	
Value of World Output (billions of U.S. dollars)					
At Market Exchange Rates	73,599	75,213	79,536	98,632	
At Purchasing Power Parities	114,137	119,097	125,774	158,562	

Source: IMF World Economic Outlook (October 2016)

1 Real GDP.

2 Excludes the United States, euro area countries, and Japan.

3 Georgia, Turkmenistan, and Ukraine, which are not members of the Commonwealth of Independent States, are included in this group for reasons of geography and similarity in economic

นโยบายการคลังกระตุ้นเศรษฐกิจกำลังจะมา

การกระตุ้นเศรษฐกิจผ่านนโยบายการเงินการคลังอย่างสมดุล เราได้กล่าวไว้ข้างต้นแล้วว่าธนาคารกลางของประเทศต่างๆ มีบทบาทสำคัญในการสนับสนุนให้เศรษฐกิจโลกฟื้นตัวนับตั้งแต่เกิดวิกฤตแฮมเบอร์เกอร์และวิกฤตหนี้ยุโรปในช่วง 5-6 ปีที่ผ่านมา ปัจจุบันรัฐบาลทั่วโลกเริ่มเข้ามาช่วยกระตุ้นเศรษฐกิจผ่านนโยบายการคลัง เราพบหลักฐานยืนยันเพิ่มมากขึ้นเรื่อยๆ เกี่ยวกับมาตรการที่รัฐบาลของประเทศต่างๆ ออกมาเพื่อสนับสนุนเศรษฐกิจของตน เช่น มาตรการลดภาษีในญี่ปุ่น สหรัฐฯ และไทย ในขณะที่เดียวกันเราก็พบแผนลงทุนโครงสร้างพื้นฐานเพิ่มมากขึ้นในประเทศต่างๆ ทั่วโลก ในอดีตที่ผ่านมาเรามีความเข้าใจว่าเศรษฐกิจของตลาดเกิดใหม่เป็นเพียงกลุ่มเดียวที่มีแผนดังกล่าวเพื่อกระตุ้นให้เศรษฐกิจของตนเติบโตสูงที่สุด และเพิ่มจำนวนผู้มีรายได้ปานกลางให้เท่ากับประเทศที่พัฒนาแล้ว แต่ตอนนี้รัฐบาลของประเทศที่พัฒนาแล้วหลายๆ ประเทศก็ประกาศแผนลงทุนโครงสร้างพื้นฐานเพื่อกระตุ้นการเติบโตทางเศรษฐกิจและสร้างงาน

Figure 15: สรุปแผนลงทุนโครงสร้างพื้นฐานทั่วโลก

		การลงทุนโครงสร้างพื้นฐาน			
ประเทศ		แผน	ปี	มูลค่า	หมายเหตุ
สหรัฐฯ		ทรัมป์สัญญาว่าจะใช้งบลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานไม่เกิน 1 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐ ซึ่งรวมถึงการซ่อมแซมถนนสายหลักทางรถไฟ และท่าเรือ และข้อมูลล่าสุดก็แสดงให้เห็นว่าโครงการสร้างกำแพงกันพรมแดนเม็กซิโกจะถูกแทนที่ด้วยรั้วและรั้วสองชั้นกันชายแดน		\$1.0 ล้านล้าน	นโยบายเหล่านี้ถูกกล่าวถึงโดยนายโดนัลด์ ทรัมป์ ประธานาธิบดีคนใหม่ และอาจเปลี่ยนแปลงได้ก่อนดำเนินการ
EU	สหภาพยุโรป	TEN-T เชื่อมต่อการคมนาคมในสหภาพยุโรปให้มีความต่อเนื่องและราบรื่น	2557-2563	\$28.24 พันล้าน	-
	เยอรมนี	แผนลงทุนโครงสร้างพื้นฐานในระยะ 14 ปีข้างหน้า โดยจะใช้เงินลงทุนในการพัฒนาด่าน 49.4%, ทางรถไฟ 41.3%, และการขนส่งทางน้ำ 9.3%	2559-2573	\$299 พันล้าน	-
	ฝรั่งเศส				-
	สเปน				-
	อิตาลี	ซ่อมแซมโครงสร้างพื้นฐานทางวัฒนธรรม		\$1.1 พันล้าน	-
UK		ทัฟฟักอาศัย และโครงสร้างพื้นฐานทางเศรษฐกิจและสังคม	2559-2564	\$634 พันล้าน	-
ญี่ปุ่น		รัฐบาลวางแผนอัดฉีดเงินอีก 2.4 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐเพื่อสร้างเครือข่ายรถไฟ Maglev	หลายปี	\$265 พันล้าน	-
จีน		จีนจะลงทุนในโครงการเส้นทางสายไหมเชื่อมยุโรปและเอเชีย (one-belt-one-road)	2557-2592	\$900 พันล้าน	อาจจะเผชิญกับช่วงเวลาที่ยากลำบากในช่วงที่ดำเนินการ
		โครงการลงทุนโครงสร้างพื้นฐานด้านการขนส่งในระยะ 3 ปีข้างหน้า	2559-2561	\$720 พันล้าน	-
อาเซียน	สิงคโปร์	เดินทางจากกัวลาลัมเปอร์ถึงสิงคโปร์ใน 90 นาทีโดยรถไฟหัวกระสุน	2559-2569	\$15 พันล้าน	-
	มาเลเซีย				-
	ไทย	โครงการลงทุนโครงสร้างพื้นฐานระยะเวลา 20 ปีของรัฐบาล	2559-2579	\$850 พันล้าน	-
	อินโดนีเซีย	ส่วนใหญ่เป็นการลงทุนในทางรถไฟและมอเตอร์เวย์ โดยจะเป็นแผนลงทุนระยะ 20 ปี ซึ่งได้รับความเห็นชอบโดยรัฐธรรมนูญ แรงกดดันทางการเมืองไม่น่าจะส่งผลต่อแผน	2559-2562	\$415 พันล้าน	รัฐบาลอินโดนีเซียสามารถจัดหาเงินลงทุนได้เพียง 1,400 ล้านดอลลาร์เพียงอินโดนีเซีย หรือ 26% ของเงินลงทุนที่ต้องใช้ (\$107.9 พันล้าน) ดังนั้นเงินลงทุนที่เหลือจะต้องจัดหาจากภาคเอกชน
	ฟิลิปปินส์	1) ปรับปรุงถนนและสะพาน และเดินทางโครงการ Mindanao Logistics Infrastructure Network และแผนแม่บทเครือข่ายทางถนนอื่นๆ	2560-2565	\$140 พันล้าน	
		2) โครงการเชื่อมโยงระหว่างหมู่เกาะต่างๆ			
		3) มาตรการทางโครงสร้างเพื่อแก้ปัญหาหน้าท่วมซ้ำซากในกรุงมะนิลา			
		4) โครงการสร้างทางรถไฟในกรุงมะนิลา			
		5) ลดความแออัดที่สนามบิน NAIA			
		6) สร้างถนนและเกตเวย์การท่องเที่ยวเพิ่ม			

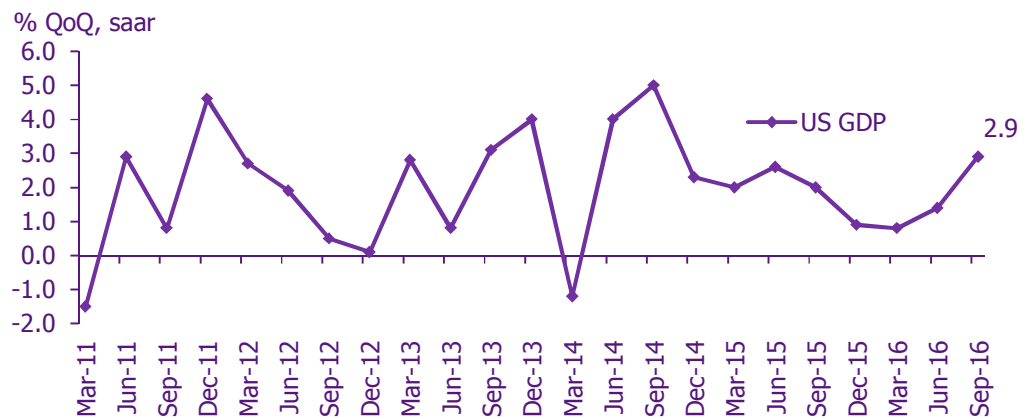
Source: Internet sources, SCBS Investment Research

ในที่สุด เศรษฐกิจสหรัฐฯ
ก็กลับมามีอัตราการ
ขยายตัวเป็นบวก...

สหรัฐฯ

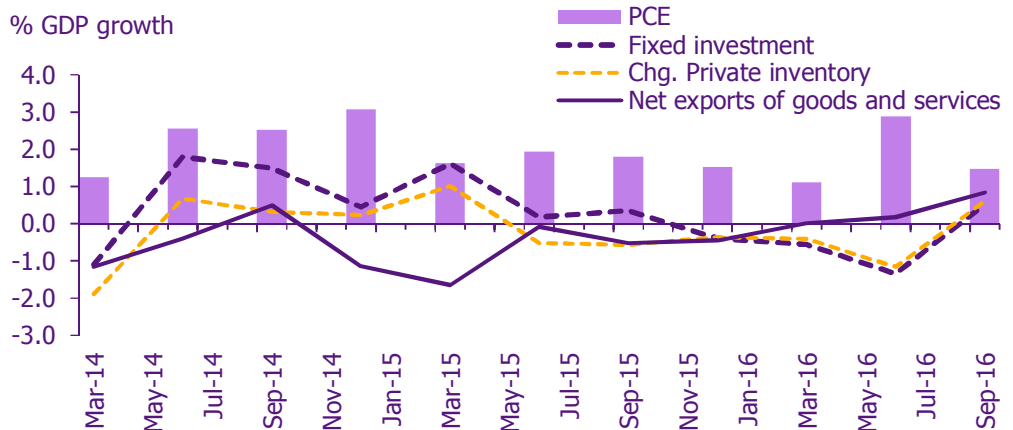
หลังจากสร้างความผิดหวัง 2 ไตรมาสติดต่อกัน เศรษฐกิจสหรัฐฯ ก็กลับมาขยายตัวอย่างแข็งแกร่งที่ 3.2% QoQ (อัตรารายปีปรับฤดูกาล) ในไตรมาส 3 ของปีนี้ และเติบโตสูงกว่าที่ตลาดคาดการณ์ไว้ที่ 2.5% อย่างมาก รายละเอียดของตัวเลขเศรษฐกิจก็ค่อนข้างน่าประทับใจ โดยเกิดจากโมเมนตัมการเติบโตที่สมดุลมากขึ้น ข้อมูลแสดงว่าเศรษฐกิจสหรัฐฯ ได้รับปัจจัยกระตุ้นจากการใช้จ่ายเพื่อการบริโภคอุปโภคส่วนบุคคล (PCE), การส่งออก, การลงทุนในสินค้าคงคลังของภาคเอกชน, การใช้จ่ายภาครัฐ, และการลงทุนที่ไม่ใช่ที่อยู่อาศัย (Figure 20) เมื่อดูต่อไปถึงไตรมาสสุดท้ายของปีนี้ รายงานจากธนาคารกลางสหรัฐฯ สาขาแอตแลนตา บ่งชี้ว่าเศรษฐกิจสหรัฐฯ จะขยายตัวเพิ่มขึ้นต่อเนื่อง โดยคาดการณ์อัตราการเติบโตที่ 2.6% QoQ นอกจากนี้รายละเอียดยังบ่งชี้ด้วยว่าโครงสร้างทางเศรษฐกิจโดยรวมยังคงอยู่ในภาวะที่มีความสมดุลดี โดยการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจได้รับปัจจัยหนุนอย่างมากจากการใช้จ่ายเพื่อการบริโภคอุปโภคภาคเอกชน (PCE)

Figure 16: การเติบโตของเศรษฐกิจสหรัฐฯ มีโมเมนตัมเชิงบวกมากขึ้นอย่างชัดเจน



Source: CEIC, SCBS Investment Research

Figure 17: โครงสร้างเศรษฐกิจสมดุลมากขึ้น - contribution to GDP growth

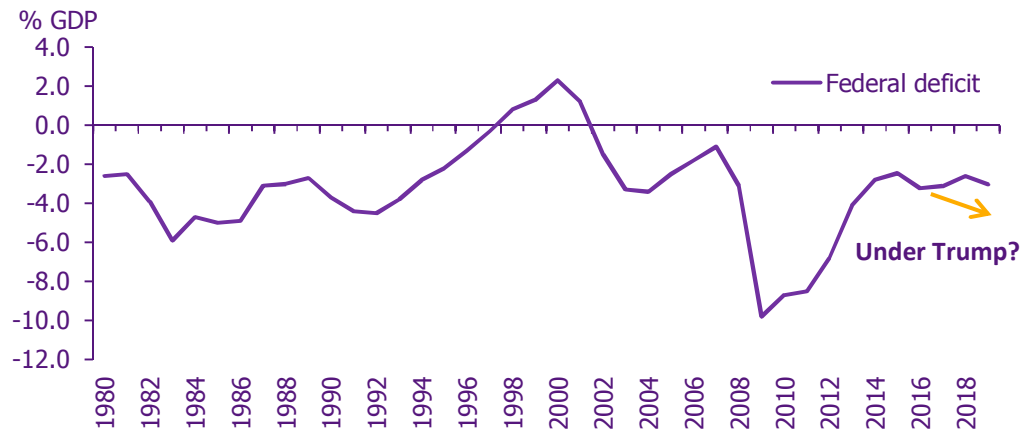


Source: CEIC, SCBS Investment Research

นโยบายของทรัมป์จะถูก
จับตามองอย่างใกล้ชิด...

ปัจจัยสำคัญนอกเหนือจากการปรับเพิ่มอัตราดอกเบี้ยนโยบายของเฟดเพื่อให้นโยบายการเงินกลับสู่ภาวะปกติ จะอยู่ที่นโยบายเศรษฐกิจภายใต้การบริหารงานของทรัมป์ นับตั้งแต่เลือกตั้งประธานาธิบดีสหรัฐฯ ตลาดการเงินสหรัฐฯ ก็ปรับตัวขึ้นจากความคาดหวังว่าทรัมป์จะออกมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจขนาดใหญ่ อย่างไรก็ตาม หากยังไม่มีแนวทางที่ชัดเจนจากรัฐบาล ก็แทบจะเป็นไปไม่ได้เลยที่จะคาดการณ์ผลตอบแทนต่ออัตราดอกเบี้ยของเศรษฐกิจ อัตราเงินเฟ้อ และผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลได้อย่างแม่นยำ ตัวเลขในช่วงที่เรากำลังจัดทำรายงานฉบับนี้ คือ มาตรการกระตุ้นทางการคลังมูลค่าประมาณ 1 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐฯ (หลักๆ จากการลดภาษี และการลงทุนในโครงสร้างพื้นฐาน) จะถูกประกาศในเวลาต่อมา ในส่วนของงบประมาณรัฐบาลกลางสหรัฐฯ นั้น มีความเป็นไปได้ที่รัฐบาลอาจจะสามารถเพิ่มขาดดุลงบประมาณอีกประมาณ 2% ของ GDP ทุกปีในช่วงที่ทรัมป์เป็นผู้บริหารประเทศ ซึ่งยังคงต้องจับตามองต่อไป

Figure 18: การคาดการณ์ขาดดุลงบประมาณของ Congressional Budget Office (CBO) มีแนวโน้มที่จะเป็นตัวเลขอนุรักษ์นิยมมากเกินไปภายใต้การบริหารงานของทรัมป์

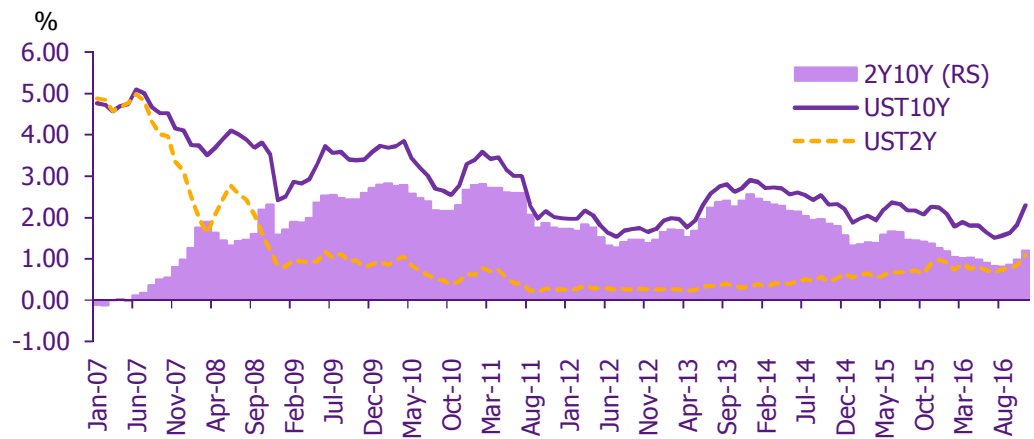


Source: CEIC, SCBS Investment Research

ผลตอบแทนพันธบัตร
ปรับตัวเพิ่มขึ้น และ
ดอลลาร์สหรัฐแข็งค่าขึ้น
...

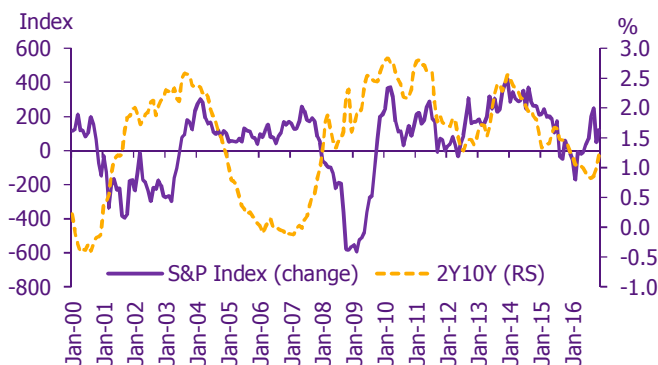
เนื่องจากเศรษฐกิจสหรัฐฯ มีแนวโน้มปรับตัวดีขึ้น ความน่าจะเป็นที่เฟดจะขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายในเดือน ธ.ค. จึงปรับขึ้นมาอยู่ที่ 100% ตอนต้นเดือน ธ.ค. 2559 นอกจากนั้นนโยบายกระตุ้นเศรษฐกิจของทรัมป์ยังจะช่วยสนับสนุนให้ทั้งเศรษฐกิจและอัตราเงินเฟ้อเติบโตสูงกว่าที่คาดการณ์ไว้ในกรณีพื้นฐานด้วย ส่งผลทำให้ yield curve ของพันธบัตรสหรัฐฯ มีความชันเพิ่มมากขึ้น ทั้งนี้ผลตอบแทนพันธบัตรระยะยาว (UST10Y) ปรับขึ้นเร็วกว่าผลตอบแทนพันธบัตรระยะสั้น (UST2Y) เนื่องจากนักลงทุนรับรู้ถึงการคาดการณ์ว่าอัตราดอกเบี้ยของเฟด แต่สถานการณ์เช่นนี้อาจจะเปลี่ยนไปถ้าแถลงการณ์ของเฟดออกมาในเชิง hawkish มากขึ้น ถ้า yield curve ที่มีความชันมากขึ้นไม่ได้รับแรงกระตุ้นหลักๆ จากเงินเฟ้อที่เกิดจากต้นทุนที่สูงขึ้น ผลตอบแทนพันธบัตรที่สูงขึ้นมักจะกระตุ้นให้นักลงทุนมีความต้องการลงทุนในสินทรัพย์เสี่ยงเพิ่มมากขึ้นดังแสดงใน Figure 20 ผลอีกด้านหนึ่งของ yield curve ที่มีความชันมากขึ้น คือ ดอลลาร์สหรัฐจะแข็งค่าขึ้น (ทำให้มีความต้องการถือครองสินทรัพย์สกุลดอลลาร์สหรัฐเพิ่มมากขึ้น) Figure 21 แสดงให้เห็นอย่างชัดเจนว่าส่วนต่างที่กว้างขึ้นระหว่างผลตอบแทนพันธบัตรสหรัฐกับผลตอบแทนพันธบัตรยุโรป ส่งผลทำให้ดอลลาร์สหรัฐแข็งค่ามากขึ้น และเนื่องจากปกติแล้วตลาดหุ้นในสหรัฐฯ จะปรับตัว outperform ตลาดหุ้นในภูมิภาคเอเชีย (Figure 22) จึงเป็นเหตุผลว่าทำไมเราจึงเห็นเม็ดเงินลงทุนไหลออกจากตลาดเกิดใหม่ในระยะหลังนี้ คำถามต่อไป คือ ดอลลาร์สหรัฐจะเริ่มมีเสถียรภาพเมื่อใด ซึ่งน่าจะช่วยให้ตลาดเกิดใหม่รวมถึงตลาดหุ้นไทยปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างยั่งยืน

Figure 19: ผลตอบแทนพันธบัตรสหรัฐฯ ปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง



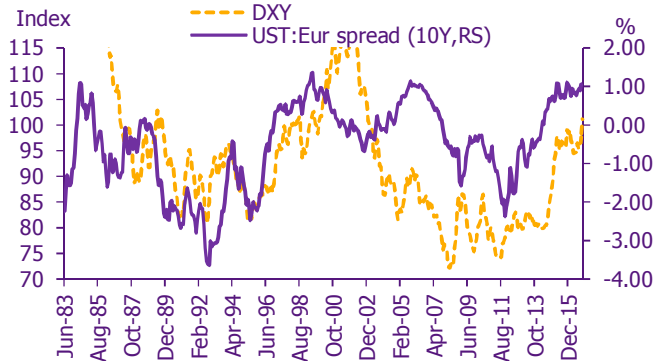
Source: CEIC, SCBS Investment Research

Figure 20: ผลตอบแทนพันธบัตรที่สูงขึ้นส่งผลดีต่อตลาดหุ้น



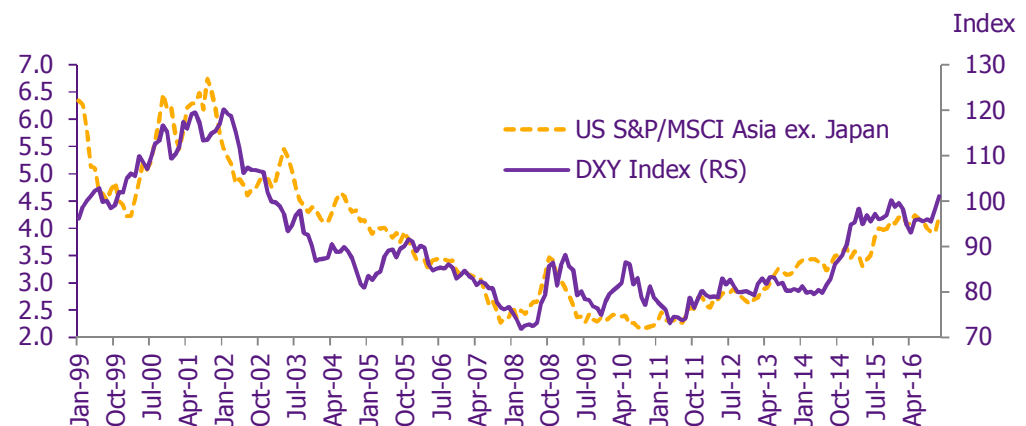
Source: CEIC, SCBS Investment Research

Figure 21: ส่วนต่างที่กว้างขึ้นระหว่างผลตอบแทนพันธบัตรสหรัฐฯ กับ EU ผลักดันให้ดอลลาร์สหรัฐฯ แข็งค่าขึ้น



Source: CEIC, SCBS Investment Research

Figure 22: ตลาดสหรัฐฯ จะปรับตัว outperform ตลาด Asia ex. Japan เมื่อดอลลาร์แข็งค่าขึ้น

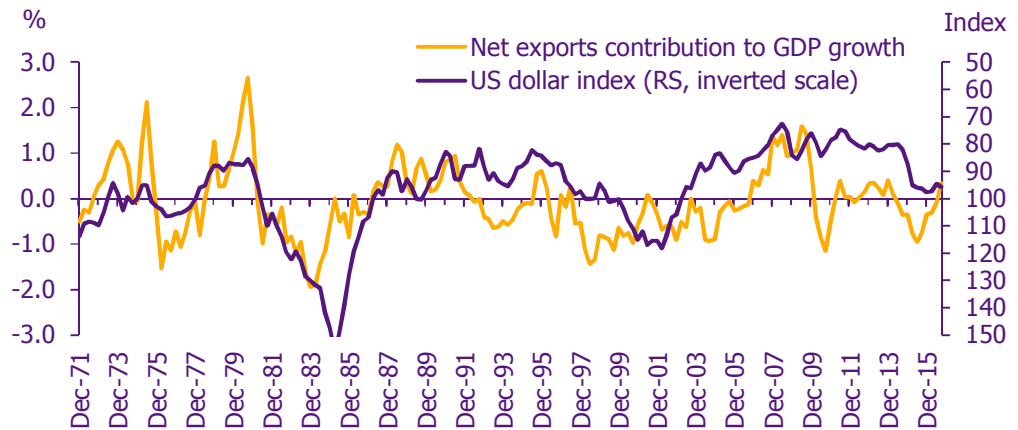


Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

มองหาสัญญาณค่าเงินดอลลาร์สหรัฐมีเสถียรภาพ

แนวโน้มเศรษฐกิจสหรัฐ ที่แข็งแกร่งทำให้เม็ดเงินจำนวนมากไหลเข้าสู่สินทรัพย์ในสหรัฐ ซึ่งผลักดันให้ดอลลาร์สหรัฐแข็งค่าขึ้น ในขณะที่สถานการณ์เช่นนี้อาจจะส่งผลดีต่อตลาดหุ้น แต่การแข็งค่ามากเกินไปของดอลลาร์สหรัฐอาจจะเริ่มสร้างแรงกดดันที่รุนแรงมากขึ้นต่อเศรษฐกิจสหรัฐ วิธีดูผลกระทบของดอลลาร์สหรัฐที่แข็งค่าต่อเศรษฐกิจสหรัฐ ได้อย่างตรงไปตรงมาที่สุด คือ การดูที่สัดส่วนของการส่งออกสุทธิใน GDP (net export contribution to GDP growth) เราสามารถเห็นได้ว่าการส่งออกสุทธิมักจะเป็นตัวจุดรั้งการเติบโตของเศรษฐกิจในช่วงที่ดอลลาร์สหรัฐแข็งค่า (Figure 23) ผลกระทบด้านลบจะรุนแรงมากเป็นพิเศษในกรณีที่ดอลลาร์สหรัฐแข็งค่าขึ้นเกินกว่ามูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน บทสรุป คือ ถ้าเราสามารถประเมินมูลค่าตามปัจจัยพื้นฐานของดอลลาร์สหรัฐได้ ในทางทฤษฎีเราก็ควรจะระบุรอบเวลาที่เม็ดเงินไหลเข้าสหรัฐ จะเริ่มชะลอตัวลง ซึ่งหมายความว่าตลาดเกิดใหม่บางตลาดจะกลับมาได้รับความสนใจจากนักลงทุนต่างชาติอีกครั้ง และเราเชื่อว่าตลาดหุ้นไทยก็รวมอยู่ในกลุ่มนี้ด้วย (ดูรายละเอียดได้ในส่วนของตลาดไทย)

Figure 23: การแข็งค่าของดอลลาร์สหรัฐเป็นตัวจุดรั้งการเติบโตทางเศรษฐกิจ

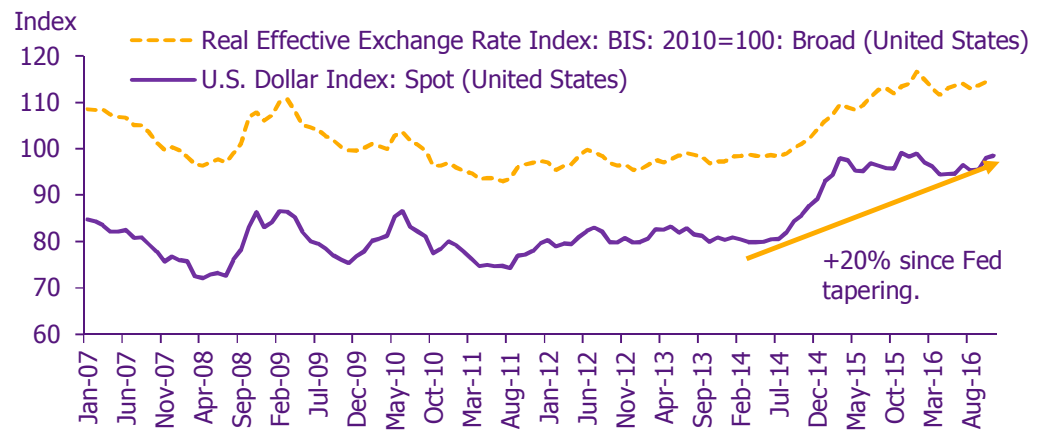


Source: CEIC, SCBS Investment Research

ประเมินมูลค่าตามปัจจัยพื้นฐานของค่าเงินดอลลาร์สหรัฐ

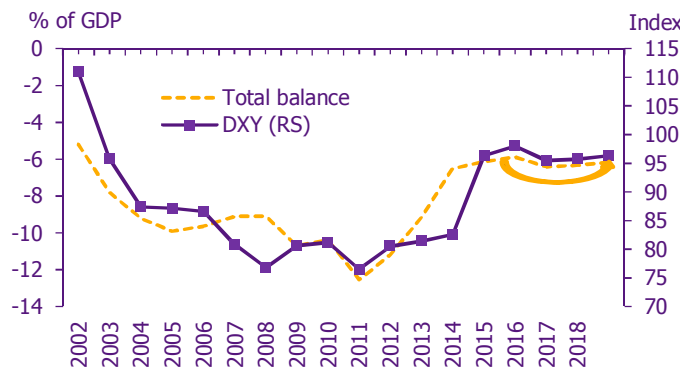
ดัชนีค่าเงินดอลลาร์สหรัฐ (DXY Index) ปรับตัวขึ้นแรงจากประมาณ 94.5 ในช่วงปลายไตรมาส 3/59 มาอยู่ที่ 101 ในปัจจุบัน ทั้งนี้ดอลลาร์สหรัฐแข็งค่าขึ้นมาแล้ว 20% นับตั้งแต่เฟดปรับลดวงเงินมาตรการ QE ในปี 2557 (Figure 24) ปัจจัยกระตุ้นที่สำคัญ คือ (1) การคาดการณ์ว่ารัฐบาลจะออกมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจเพิ่มภายใต้การบริหารงานของทรัมป์ และ (2) ความเป็นไปได้ที่เฟดจะขึ้นอัตราดอกเบี้ยเร็วกว่าที่คาดการณ์ไว้แต่เดิม เรามองหาวิธีหลายวิธีด้วยกันมาใช้ประเมินทิศทางของดอลลาร์สหรัฐ ได้แก่ (1) แนวโน้มดุลบัญชีเดินสะพัด (2) ฐานะการคลังของรัฐบาล และ (3) การเติบโตของผลิตภัณฑ์มวลรวม การใช้การคาดการณ์ของ IMF เป็นตัวแปร เมื่ออิงกับวิธีนี้ ดอลลาร์สหรัฐน่าจะเทรดที่ระดับประมาณ 98-100 ซึ่งต่ำกว่าระดับปัจจุบันอยู่เล็กน้อย ปัจจัยอย่างหนึ่งที่จะทำให้ผลแปรเปลี่ยนไป คือ nominal GDP ของสหรัฐ ที่เปลี่ยนแปลงไปจากการคาดการณ์ในกรณีพื้นฐานของ IMF การปรับประมาณการ GDP เพิ่มขึ้นจะส่งผลทำให้ยอดขาดดุลทั้งหมดลดลง ซึ่งจะทำให้ดอลลาร์สหรัฐแข็งค่าขึ้นอีก วิธีอีกวิธีหนึ่งที่ผลคล้ายๆ กัน คือ วิธีการเติบโตของผลิตภัณฑ์มวลรวม (Figure 26) ซึ่งบ่งชี้ว่าดอลลาร์สหรัฐไม่น่าจะแข็งค่าขึ้นไปเกินกว่าระดับปัจจุบัน อย่างไรก็ตาม ข้อเสียหลักๆ เกี่ยวกับวิธีเหล่านี้ คือ ทั้งสองวิธีไม่ใช่ตัวพยากรณ์ทิศทางค่าเงินดอลลาร์สหรัฐที่ดีในระยะสั้น โดยมีสาเหตุหลักมาจากความผันผวนของตลาดการเงินและการเปลี่ยนแปลงในคาดการณ์อัตราดอกเบี้ยอย่างฉับพลัน ในสถานการณ์ปัจจุบัน เราสามารถมองเห็นได้อย่างชัดเจนว่าอัตราดอกเบี้ยขาขึ้นในสหรัฐ เทียบกับประเทศที่สำคัญอื่นๆ มีผลกระทบสูงมากต่อค่าเงินดอลลาร์สหรัฐ (Figure 27) และเราคาดว่าสถานการณ์เช่นนี้จะเกิดขึ้นต่อไปจนกระทั่งมีการเปิดเผยคาดการณ์อัตราดอกเบี้ยของเฟดครั้งถัดไป ทั้งนี้ดอลลาร์สหรัฐจะแข็งค่าขึ้นอีกถ้าเฟดมีมุมมองต่อแนวโน้มอัตราเงินเฟ้อและอัตราดอกเบี้ยในเชิงรุกมากขึ้น

Figure 24: อัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริงของสหรัฐฯ และดัชนีค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯ



Source: CEIC, SCBS Investment Research

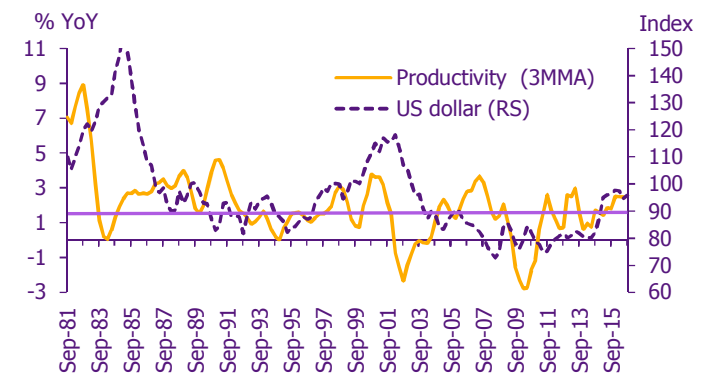
Figure 25: ยอดดุลรวม* (ดุลบัญชีเดินสะพัดและดุลงบประมาณ) บ่งชี้ว่าดอลลาร์สหรัฐมีโอกาสแข็งค่าได้อีกน้อยมาก



*Note: Total balance account consists of current account and government budget balances

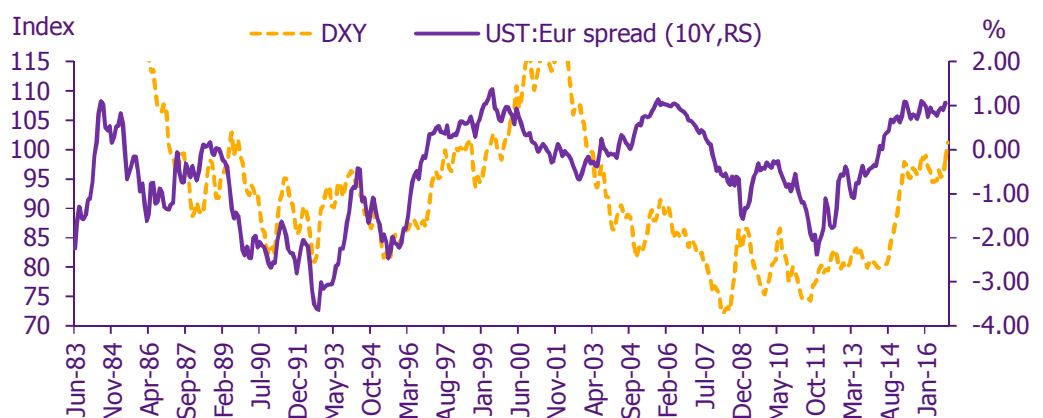
Source: IMF Global Data Base, CEIC, SCBS Investment Research

Figure 26: การเติบโตของผลิตภาพจะช่วยสนับสนุนให้ดอลลาร์สหรัฐแข็งค่าเพิ่มขึ้นจากระดับปัจจุบันได้อีกเพียงเล็กน้อย



Source: CEIC, SCBS Investment Research

Figure 27: ส่วนต่างที่กว้างขึ้นระหว่างผลตอบแทนพันธบัตรสหรัฐกับยุโรปผลักดันให้ดอลลาร์สหรัฐแข็งค่าขึ้น



Source: CEIC, SCBS Investment Research

ภายใต้ยุคของทรัมป์

เมื่อความชัดเจนเริ่มปรากฏ นักลงทุนก็กลับเข้าสู่สินทรัพย์เสี่ยง หลังจากทราบผลการเลือกตั้งประธานาธิบดีสหรัฐฯอย่างไม่เป็นทางการหลังเที่ยงของวันที่ 9 พ.ย. ตลาดการเงินทั่วโลกก็ตอบรับเชิงลบต่อผลที่ออกมาด้วยภาวะ risk-off (นักลงทุนขายสินทรัพย์เสี่ยง และเข้าซื้อสินทรัพย์ปลอดภัย) แต่หลังจากนั้นตลาดก็เปลี่ยนมาอยู่ในภาวะ risk-on (นักลงทุนขายสินทรัพย์ปลอดภัย และเข้าซื้อสินทรัพย์เสี่ยง) หลังจากพิจารณานโยบายปฏิรูปภาษี ความยากในการดำเนินนโยบายที่เป็นลบต่อตลาด และการเปลี่ยนท่าทีเกี่ยวกับนโยบายเศรษฐกิจหลังทรัมป์ชนะการเลือกตั้ง เมื่อพิจารณาจากปัจจัยเหล่านี้ทั้งหมด ทำให้คาดว่าอัตราเงินเฟ้อจะปรับตัวสูงขึ้น ภาวะ risk-on ครั้งนี้แตกต่างไปจากที่เคยเกิดขึ้นในช่วง 2-3 ปีที่ผ่านมาเล็กน้อย เนื่องจากนักลงทุนไม่เพียงแต่ต้องการแสวงหาความเสี่ยงเท่านั้น แต่ยังต้องการหลีกเลี่ยงการลงทุนในตราสารหนี้ที่มีราคาสูงเกินไปด้วย ปัจจัยสองอย่างนี้รวมกันส่งผลทำให้ตลาดตราสารหนี้เผชิญแรงเทขายอย่างหนัก เหตุการณ์นี้ทำให้มีการเปลี่ยนแปลงมุมมองต่อแนวโน้มอัตราเงินเฟ้อและการขึ้นอัตราดอกเบี้ยของเฟดในทอน hawkish มากขึ้น

ทรัมป์อาจจะเลือกใช้นโยบายที่ดุสุดโหดน้อยลง โดยมีพรรคีพบลีกกันคอยช่วยเหลือ การดำรงตำแหน่งประธานาธิบดีมีตำแหน่งเป็นผู้นำการทหารสูงสุด ทำให้มีอำนาจสั่งการยิ่งอาวุธนิวเคลียร์ได้ (สามารถยิงจรวดนิวไคลด์เพียงแค่สั่งการทางโทรศัพท์และไม่มีใครสามารถคัดค้านได้) แต่ไม่มีอำนาจมากพอที่จะเปลี่ยนแปลงกฎหมายที่มีอยู่เดิม ทั้งนี้เพื่อเดินหน้านโยบายแบบฉีกแนวหลายๆ อย่างของทรัมป์ การบังคับใช้นโยบายหลายอย่างจะต้องได้รับความเห็นชอบจากสภาผู้แทนราษฎรและวุฒิสภา ซึ่งในกรณีนี้มีพรรคีพบลีกกันครองเสียงข้างมากทั้งสองสภา ในสถานการณ์ปกติจะสามารถเรียกสถานการณ์เช่นนี้ได้ว่าเป็นการผูกขาดสภาองเกรส แต่ครั้งนี้แตกต่างไปจากครั้งอื่นๆ เล็กน้อย เราเชื่อว่าทรัมป์จะต้องจัดทำนโยบายให้สมเหตุผลผสมผลและปฏิบัติได้จริงมากขึ้นเพื่อให้ผ่านความเห็นชอบจากสภาองเกรส

นโยบายใดของทรัมป์ที่มีแนวโน้มจะเดินหน้าต่อไปได้...

- 1) **นโยบายปฏิรูปภาษี:** ทรัมป์สัญญาว่าจะเดินหน้าปฏิรูปภาษีครั้งใหญ่ที่สุดนับตั้งแต่สมัยประธานาธิบดีโรนัลด์ เรแกน อัตราภาษีเงินได้นิติบุคคลจะถูกปรับลดลงจากอัตราปัจจุบันที่ 35% สู่ระดับไม่เกิน 15% ภาษีเงินได้บุคคลธรรมดาจะปรับลดลงจากอัตราสูงสุดในปัจจุบันที่ 39.6% นโยบายนี้อาจจะถูกมองว่าเป็นนโยบายผ่อนคลายเป็นพิเศษที่จะช่วยกระตุ้นการใช้จ่ายภายในประเทศสหรัฐฯ ในความเป็นจริงแล้วนโยบายนี้อาจจะไม่ใช้การปฏิรูปภาษีครั้งใหญ่อย่างที่ทรัมป์กล่าวไว้ แต่อาจจะทำให้รายได้ภาษีของประเทศลดลงไปถึง 6-7 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐฯ แม้รีพับลิกันจะมีเสียงข้างมากในสภาปกครองสูงสุดของสหรัฐฯ ทั้ง 2 สภา แต่จะต้องรับผิดชอบต่อตัวเลขดังกล่าว ในตอนแรกพรรคีพบลีกกันมีแผนไว้อยู่แล้วว่าจะลดอัตราภาษีเงินได้นิติบุคคลลงสู่ 25% (สูงกว่าข้อเสนอของทรัมป์อยู่ 10%) ซึ่งในกรณีนี้ดูเหมือนจะมีความเป็นไปได้มากกว่า หมายเหตุ: การลดภาษีลงมักจะทำให้มีการปรับเปลี่ยนขนาดของงบประมาณรัฐบาล และก่อให้เกิดภาวะหน้าผาการคลัง
- 2) **นโยบายลงทุนโครงสร้างพื้นฐาน:** นับตั้งแต่ผลการเลือกตั้งออกมา นักลงทุนก็จับตามองนโยบายการคลังของสหรัฐฯ ซึ่งหนึ่งในนั้นก็คือนโยบายลงทุนโครงสร้างพื้นฐาน ซึ่งจะประกอบด้วยการสร้างถนน ทางหลวง ทางรถไฟ และท่าเรือ รายงานข่าวระบุว่าโครงการลงทุนเหล่านี้จะมีมูลค่ากว่า 5 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ซึ่งจะสามารถสร้างงานนับแสนตำแหน่งทั่วทวีปอเมริกาเหนือ
- 3) **นโยบายการค้า:** ข้อตกลงหุ้นส่วนยุทธศาสตร์เศรษฐกิจภาคพื้นแปซิฟิก (TPP): ทรัมป์ประกาศว่าจะนำสหรัฐฯ ถอนตัวออกจากข้อตกลง TPP ในวันแรกที่เขาดำรงตำแหน่งประธานาธิบดี สมาชิกเดิมของ TPP คือ สหรัฐฯ ญี่ปุ่น มาเลเซีย เวียดนาม สิงคโปร์ บรูไน ออสเตรเลีย นิวซีแลนด์ แคนาดา เม็กซิโก ชิลี และเปรู ประเทศไทยยังไม่ได้เข้าร่วมเป็นสมาชิก TPP และคาดว่าจะได้รับผลกระทบอย่างรุนแรงจากการไม่ได้เข้าร่วมโครงการนี้ ดังนั้นการยุติโครงการนี้จะทำให้สิ่งที่ส่งผลกระทบต่อความสามารถในการแข่งขันทางการค้าของไทยหมดไป
- 4) **นโยบายด้านผู้อพยพ:** ทรัมป์ดูเหมือนจะทำตามที่เขาได้สัญญาไว้ว่าจะดำเนินการเนรเทศกลุ่มผู้อพยพที่ลักลอบเข้าเมืองอย่างผิดกฎหมายจำนวน 2-3 ล้านคน ในขณะที่มีผู้ว่าการรัฐใหญ่ๆ 2-3 รายประกาศไม่เห็นด้วยกับนโยบายนี้
- 5) **นโยบายด้านสาธารณสุข:** ทรัมป์จะคงบางส่วนของกฎหมายประกันสุขภาพ “โอบามาแคร์” เอาไว้ แต่ไม่ได้เปิดเผยรายละเอียด แต่โครงการประกันสุขภาพไม่ใช่สิ่งที่ทำได้ง่าย ๆ เมื่อรายละเอียดภายในโครงการเปลี่ยนไป ก็จะมีทั้งฝ่ายที่ได้ประโยชน์และฝ่ายที่เสียประโยชน์ ดังนั้นจะมีทั้งข้อดีและข้อเสียเกิดขึ้นเสมอในการปรับแก้รายละเอียดภายในโครงการประกันสุขภาพ
- 6) **นโยบายปฏิรูปพลังงาน:** เนื่องจากทรัมป์ไม่เชื่อในทฤษฎีโลกร้อน ดังนั้นเขาอาจจะผ่อนคลายนโยบายควบคุมอุตสาหกรรมน้ำมันในสหรัฐฯ ซึ่งจะทำให้ต้นทุนการผลิตน้ำมันปรับตัวลดลง และกระตุ้นการผลิตน้ำมันภายในสหรัฐฯ แนวโน้มเช่นนี้อาจจะส่งผลทำให้ราคาน้ำมันในตลาดโลกปรับตัวลดลง เนื่องจากอุปทานน้ำมันปรับตัวเพิ่มขึ้น

นโยบายใดของทรัมป์ที่อาจจะเผชิญแรงกดดัน...

- 1) **นโยบายกีดกันทางการค้า:** ทรัมป์และนโยบายเกี่ยวกับการค้าของเขาสร้างความปั่นป่วนในโลกการเงิน ทรัมป์เคยกล่าวไว้หลายครั้งก่อนวันเลือกตั้งเกี่ยวกับการเปลี่ยนแปลงนโยบายการค้าในปัจจุบันซึ่งรวมถึงการถอนตัวจากข้อตกลงหุ้นส่วนยุทธศาสตร์เศรษฐกิจภาคพื้นแปซิฟิก (TPP) การเจรจาข้อตกลงการค้าที่มีอยู่เดิมกับประเทศคู่ค้าหลักๆ อย่างเม็กซิโกและจีนใหม่ หรือขึ้นภาษีนำเข้า การเคลื่อนไหวครั้งนี้อาจจะทำให้ประเทศคู่ค้าออกมาตอบโต้ เช่น เก็บภาษีนำเข้าสินค้าจากสหรัฐฯ ในอัตราที่เท่ากัน อย่างไรก็ตาม อย่างไรก็ดี ก่อนที่จะมีการประกาศใช้มาตรการใดๆ เราเชื่อว่าสหรัฐฯ จำเป็นต้องปรับโครงสร้างห่วงโซ่อุปทานภาคการผลิต หรืออย่างน้อยหนึ่งก็คือ สร้างห่วงโซ่อุปทานผลิตภัณฑ์ของตนเองก่อนที่จะดำเนินนโยบายกีดกันทางการค้าใดๆ
- 2) **สร้างกำแพงกันพรมแดนเม็กซิโก:** ทรัมป์กล่าวไว้หลายครั้งในช่วงหาเสียงว่าผู้อพยพที่ลักลอบเข้าเมืองอย่างผิดกฎหมายจะถูกเนรเทศออกจากแผ่นดินสหรัฐฯ แต่ตอนนี้เขาเปลี่ยนท่าทีเกี่ยวกับนโยบายผู้อพยพไปเล็กน้อย โดยก่อนหน้านี้เขาประกาศว่าจะเนรเทศผู้อพยพที่ลักลอบเข้าเมืองอย่างผิดกฎหมายรวม 2.3 ล้านคนในรอบแรก และตอนนี้เขาก็เปลี่ยนจากการสร้างกำแพงกันพรมแดนระหว่างสหรัฐฯ กับเม็กซิโกมาเป็นสร้างรั้วกันหรือรั้วสองชั้นแทน
- 3) **นโยบายด้านการเปลี่ยนแปลงสภาพภูมิอากาศ:** ทรัมป์กล่าวว่าเขาจะไม่ยกเลิกข้อตกลงปารีส ทำให้หลายๆ คนคลายความกังวลลง เนื่องจากทรัมป์จะเลือกใช้นโยบายที่มีความสุดโต่งน้อยลง

The Box: มีใครอยู่ในคณะทำงานของทรัมป์บ้าง?

ทรัมป์ได้แต่งตั้งผู้ดำรงตำแหน่งสำคัญ 2 คนในคณะทำงานของเขา ได้แก่ นายโรนัลด์ ฟริบัส เป็นหัวหน้าคณะเจ้าหน้าที่ประจำทำเนียบขาว และนายสตีเฟน แบนนอน เป็นหัวหน้าฝ่ายยุทธศาสตร์ประจำทำเนียบขาว นอกจากนี้ นายไมค์ เพนซ์ ก็จะดำรงตำแหน่งรองประธานาธิบดี

กรุณาดูรายละเอียดเพิ่มเติมเกี่ยวกับประวัติความเป็นมาของผู้ที่จะเข้ามามีบทบาทสำคัญในการบริหารประเทศสหรัฐอเมริกาด้านล่าง

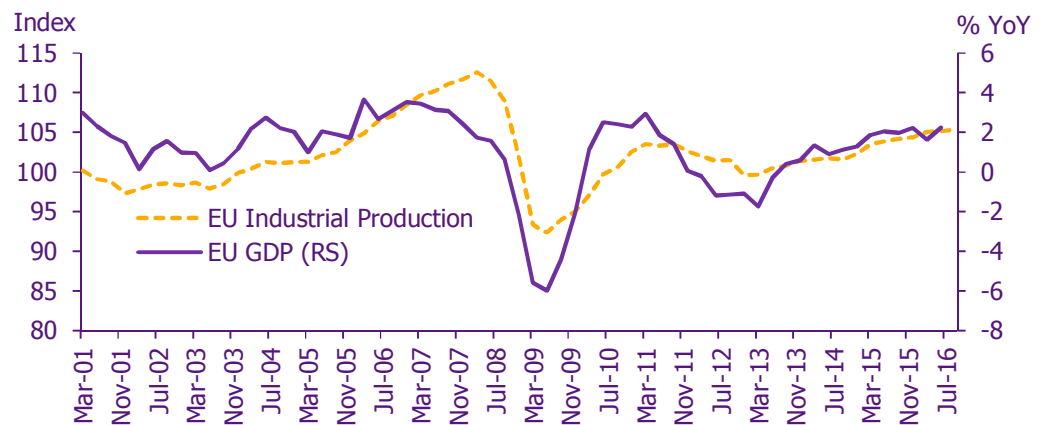
- 1) **นายไมค์ เพนซ์ (รองประธานาธิบดี):** อดีตผู้ว่าการรัฐอินเดียนา และเคยดำรงตำแหน่งสมาชิกสภาองเกรสมาแล้วถึง 6 สมัยตั้งแต่ปี 2544-2555 ในช่วงที่เขาดำรงตำแหน่งผู้ว่าการรัฐอินเดียนา รัฐอินเดียนาเป็นรัฐที่สนับสนุนภาคธุรกิจ โดยเป็นรัฐที่เสียภาษีต่ำเป็นอันดับ 7 ในสหรัฐฯ และตราสารหนี้ยังได้รับการจัดอันดับความน่าเชื่อถือที่ AAA ด้วย
- 2) **นายโรนัลด์ ฟริบัส (หัวหน้าคณะเจ้าหน้าที่ประจำทำเนียบขาว):** นายฟริบัสดำรงตำแหน่งประธานคณะกรรมการการแห่งชาติของพรรครีพับลิกันซึ่งได้การยอมรับอย่างกว้างขวางจากพรรครีพับลิกัน ประชาชนหวังว่าเขาจะสามารถไกล่เกลี่ยความขัดแย้งด้านนโยบายที่สมาชิกพรรครีพับลิกันหลายคนไม่เห็นด้วยได้ เขาเคยปะทะกับทรัมป์ในเรื่องเกี่ยวกับการกีดกันทางเพศมาก่อนหน้านี้ แต่หน้าที่ของเขาในตอนนี้คือการประนีประนอมและสร้างความปรองดองในพรรค
- 3) **นายสตีเฟน แบนนอน (หัวหน้าฝ่ายยุทธศาสตร์ประจำทำเนียบขาว):** บุคคลที่มีแนวคิดนิยมขวาจัด โดยก่อนหน้านี้ดำรงตำแหน่งผู้รับผิดชอบงานรณรงค์หาเสียงของทรัมป์ เขาเคยเป็นประธานคณะกรรมการเว็บไซต์สำนักข่าว Breitbart News ก่อนที่ทรัมป์จะดึงเขามาร่วมทีม
- 4) **สตีเวน มนูชิน (รัฐมนตรีคลัง):** อดีตวาณิชธนกรของโกลด์แมนแซกส์ โดยดำรงตำแหน่งประธานเจ้าหน้าที่ฝ่ายสารสนเทศของโกลด์แมนแซกส์ ก่อนที่เขาจะลาออกจากบริษัทนี้ในปี 2545
- 5) **เจฟฟ์ เซสชันส์ (รัฐมนตรียุติธรรม):** ปัจจุบันเขาเป็นวุฒิสมาชิกจากรัฐแอละแบมา การเข้ามาดำรงตำแหน่งรัฐมนตรียุติธรรม จะทำให้นายเซสชันส์มีอำนาจตัดสินชะตากรรมของผู้อำนวยการ FBI และกระทรวงยุติธรรม เขาต่อต้านการให้สัญชาติแก่คนต่างด้าวที่ลักลอบเข้าเมือง และมีท่าทีเชิง hawkish ต่อกองทัพและชาตดูลงบประมาณ
- 6) **นายไมเคิล ฟลินน์ (ที่ปรึกษาด้านความมั่นคงแห่งชาติ):** เขาเป็นอดีตนายพลที่ต่อต้านอิสลาม และเคยดำรงตำแหน่งผู้อำนวยการสำนักงานข่าวกรองกลาโหม ในช่วงเวลาแห่งการเปลี่ยนผ่านนี้ ทั้งนายพลฟลินน์และทรัมป์จะได้รับรายงานสรุปข่าวกรองทุกวัน ดังนั้นเขาจะสามารถให้คำแนะนำต่อทรัมป์ได้ว่าสหรัฐฯ ควรจะรับมือกับวิกฤตต่างๆ ได้อย่างไร

เศรษฐกิจดูเหมือนจะ
ขยายตัวได้ดีกว่าคาด
พอสมควร

ยูโรโซน

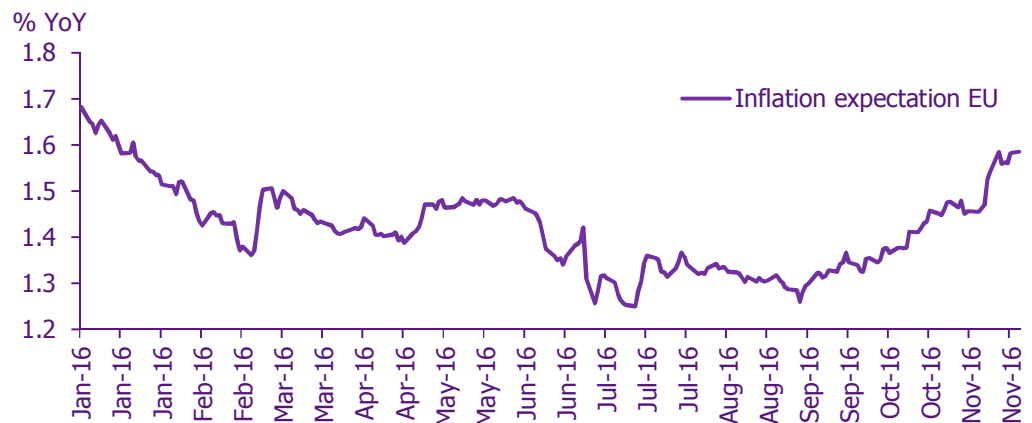
เศรษฐกิจยูโรโซนขยายตัวได้ดีหลังจากเผชิญกับแรงกดดันทางเศรษฐกิจและการเมืองหลายอย่างด้วยกันในช่วง 2-3 ไตรมาสที่ผ่านมา ข้อมูลเกี่ยวกับผลผลิตภาคอุตสาหกรรมที่ประกาศออกมาเมื่อไม่นานนี้บ่งชี้ว่า GDP น่าจะขยายตัวในระดับทรงตัวที่ประมาณ 1.3-1.5% พัฒนาการเชิงบวก คือ อัตราเงินเฟ้อเริ่มปรับตัวเพิ่มขึ้นในเดือนหลังๆ นี้ หลังจากลดลงสู่ระดับติดลบในไตรมาส 1/59 นอกจากนี้การคาดการณ์อัตราเงินเฟ้อ (5Y5Y swap forward) ก็บ่งชี้ว่าดัชนีราคาผู้บริโภคน่าจะปรับตัวเพิ่มขึ้นในระยะถัดไป การอ่อนค่าของเงินยูโรในระยะหลังนี้ (มีสาเหตุหลักมาจากการแข็งค่าของดอลลาร์สหรัฐ) จะช่วยสนับสนุนให้การส่งออกของยูโรโซนขยายตัวเพิ่มขึ้นด้วย เรามองว่าความเสี่ยงที่ชัดเจนมากที่สุด คือ ความเสี่ยงทางการเมืองที่ครอบคลุมตั้งแต่ Brexit ไปจนถึงการเลือกตั้งทั่วไปที่จะเกิดขึ้นในปี 2560 เราจะไม่รู้สึกแปลกใจหากมีแคมเปญเกี่ยวกับการถอนตัวออกจากยูโรโซนให้เห็นมากขึ้น ซึ่งจะส่งผลทำให้ตลาดยุโรปกว้างตัวผันผวน

Figure 28: GDP และดัชนี PMI ของยูโรโซนขยายตัวได้ดีแม้ได้รับแรงกดดันอย่างหนัก



Source: CEIC, SCBS Investment Research

Figure 29: ตัวเลขคาดการณ์เงินเฟ้อของยูโรโซนปรับตัวเพิ่มขึ้น

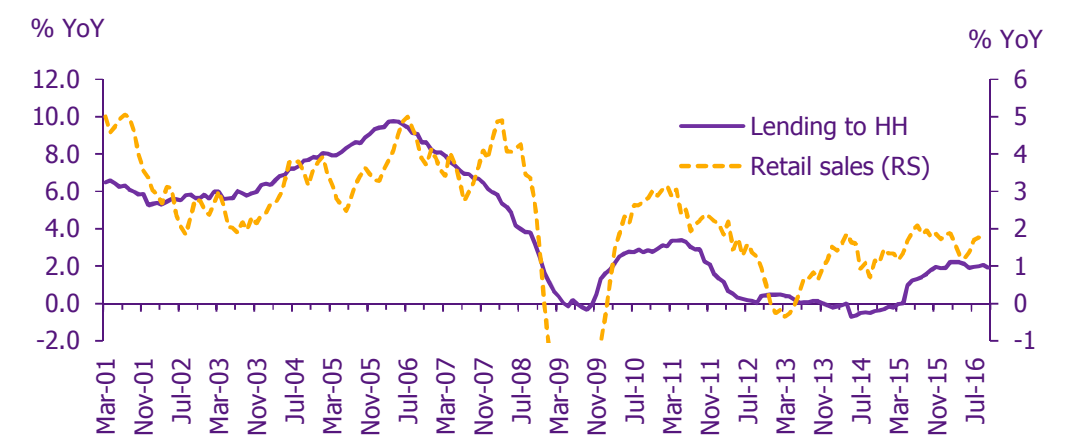


Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

การปล่อยกู้ให้กับภาค
ครัวเรือนมากขึ้นส่งผลดี
ต่อการฟื้นตัวทาง
เศรษฐกิจ

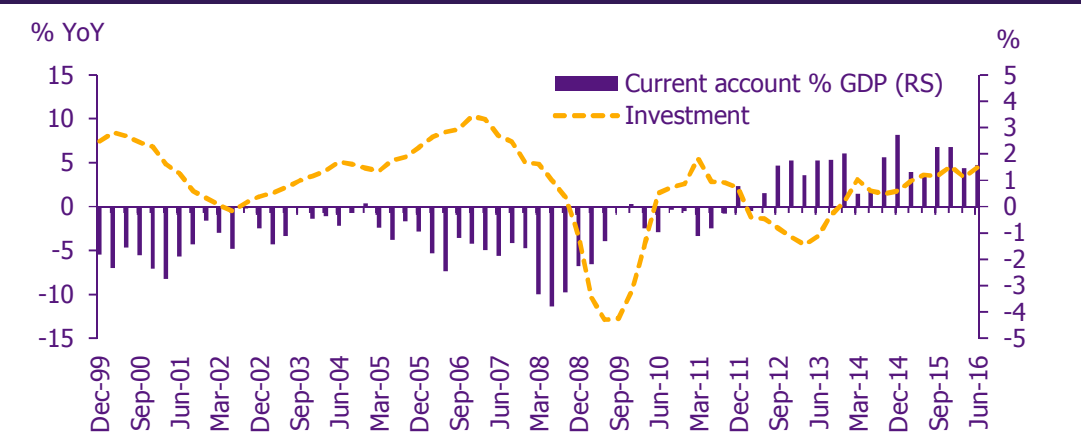
หนึ่งในพัฒนาการสำคัญที่จะช่วยกระตุ้นการเติบโตทางเศรษฐกิจผ่านการใช้จ่ายภายในประเทศ คือ การปล่อยกู้ให้กับภาคครัวเรือนเพิ่มมากขึ้น (Figure 30) โดยมีอัตราขยายตัวอยู่ที่ระดับประมาณ 1.6% YoY มาตั้งแต่ต้นปีนี้อย่างไรก็ตาม สินเชื่อที่ปล่อยให้กับภาคครัวเรือนดูเหมือนจะเพิ่มขึ้นในอัตราที่ชะลอตัวลง การเกิดสถานการณ์เช่นนี้เป็นเวลานานจะส่งผลทำให้การใช้จ่ายอุปโภคบริโภคปรับตัวลดลงภายหลังในปี 2560 และผลสะท้อนที่สำคัญของเหตุการณ์นี้ ก็คือ แรงกดดันต่ออัตราการเติบโตของเงินเฟ้อโดยรวม ในส่วนที่เป็นบวก เราสามารถเห็นได้ว่าการลงทุนในยุโรปโซนเติบโตอย่างแข็งแกร่งมากขึ้น (Figure 31) และมีโอกาสที่จะเติบโตเพิ่มขึ้นได้อีกโดยไม่สร้างแรงกดดันต่อต้นทุนทางการเงินโดยรวม เพราะเงินออมภายในประเทศ (วัดโดยเกินดุลบัญชีเดินสะพัด) ยังมีอยู่จำนวนมาก คำถามสำคัญ คือ รัฐบาลยุโรปจะสามารถเพิ่มเม็ดเงินลงทุนภาครัฐเข้าสู่ระบบเศรษฐกิจได้อีกในระยะ 2-3 ปีข้างหน้าเพื่อสนับสนุนให้เศรษฐกิจฟื้นตัวอย่างต่อเนื่องได้หรือไม่ เมื่อนโยบายการเงินที่ใช้กระตุ้นเศรษฐกิจดูเหมือนจะสูญเสียพลังขับเคลื่อนไป ทั้งนี้เมื่ออิงกับการศึกษาความเป็นไปได้ เราพบว่ารัฐบาลยุโรปน่าจะเพิ่มการใช้จ่ายลงทุนได้ เนื่องจากงบประมาณของยุโรปน่าจะเปลี่ยนมาเป็นเกินดุล (ประมาณ 0.1% ของ GDP) ในปี 2560 เทียบกับขาดดุลโดยเฉลี่ย -0.8% ของ GDP ในช่วง 5 ปีที่ผ่านมา อย่างไรก็ตาม ตัวถ่วงที่สำคัญยังคงอยู่ที่ฝั่งการเมืองซึ่งมีแนวโน้มที่จะสร้างแรงกดดันต่อเศรษฐกิจและตลาดการเงินเพิ่มมากขึ้น ปัจจัยเสี่ยง คือ ความล้มเหลวของการทำประชามติเพื่อผลักดันให้มีแก้ไขรัฐธรรมนูญในอิตาลี ซึ่งจะส่งผลทำให้เกิดการขาดเสถียรภาพในยุโรปโซน โดยเฉพาะอย่างยิ่งเมื่อประเด็นเกี่ยวกับการถอนตัวออกจาก EU ถูกนำมาใช้เป็นแคมเปญหาเสียงเลือกตั้งที่จะมีขึ้นอีกครั้งในปี 2560

Figure 30: การปล่อยกู้ให้กับภาคครัวเรือนเพิ่มมากขึ้นเป็นสัญญาณที่ดีต่ออุปสงค์ภายในประเทศ



Source: CEIC, SCBS Investment Research

Figure 31: การลงทุนปรับตัวเพิ่มขึ้น ในขณะที่สภาพคล่องยังมีอยู่มาก



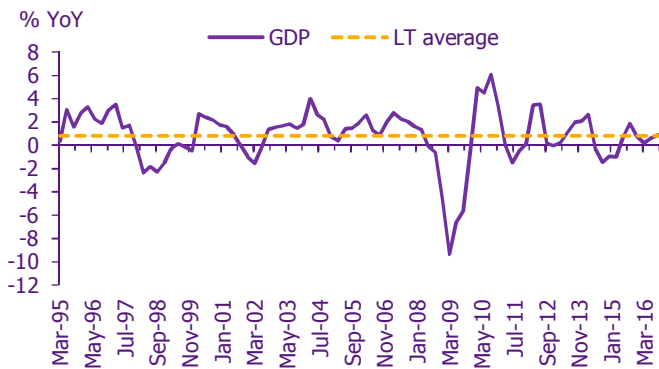
Source: CEIC, SCBS Investment Research

ญี่ปุ่น

แนวโน้มเศรษฐกิจญี่ปุ่น
สดใสมากขึ้น

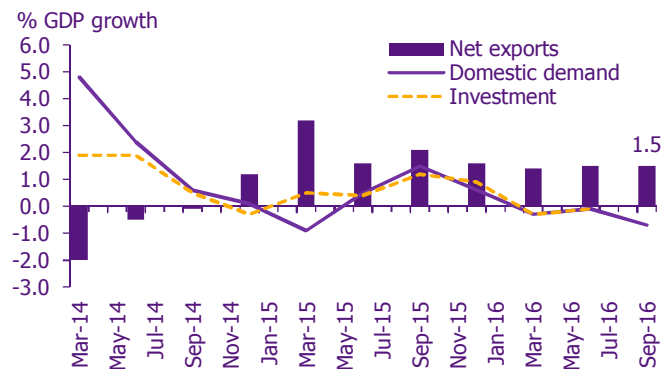
เราเคยคาดการณ์ไว้ในรายงานกลยุทธ์การลงทุนรายไตรมาสฉบับก่อนหน้า (แนวโน้มตลาดหุ้นไทยไตรมาส 4/59: เอาที่สบายใจ) ว่าการปรับนโยบายการเงินครั้งล่าสุด (QQE พร้อมกับควบคุมอัตราผลตอบแทนพันธบัตร) ของธนาคารกลางญี่ปุ่น (BoJ) ประกอบกับการคาดการณ์ว่าเฟดจะขึ้นอัตราดอกเบี้ย จะส่งผลทำให้เงินเยนอ่อนค่าลงอย่างมาก และตั้งแต่นั้นเป็นต้นมาเงินเยนก็อ่อนค่าลงมากกว่า 15% เมื่อเทียบกับดอลลาร์สหรัฐ โดยอ่อนค่าลงจากระดับ 99 ถึง 115 ต่อดอลลาร์สหรัฐ ณ เวลาที่เรา กำลังจัดทำรายงานฉบับนี้ การอ่อนค่าของเงินเยน ส่งผลดีอย่างมาก เนื่องจากญี่ปุ่นรายงานอัตราการขยายตัวทางเศรษฐกิจที่แข็งแกร่งมากกว่าคาดในไตรมาส 3/59 (0.5% QoQ) โดยได้รับปัจจัยกระตุ้นจากการส่งออก นอกจากนี้ยังมีสัญญาณบวกจากการใช้จ่ายอุปโภคบริโภคด้วย เนื่องจากการใช้จ่ายอุปโภคบริโภคที่ชะลอตัวลงในรายงานครั้งล่าสุด (-0.4% QoQ เทียบกับ -3.4% ในช่วงครึ่งแรกปี 59) เรามองว่าองค์ประกอบสำคัญที่จะช่วยสนับสนุนให้การอุปโภคบริโภคเติบโตอย่างยั่งยืน คือ ค่าจ้างที่เติบโตในระดับที่สมเหตุสมผล ทั้งนี้นักลงทุนควรติดตามสถานการณ์การเจรจาต่อรองเกี่ยวกับค่าจ้างประจำปี (Shunto) ที่จะเริ่มขึ้นตอนต้นเดือน มี.ค. เป็นต้นไป เมื่อพิจารณาจากตลาดหุ้นที่แข็งแกร่งมากขึ้น และความคาดหวังที่สูงขึ้นเกี่ยวกับการเติบโตของกำไรสำหรับบริษัทจดทะเบียน เราจึงมองว่ามีโอกาสสูงที่รัฐบาลจะสามารถปรับค่าจ้างในปี 2560 เพิ่มขึ้นได้มากกว่าปี 2558-59 ในส่วนของอัตราเงินเฟ้อนั้นดัชนี inflation surprised index กลับมาปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็วมากตามการอ่อนค่าของเงินเยน ในขณะเดียวกัน การคาดการณ์อัตราเงินเฟ้อ (5Y5Y swap forward) ก็บ่งชี้ถึงอัตราเงินเฟ้อที่สูงขึ้นด้วย

Figure 32: ญี่ปุ่นรายงานเศรษฐกิจขยายตัวมากกว่าคาดในไตรมาส 3/59



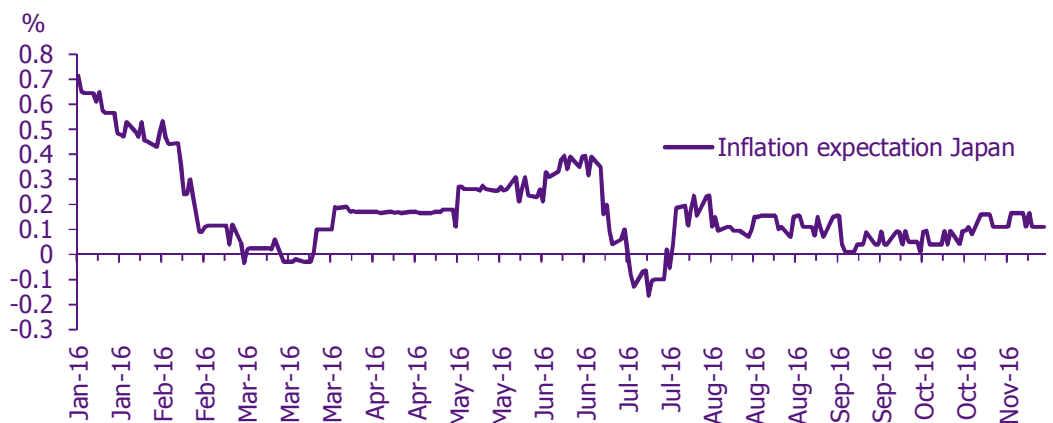
Source: CEIC, SCBS Investment Research

Figure 33: ...ได้รับปัจจัยกระตุ้นจากการส่งออก (contribution to GDP growth)



Source: CEIC, SCBS Investment Research

Figure 34: การคาดการณ์เงินเฟ้อเพิ่มสูงขึ้น

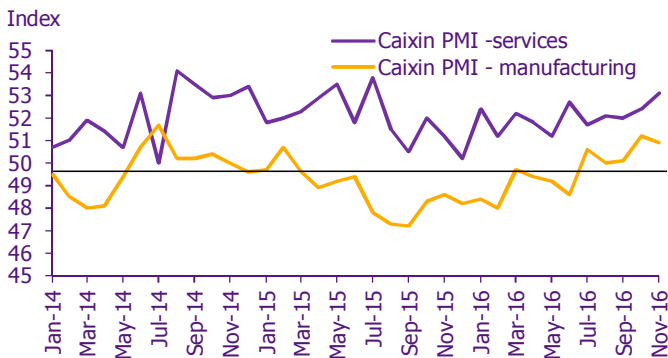


Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

จีน

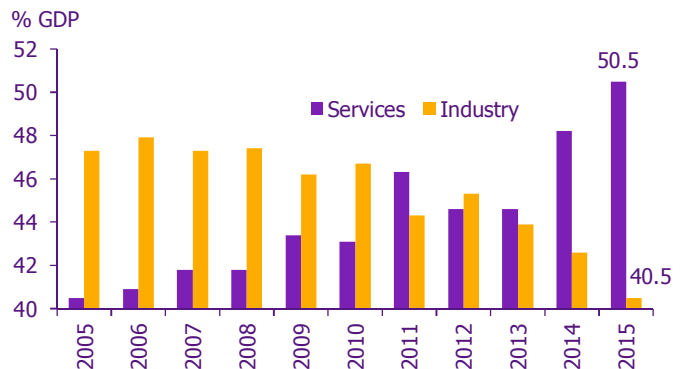
เศรษฐกิจจีนไม่ได้เปลี่ยนแปลงไปจากรายงานฉบับเดือน ต.ค. ของเรามากนัก โมเมตัมธุรกิจโดยรวมดูเหมือนจะปรับตัวเพิ่มขึ้นได้ค่อนข้างดี ดังเห็นได้จากดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อทุกตัว (Manufacturing PMI and Caixin index) ที่สามารถยืนเหนือระดับ 50 ได้ในเดือนที่ผ่านๆ มา นอกจากนี้ดัชนี PMI ภาคบริการอยู่ในระดับที่แข็งแกร่งอย่างมากและเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง รายงานล่าสุดแสดงให้เห็นว่าภาคบริการขยายตัวจากระดับ 52.4 สู่ 53.1 ในเดือน พ.ย. นอกจากนี้ข้อมูลจริงที่ประกาศออกมาก็สูงกว่าตลาดคาดอย่างมากด้วย เมื่อพิจารณาจากข้อเท็จจริงที่ว่าภาคบริการมีส่วนช่วยสนับสนุนให้เศรษฐกิจขยายตัวเพิ่มมากขึ้นอย่างต่อเนื่อง (50.5% ของ GDP ในปี 2558 เทียบกับ 40% ในปี 2548) ดังนั้นการที่ภาคบริการมีสถานะที่แข็งแกร่งมากขึ้นก็จะช่วยสนับสนุนให้เศรษฐกิจขยายตัวต่อไปได้อีกในอนาคต ในส่วนของการเติบโตทางเศรษฐกิจนั้น เราคิดว่าความเสี่ยงหลักที่อัตราการขยายตัวทางเศรษฐกิจจะออกมาต่ำกว่าเป้าที่รัฐบาลวางไว้ (6.5-7%) น่าจะยังมีจำกัด การใช้จ่ายภาครัฐ, การลงทุนในสินทรัพย์ถาวร และการใช้จ่ายภายในประเทศ จะยังคงเป็นปัจจัยสำคัญที่ช่วยสนับสนุนให้เศรษฐกิจเติบโตในไตรมาสถัดๆ ไป ความกังวลอย่างหนึ่งที่เรายังจำเป็นต้องพูดถึง คือ พัฒนาการในตลาดอสังหาริมทรัพย์ของจีนที่ดูเหมือนจะร้อนหน้าเร็วเกินไป เมื่อไม่นานนี้รัฐบาลประกาศใช้มาตรการที่มีเป้าหมายเพื่อควบคุมไม่ให้กลุ่มอสังหาริมทรัพย์เติบโตมากเกินไป อย่างไรก็ตาม ผลสรุปยังไม่เป็นที่แน่ชัด ซึ่งหมายความว่าอาจจะมีการประกาศใช้มาตรการที่รุนแรงมากขึ้นต่อมาภายหลังในปีหน้า ซึ่งจะส่งผลดีต่อความเชื่อมั่นทางธุรกิจ

Figure 35: ดัชนี PMI ภาคการผลิตเทียบกับดัชนี PMI ภาคบริการของจีน



Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

Figure 36: ภาคการผลิตและภาคบริการคิดเป็น % ของ GDP

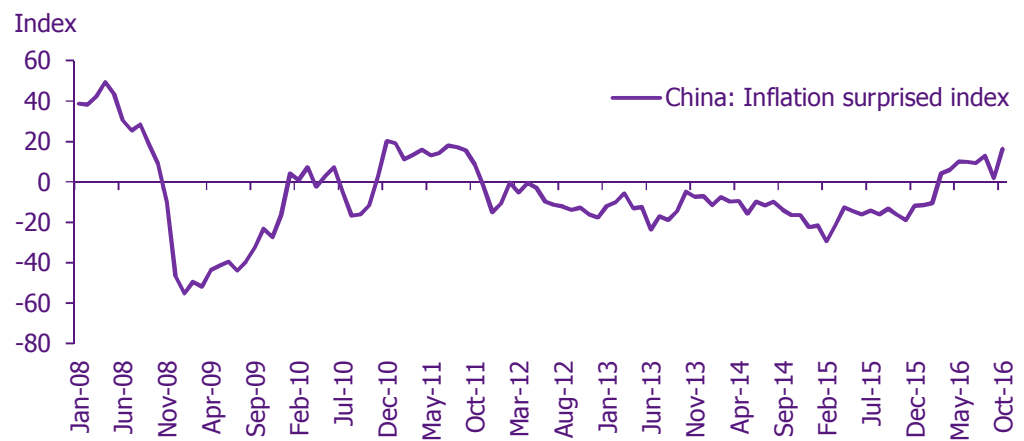


Source: Statista, SCBS Investment Research

จีนจะประสบกับภาวะที่
เงินเฟ้อฟื้นตัวเพิ่มขึ้น
เช่นเดียวกัน

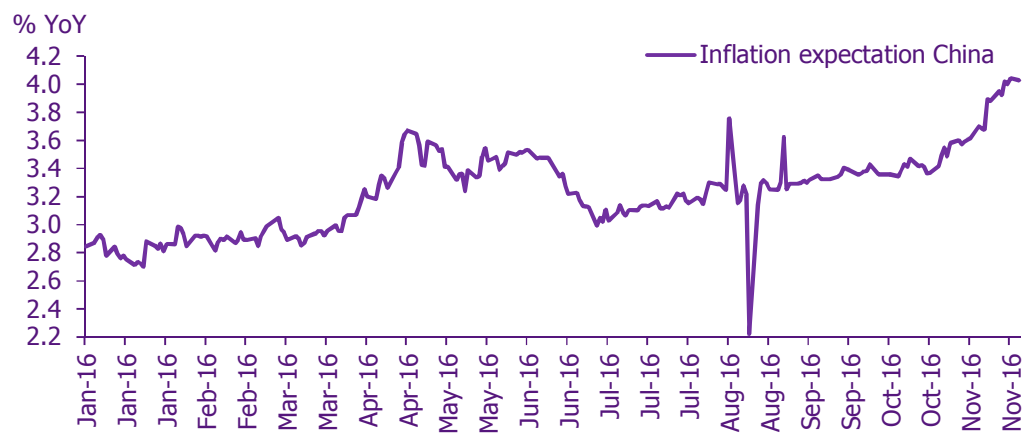
ประเด็นสนับสนุนการลงทุนเกี่ยวกับอัตราเงินเฟ้อที่สูงขึ้นก็จะถูกนำมาใช้กับประเทศจีนเช่นกัน เนื่องจากข้อมูลที่แสดงไว้ด้านล่าง (Figure 37) ที่ให้เห็นว่าโมเมนตัมของราคาผู้บริโภคแข็งแกร่งมากกว่าตลาดคาดอย่างต่อเนื่อง แนวโน้มเช่นนี้สอดคล้องกับการคาดการณ์อัตราเงินเฟ้อที่สูงขึ้นดังแสดงใน Figure 38 ประโยชน์ของราคาผู้บริโภคที่สูงขึ้นจะส่งตรงมายังภาคธุรกิจ โดยราคาผู้บริโภคที่สูงขึ้นสะท้อนถึงความสามารถที่เพิ่มขึ้นในการส่งผ่านต้นทุนที่สูงขึ้นหรือปรับราคาเพิ่มขึ้น เราเคยกล่าวไว้ในรายงานกลยุทธ์ฉบับก่อนหน้าว่า ปัจจัยอย่างหนึ่งที่เป็นตัวกำหนดความสามารถในการขึ้นราคา (ราคาผู้ผลิต-ราคาผู้บริโภค) คือ ความแข็งแกร่งของความเชื่อมั่นผู้บริโภค รายงานความเชื่อมั่นผู้บริโภคในจีนที่ประกาศออกมาเมื่อไม่นานนี้ปรับตัวสูงขึ้น โดยอยู่ที่ระดับ 107.2 (เดือน ต.ค.) ซึ่งเป็นระดับสูงที่สุดในรอบ 17 เดือน แนวโน้มเช่นนี้สร้างสภาพแวดล้อมที่เป็นบวกสำหรับตลาดหุ้น

Figure 37: อัตราเงินเฟ้อดูเหมือนจะฟื้นตัวดีขึ้น



Source: CEIC, SCBS Investment Research

Figure 38: การคาดการณ์เงินเฟ้อปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างมาก



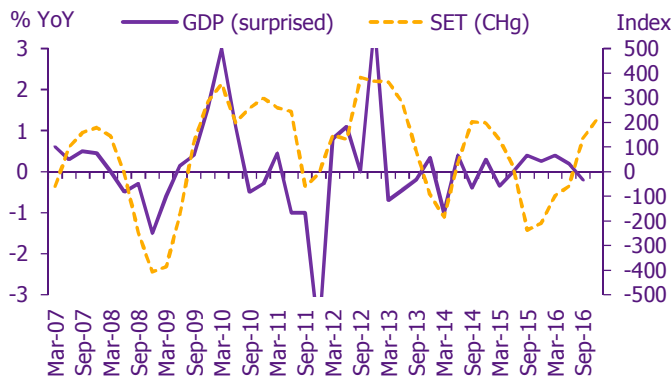
Source: CEIC, SCBS Investment Research

ถึงเวลาเติบโตอย่างสมดุล
มากขึ้นแล้วหรือยัง?

เศรษฐกิจไทย

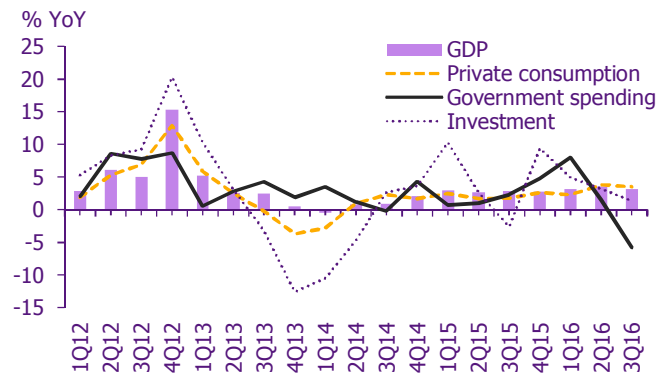
เศรษฐกิจไทยชะลอตัวลงในไตรมาส 3/59 โดยอัตราการขยายตัวของ GDP ชะลอตัวลงสู่ 3.2% YoY ต่ำกว่าตลาดคาดที่ 3.5% อยู่เล็กน้อย ทั้งนี้เมื่อเทียบไตรมาสต่อไตรมาส เศรษฐกิจไทยขยายตัว 0.6% QoQ (ปรับฤดูกาล) ซึ่งเป็นการขยายตัวในอัตราที่ชะลอตัวลง QoQ ติดต่อกัน 3 ไตรมาส นอกจากนี้แล้วยังดูเหมือนว่าการชะลอตัวภายในประเทศเกิดขึ้นในวงกว้างมากขึ้นด้วย อัตราการขยายตัวของการใช้จ่ายอุปโภคบริโภคภาคเอกชนชะลอตัวลงเล็กน้อยสู่ 3.5% YoY ในขณะที่การลงทุนชะลอตัวลงสู่ระดับที่เติบโต 1.4% ส่วนที่อ่อนแอที่สุด คือ การใช้จ่ายภาครัฐซึ่งหดตัวลงมากถึง -5.8% YoY ขณะที่ในด้านบวก การส่งออก (ในสกุลเงินบาท) ดูเหมือนจะปรับตัวดีขึ้น เนื่องจากการส่งออกปรับตัวเพิ่มขึ้น 3.4% ซึ่งนำโดยภาคบริการที่เติบโต 14.7% นอกจากนี้การส่งออกสุทธิก็สามารถสร้างส่วนแบ่งมากถึง +3.3% ให้กับอัตราการขยายตัวของ GDP (Figure 41) แม้ส่วนหนึ่งเป็นผลมาจากการนำเข้าที่ลดลงอย่างมาก เราคิดว่าแนวโน้มการเติบโตทางเศรษฐกิจของประเทศไทยในอนาคตจะมีความสมดุลมากขึ้น โดยใช้สมมติฐานว่าโมเมนตัมของการส่งออกยังดีต่อเนื่อง ซึ่งหมายความว่าปัจจัยที่จะช่วยสนับสนุนให้เศรษฐกิจฟื้นตัวอย่างยั่งยืนที่ขาดหายไปเพียงอย่างเดียว คือ “การลงทุนภาคเอกชน”

Figure 39: ตลาดหุ้นไทยปรับตัวขึ้นได้ดีแม้ GDP ขยายตัวต่ำกว่าคาดในไตรมาส 3/59



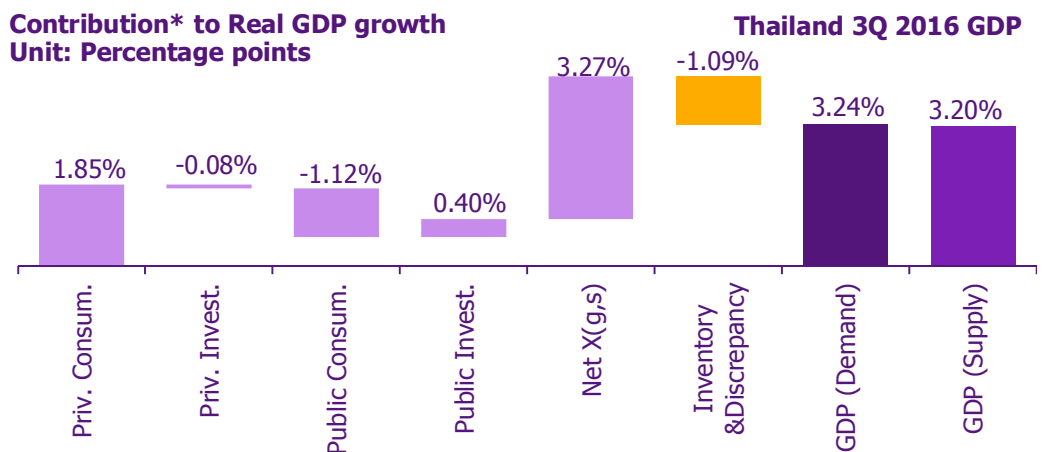
Source: Bloomberg, CEIC, SCBS Investment Research

Figure 40: อุปสงค์ภายในประเทศชะลอตัว



Source: CEIC, SCBS Investment Research

Figure 41: แหล่งที่มาของการขยายตัวของ GDP (Contribution to GDP growth)

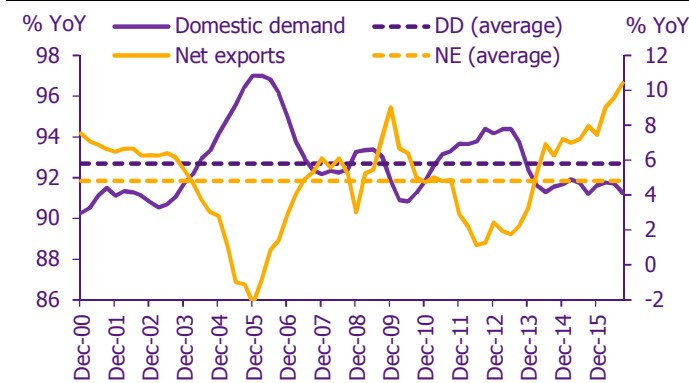


Source: CEIC, SCBS Investment Research

การปรับสมดุลเป็นสิ่งสำคัญ

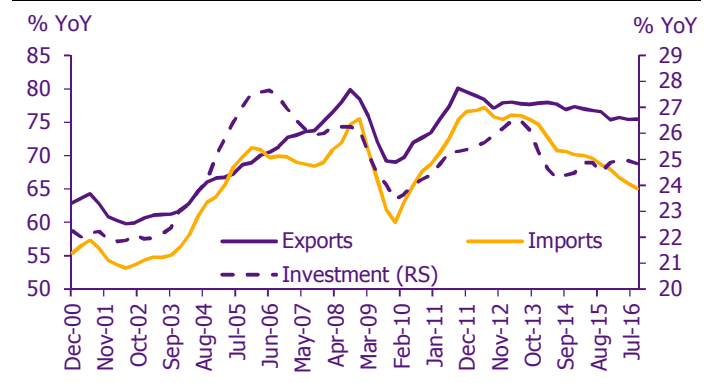
ทั้งนี้เพื่อให้สามารถเข้าใจได้อย่างคร่าว ๆ ถึงการปรับสมดุลทางเศรษฐกิจ เราจำเป็นต้องชี้ให้เห็นว่าเศรษฐกิจไทยหันเหออกจากภาวะสมดุลไปไกลแค่ไหน Figure 42 แสดงให้เห็นว่าอุปสงค์ในประเทศ (การอุปโภคบริโภคภาคเอกชน, การใช้จ่ายภาครัฐ, และการลงทุนโดยรวม) เมื่อคิดเป็นเปอร์เซ็นต์ของ GDP ปรับตัวลดลงมาต่ำกว่าแนวโน้มระยะยาว (เส้นสีม่วง) อย่างมาก ความอ่อนแอของปัจจัยขับเคลื่อนเศรษฐกิจที่สำคัญ บวกกับการปรับตัวลดลงของราคาน้ำมันในตลาดโลก ส่งผลทำให้การนำเข้าปรับตัวลดลงอย่างมาก (Figure 43) ซึ่งหนุนให้การส่งออกสุทธิปรับตัวเพิ่มขึ้น (อยู่สูงกว่าค่าเฉลี่ยในระยะยาวค่อนข้างมาก) ดังเห็นได้ใน Figure 40 แม้สถานะในปัจจุบันช่วยให้ประเทศไทยสะสมดุลบัญชีเดินสะพัด (มากกว่า 10% ของ GDP) และทุนสำรองระหว่างประเทศได้ในระดับสูง แต่เรามองสภาพคล่องที่ไม่ได้ใช้งานเหล่านี้ว่าเป็นสินทรัพย์ที่ไม่มีผลต่อผลิตภาพเนื่องจากสินทรัพย์เหล่านี้ไม่สามารถสร้างการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจและอัตราเงินเฟ้อ

Figure 42: อุปสงค์ในประเทศอยู่ในระดับต่ำเกินไป ในขณะที่การส่งออกสุทธิยังอยู่ในระดับสูงเกินไป...



Source: CEIC, SCBS Investment Research

Figure 43: ...ซึ่งมีสาเหตุมาจากการนำเข้าที่ลดลงมาก

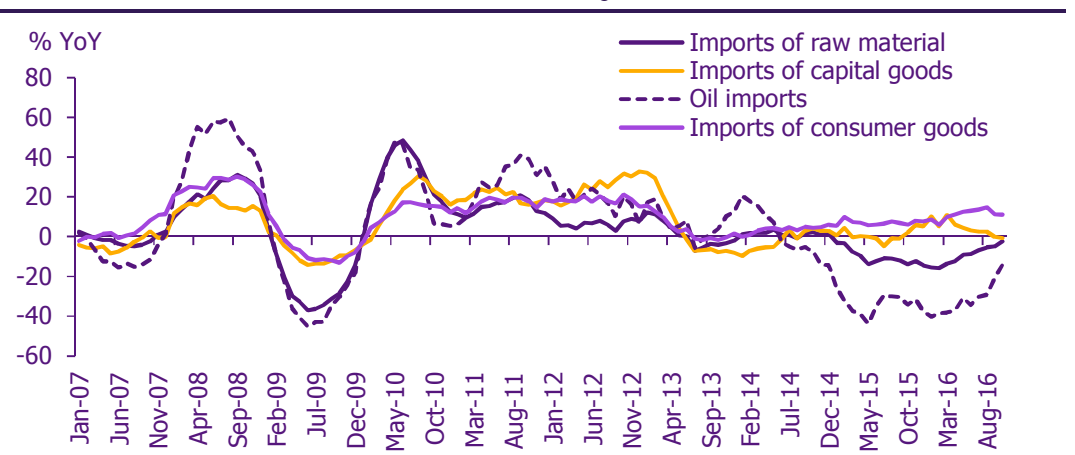


Source: CEIC, SCBS Investment Research

การนำเข้าสินค้าทุนที่ปรับตัวลดลงยืนยันว่าการลงทุนยังอยู่ในระดับต่ำ

อย่างไรก็ดี ถ้าเราดูที่องค์ประกอบของการนำเข้า (Figure 44) เราจะพบว่าองค์ประกอบสำคัญส่วนใหญ่เริ่มปรับตัวในทิศทางที่ดีขึ้น การนำเข้าสินค้าอุปโภคบริโภคเพิ่มมากขึ้นมักจะส่งสัญญาณถึงการใช้จ่ายอุปโภคบริโภคเพิ่มมากขึ้นและความเชื่อมั่นที่ดีขึ้น ในขณะเดียวกัน การนำเข้าวัตถุดิบที่ฟื้นตัวขึ้นก็เป็นเครื่องชี้ที่ดีถึงการส่งออกที่เติบโตอย่างแข็งแกร่งมากขึ้น องค์ประกอบที่อ่อนแออยู่คือการลงทุนภาคเอกชน เนื่องจากการนำเข้าสินค้าทุนยังคงลดลงอย่างต่อเนื่อง

Figure 44: อัตราการเติบโตขององค์ประกอบการนำเข้าที่สำคัญ

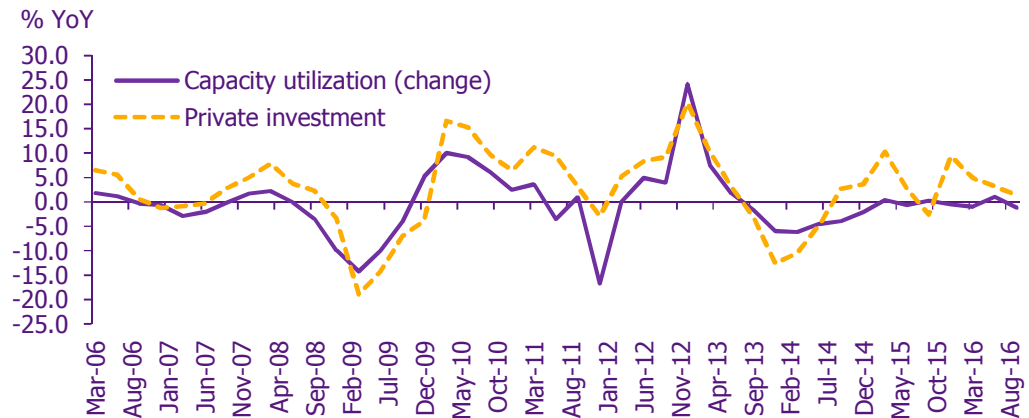


Source: CEIC, SCBS Investment Research

การลงทุนภาคเอกชนจะปรับตัวเพิ่มขึ้นได้หรือไม่?

รัฐบาลบริหารเศรษฐกิจได้ค่อนข้างดีนับถึงปัจจุบัน เนื่องจากอัตราการขยายตัวทางเศรษฐกิจโดยรวมฟื้นตัวดีขึ้น กลับขึ้นมามีอยู่เหนือระดับ 3% ในช่วง 3 ไตรมาสที่ผ่านมา อย่างไรก็ตาม เราต้องยอมรับว่านโยบายการคลังกระตุ้นเศรษฐกิจมีข้อจำกัด ซึ่งหมายความว่าในที่สุดแล้วความสามารถในการออกมาตรการกระตุ้นทางการคลังเพิ่มเติมจะลดน้อยลง ทั้งนี้เพื่อให้เศรษฐกิจขยายตัวอย่างต่อเนื่อง เราจำเป็นต้องเห็น (1) การเติบโตของการส่งออก และที่สำคัญกว่านั้นคือ (2) การฟื้นตัวของการลงทุนภาคเอกชน ในส่วนของการลงทุนภาคเอกชนนั้น เราจำเป็นต้องเห็นอัตราการใช้จ่ายในการผลิตเพิ่มสูงขึ้นสูงสุดที่จะกระตุ้นให้เกิดความต้องการลงทุนใหม่ (Figure 45) และปัจจัยสำคัญที่จะช่วยสนับสนุนให้อัตราการใช้จ่ายในการผลิตปรับตัวเพิ่มขึ้น คือ (1) อุปสงค์ภายในและภายนอกประเทศปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างเพียงพอ และ (2) รัฐบาลสามารถทำให้ภาคเอกชนมีความเชื่อมั่นเกี่ยวกับแนวโน้มการลงทุนของภาครัฐได้

Figure 45: หากอัตราการใช้จ่ายในการผลิตไม่เพิ่มขึ้น การลงทุนภาคเอกชนก็จะไม่สามารถปรับตัวเพิ่มขึ้นได้

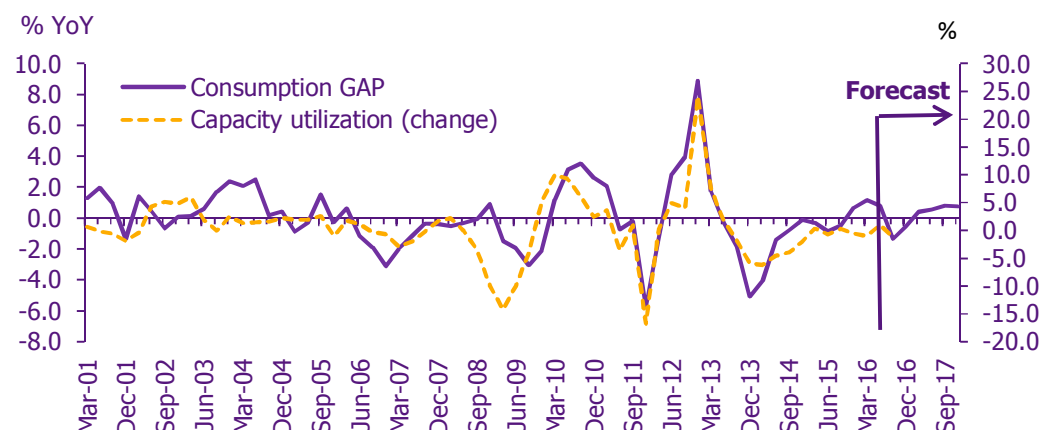


Source: CEIC, SCBS Investment Research

จุดแรก ตรวจสอบสภาพ: การใช้จ่ายอุปโภคบริโภค...

เนื่องจากการอุปโภคบริโภคภาคเอกชนคิดเป็นสัดส่วน 51% ของผลผลิตทั้งหมดของประเทศไทย ดังนั้นการเปลี่ยนแปลงอย่างมีนัยสำคัญในแนวโน้มการอุปโภคบริโภคจะส่งผลกระทบอย่างมากต่อเศรษฐกิจด้านอุปทาน การอุปโภคบริโภคที่เร่งตัวขึ้นส่งผลทำให้ผลผลิตภาคอุตสาหกรรมปรับตัวเพิ่มขึ้น และใช้กำลังการผลิตเพิ่มมากขึ้น (Figure 46) ซึ่งท้ายที่สุดจะกระตุ้นให้ภาคธุรกิจลงทุนเพิ่มเพื่อเพิ่มกำลังการผลิต ทั้งนี้เราเลือกใช้ช่องว่างการอุปโภคบริโภค (การอุปโภคบริโภคจริง-แนวโน้ม) เป็นตัวพยากรณ์การเปลี่ยนแปลงของอัตราการใช้จ่ายในการผลิต เมื่อใช้ตัวเลขคาดการณ์ของตลาด เราพบว่าช่องว่างการอุปโภคบริโภคของประเทศไทยจะกลับมาเป็นบวกตอนต้นปี 2560 ซึ่งจะเป็นปัจจัยอย่างหนึ่งที่ช่วยกระตุ้นให้อัตราการใช้จ่ายในการผลิตปรับตัวสูงขึ้น

Figure 46: การใช้จ่ายอุปโภคบริโภคเพิ่มมากขึ้นจะช่วยผลักดันให้อัตราการใช้จ่ายในการผลิตปรับตัวเพิ่มขึ้น...

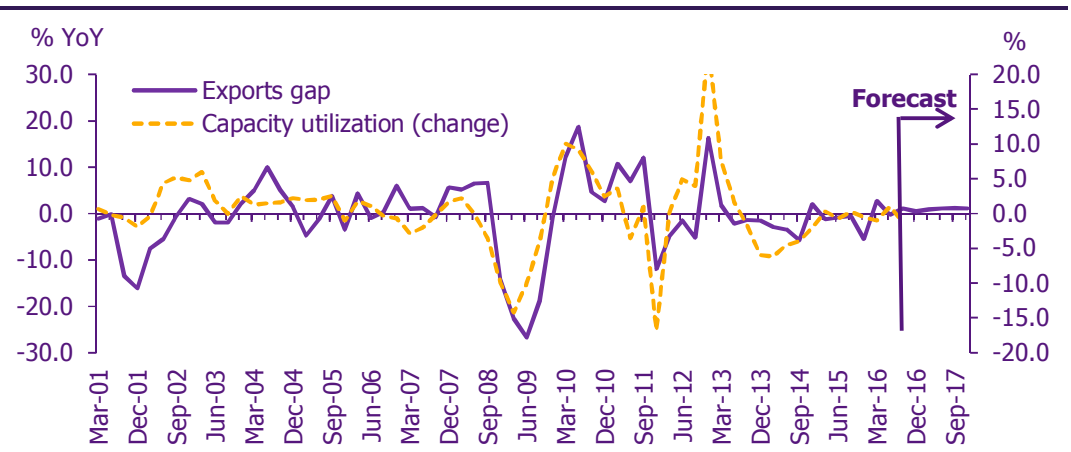


Source: CEIC, SCBS Investment Research

จุดที่สอง ประเมินแนวโน้ม
ที่การส่งออกจะฟื้นตัว

องค์ประกอบอีกอย่างหนึ่งที่เรามองข้ามไม่ได้เมื่อต้องคาดการณ์ระดับอัตราการใช้กำลังการผลิต คือ โมเมนตัมของการส่งออก หลักๆ เป็นเพราะประเทศไทยเป็นศูนย์กลางการส่งออกของผู้ผลิตหลายรายทั่วโลก Figure 47 แสดงให้เห็นว่าช่องว่างการส่งออกมี correlation ก่อนข้างสูงกับอัตราการใช้กำลังการผลิต โดยมีโอกาสสูงที่ช่องว่างการส่งออกจะกลับมาเป็นบวกในปี 2560 ด้วยเช่นกัน ซึ่งจะเป็นปัจจัยสำคัญอีกอย่างหนึ่งที่ช่วยกระตุ้นให้อัตราการใช้กำลังการผลิตปรับตัวเพิ่มขึ้น

Figure 47: การฟื้นตัวของส่งออกจะช่วยผลักดันให้อัตราการใช้กำลังการผลิตปรับตัวเพิ่มขึ้น

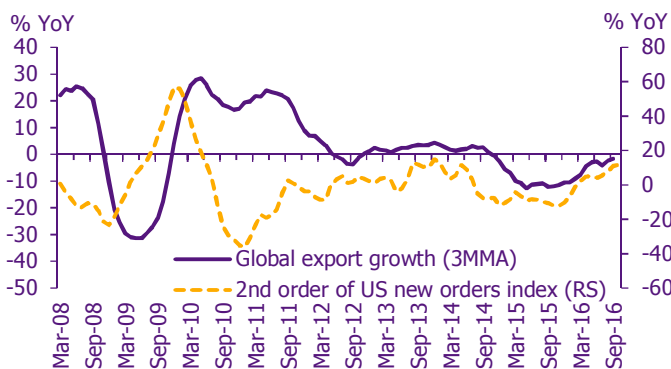


Source: CEIC, SCBS Investment Research

โอกาสที่การค้าทั่วโลก:
ฟื้นตัวปรับตัวสูงขึ้น

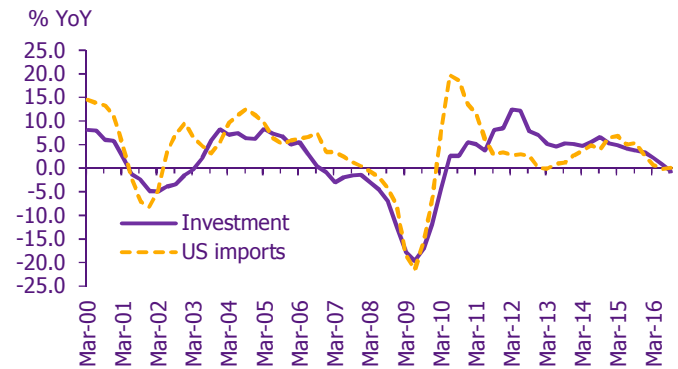
ในด้านของอัตราการขยายตัวของส่งออก ปัจจัยสำคัญอย่างแรกที่จะช่วยสนับสนุนให้การส่งออกขยายตัว คือ อุปสงค์สำหรับการค้าทั่วโลก ทั้งนี้เมื่ออิงกับรายงานของ IMF การส่งออกทั่วโลกน่าจะขยายตัว 3.8% ในปี 2560 ซึ่งสูงกว่าระดับ 2.3% ที่คาดการณ์ไว้ในปีก่อนอย่างมาก ณ จุดนี้ เราคิดว่าการส่งออกทั่วโลกจะขยายตัวถึงระดับที่ IMF คาดการณ์ได้ไม่ยากนัก ประการแรก การส่งออกทั่วโลกยังคงปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง โดยฟื้นตัวจากที่หดตัวลง 12% ในเดือน ก.ย. 2558 สู่ระดับที่เติบโตในระดับทรงตัวในเดือน ก.ย. 2559 เราเชื่อว่าการส่งออกจะมีแนวโน้มฟื้นตัวอย่างต่อเนื่อง ดังเห็นได้จากดัชนีคำสั่งซื้อใหม่ของสหรัฐฯ ที่ปรับตัวเร่งขึ้น (Figure 48) นอกจากนี้เรายังจำเป็นต้องชี้ให้เห็นว่ามาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจผ่านการใช้จ่ายลงทุนของทรัมป์จะทำให้มีความต้องการนำเข้าในสหรัฐฯ เพิ่มขึ้น (Figure 49) ซึ่งจะเปิดโอกาสให้การค้าทั่วโลกเติบโตเพิ่มมากขึ้นด้วย โดยใช้สมมติฐานว่าทรัมป์ไม่ได้ใช้มาตรการกีดกันทางการค้าอย่างรุนแรง

Figure 48: การค้าทั่วโลกกำลังฟื้นตัว...



Source: CEIC, SCBS Investment Research

Figure 49: ...การลงทุนในสหรัฐฯ จะช่วยสนับสนุนเพิ่มเติม

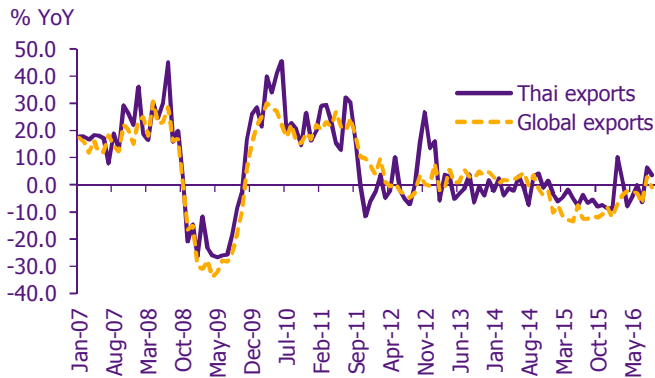


Source: CEIC, SCBS Investment Research

การส่งออกของไทยหาจะ:
ฟื้นตัวตามการส่งออกทั่วโลก

ทั้งนี้ต้องยอมรับว่าการส่งออกของไทยชะลอตัวลงสู่ระดับที่บางคนอาจจะไม่คาดว่าจะเห็นการฟื้นตัวได้มากนัก อย่างไรก็ตาม เราจำเป็นต้องย้ำอีกครั้งว่าการส่งออกที่ชะลอตัวลงเป็นปรากฏการณ์ที่เกิดขึ้นทั่วโลก และอุปสงค์ทั่วโลกที่ปรับตัวดีขึ้นน่าจะส่งผลให้การส่งออกขยายตัวอย่างแข็งแกร่งมากขึ้นในอนาคต (Figure 50) โดยเฉพาะอย่างยิ่งเมื่อเราพบว่าประเทศไทยสามารถรักษาส่วนแบ่งตลาดที่ดีในตลาดโลกไว้ได้ดังเห็นได้ใน Figure 51 ปัจจัยอีกอย่างหนึ่งที่ช่วยสนับสนุนให้ผู้ส่งออกมีกำไรเพิ่มมากขึ้น คือ การอ่อนค่าของเงินบาท (Figure 52) เมื่อพิจารณาจากการคาดการณ์ถึงอัตราดอกเบี้ยขาขึ้นในสหรัฐฯ เงินบาทมีแนวโน้มที่จะอ่อนค่าลงอีกในปี 2560 SCB EIC คาดว่าเงินบาทจะอ่อนค่าลงสู่ 37 บาท/ดอลลาร์สหรัฐฯ ในปี 2560

Figure 50: การส่งออกไทยน่าจะฟื้นตัวตามการส่งออกทั่วโลก...



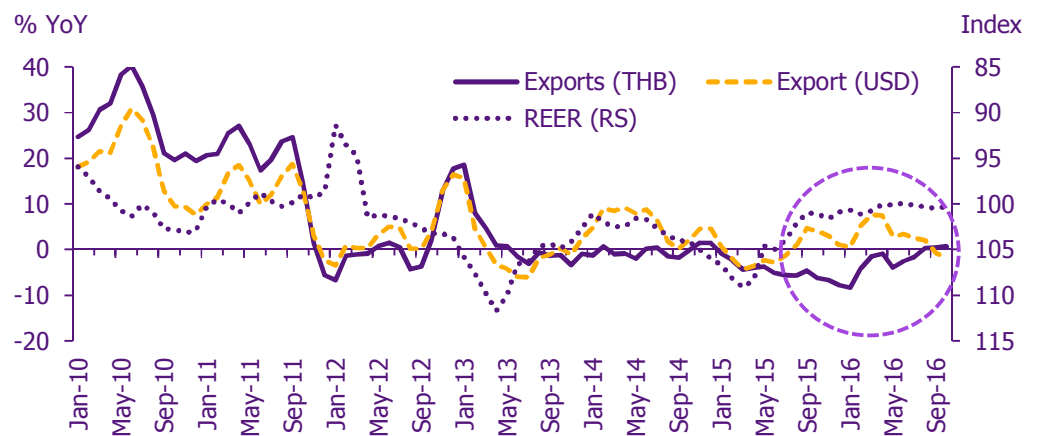
Source: CEIC, SCBS Investment Research

Figure 51: ...เนื่องจากไทยมีส่วนแบ่งตลาดที่ดีในตลาดส่งออกทั่วโลก



Source: CEIC, SCBS Investment Research

Figure 52: เงินบาทที่อ่อนค่าลงจะช่วยสนับสนุนให้ผู้ส่งออกมีกำไรเพิ่มขึ้น



Source: CEIC, SCBS Investment Research

Figure 53: ประมาณการตัวเลขเศรษฐกิจที่สำคัญโดย EIC

Key indicators	2015		Actual				EIC forecast			Consensus	BOT
	Share (%)	Unit	2015	16Q1	16Q2	16Q3	16Q4	2016	2017	2016	2017
Real GDP growth		% YOY	2.8%	3.2%	3.5%	3.2%	2.5%	3.0%	3.3%	3.1%	3.2%
Demand-side											
Private consumption	52%	% YOY	2.1%	2.3%	3.8%	3.5%	2.4%	2.6%	2.7%	2.7%	2.5%
Public consumption	17%	% YOY	2.2%	8.2%	2.2%	-5.8%	3.0%	4.0%	2.5%		
Private investment	19%	% YOY	-2.1%	2.0%	0.1%	-0.5%	0.9%	1.8%	3.3%		
Public investment	6%	% YOY	30.6%	13.0%	10.5%	6.3%	7.0%	11.2%	10.1%		
Supply-side											
Agriculture	9%	% YOY	-3.8%	-1.4%	-0.1%	1.0%	-0.2%	-0.2%	1.2%		
Manufacturing and Services	91%	% YOY	3.6%	3.7%	3.7%	0.9%	3.1%	3.3%	3.6%		
Of which Manufacturing		% YOY	0.9%					0.1%	2.0%		
Of which Services		% YOY	4.4%					4.7%	4.0%		
External sector											
Export of Goods (USD)		% YOY	-5.7%	-1.4%	-2.8%	0.4%	-0.4%	-2.1%	1.5%	-1.2%	0.7%
Import of Goods (USD)		% YOY	-11.30%	-14.4%	-7.6%	3.9%	0.1%	-6.2%	6.1%	-2.5%	3.3%
Current account		USD bn	32.0	16.6	9.7	10.3	9.5	39.9	27.0	36.0	28.8
Key rates											
Headline inflation		% YOY	-0.90%	-0.5%	0.3%	0.3%	1.4%	0.4%	2.6%	0.4%	1.8%
Core inflation		% YOY	1.10%	0.7%	0.8%		1.0%	0.8%	1.2%		
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	35.1	35.1	34.59	35.5	35.5	37.0		
Oil prices –Brent (period avg.)		USD/bbl	52.4	35	46		48	44.0	52.0	As of 30 Sep 16	As of 30 Sep 16

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

ประเด็นการลงทุนในหุ้น top picks และกลยุทธ์การลงทุนในไตรมาส 1/60

ท่ามกลางความผันผวนทางเศรษฐกิจและการเมือง ธนาคารกลางและรัฐบาลทั่วโลกจึงหันมาใช้นโยบายการเงินและการคลังควบคู่กันเพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจ เมื่อประกอบกับเศรษฐกิจโลกที่มีแนวโน้มเติบโตเพิ่มขึ้น น่าจะส่งผลทำให้เงินเฟ้อเพิ่มขึ้นโดยได้รับแรงหนุนทั้งจากอุปสงค์โดยรวมที่เพิ่มขึ้น (demand-pull) และต้นทุนที่สูงขึ้น (cost-push)

ประเทศไทยไม่ได้อยู่เพียงลำพังในโลกแห่งการเชื่อมโยง ไทยจะได้รับผลกระทบจากอัตราเงินเฟ้อที่เริ่มส่งสัญญาณฟื้นตัวดีขึ้น (อุปสงค์เพิ่มขึ้น และราคาน้ำมันสูงขึ้น) ซึ่งเมื่อรวมกับการลงทุนโครงสร้างพื้นฐานภาครัฐที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นแล้ว จะช่วยผลักดันภาคเอกชนเริ่มการลงทุนรอบใหม่ ดังนั้นเศรษฐกิจไทยที่มีแนวโน้มขยายตัวดีขึ้นน่าจะสร้างสภาพแวดล้อมในการลงทุนที่ดีสำหรับตลาดหุ้น

สำหรับกลยุทธ์การลงทุนในไตรมาส 1/60 เราใช้ปัจจัยเหล่านี้ทั้งหมดประกอบการพิจารณาและแนะนำกลุ่มที่คาดว่าจะได้รับผลกระทบเชิงบวก คือ 1) ธนาคาร, 2) พลังงาน, และ 3) บริการรับเหมาก่อสร้าง ดังนั้นเราจึงเลือก KBANK KTB IRPC SPRC STEC และ UNIQ เป็น top picks ในไตรมาส 1/60

เมื่อดูในภาพรวม เราคาดว่าอัตราเงินเฟ้อในประเทศไทยจะส่งสัญญาณฟื้นตัวเพิ่มขึ้น (reflation)

ประเด็นการลงทุนทั่วโลกมีอะไรบ้าง? ประเด็นการลงทุนสำหรับไตรมาส 1/60 คือ 1) เศรษฐกิจโลกจะขยายตัวเพิ่มมากขึ้น และมีโอกาสขยายตัวมากกว่าคาดจากมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจของสหรัฐฯ 2) ราคาน้ำมันและสินค้าโภคภัณฑ์อื่นๆ จะฟื้นตัวดีขึ้นมาก 3) การค้าทั่วโลกจะปรับตัวดีขึ้น และ 4) อัตราเงินเฟ้อทั่วโลกมีแนวโน้มเร่งตัวขึ้น

ปัจจัยเหล่านี้จะส่งผลต่อประเทศไทยอย่างไร? ประการแรก เราสามารถคาดการณ์ได้ว่าอัตราเงินเฟ้อในประเทศไทยจะปรับตัวเพิ่มขึ้นตามประเทศผู้นำทางเศรษฐกิจอื่นๆ อัตราเงินเฟ้อที่สูงขึ้นจะเปิดโอกาสให้ nominal GDP เติบโตในอัตราที่เร็วขึ้น ในขณะที่เดียวกันก็ต้องไม่ลืมว่าภาคธุรกิจประกอบกิจการในสภาพแวดล้อมที่รวมเงินเฟ้ออยู่ด้วย อัตราเงินเฟ้อที่สูงขึ้นหมายถึงความสามารถในการปรับราคาเพิ่มขึ้น หรืออย่างน้อยที่สุดก็สามารถส่งผ่านต้นทุนไปยังลูกค้าได้

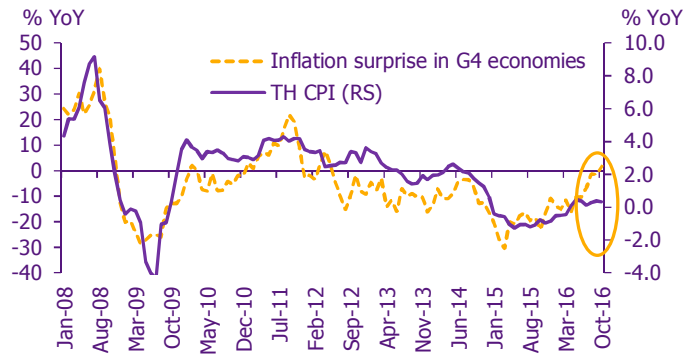
โดยปกติแล้วเงินเฟ้อมักจะถูกมองว่าไม่ดีต่อมูลค่าเหมาะสมของหุ้น... ตามความรู้ในทางการเงิน ต้นทุนทางการเงินที่สูงขึ้น ซึ่งดูได้จากอัตราดอกเบี้ยและอัตราเงินเฟ้อที่สูงขึ้น จะส่งผลกระทบต่อราคาคำนวณมูลค่าที่แท้จริง (intrinsic value) ที่คิดจากผลรวมของมูลค่าปัจจุบันของสิทธิประโยชน์ที่ได้ในอนาคต (เงินปันผล หรือกระแสเงินสด) คิดลดทอนด้วยอัตราดอกเบี้ยที่สูงขึ้นตามเงินเฟ้อ การคำนวณมูลค่าเหมาะสมของหุ้นทางทฤษฎีในภาวะอัตราเงินเฟ้อสูงขึ้น มักจะมีมูลค่าลดลงตามการคำนวณมูลค่าที่แท้จริง (intrinsic value) แบบวิธีมูลค่าปัจจุบัน (NPV) แต่ในความเป็นจริงแล้ว มีตัวแปรมากกว่าหนึ่งตัวในระบบ และครั้งนี้เงินเฟ้อที่ส่งสัญญาณฟื้นตัวเพิ่มขึ้นจะเกิดขึ้นในประเทศไทยพร้อมกับแนวโน้มที่อัตราค่าเช่าขยายตัวทางเศรษฐกิจและอุปสงค์จะปรับตัวสูงขึ้นซึ่งน่าจะหักลบกันไป หรือสวนทางกับความเข้าใจแบบเดิมๆ ที่ว่า “เงินเฟ้อไม่ดีต่อหุ้น”

มีหลักฐานที่แสดงให้เห็นว่าเงินเฟ้อที่ส่งสัญญาณฟื้นตัวเพิ่มขึ้น (reflation) ส่งผลดีต่อหุ้น

...แต่ในความเป็นจริง ความสัมพันธ์ดังกล่าวไม่ได้ถูกต้องเสมอไป ในวัฏจักรการลงทุนที่เคยเกิดขึ้นหลายครั้งก่อนหน้านี้ มีบางครั้งที่แสดงให้เห็นว่าเงินเฟ้อดีต่อหุ้น และบางครั้งก็ไม่ดีต่อหุ้น ในสถานการณ์ที่ภาวะเงินเฟ้อเกิดจากความต้องการซื้อสินค้าและบริการเพิ่มขึ้น (ถือเป็นภาวะเงินเฟ้อที่ดี) เศรษฐกิจจะได้รับแรงกระตุ้นจากอุปสงค์ที่เพิ่มขึ้น ซึ่งจะปิดช่องว่างการผลิตที่ติดลบ และจะช่วยกระตุ้นให้ราคาสินค้าและบริการปรับตัวเพิ่มขึ้น ดังนั้นจึงดีต่อหุ้น ความเชื่อมโยงเช่นนี้เกิดขึ้นให้เห็นในช่วงหลายปีที่ผ่านมา ซึ่งช่วยยืนยันว่าเงินเฟ้อที่สูงขึ้นสามารถเกิดขึ้นพร้อมกับราคาหุ้นที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นได้

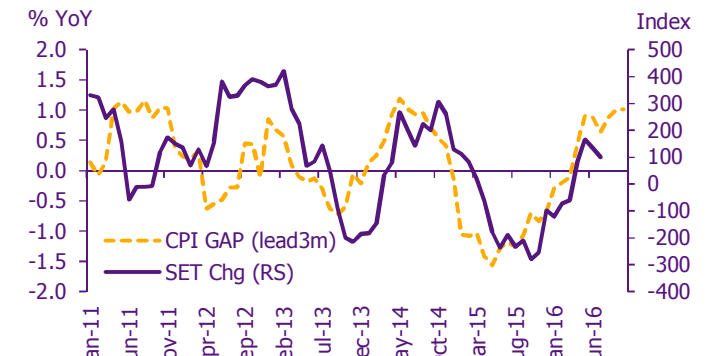
ภาวะที่เงินเฟ้อปรับตัวสูงขึ้นดีต่อหุ้น แต่แย่มากสำหรับตราสารหนี้ – เกิดภาวะการลงทุนแบบ risk-on! ภาวะเงินเฟ้อไม่ดีต่อตลาดตราสารหนี้ เพราะส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนที่แท้จริงของนักลงทุน แต่หุ้นน่าจะเป็นเครื่องมือป้องกันความเสี่ยงโดยธรรมชาติในช่วงที่เงินเฟ้อเพิ่มสูงขึ้น เนื่องจากบริษัทต่างๆ ขายสินค้าและบริการในราคาที่สะท้อนเงินเฟ้อ ดังนั้นกำไรและราคาหุ้นจึงเปลี่ยนแปลงไปตามเงินเฟ้อ เราได้กล่าวไว้ก่อนหน้านี้แล้วเกี่ยวกับผลตอบแทนพันธบัตรที่เพิ่มสูงขึ้น ปัจจัยนี้ส่งผลกระทบต่อผู้ถือตราสารหนี้ แต่ส่งผลดีต่อผู้ถือตราสารทุน ส่งผลทำให้เกิดภาวะการลงทุนแบบ risk-on การศึกษาพบว่าช่องว่างเงินเฟ้อ (CPI gap) สามารถใช้คาดการณ์ผลตอบแทนในเชิงเปรียบเทียบระหว่างหุ้นกับตราสารหนี้ได้ โดยปกติแล้วผลตอบแทนจากหุ้นมักจะสูงกว่าผลตอบแทนจากตราสารหนี้ในช่วงที่เงินเฟ้อเพิ่มสูงขึ้น รวมถึงในทางกลับกัน โดยสรุปแล้วในภาวะที่เงินเฟ้อส่งสัญญาณฟื้นตัวเพิ่มขึ้น เราคาดว่าหุ้นจะให้ผลตอบแทนสูงกว่าตราสารหนี้ในอนาคตอันใกล้

Figure 54: อัตราเงินเฟ้อไทยจะเคลื่อนไหวตามเศรษฐกิจสำคัญ ๆ



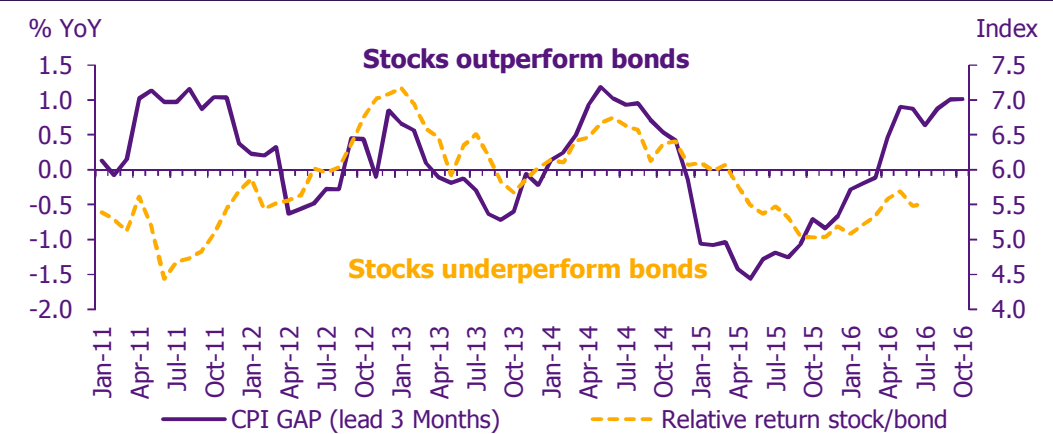
*Note: G4 consists of US, Eurozone, Japan and China
Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

Figure 55: เงินเฟ้อที่สูงขึ้นมักจะส่งสัญญาณถึงตลาดที่แข็งแกร่งมากขึ้น



Source: CEIC, SCBS Investment Research

Figure 56: ภาวะเงินเฟ้อที่สูงขึ้นเป็นบวกต่อหุ้น (ไทย)

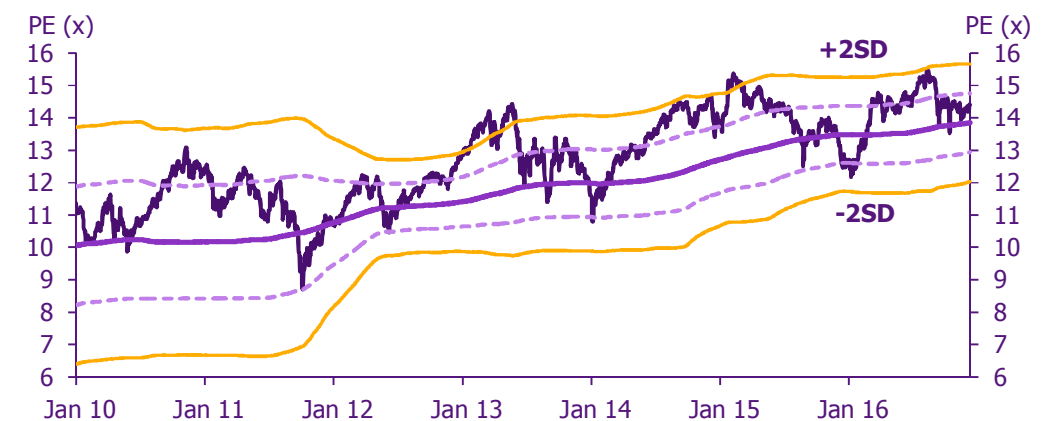


Source: CEIC, SCBS Investment Research

เป้า SET index ปี 2560
อยู่ที่ 1700 จุด

เป้า SET index สำหรับปี 2560 อยู่ที่ 1700 จุด SET index ปรับตัวขึ้นได้ดีในปี 2559 ด้วยผลตอบแทนรวม +18.5% YTD ปัจจุบัน PER ของ SET index อยู่สูงกว่าค่าเฉลี่ยเคลื่อนที่ 3 ปีเล็กน้อย หลังจากปรับตัวลงไปทดสอบระดับ -1SD หรือ 1340 จุดในการซื้อขายระหว่างวันช่วงกลางเดือน ต.ค. สำหรับปี 2560 เราคาดว่าจะมีโอกาสที่ SET index จะปรับตัวเพิ่มขึ้นอีก เนื่องจากนักลงทุนทั่วโลกหันมาเข้าซื้อสินทรัพย์เสี่ยงเพิ่มมากขึ้น และขยายตราสารหนี้ที่มีความเสี่ยงต่ำออกไป ดังนั้นเราจึงมองว่า SET index ควรจะซื้อขายที่ PER ระดับ +1SD ของค่าเฉลี่ยเคลื่อนที่ 3 ปี ซึ่งคิดเป็น PER ได้ที่ 14.7 เท่า และใช้ประมาณการ EPS ปี 2560 ของตลาดที่ 119 บาท/หุ้น ดังนั้นเราจึงประเมินเป้า SET index ปี 2560 ได้ที่ 1700 จุด

Figure 57: PER ของ SET index กับ PER bands เคลื่อนที่ 3 ปี



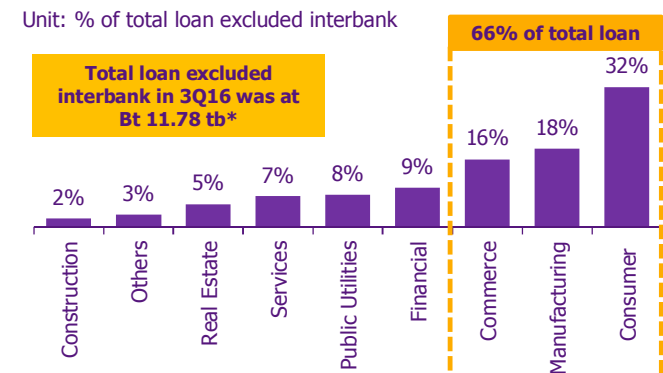
Source: CEIC, SCBS Investment Research

อุตสาหกรรมและหุ้นเด่น

ภาวะที่เงินเพื่อเริ่มฟื้นตัวส่งผลดีต่อธนาคาร การขยายสินเชื่อได้เพิ่มมากขึ้นจะเป็นสัญญาณเชิงบวกอย่างมากสำหรับกลุ่มธนาคาร ทั้งนี้เมื่อดูที่โครงสร้างสินเชื่อ พบว่าสินเชื่อที่ธนาคารพาณิชย์ปล่อยได้หลักๆ เป็นการปล่อยให้กับภาคธุรกิจอุปโภคบริโภค (32% ของสินเชื่อทั้งหมด), อุตสาหกรรม (18%), และพาณิชย์-ค้าส่งและค้าปลีก (16%)

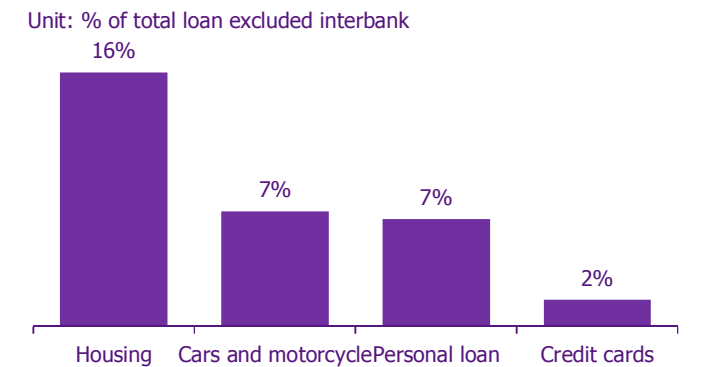
การผ่อนชำระเงินกู้ยืมครั้งแรกหมดจะส่งผลดีต่อสินเชื่อเพื่อการอุปโภคบริโภค ในส่วนของสินเชื่อเพื่อการอุปโภคบริโภค การผ่อนชำระเงินกู้ยืมครั้งแรกหมดจะช่วยสนับสนุนให้รายได้ที่ใช้จ่ายได้จริงปรับตัวเพิ่มขึ้น การสำรวจของ SCB EIC พบว่า ผู้ซื้อรถยนต์แรกประมาณ 7% มีแนวโน้มที่จะซื้อรถยนต์ใหม่ ในขณะที่การฟื้นตัวทางเศรษฐกิจอย่างต่อเนื่องจะเป็นปัจจัยสำคัญที่ช่วยกระตุ้นให้สินเชื่อส่วนบุคคลขยายตัวเพิ่มขึ้น ในทางกลับกันสินเชื่อที่อยู่อาศัยจะ (ยัง) ไม่ช่วยสนับสนุนให้สินเชื่อเพื่อการอุปโภคบริโภคปรับตัวเพิ่มขึ้น เนื่องจากมีระยะเวลาที่เหลื่อมล้ำกันระหว่างช่วงที่ทำการขายกับช่วงโอนโครงการ

Figure 58: สินเชื่อที่ปล่อยให้กับภาคธุรกิจอุปโภคบริโภค, อุตสาหกรรม, และพาณิชย์ คิดเป็น 66% ของสินเชื่อทั้งหมด



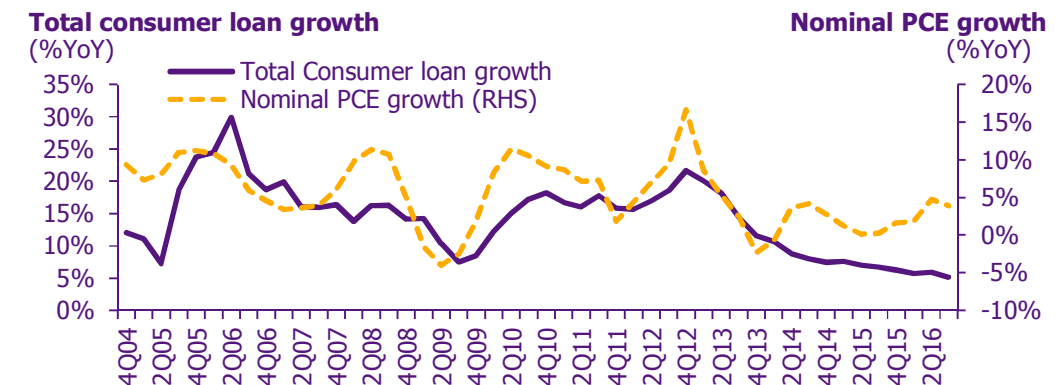
*Note: G4 consists of US, Eurozone, Japan and China
Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

Figure 59: องค์ประกอบของสินเชื่อเพื่อการอุปโภคบริโภค



Source: CEIC, SCBS Investment Research

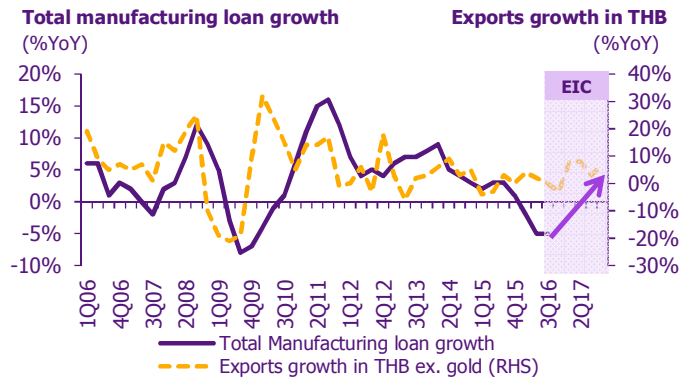
Figure 60: อัตราการขยายตัวของสินเชื่ออุปโภคบริโภคและการใช้จ่ายอุปโภคบริโภค



Source: CEIC, SCBS Investment Research

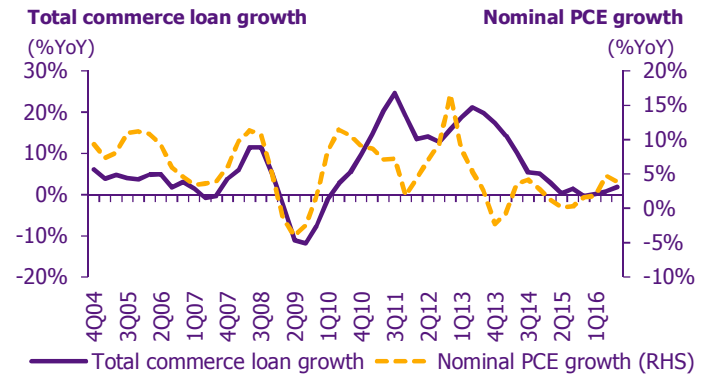
การส่งออกฟื้นตัวดีต่อการปล่อยสินเชื่อให้กับภาคอุตสาหกรรม การส่งออกมีแนวโน้มฟื้นตัวดีขึ้น ซึ่งจะส่งผลดีต่อการปล่อยสินเชื่อให้กับภาคอุตสาหกรรม โดยหลักๆ อ้างอิงกับข้อมูลที่เรากล่าวไว้ก่อนหน้านี้ว่าการส่งออกที่ฟื้นตัวดีขึ้นจะส่งผลทำให้อัตราการใช้จ่ายการผลิตเพิ่มสูงขึ้นระดับที่จำเป็นต้องมีการลงทุนใหม่ นอกจากนี้ก็มีความต้องการใช้เงินทุนหมุนเวียนเพิ่มขึ้นด้วย อุปสงค์ในประเทศที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นจะกระตุ้นให้ภาคธุรกิจค้าส่งและค้าปลีกขอสินเชื่อเพิ่มเพื่อขยายธุรกิจของตน

Figure 61: สินเชื่อที่ปล่อยให้กับภาคอุตสาหกรรมมีแนวโน้มฟื้นตัว โดยได้รับปัจจัยหนุนจากมูลค่าการส่งออกที่เพิ่มขึ้นในไตรมาส



Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

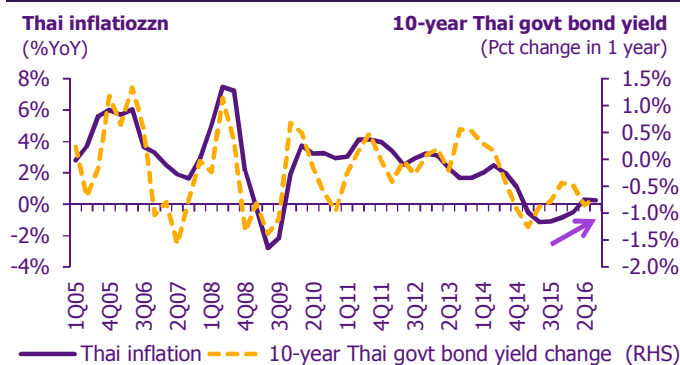
Figure 62: อำนาจการใช้จ่ายที่สูงขึ้นจะสนับสนุนให้ภาคธุรกิจค้าส่งและค้าปลีกปรับตัวดีขึ้น



Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

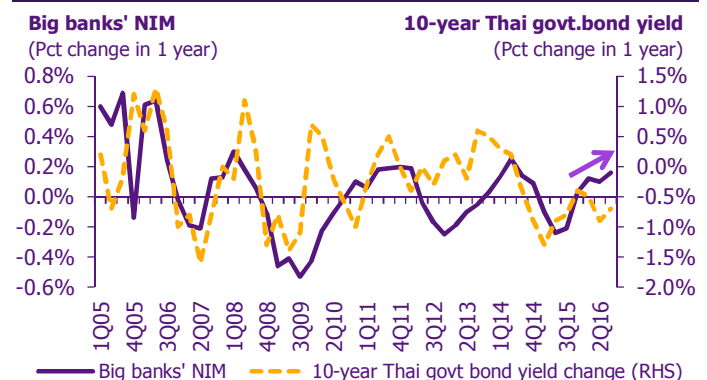
NIM จะได้รับประโยชน์จากผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลที่เพิ่มสูงขึ้น ภาวะที่เงินเฟ้อเริ่มฟื้นตัวเพิ่มขึ้น ส่งผลทำให้ผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลปรับตัวเพิ่มขึ้น ในเวลาเดียวกันก็ส่งผลทำให้ yield curve มีความชันเพิ่มมากขึ้น แนวโน้มเช่นนี้เป็นบวกต่ออัตราดอกเบี้ยการดำเนินงาน หรือ NIM ของกลุ่มธนาคาร ทั้งนี้เมื่ออิงกับการคาดการณ์ว่าผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปี จะปรับตัวเพิ่มขึ้นสู่ 3.5% เราคาดว่า การเปลี่ยนแปลงดังกล่าวจะส่งผลทำให้ NIM ของธนาคารขนาดใหญ่ปรับตัวเพิ่มขึ้น 0.15-0.20% ซึ่งจะส่งผลทำให้รายได้ดอกเบี้ยของธนาคารปรับตัวเพิ่มขึ้นอีก 5-7% ต่อปี

Figure 63: ผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลไทยอายุ 10 ปี มีความสัมพันธ์กับอัตราเงินเฟ้อ



Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

Figure 64: ผลตอบแทนพันธบัตรที่สูงขึ้นส่งผลดีต่อ NIM ของธนาคาร



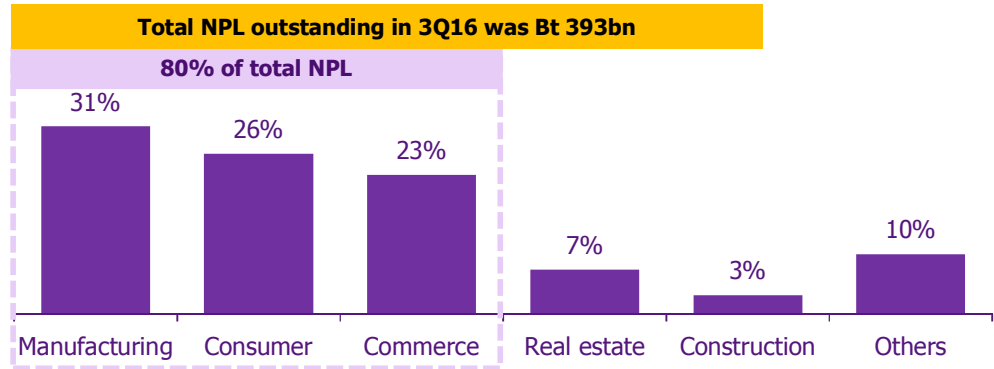
Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

คุณภาพสินทรัพย์จะเป็นอย่างไร?

ภาวะที่เงินเฟ้อเริ่มฟื้นตัวเพิ่มขึ้นดีต่อคุณภาพสินทรัพย์ ความกังวลเกี่ยวกับ NPL เป็นปัญหาต่อราคาหุ้นกลุ่มธนาคารมาเป็นระยะเวลานาน โดยเฉพาะในช่วง 2 ปีที่ผ่านมา ปริมาณ NPL ปรับตัวขึ้นจากกลุ่มพาณิชย์เป็นจำนวนมาก (ไม่คิดคำนวณการปรับขึ้นที่เกิดจากกรณี SSI) (ผนวกกับสัดส่วน NPL ปัจจุบัน จะเห็นได้ว่าสัดส่วนปริมาณของ NPL ตามกลุ่มต่าง ๆ นั้น แปรผันตามสัดส่วนสินเชื่อที่ภาคอุตสาหกรรม ธุรกิจอุปโภคบริโภค และพาณิชย์ ครองอัตราส่วนส่วนมาก) ด้วยภาพการฟื้นตัวของ การใช้จ่ายใช้สอย เราคาดว่าแนวโน้มปริมาณ NPL ของกลุ่มพาณิชย์จะปรับตัวดีขึ้นได้หลังจากนี้ เช่นเดียวกัน การฟื้นตัวของภาคส่งออก จะส่งผลให้ภาวะทางการเงินของบริษัทกลุ่มอุตสาหกรรมปรับตัวดีขึ้น และส่งผลบวกไปยังความสามารถในการชำระหนี้คืน และ NPL นอกจากนี้ธนาคารยังมีโอกาสได้รับข่าวบวกจากการปรับคุณภาพของหนี้ SSI ขึ้นจากระดับ NPL ด้วย

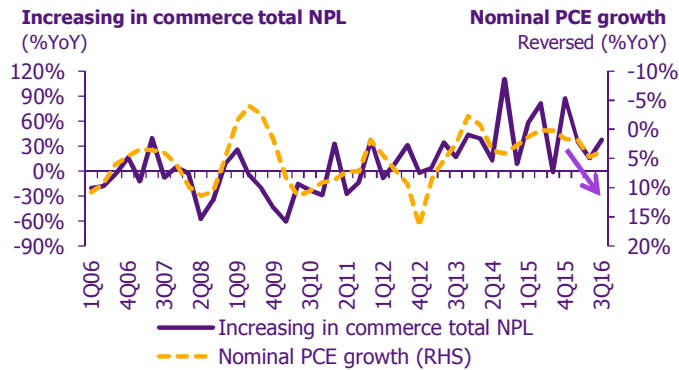
Figure 65: NPL จากภาคอุตสาหกรรม ธุรกิจอุปโภคบริโภค และพาณิชย์ คิดเป็นสัดส่วนประมาณ 80% ของ NPL ทั้งหมด

Unit: % of total NPL outstanding



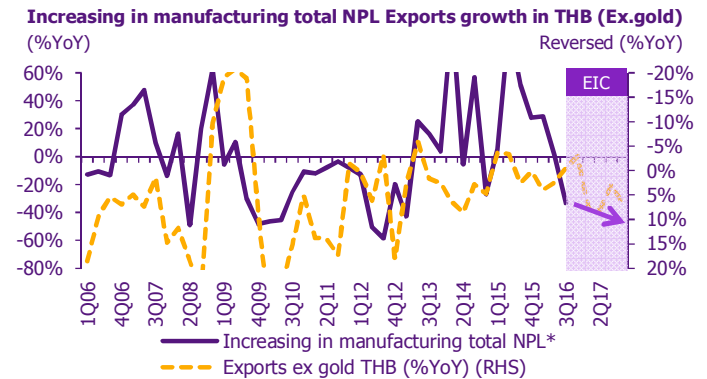
Source: CEIC, SCBS Investment Research

Figure 66: NPL เกิดใหม่จากกลุ่มพาณิชย์มีแนวโน้มปรับตัวลดลง โดยได้รับปัจจัยหนุนจากการใช้จ่ายอุปโภคบริโภคที่เพิ่มขึ้น



Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

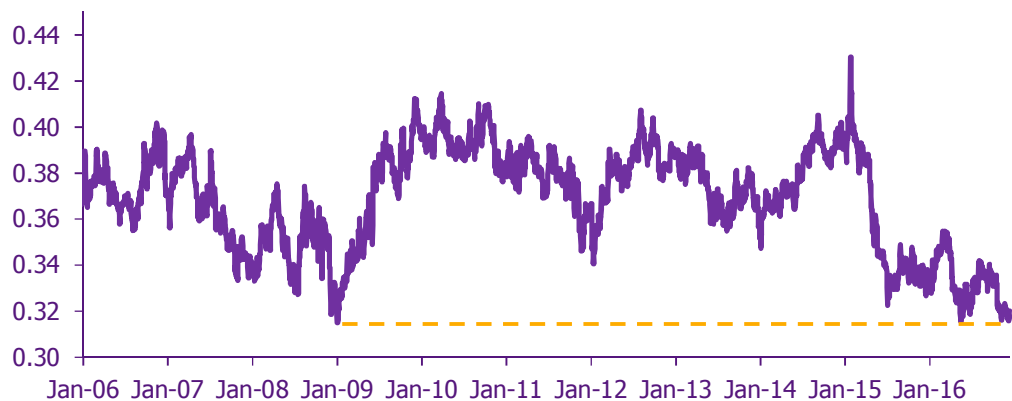
Figure 67: NPL จากภาคอุตสาหกรรมจะปรับตัวลดลงเนื่องจากการส่งออกขยายตัว



Source: CEIC, SCBS Investment Research

กลุ่มธนาคารดูน่าสนใจในเชิงเปรียบเทียบกับ SET index ปัจจุบันอัตราส่วนระหว่าง SET Bank index กับ SET index อยู่ที่ระดับต่ำสุดนับตั้งแต่ต้นปี 2552 และต้นปี 2559 ณ ระดับเหล่านี้ อัตราส่วนดังกล่าวมีแนวโน้มที่จะปรับตัวเพิ่มขึ้น ซึ่งหมายความว่ากลุ่มธนาคารจะปรับขึ้นในอัตราที่เร็วกว่า SET index หรือกลุ่มธนาคารจะลดลงในอัตราที่ช้ากว่า SET index ปัจจุบันข่าวร้ายสะท้อนในราคาหุ้นไปเรียบร้อยแล้ว เมื่ออิงกับเศรษฐกิจและอัตราเงินเฟ้อที่มีแนวโน้มฟื้นตัวดีขึ้นตามที่เรากล่าวไว้ ธนาคารดูเหมือนจะได้รับประโยชน์จากปรากฏการณ์นี้ เราเชื่อว่าระดับปัจจุบันของ SET Bank index ดูน่าสนใจมากเป็นพิเศษสำหรับนักลงทุนระยะกลางถึงระยะยาว

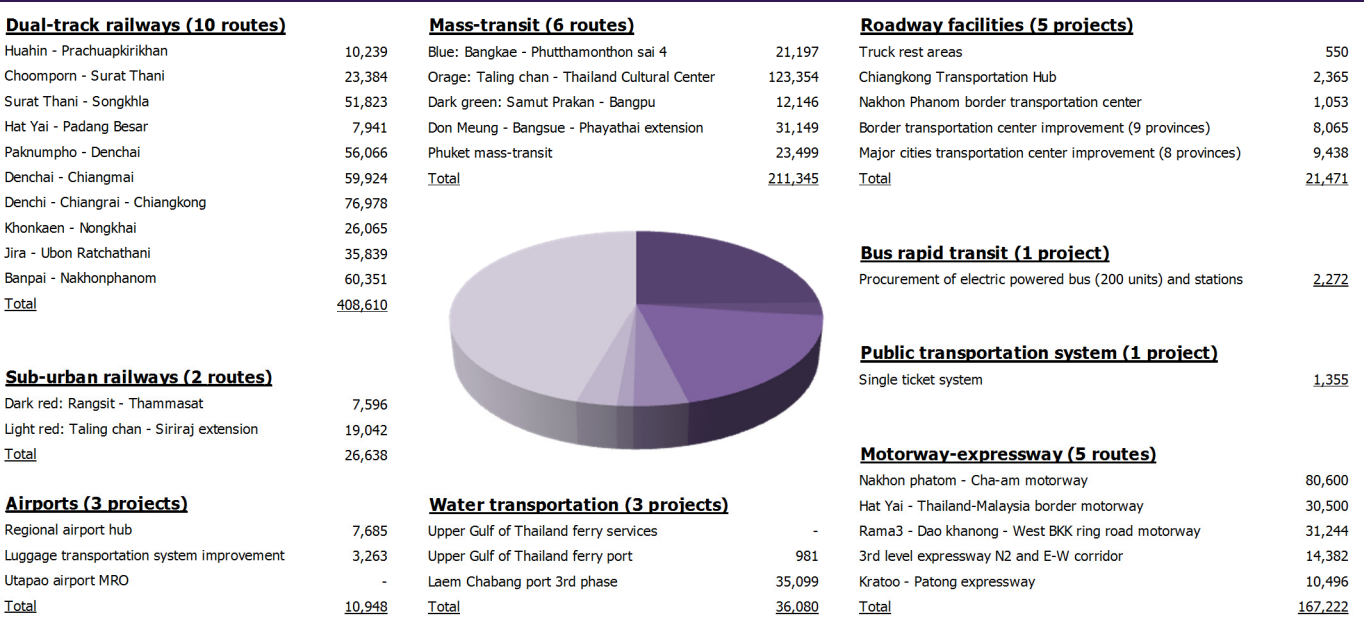
Figure 68: SET Bank index/SET index อยู่ในระดับต่ำสุดนับตั้งแต่ต้นปี 2552 และต้นปี 2559



Source: SCB EIC

การเคลื่อนไหวครั้งสำคัญครั้งแรกสู่วัฏจักรการลงทุนรอบใหม่ เราคาดว่าจะเห็นโครงการลงทุนโครงสร้างพื้นฐานมีความคืบหน้าอย่างมากในปี 2560 รัฐบาลเพิ่งประกาศรายชื่อผู้เสนอราคาประมูลต่ำสุดของโครงการรถไฟฟ้าสายสีชมพูและสายสีเหลือง เราคาดว่าจะเห็นการประมูลโครงการโครงสร้างพื้นฐานและการก่อสร้างเพิ่มมากขึ้นเริ่มตั้งแต่ปี 2560 เป็นต้นไป ซึ่งจะกระตุ้นให้นักลงทุนมองหากลุ่มอุตสาหกรรมที่จะได้รับประโยชน์จากแนวโน้มเช่นนี้ ซึ่งเรามองว่ากลุ่มบริการรับเหมาก่อสร้างจะเป็นกลุ่มที่ได้รับประโยชน์มากที่สุด

Figure 69: โครงการลงทุนโครงสร้างพื้นฐานที่กำลังจะเกิดขึ้น

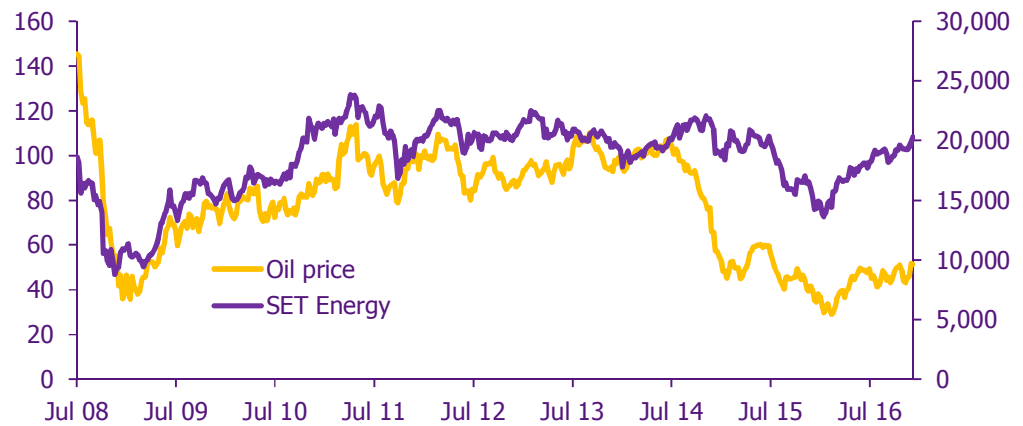


Source: BangkokBiz newspaper

ราคาน้ำมันมีแนวโน้มฟื้นตัว การลงทุนใหม่ในธุรกิจสำรวจและผลิตปิโตรเลียม (E&P) ที่ลดน้อยลงอย่างมากในช่วง 2 ปีที่ผ่านมา การผลิตน้ำมันที่ปรับตัวลง และอุปสงค์ที่เพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง ส่งผลต่อการเคลื่อนไหวของราคาน้ำมันในปี 2559 เราคาดว่าจะเห็นราคาน้ำมันฟื้นตัวในปี 2560 อย่างต่อเนื่อง นอกจากนี้การประชุมของโอเปกกับผู้ผลิตน้ำมันนอกกลุ่มโอเปกครั้งล่าสุดก็ส่งผลทำให้ราคาน้ำมันปรับตัวขึ้นแรงในช่วง 1 เดือนที่ผ่านมา ผลการประชุมโอเปกได้สร้างความเชื่อมั่นให้แก่ผู้ค้าน้ำมันถึงการกลับมาร่วมมือกันอีกครั้งของสมาชิกโอเปกนับตั้งแต่ปี 2557 นอกจากนี้ผู้ผลิตน้ำมันนอกกลุ่มโอเปกก็ตกลงลดปริมาณการผลิตน้ำมันลงกว่า 6 แสนบาร์เรล/วันด้วย เหตุการณ์นี้จะส่งผลต่อแนวโน้มราคาน้ำมันในระยะกลางถึงระยะยาว

ราคาน้ำมันมี correlation กับราคาหุ้นกลุ่มพลังงานในระดับสูง เรามั่นใจว่าราคาน้ำมันโลกทำจุดต่ำสุดไปแล้วในปี 2559 และปัจจุบันมีแนวโน้มฟื้นตัวดีขึ้นโดยได้รับปัจจัยหนุนจากสถานการณ์อุปทานในตลาดที่กำลังจะสิ้นสุดลง, อุปสงค์ที่เพิ่มสูงขึ้น, และความร่วมมือระหว่างโอเปกและผู้ผลิตน้ำมันนอกกลุ่มโอเปก ราคาน้ำมันมีค่า correlation กับ SET Energy index ในระดับสูง ดังนั้นเมื่อราคาน้ำมันปรับตัวเพิ่มขึ้นในปี 2560 กลุ่มพลังงานก็น่าจะได้รับประโยชน์จากแนวโน้มดังกล่าวด้วย

Figure 70: SET Energy index มีค่า correlation เป็นบวกกับราคาน้ำมัน



Source: SCB EIC

ประเด็นการลงทุนหลัก ๆ 3 ประเด็นสำหรับไตรมาส 1/60 จากมุมมองที่กล่าวไว้ทั้งหมดข้างต้น เราสามารถสรุปประเด็นการลงทุนหลัก ๆ ได้ 3 ประเด็นสำหรับตลาดหุ้นไทยในไตรมาส 1/60: 1) การลงทุนโครงสร้างพื้นฐานของภาครัฐ-ภาคเอกชน; 2) การส่งออก/การใช้จ่ายอุปโภคบริโภค; 3) ภาวะที่เงินเฟ้อที่เริ่มฟื้นตัวเพิ่มขึ้น เราแนะนำประเด็นการลงทุนเหล่านี้มาประกอบการพิจารณาเพื่อหากกลุ่มอุตสาหกรรมที่จะได้รับประโยชน์ในแต่ละประเด็นการลงทุน กลุ่มธนาคารดูเหมือนจะได้รับประโยชน์จากทั้ง 3 ประเด็น ในขณะที่กลุ่มพลังงานจะได้รับประโยชน์จาก 2 ประเด็น คือ ภาวะที่เงินเฟ้อเริ่มฟื้นตัวเพิ่มขึ้นโดยได้รับแรงหนุนจากอุปสงค์โดยรวมที่เพิ่มขึ้น และต้นทุนที่สูงขึ้น และการส่งออก/การใช้จ่ายอุปโภคบริโภค สุดท้ายกลุ่มบริการรับเหมาก่อสร้างจะได้รับประโยชน์โดยตรงจากการลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานระยะยาวของรัฐบาลที่กำลังจะเกิดขึ้น

Figure 71: ประเด็นการลงทุนที่สำคัญและกลุ่มอุตสาหกรรมที่จะได้รับประโยชน์

Key macro theme	Note	Benefiting sectors		
		Bank	Energy	Cons
Public-private infrastructure investment	2017 will be the first year for a big government investment cycle. As demand increases, the output gap closes. The private sector will consider new investment.	☑		☑
Export/consumption	Exports are set to recover globally and government fiscal policies will create additional demand, all good news for trade. Domestic consumption will be driven by growing government fiscal spending.	☑	☑	
Reflation	<u>Demand pull</u> - driven by global fiscal spending, job creation and closure of the output gap.	☑	☑	
	<u>Cost push</u> - oil price appreciation/THB depreciation		☑	

Source: SCBS Investment Research

เราเลือก KBANK KTB IRPC SPRC STEC และ UNIQ เป็น top picks ในไตรมาส 1/60 เศรษฐกิจโลกที่มีแนวโน้มขยายตัวมากขึ้น ราคาน้ำมันที่สูงขึ้น และกระแสต่อต้านความคิดทางการเมืองแบบเดิม จะช่วยสนับสนุนให้เกิดภาวะที่เงินเฟ้อเริ่มฟื้นตัวเพิ่มขึ้น ประเทศไทยไม่สามารถหลีกเลี่ยงเหตุการณ์นี้ได้ แต่จะได้รับผลกระทบ และสามารถอยู่ร่วมกับมันได้ ซึ่งเมื่อประกอบกับการลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานเพิ่มมากขึ้นของรัฐบาลไทย น่าจะช่วยสร้างสภาพแวดล้อมที่สนับสนุนให้เศรษฐกิจและการลงทุนเติบโตได้ดีในปี 2560 ดังนั้นเพื่อให้ได้รับประโยชน์มากที่สุดจากแนวโน้มเช่นนี้ เราจึงแนะนำให้นักลงทุนเข้าซื้อหุ้นภายในกลุ่มอุตสาหกรรมเหล่านี้ – ธนาคาร พลังงาน และบริการรับเหมาก่อสร้าง โดยเลือก KBANK KTB IRPC SPRC STEC และ UNIQ เป็น top picks ในไตรมาส 1/60

Top picks



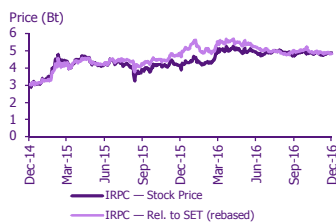
ชื่อ

Stock data

Last close (Dec 14) (Bt)	4.84
12-m target price (Bt)	6.00
Upside (Downside) to TP (%)	23.97
Mkt cap (Btbn)	98.90
Mkt cap (US\$mn)	2,778

Bloomberg code	IRPC TB
Reuters code	IRPC.BK
Risk rating	M
Mkt cap (%) SET	0.66
Sector % SET	18.34
Shares issued (mn)	20,434
Par value (Bt)	1.00
12-m high / low (Bt)	5.3 / 3.9
Avg. daily 6m (US\$mn)	14.98
Foreign limit / actual (%)	49 / 14
Free float (%)	51.9
Dividend policy (%)	< 25

Price Performance



Source: SET, SCBS Investment Research

Share performance

	1M	3M	12M
Absolute	1.7	2.5	16.9
Relative to SET	(1.3)	(1.4)	(0.1)

Source: SET, SCBS Investment Research

wsrnp ฐพนธ์

นักวิเคราะห์การลงทุนวิจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1015

pornthep.jubandhu@scb.co.th

พิทยา จรรยาโรจน์

นักวิเคราะห์การลงทุนวิจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1008

pitchaya.janyaroj@scb.co.th

จาก “ซีอาร์” สู่ “อีอาร์”

การเดินทางของม้าออกสายตัก้าสู่การเป็นฮีโร่กำลังจะถึงเส้นชัย: นอกเหนือจากมุมมองเชิงบวกที่เราได้ต่อแนวโน้มค่าการกลั่นแล้ว IRPC ยังจะได้รับประโยชน์จากโครงการ UHV ตลอดทั้งปี 2560 ด้วย ในขณะที่การขยายกำลังการผลิต PP จะแล้วเสร็จภายในกลางปี 2560 ทันเวลา รับประโยชน์จากวัฏจักรขาขึ้นของโพรพิลีนพอลิ ด้วย story เกี่ยวกับการฟื้นตัวของ IRPC เราจึงคาดว่าตลาดจะ re-rate IRPC ขึ้นสู่ระดับใกล้เคียงกับ TOP ที่เป็นโรงกลั่นรายแรกของประเทศไทย เราแนะนำ “ซื้อ” IRPC ด้วยราคาเป้าหมาย 6.0 บาท/หุ้น โดยอิงกับ core PBV เฉลี่ยในปี 2553-2559 ของ TOP ที่ 1.4 เท่า

ค่าการกลั่นจะยังอยู่ในระดับสูงในระยะ 2-3 ปีข้างหน้า เรามีมุมมองเชิงบวกว่าอัตราการใช้กำลังการกลั่นทั่วโลกจะอยู่ในระดับที่แข็งแกร่ง โดยอิงกับการคาดการณ์ที่ว่าความต้องการใช้น้ำมันเพิ่มเติมจะสูงกว่ากำลังการกลั่นเพิ่มเติมในปี 2560-61 เราคาดว่า Singapore crack spread (ดัชนีอ้างอิงค่าการกลั่นตัวหนึ่ง) จะปรับตัวเพิ่มขึ้น 20% ในระยะ 2 ปีข้างหน้า จาก 6.1 ดอลลาร์สหรัฐ/บาร์เรลในปี 2559 สู่ 7.0 ดอลลาร์สหรัฐ/บาร์เรลในปี 2560 (+15% YoY) และ 7.4 ดอลลาร์สหรัฐ/บาร์เรลในปี 2561 (+6% YoY)

โครงการ UHV และการขยายกำลังการผลิต PP จะช่วยหนุนให้ GIM ปรับเพิ่มขึ้นได้อีก 0.6 ดอลลาร์สหรัฐ/บาร์เรลในปี 2560 และ 1.6 ดอลลาร์สหรัฐ/บาร์เรลในปี 2561 ปี 2560 จะเป็นปีสำคัญสำหรับ IRPC เนื่องจากโครงการเพิ่มมูลค่าเพื่อผลิตภัณฑ์สะอาด (UHV) จะเดินเครื่องผลิตอย่างเต็มที่ และโครงการขยายกำลังการผลิต PP และผลิตภัณฑ์พิเศษจะเริ่มเดินเครื่องผลิตตอนกลางปี 2560 ซึ่งจะช่วยให้สัดส่วนการผลิต PP ปรับเพิ่มขึ้นจากปัจจุบันที่ 28% สู่ 45% ของปริมาณขายผลิตภัณฑ์ปิโตรเลียมทั้งหมดในระยะ 2 ปีข้างหน้า ซึ่งเราคาดว่าจะช่วยให้ GIM ปรับเพิ่มขึ้นได้อีก 0.6 ดอลลาร์สหรัฐ/บาร์เรลในปี 2560 และ 1.6 ดอลลาร์สหรัฐ/บาร์เรลในปี 2561 เทียบกับ GIM โดยรวมในปี 2559 ที่คาดว่าจะอยู่ที่ระดับ 13.0 ดอลลาร์สหรัฐ/บาร์เรล เราคาดว่าส่วนต่างราคา PP-แนฟทาจะอยู่ที่ 720 ดอลลาร์สหรัฐ/ตันในปี 2560 และ 790 ดอลลาร์สหรัฐ/ตันในปี 2561 เพิ่มขึ้นจาก 650 ดอลลาร์สหรัฐ/ตันในปี 2559 โดยอิงกับอัตราการผลิตที่เกิดขึ้นจริงที่ปรับตัวสูงขึ้น เนื่องจากกำลังการผลิตของคู่แข่งที่หลักๆ เป็นผู้โพรพิลีนโดยใช้ถ่านหินเป็นวัตถุดิบตั้งต้นในจีนเผชิญแรงกดดันจากราคาถ่านหินระดับสูงและมาตรการควบคุมจากรัฐบาลจีนอย่างต่อเนื่อง

การหยุดซ่อมบำรุงในไตรมาส 1/59 จะบิดเบือนการเติบโตของกำไรปกติปี 2560 การหยุดซ่อมบำรุงใหญ่ในไตรมาส 1/60 อาจทำให้ตัวเลขกำไรทั้งปีออกมาดูแย่กว่าความเป็นจริง ทั้งๆที่กำไรของบริษัทในภาพรวมยังคงมีแนวโน้มเติบโตอย่างแข็งแกร่งในช่วงที่เหลือของปี 2560

มีแนวโน้มได้เรตติ้งที่ดีขึ้น ด้วย story เกี่ยวกับการฟื้นตัว เราจึงคาดว่าตลาดจะกลับมาประเมิน valuation ของ IRPC ใหม่ขึ้นมาอยู่ในระดับเดียวกันกับโรงกลั่นในประเทศรายอื่นๆ เราอิงราคาเป้าหมายของเราที่ 6.0 บาท/หุ้น กับ core PBV เฉลี่ยในปี 2553-2559 ของ TOP ที่ 1.4 เท่า เราคาดการณ์ ROE ของ IRPC ที่ 12.2% ในปี 2560 และ 15.8% ในปี 2561 สูงกว่าระดับ 9.5% และ 11.0% ของ TOP

โครงการ Everest จะช่วยเพิ่ม upside (ยังไม่ได้รวมอยู่ในราคาเป้าหมายของเรา) ในฐานะส่วนหนึ่งของโครงการ Everest บริษัทตั้งเป้าลดอัตราการสูญเสียในกระบวนการกลั่น (fuel loss) จากปัจจุบันที่ 6% ซึ่งอยู่ในระดับสูงเมื่อเทียบกับโรงกลั่นในประเทศรายอื่นๆ: 4% สำหรับ PTTGC และ 3% สำหรับ TOP การลด fuel loss ลงได้ทุกๆ 1% จะช่วยให้บริษัทประหยัดต้นทุนได้ 1.1 พันล้านบาทภายใต้สมมติฐานราคาน้ำมันดิบดูไบที่ 55 ดอลลาร์สหรัฐ/บาร์เรล หรือคิดเป็น 10% ของกำไรสุทธิหลังภาษี

Forecasts and Valuation

Year to 31 Dec	Unit	2014	2015	2016F	2017F	2018F
Revenue	(Btmn)	281,589	214,172	185,960	221,479	259,999
EBITDA	(Btmn)	(6,575)	15,542	19,319	22,794	25,767
Core profit	(Btmn)	1,087	9,119	10,386	10,529	14,576
Reported profit	(Btmn)	(5,235)	9,402	11,151	12,284	16,300
Core EPS	(Bt)	0.05	0.45	0.51	0.52	0.71
DPS	(Bt)	0.10	0.22	0.25	0.27	0.36
P/E, core	(x)	91.0	10.8	9.5	9.4	6.8
EPS growth, core	(%)	(151.2)	738.6	13.9	1.4	38.4
P/BV, core	(x)	1.5	1.3	1.2	1.1	1.0
ROE	(%)	1.5	12.7	13.1	12.3	15.6
Dividend yield	(%)	2.1	4.5	5.1	5.6	7.4
EV/EBITDA	(x)	(24.0)	9.6	7.4	6.1	4.9

Source: SCBS Investment Research

Financial statement

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	2014	2015	2016F	2017F	2018F
Total revenue	281,589	214,172	185,960	221,479	259,999
Cost of goods sold	(287,930)	(197,913)	(166,525)	(198,726)	(233,989)
Gross profit	(6,341)	16,258	19,435	22,753	26,010
SG&A	(5,444)	(6,172)	(6,051)	(7,031)	(7,388)
Other income	5,806	4,348	(1,185)	1,910	3,446
Interest expense	(1,494)	(2,481)	(156)	(2,292)	(1,712)
Pre-tax profit	(7,473)	11,953	12,043	15,340	20,356
Corporate tax	2,398	(2,346)	(900)	(3,064)	(4,064)
Equity a/c profits	(139)	(184)	30	31	31
Minority interests	(21)	(21)	(22)	(23)	(23)
Core profit	1,087	9,119	10,386	10,529	14,576
Extra-ordinary items	(6,322)	283	765	1,755	1,724
Net Profit	(5,235)	9,402	11,151	12,284	16,300
EBITDA	(6,575)	15,542	19,319	22,794	25,767
Core EPS (Bt)	0.05	0.45	0.51	0.52	0.71
Net EPS (Bt)	(0.26)	0.46	0.55	0.60	0.80
DPS (Bt)	0.10	0.22	0.25	0.27	0.36

Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	2014	2015	2016F	2017F	2018F
Total current assets	44,142	35,984	47,834	37,037	43,196
Total fixed assets	118,656	127,189	127,730	129,693	126,103
Total assets	162,798	163,174	175,564	166,730	169,299
Total loans	60,946	53,704	63,909	44,130	33,146
Total current liabilities	46,829	36,210	56,112	51,505	52,936
Total long-term liabilities	48,065	51,086	37,307	26,323	18,494
Total liabilities	94,894	87,296	93,418	77,827	71,430
Paid-up capital	20,434	20,434	20,434	20,434	20,434
Total equity	67,904	75,878	82,145	88,903	97,869
BVPS (Bt)	3.32	3.71	4.02	4.35	4.79

Cash Flow Statement (Btmn)

FY December 31	2014	2015	2016F	2017F	2018F
Core Profit	1,087	9,119	10,386	10,529	14,576
Depreciation and amortization	5,210	5,456	5,935	7,073	7,146
Operating cash flow	6,499	24,226	17,560	18,596	22,627
Investing cash flow	(25,102)	(13,989)	(6,475)	(9,036)	(3,555)
Financing cash flow	15,487	(8,670)	5,322	(25,306)	(18,318)
Net cash flow	(3,116)	1,567	16,406	(15,746)	754

Key Financial Ratios

	2014	2015	2016F	2017F	2018F
Gross margin(%)	-2.3	7.6	10.5	10.3	10.0
Operating margin(%)	-4.2	4.7	7.2	7.1	7.2
EBITDA margin(%)	-2.3	7.3	10.4	10.3	9.9
EBIT margin(%)	-4.2	4.7	7.2	7.1	7.2
Net profit margin(%)	-1.9	4.4	6.0	5.5	6.3
ROE (%)	1.5	12.7	13.1	12.3	15.6
ROA (%)	0.7	5.6	6.1	6.2	8.7
Net D/E (x)	0.9	0.7	0.5	0.4	0.3
Interest coverage (x)	-4.4	6.3	123.6	9.9	15.1
Debt service coverage (x)	-0.4	2.2	0.7	1.0	1.4
Payout Ratio (%)	-39	48	45	45	45

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16
Total revenue	52,070	49,024	42,575	45,057	45,673
Cost of goods sold	(49,339)	(46,032)	(38,001)	(38,117)	(42,200)
Gross profit	2,731	2,992	4,574	6,940	3,473
SG&A	(1,361)	(1,779)	(1,381)	(1,562)	(1,595)
Other income	1,046	(583)	(813)	(631)	(494)
Interest expense	(1,268)	(117)	141	(209)	(291)
Pre-tax profit	1,148	512	2,520	4,537	1,094
Corporate tax	(210)	(31)	537	(847)	189
Equity a/c profits	(47)	(29)	(34)	25	32
Minority interests	(4)	(5)	(9)	(9)	(8)
Core profit	3,057	2,414	3,198	3,682	728
Extra-ordinary items	(2,170)	(1,967)	(183)	24	579
Net Profit	887	446	3,014	3,706	1,307
EBITDA	2,630	2,605	4,561	6,758	3,581
Core EPS (Bt)	0.15	0.12	0.16	0.18	0.04
Net EPS (Bt)	0.04	0.02	0.15	0.18	0.06

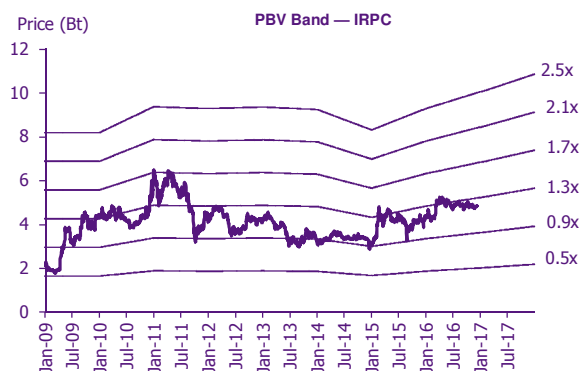
Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16
Total current assets	40,162	35,984	34,731	39,249	36,049
Total fixed assets	126,997	127,189	129,051	129,763	130,966
Total assets	167,159	163,174	163,781	169,012	167,014
Total loans	51,018	49,439	50,107	41,083	45,258
Total current liabilities	37,133	36,210	32,976	48,778	49,080
Total long-term liabilities	54,666	51,086	51,850	42,198	38,468
Total liabilities	91,799	87,296	84,826	90,976	87,547
Paid-up capital	20,434	20,434	20,434	20,434	20,434
Total equity	75,360	75,878	78,956	78,037	79,467
BVPS (Bt)	3.69	3.71	3.86	3.82	3.89

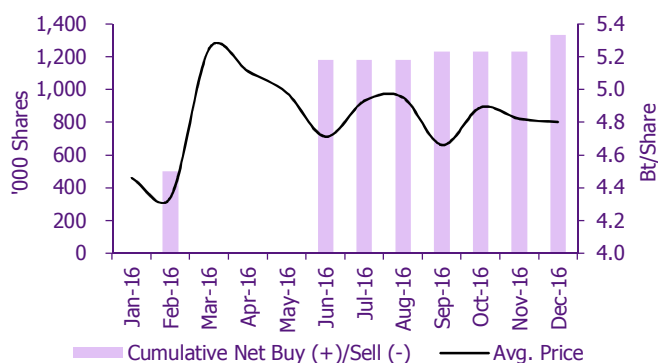
Main Assumptions

	2014	2015	2016F	2017F	2018F
Dubai crude oil (US\$/bbl)	97	52	41	55	65
HDPE - Naphtha (US\$/t)	708	874	778	804	825
Propylene- Naphtha (US\$/t)	384	283	335	346	556
PP- Naphtha (US\$/t)	697	635	655	720	790
FX (Bt/US\$)	32.6	34.3	35.4	36.5	36.5
Operating rate (%)	80	85	85	85	90

PBV Band Chart

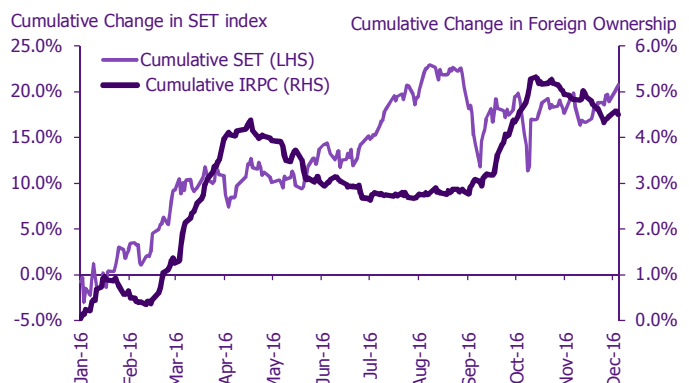


12-Month Cumulative directors trade



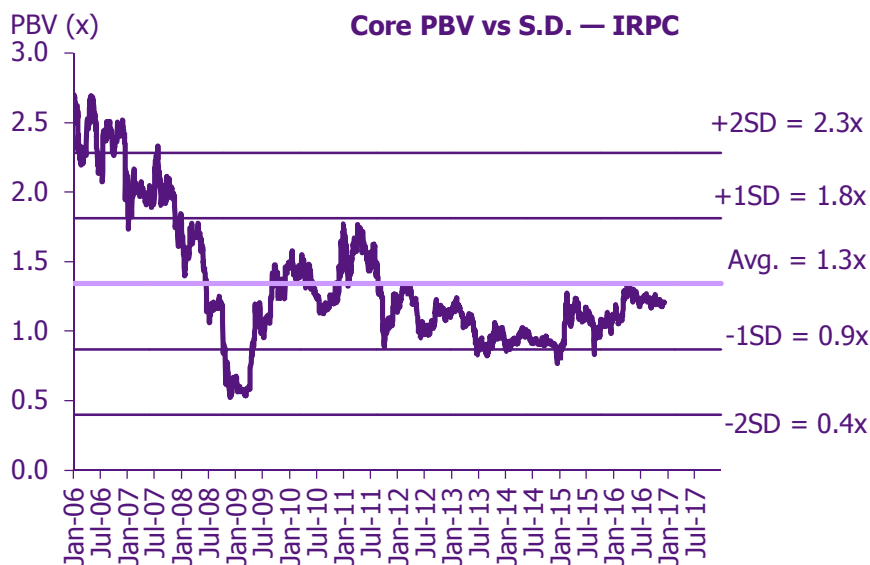
Source: SEC

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



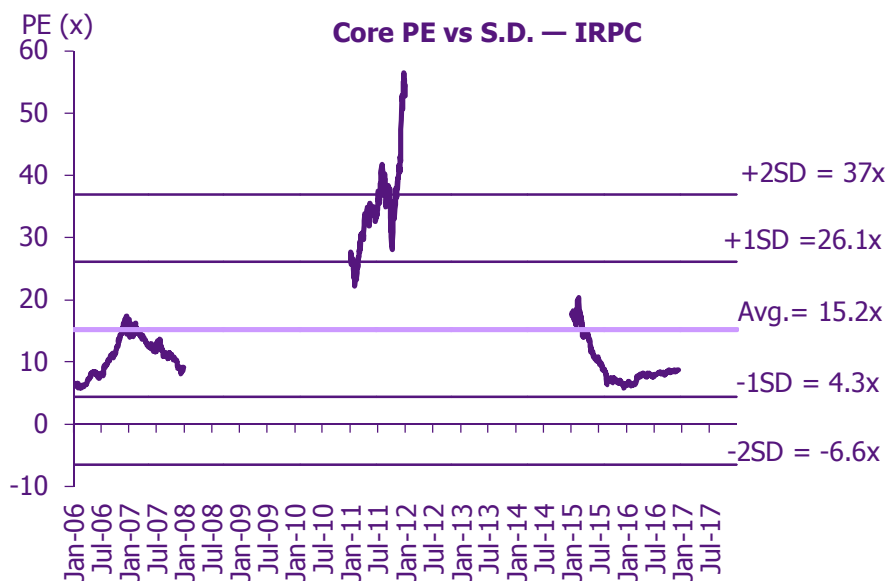
Source: SET, SCBS Investment Research

Figure 1: Core PBV vs Standard Deviation



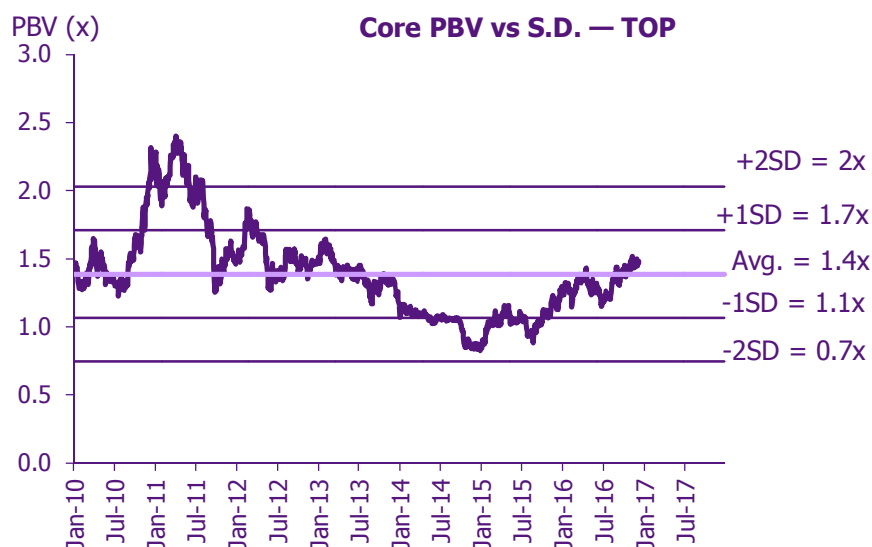
Source: SCBS Investment Research

Figure 2: Core PE vs Standard Deviation



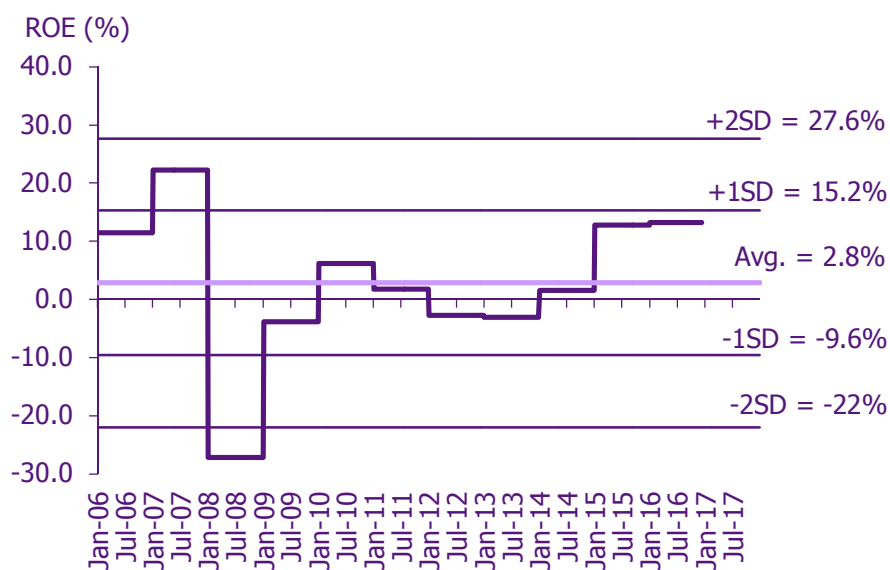
Source: SCBS Investment Research

Figure 3: TOP's historical PBV band for Reference



Source: SCBS Investment Research

Figure 4: ROE



Source: SCBS Investment Research

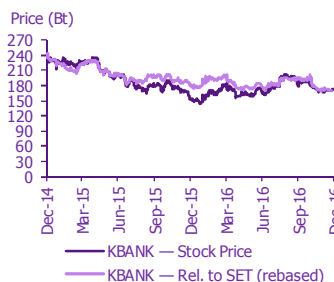
ชื่อ

Stock Data

Last close (Dec 14) (Bt)	171.00
12-m target price (Bt)	215.00
Upside (Downside) to TP (%)	25.73
Mkt cap (Btbn)	409.25
Mkt cap (US\$mn)	11,496

Bloomberg code	KBANK TB
Reuters code	KBANK.BK
Risk rating	L
Mkt cap (%) SET	2.74
Sector % SET	13.56
Shares issued (mn)	2,393
Par value (Bt)	10.00
12-m high / low (Bt)	203 / 144
Avg. daily 6m (US\$mn)	51.47
Foreign limit / actual (%)	49 / 49
Free float (%)	66.0
Dividend policy (%)	NA

Price Performance



Source: SET, SCBS Investment Research

Share performance

	1M	3M	12M
Absolute	1.8	(9.0)	10.7
Relative to SET	(1.2)	(12.5)	(5.4)

Source: SET, SCBS Investment Research

กิตติมา สัตยพันธ์, CFA

นักวิเคราะห์การลงทุนวิจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1003

kittima.sattayapan@scb.co.th

เหมาะที่สุดสำหรับการลงทุนระยะยาว

KBANK เป็นหุ้นธนาคารที่มี valuation น่าสนใจมากที่สุดและเหมาะที่สุดสำหรับการลงทุนระยะยาว เนื่องจาก **KBANK** มีแนวโน้มที่จะได้รับประโยชน์มากที่สุดจากเศรษฐกิจที่ฟื้นตัวอย่างต่อเนื่อง ในแง่ของคุณภาพสินทรัพย์ แนวโน้มขาขึ้นของอัตราดอกเบี้ยในระยะยาว การฟื้นตัวของธุรกิจประกันจากผลตอบแทนพันธบัตรที่ปรับตัวสูงขึ้น และมีความพร้อมมากที่สุดในการเปลี่ยนผ่านสู่ธนาคารอิเล็กทรอนิกส์

ได้ประโยชน์จากการฟื้นตัวของ **SME** มากที่สุด เราคาดว่า การฟื้นตัวของ **SME** ในกลุ่มค้าส่งและค้าปลีกจะช่วยสนับสนุนให้คุณภาพสินทรัพย์ปรับตัวดีขึ้น การปล่อยสินเชื่อ **SME** ในสัดส่วนสูงที่สุดจะทำให้ **KBANK** ได้รับประโยชน์มากที่สุดจากการฟื้นตัวของ **SME** ในกลุ่มค้าส่งและค้าปลีก การเป็นธนาคารที่มี **NPL** เพิ่มขึ้นมากที่สุดเมื่อคิดเป็นเปอร์เซ็นต์ (+94% จากสิ้นปี 2556) ในรอบนี้ จะทำให้คุณภาพสินทรัพย์ของ **KBANK** ฟื้นตัวตามเศรษฐกิจที่ฟื้นตัวอย่างต่อเนื่องได้มากที่สุด แม้ **KBANK** เชื่อว่า **NPL** ของธนาคารทำจุดสูงสุดไปแล้วในไตรมาส 3/59 แต่ธนาคารก็วางแผนตั้งสำรองเพิ่มในปี 2560 โดยเกิดจากการคำนวณตามโมเดลที่ยึดหลักความระมัดระวังของธนาคาร ธนาคารคาดว่าอัตราส่วนค่าเผื่อหนี้สงสัยจะสูญต่อสินเชื่อรวมจะปรับตัวตามหลังการเคลื่อนไหวของ **NPL** และจะทำจุดสูงสุดในปี 2560 โดยคาดว่าอัตราส่วนค่าเผื่อหนี้สงสัยจะสูญต่อสินเชื่อรวมจะอยู่ที่ 2.00-2.25% เทียบกับ 1.90% ในปี 2559 เราคาดว่าแนวโน้มเช่นนี้จะส่งผลทำให้ **LLR coverage** ของ **KBANK** ปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างมากจาก 127% ณ ไตรมาส 3/59 สู่ 165% ณ สิ้นปี 2560 และธนาคารจะเลื่อนรายงานกำไรที่เติบโตได้ต่อไปเป็นปี 2561 ที่ 40% เทียบกับเพียง 5% ในปี 2560

NIM ได้ประโยชน์มากที่สุดจากแนวโน้มขาขึ้นของอัตราดอกเบี้ยในระยะยาว ผลตอบแทนพันธบัตรที่สูงขึ้นและอัตราเงินเฟ้อที่เริ่มส่งสัญญาณฟื้นตัวดีขึ้นจะช่วยสนับสนุนให้อัตราดอกเบี้ยกลับคืนสู่แนวโน้มขาขึ้น แม้เราคาดว่าอัตราดอกเบี้ยนโยบายจะยังคงไม่เปลี่ยนแปลงที่ 1.5% ในปี 2560 แต่ **KBANK** ก็วางแผนที่จะปรับอัตราดอกเบี้ยของสินเชื่อธุรกิจขนาดใหญ่เพิ่มขึ้นเพื่อสะท้อนผลตอบแทนพันธบัตรที่สูงขึ้น ทั้งนี้สืบเนื่องจากการคาดการณ์ถึงความต้องการสินเชื่อเพิ่มขึ้นมากในปี 2561 เราจึงคาดว่าธนาคารจะขึ้นอัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 0.50% และขึ้นอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ 0.25% การขึ้นอัตราดอกเบี้ยจะส่งผลดีต่อ **KBANK** มากที่สุด เนื่องจาก **KBANK** เป็นธนาคารที่มีเงินฝากกระแสรายวันและออมทรัพย์ที่คาดว่าอัตราดอกเบี้ยจะไม่เปลี่ยนแปลงในสัดส่วนสูงที่สุดที่ 76%

มีแนวโน้มได้รับประโยชน์จากการฟื้นตัวของธุรกิจประกันมากที่สุด ธุรกิจประกันชีวิตจะได้ประโยชน์จากผลตอบแทนพันธบัตรที่ปรับตัวสูงขึ้น เนื่องจากสถานการณ์เช่นนี้จะส่งผลดีต่อผลิตภัณฑ์ประกันชีวิตแบบสะสมทรัพย์ ทั้งนี้หลังจากเป็นตัวจูงครั้งรายได้ที่มีขีดดอกเบี้ยในปี 2559 รายได้จากธุรกิจประกันชีวิตน่าจะกลายเป็นตัวกระตุ้นให้รายได้ที่มีขีดดอกเบี้ยเติบโตในปี 2560 **KBANK** เป็นธนาคารที่มีรายได้จากธุรกิจประกันในสัดส่วนสูงที่สุด โดยคิดเป็นสัดส่วน ~20% ของรายได้ที่มีขีดดอกเบี้ยของธนาคาร เราคาดว่ารายได้จากธุรกิจประกันจะเติบโต 8% ในปี 2560 จาก 0% ในปี 2559

มีความพร้อมมากที่สุดในการเปลี่ยนผ่านสู่ธนาคารอิเล็กทรอนิกส์ ด้วยจำนวนผู้ใช้บริการธนาคารอิเล็กทรอนิกส์มากที่สุดและการปรับปรุงระบบไอทีครั้งใหญ่แล้วเสร็จในช่วงครึ่งหลังปี 58 **KBANK** จึงดูเหมือนจะเป็นธนาคารที่มีความพร้อมมากที่สุดในการเปลี่ยนผ่านสู่ธนาคารอิเล็กทรอนิกส์ **KBANK** จะสามารถลดต้นทุนไอทีลง สวนทางกับธนาคารอื่นๆ ที่จะต้องเพิ่มงบดังกล่าว ซึ่งจะทำให้ **KBANK** เป็นธนาคารที่มีโอกาสลดอัตราส่วนต้นทุนต่อรายได้ลงได้มากที่สุด **KBANK** เริ่มลดจำนวนสาขาของธนาคารลงแล้วในช่วงครึ่งหลังปี 59 และเราคาดว่าจะเห็นการปิดสาขามากขึ้นในปี 2560 เราคาดว่า **KBANK** จะเป็นธนาคารที่มีอัตราส่วนต้นทุนต่อรายได้ลดลงมากที่สุดที่ 1.7% ในปี 2560

หนึ่งในหุ้น **top buy** สองตัวของกลุ่มธนาคาร เราเลือก **KBANK** เป็นหุ้น **top buy** ของกลุ่มธนาคาร เรามองว่า **KBANK** เป็นหุ้นธนาคารที่มี valuation น่าสนใจมากที่สุด และเหมาะที่สุดสำหรับการลงทุนในระยะยาว ราคาหุ้นที่ปรับตัวลดลง 9% จากความผิดหวังเกี่ยวกับเป้าหมายเชิงลบในปี 2560 ของธนาคารหลังประกาศผลประกอบการไตรมาส 3/59 ส่งผลทำให้ valuation ของ **KBANK** ดูน่าสนใจมากที่สุดที่ **PBV** ต่ำเพียง 1.15 เท่า เทียบกับ **ROE** ระยะยาวที่ 15%

Forecasts and valuation

FY Dec	Unit	2014	2015	2016F	2017F	2018F
Pre-provision profit	(Bt mn)	60,396	65,851	72,300	78,829	87,207
Net profit	(Bt mn)	46,153	39,474	39,338	41,201	57,911
PPP/Sh	(Bt)	25.24	27.52	30.21	32.94	36.44
EPS	(Bt)	19.28	16.49	16.44	17.22	24.20
BVPS	(Bt)	107.41	119.42	134.01	147.23	166.92
DPS	(Bt)	4.00	4.00	4.00	4.50	5.00
PER	(x)	8.87	10.37	10.40	9.93	7.07
P/PPP	(x)	6.78	6.21	5.66	5.19	4.69
EPS growth	(%)	11.68	(14.47)	(0.34)	4.74	40.56
PBV	(x)	1.59	1.43	1.28	1.16	1.02
ROE	(%)	19.38	14.54	12.97	12.24	15.41
Dividend yields	(%)	2.34	2.34	2.34	2.63	2.92

Source: SCBS Investment Research

Financial statement

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	2014	2015	2016F	2017F	2018F
Interest & dividend income	113,578	114,354	115,115	123,257	140,616
Interest expense	30,446	29,341	25,844	27,819	32,647
Net interest income	83,132	85,012	89,271	95,437	107,969
Non-interest income	55,435	62,407	64,945	67,777	71,266
Non-interest expenses	61,419	66,656	65,828	66,951	69,411
Pre-provision profit	77,148	80,763	88,388	96,263	109,824
Provision	14,243	26,377	32,962	37,628	29,296
Pre-tax profit	62,905	54,386	55,426	58,635	80,528
Tax	12,692	10,527	11,085	11,727	16,106
Equities & minority interest	4,060	4,385	5,003	5,707	6,511
Core net profit	46,153	39,474	39,338	41,201	57,911
Extra item	0	0	0	0	0
Net profit	46,153	39,474	39,338	41,201	57,911
EPS (Bt)	19.28	16.49	16.44	17.22	24.20
DPS (Bt)	4.00	4.00	4.00	4.50	5.00

Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	2014	2015	2016F	2017F	2018F
Cash	58,006	56,226	57,452	58,142	59,197
Interbank assets	135,518	308,744	361,231	429,865	503,802
Investments	567,706	477,862	477,862	477,862	477,862
Gross loans	1,527,080	1,609,887	1,690,381	1,791,804	1,953,067
Accrued interest receivable	3,025	3,088	3,088	3,088	3,088
Loan loss reserve	50,992	64,317	86,292	113,169	132,700
Net loans	1,479,113	1,548,658	1,607,177	1,681,723	1,823,455
Total assets	2,389,137	2,555,305	2,679,090	2,835,581	3,066,103
Deposits	1,629,831	1,705,379	1,777,005	1,898,374	2,077,771
Interbank liabilities	75,694	71,466	85,759	85,759	85,759
Borrowings	87,314	85,578	85,578	85,578	85,578
Total liabilities	2,108,451	2,243,092	2,328,890	2,450,260	2,629,657
Minority interest	23,627	26,413	29,478	32,972	36,955
Paid-up capital	23,933	23,933	23,933	23,933	23,933
Total Equities	257,059	285,800	320,721	352,349	399,491
BVPS (Bt)	107.41	119.42	134.01	147.23	166.92

Key Assumptions and Financial Ratios

	2014	2015	2016F	2017F	2018F
Growth					
YoY loan growth	6.12	5.42	5.00	6.00	9.00
YoY fee & insurance income growth	16.70	9.09	3.76	4.19	5.00
Profitability					
Yield on earn'g assets (%)	5.20	4.94	4.67	4.71	4.99
Cost on int-bear'g liab (%)	1.71	1.61	1.36	1.38	1.51
Spread (%)	3.49	3.34	3.32	3.33	3.48
Net interest margin(%)	3.81	3.67	3.62	3.65	3.83
ROE (%)	19.38	14.54	12.97	12.24	15.41
Asset Quality					
NPLs/Total Loans(%)	2.36	3.07	4.03	3.73	3.35
LLR/NPLs(%)	141.38	129.96	126.62	169.45	202.74
Provision expense/Total loans (%)	0.93	1.64	1.95	2.10	1.50
Liquidity					
Loans/Deposits & borrowings (%)	88.93	89.89	90.75	90.31	90.28
Efficiency					
Cost to income ratio (%)	44.71	45.46	43.10	41.40	39.05
Capital Fund					
Capital adequacy ratio(%)	17.30	17.39	19.27	19.53	19.94
Tier-1(%)	13.49	13.78	15.83	16.33	16.98
Tier-2(%)	3.81	3.61	3.44	3.20	2.96

12-Month Cumulative directors trade

NA

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16
Interest & dividend income	28,496	28,647	28,787	28,613	28,940
Interest expense	7,402	6,823	6,587	6,490	6,589
Net interest income	21,094	21,825	22,200	22,123	22,351
Non-interest income	16,029	14,509	17,520	15,523	15,432
Non-interest expenses	15,460	19,832	14,793	15,647	15,808
Earnings before tax & provision	21,664	16,501	24,926	21,999	21,976
Provision	7,507	8,827	11,293	8,721	6,867
Pre-tax profit	14,157	7,674	13,632	13,278	15,109
Tax	2,743	1,540	2,717	2,440	2,958
Equities & minority interest	1,297	658	1,270	1,411	1,294
Core net profit	10,117	5,477	9,646	9,427	10,856
Extra item	0	0	0	0	0
Net profit	10,117	5,477	9,646	9,427	10,856
EPS (Bt)	4.23	2.29	4.03	3.94	4.54

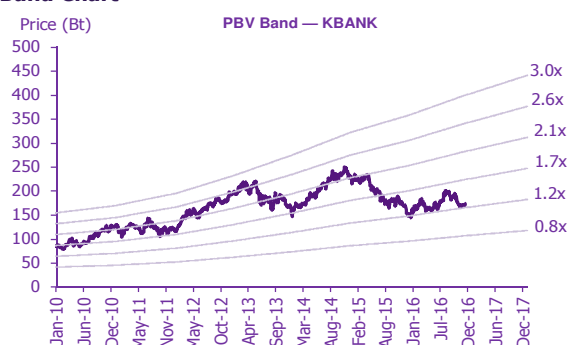
Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16
Cash	38,869	56,226	45,579	47,940	50,548
Interbank assets	311,705	308,744	402,744	378,597	351,110
Investments	475,932	477,862	483,034	524,168	584,136
Gross loans	1,577,780	1,609,887	1,613,577	1,663,968	1,671,545
Accrued interest receivable	3,003	3,088	3,135	3,254	3,398
Loan loss reserve	60,597	64,317	71,519	77,281	82,628
Net loans	1,520,186	1,548,658	1,545,193	1,589,940	1,592,314
Total assets	2,538,678	2,555,305	2,643,709	2,705,154	2,742,207
Deposits	1,677,008	1,705,379	1,747,634	1,742,114	1,774,377
Interbank liabilities	90,257	71,466	76,070	141,761	122,452
Borrowings	79,099	85,578	89,676	80,268	81,079
Total liabilities	2,231,867	2,243,092	2,325,309	2,375,345	2,400,372
Minority interest	25,930	26,413	28,679	29,778	31,256
Paid-up capital	23,933	23,933	23,933	23,933	23,933
Total Equities	280,882	285,800	289,720	300,031	310,579
BVPS (Bt)	117.36	119.42	121.06	125.37	129.77

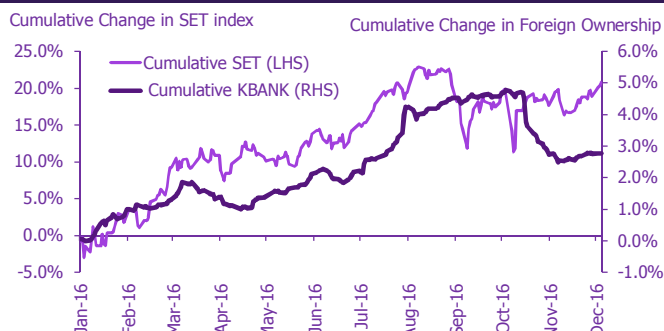
Financial Ratios

	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16
YoY loan growth	5.10	5.42	4.22	6.21	5.94
YoY fee & insurance income growth	2.26	5.00	9.41	(6.00)	(2.77)
Yield on earn'g assets (%)	4.83	4.81	4.70	4.52	4.48
Cost on int-bear'g liab (%)	1.60	1.47	1.40	1.34	1.34
Net interest margin(%)	3.57	3.67	3.63	3.49	3.46
Cost to income ratio (%)	41.92	54.71	38.13	41.73	42.24
NPLs/Total Loans(%)	2.92	3.07	3.28	3.41	3.88
LLR/NPLs(%)	131.63	129.96	135.13	136.21	127.27
Provision expense/Total loans (%)	1.90	2.19	2.80	2.10	1.64

PBV Band Chart

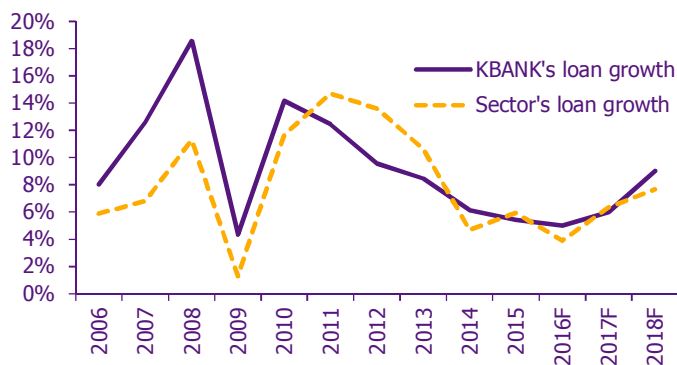


12 Month cumulative chg in foreign ownership versus cumulative chg in SET index



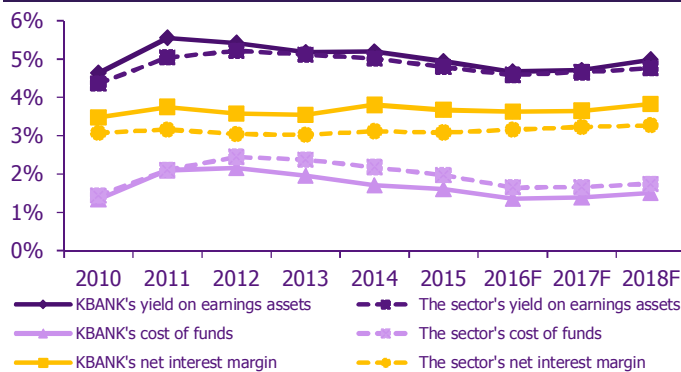
Source: SET, SCBS Investment Research

Figure 1: Loan growth



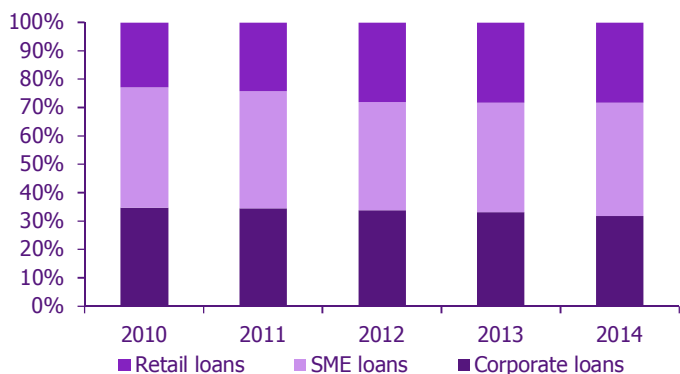
Source: KBANK and SCBS Investment Research

Figure 2: Yield on earning assets, funding cost, NIM



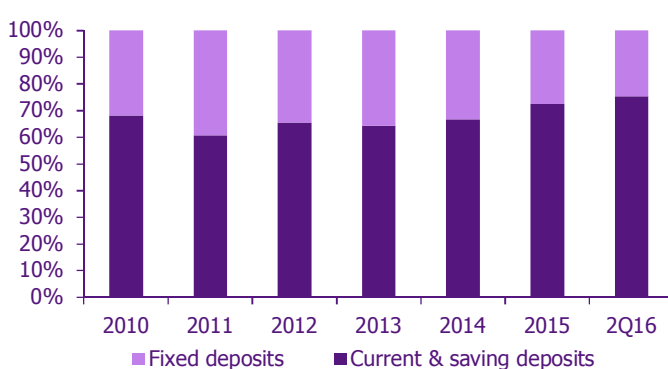
Source: KBANK and SCBS Investment Research

Figure 3: Loan breakdown by segment



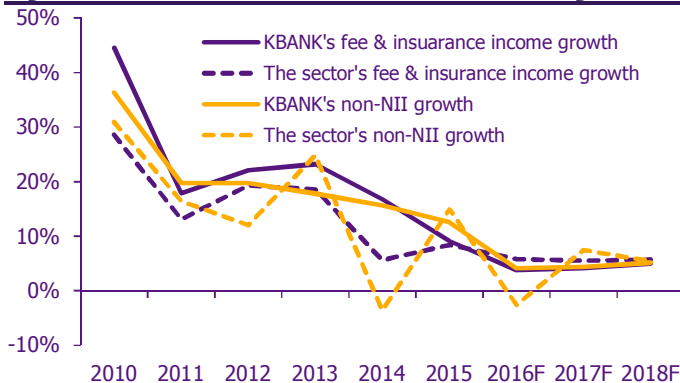
Source: KBANK and SCBS Investment Research

Figure 4: Deposit mix



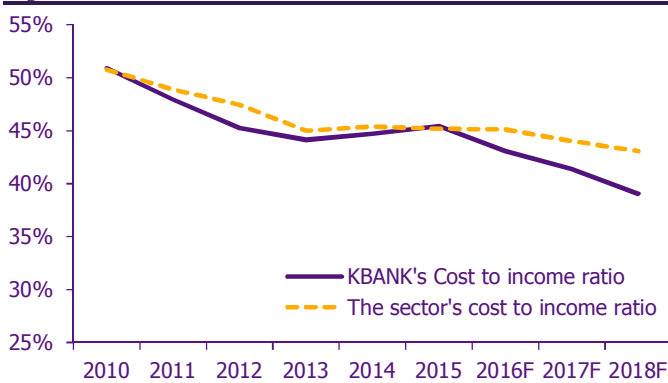
Source: KBANK and SCBS Investment Research

Figure 5: Fee & insurance income and non-NII growth



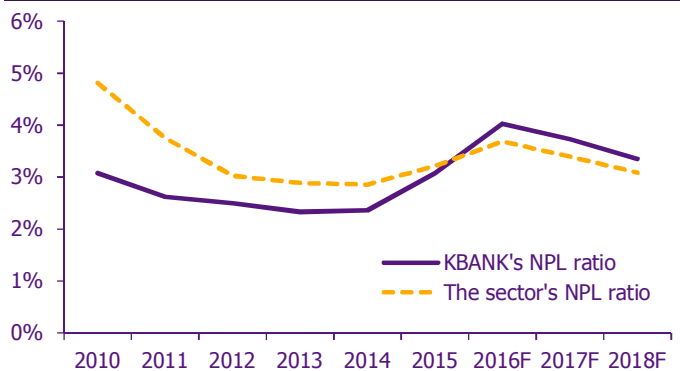
Source: KBANK and SCBS Investment Research

Figure 6: Cost to income ratio



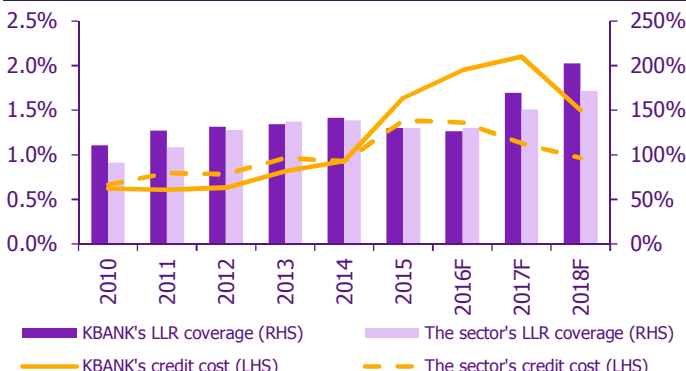
Source: KBANK and SCBS Investment Research

Figure 7: NPLs/Total loans



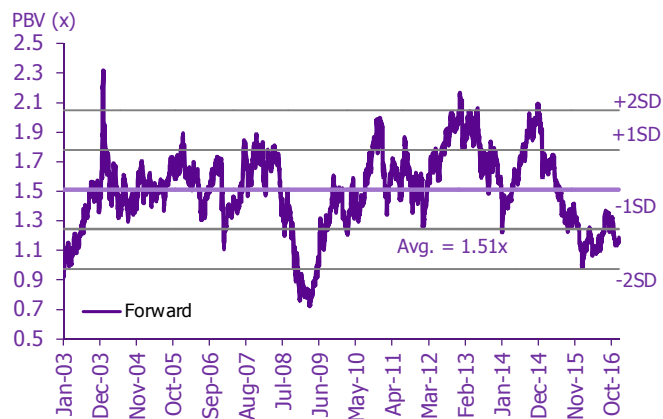
Source: KBANK and SCBS Investment Research

Figure 8: LLR coverage and credit cost



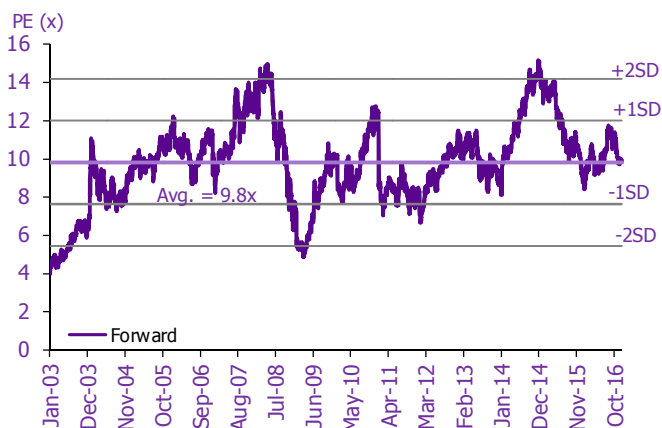
Source: KBANK and SCBS Investment Research

Figure 9: PBV vs Standard Deviation



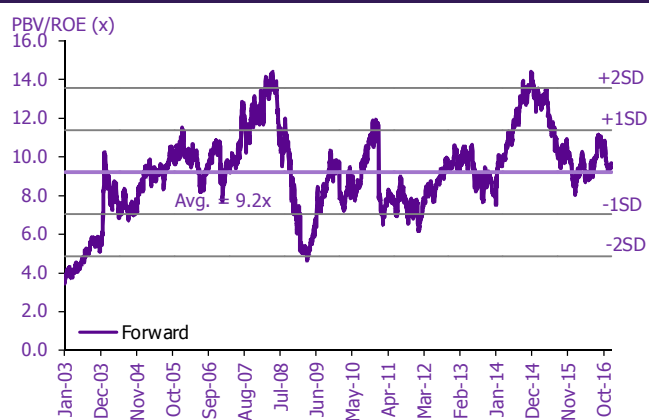
Source: SCBS Investment Research

Figure 10: PE vs Standard Deviation



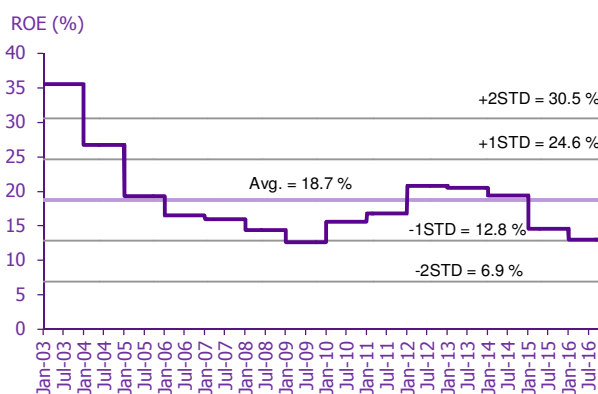
Source: SCBS Investment Research

Figure 11: PBV/ROE vs Standard Deviation



Source: SCBS Investment Research

Figure 12: ROE



Source: SCBS Investment Research

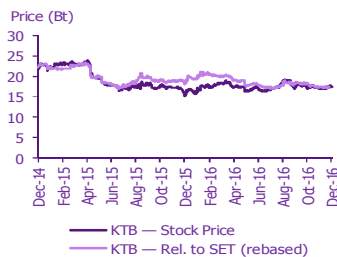
ชื่อ

Stock Data

Last close (Dec 14) (Bt)	17.50
12-m target price (Bt)	21.00
Upside (Downside) to TP (%)	20.00
Mkt cap (Btbn)	244.58
Mkt cap (US\$mn)	6,870

Bloomberg code	KTB TB
Reuters code	KT.BK
Risk rating	M
Mkt cap (%) SET	1.63
Sector % SET	13.56
Shares issued (mn)	13,976
Par value (Bt)	5.15
12-m high / low (Bt)	19.5 / 15.3
Avg. daily 6m (US\$mn)	26.96
Foreign limit / actual (%)	25 / 13
Free float (%)	44.9
Dividend policy (%)	≤ 40

Price Performance



Source: SET, SCBS Investment Research

Share performance

	1M	3M	12M
Absolute	2.9	(2.8)	11.5
Relative to SET	(0.1)	(6.5)	(4.7)

Source: SET, SCBS Investment Research

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

หุ้นธนาคารมูลค่าถูกสุดที่มีแนวโน้มได้ประโยชน์จากเศรษฐกิจขยาย

คุณภาพสินทรัพย์ของ KTB มีแนวโน้มได้รับประโยชน์มากที่สุดจากเศรษฐกิจที่ฟื้นตัวต่อเนื่อง เพราะได้รับผลกระทบมากที่สุดจากเศรษฐกิจซบเซา และมีส่วนแบ่งตลาดสินเชื่อ SME มากเป็นอันดับ 3 อีกทั้งธนาคารอาจจะสามารถจัดชั้นสินเชื่อ SSI ใหม่พ้นจาก NPL ด้วย นอกจากนี้ KTB ยังอยู่ในสถานะดีที่จะได้รับประโยชน์จากการลงทุนในโครงการขนาดใหญ่เพิ่มมากขึ้น KTB เป็น top pick ในกลุ่มธนาคารที่มี valuation น่าสนใจ

มีแนวโน้มได้รับประโยชน์จากการฟื้นตัวของเศรษฐกิจมากที่สุด เราคาดว่า SME ในกลุ่มคำสั่งและค้าปลีกจะฟื้นตัว ซึ่งจะช่วยสนับสนุนให้คุณภาพสินทรัพย์ปรับตัวดีขึ้น การมีส่วนแบ่งตลาดสินเชื่อ SME มากเป็นอันดับ 3 จะทำให้ KTB ได้รับประโยชน์อย่างมากจากการฟื้นตัวของ SME ในกลุ่มคำสั่งและค้าปลีก KTB เป็นธนาคารที่มียอด NPL เพิ่มขึ้นมากที่สุดในรอบนี้ ทำให้คุณภาพสินทรัพย์ของธนาคารมีโอกาสฟื้นตัวสูงตามการฟื้นตัวของเศรษฐกิจ NPL ของ KTB ปรับตัวเพิ่มขึ้น 4.2 หมื่นล้านบาท หรือ 74% จากสิ้นปี 2556 หลักๆ เกิดจากสินเชื่อรายใหญ่ (ปล่อยสินเชื่อ 1.05 หมื่นล้านบาทให้กับ SSI) บวกกับสินเชื่อ SME และสินเชื่อเพื่อการอุปโภคบริโภคที่ปล่อยให้กับผู้ที่ทำธุรกิจส่วนตัว เราคาดว่าอัตราส่วนค่าเผื่อหนี้สงสัยจะสูญต่อสินเชื่อรวมของ KTB จะลดลงจาก 1.75% ในปี 2559 สู่ 1.55% ในปี 2560

จัดชั้นสินเชื่อ SSI ใหม่พ้นจาก NPL เราคาดว่าแผนฟื้นฟูกิจการของ SSI จะได้รับการอนุมัติจากศาลล้มละลายกลางภายในสิ้นปีนี้ (ศาลนัดฟังคำสั่งวันที่ 15 ธ.ค.) การอนุมัติแผนฟื้นฟูกิจการจะทำให้สินเชื่อ SSI พ้นจากการเป็น NPL ซึ่งหากเป็นเช่นนั้น KTB ก็จะคงการตั้งสำรองหนี้สูญ (LLR) สำหรับสินเชื่อ SSI เอาไว้ในงบดุล ซึ่งจะหนุนให้ LLR coverage ของธนาคารปรับตัวเพิ่มขึ้น KTB ปล่อยสินเชื่อจำนวน 1.05 หมื่นล้านบาทให้แก่ SSI และการจัดชั้นสินเชื่อเหล่านี้ใหม่พ้นจาก NPL จะส่งผลทำให้ NPL ของธนาคารปรับลดลง 11% และอัตราส่วน NPL ต่อสินเชื่อรวมลดลงจาก 5.16% ณ ไตรมาส 3/59 สู่ 4.61% ซึ่งจะช่วยสนับสนุนให้อัตราส่วน LLR/NPL ปรับเพิ่มขึ้นจาก 106% ณ ไตรมาส 3/59 สู่ 118% และ LLR/required LLR ปรับเพิ่มขึ้นจาก 136% ณ ไตรมาส 3/59 สู่ 153% ทั้งนี้ยอดคงค้างสินเชื่อ SSI เป็นสินเชื่อที่ปล่อยให้กับ SSI ประเทศไทย ซึ่งสามารถชำระหนี้ได้ในขณะที่สินเชื่อที่ปล่อยให้กับ SSI UK มีการตั้งสำรองไว้ครบ 100% และตัดจำหน่ายเป็นหนี้สูญแล้ว

อยู่ในสถานะดีที่จะได้รับประโยชน์จากการลงทุนในโครงการขนาดใหญ่ ข้อมูลจากสำนักงานนโยบายและแผนการขนส่งและจราจร (สนข.) ระบุว่า การลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานขนาดใหญ่จะเพิ่มขึ้นอย่างมากจาก 4.1 หมื่นล้านบาท (0.34% ของสินเชื่อภาครัฐทั้งหมด) ในปี 2559 สู่ 8.2 หมื่นล้านบาท (0.65%) ในปี 2560, 1.31 แสนล้านบาท (0.96%) ในปี 2561, 1.72 แสนล้านบาท (1.16%) ในปี 2562, และทำจุดสูงสุดที่ 1.87 แสนล้านบาท (1.17%) ในปี 2563 เราคาดว่า การเดินทางลงทุนในโครงการขนาดใหญ่จะช่วยกระตุ้นให้ภาคเอกชนมีการลงทุนตาม โดยเฉพาะอย่างยิ่งเมื่อโครงการใหม่ๆ เริ่มเดินทางอย่างแท้จริง KTB ในฐานะที่เป็นธนาคารของรัฐจึงอยู่ในสถานะที่ดีกว่าธนาคารอื่นๆ ที่จะได้ประโยชน์จากแนวโน้มเช่นนี้ และเราคาดว่าสินเชื่อของธนาคารจะฟื้นตัวกลับมาเติบโตจาก -7% ในปี 2559 สู่ 5% ในปี 2560

Top pick ที่มี valuation น่าสนใจ เราเลือก KTB เป็นหุ้น top buy ของกลุ่มธนาคาร เนื่องจาก KTB มี valuation ที่น่าสนใจ และคุณภาพสินทรัพย์มีโอกาสฟื้นตัวสูงตามการฟื้นตัวของเศรษฐกิจเพราะมีส่วนแบ่งตลาดสินเชื่อ SME สูง หุ้น KTB ชื่อขายที่ valuation น่าสนใจมากที่สุด ที่ PER 7 เท่า เทียบกับ EPS ที่คาดว่าจะเติบโตเฉลี่ย 16% ต่อปี และ PBV 0.8 เท่า เทียบกับ ROE ระยะยาวที่ 13%

Forecasts and valuation

FY Dec	Unit	2014	2015	2016F	2017F	2018F
Pre-provision profit	(Bt mn)	51,834	59,035	62,571	62,801	68,813
Net profit	(Bt mn)	33,191	28,494	29,574	32,114	38,601
PPP/Sh	(Bt)	3.71	4.22	4.48	4.49	4.92
EPS	(Bt)	2.37	2.04	2.12	2.30	2.76
BVPS	(Bt)	16.60	17.59	19.65	21.16	23.07
DPS	(Bt)	0.90	0.76	0.78	0.85	1.02
PER	(x)	7.37	8.59	8.27	7.62	6.34
P/PPP	(x)	4.72	4.14	3.91	3.90	3.56
EPS growth	(%)	(2.18)	(14.15)	3.79	8.59	20.20
PBV	(x)	1.05	1.00	0.89	0.83	0.76
ROE	(%)	15.15	11.92	11.36	11.26	12.48
Dividend yields	(%)	5.14	4.34	4.47	4.86	5.84

Source: SCBS Investment Research

Financial statement

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	2014	2015	2016F	2017F	2018F
Interest & dividend income	128,230	132,525	128,248	128,364	143,340
Interest expense	51,072	51,657	42,324	40,994	47,183
Net interest income	77,158	80,868	85,923	87,370	96,156
Non-interest income	27,960	32,701	34,049	35,262	36,522
Non-interest expenses	48,145	50,920	52,020	53,571	55,814
Pre-provision profit	56,973	62,650	67,952	69,061	76,864
Provision	18,643	30,542	32,997	30,687	30,212
Pre-tax profit	38,330	32,108	34,955	38,374	46,652
Tax	7,184	5,605	6,991	7,675	9,330
Equities & minority interest	(2,045)	(1,990)	(1,610)	(1,415)	(1,279)
Core net profit	33,191	28,494	29,574	32,114	38,601
Extra item	0	0	0	0	0
Net profit	33,191	28,494	29,574	32,114	38,601
EPS (Bt)	2.37	2.04	2.12	2.30	2.76
DPS (Bt)	0.90	0.76	0.78	0.85	1.02

Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	2014	2015	2016F	2017F	2018F
Cash	74,770	71,470	71,617	71,667	72,082
Interbank assets	456,721	397,358	397,358	397,358	397,358
Investments	258,495	261,732	248,645	248,645	248,645
Gross loans	1,952,996	2,027,440	1,885,520	1,979,796	2,157,977
Accrued interest receivable	5,601	5,750	5,750	5,750	5,750
Loan loss reserve	76,021	85,935	106,931	127,618	149,831
Net loans	1,882,576	1,947,256	1,784,339	1,857,928	2,013,897
Total assets	2,789,143	2,815,333	2,628,293	2,704,301	2,863,114
Deposits	2,151,268	2,135,499	1,924,084	1,978,921	2,111,014
Interbank liabilities	162,015	194,243	194,243	194,243	194,243
Borrowings	146,171	116,240	116,240	116,240	116,240
Total liabilities	2,553,276	2,565,034	2,353,619	2,408,456	2,540,549
Minority interest	3,724	4,415	0	0	0
Paid-up capital	72,005	72,005	72,005	72,005	72,005
Total Equities	232,142	245,884	274,673	295,845	322,565
BVPS (Bt)	16.60	17.59	19.65	21.16	23.07

Key Assumptions and Financial Ratios

	2014	2015	2016F	2017F	2018F
Growth					
YoY loan growth	14.14	3.81	(7.00)	5.00	9.00
YoY fee & insurance income growth	18.51	14.63	3.00	3.00	3.00
Profitability					
Yield on earn'g assets (%)	5.05	4.93	4.90	4.98	5.28
Cost on int-bear'g liab (%)	2.18	2.11	1.81	1.81	2.00
Spread (%)	2.86	2.82	3.09	3.17	3.28
Net interest margin(%)	3.04	3.01	3.28	3.39	3.54
ROE (%)	15.15	11.92	11.36	11.26	12.48
Asset Quality					
NPLs/Total Loans(%)	2.94	3.76	5.32	4.53	4.08
LLR/NPLs(%)	132.24	112.52	106.53	142.16	170.30
Provision expense/Total loans (%)	0.95	1.51	1.75	1.55	1.40
Liquidity					
Loans/Deposits & borrowings (%)	85.01	90.04	92.41	94.49	96.89
Efficiency					
Cost to income ratio (%)	45.80	44.84	43.36	43.68	42.07
Capital Fund					
Capital adequacy ratio(%)	14.47	14.84	18.07	18.45	18.29
Tier-1(%)	10.64	11.17	14.07	14.59	14.70
Tier-2(%)	3.83	3.68	4.00	3.86	3.59

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16
Interest & dividend income	31,791	33,749	32,666	32,920	31,996
Interest expense	12,556	12,350	11,325	10,743	10,401
Net interest income	19,235	21,399	21,341	22,177	21,595
Non-interest income	9,531	8,553	8,823	7,985	9,198
Non-interest expenses	12,233	13,370	12,464	11,998	13,137
Earnings before tax & provision	16,533	16,582	17,700	18,165	17,656
Provision	10,453	8,849	8,623	7,741	7,636
Pre-tax profit	6,080	7,733	9,077	10,424	10,020
Tax	990	1,379	1,775	1,995	1,818
Equities & minority interest	(257)	(415)	(238)	(250)	(421)
Core net profit	5,347	6,769	7,540	8,679	8,622
Extra item	0	0	0	0	0
Net profit	5,347	6,769	7,540	8,679	8,622
EPS (Bt)	0.38	0.48	0.54	0.62	0.62

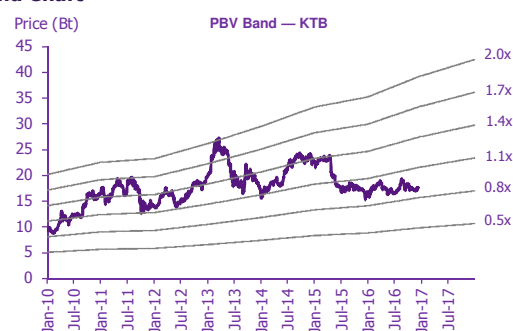
Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16
Cash	55,409	71,470	59,966	69,629	63,839
Interbank assets	333,159	397,358	496,110	494,821	446,999
Investments	308,059	261,732	245,571	243,048	239,967
Gross loans	1,984,069	2,027,440	1,990,409	1,973,367	1,906,053
Accrued interest receivable	3,246	5,750	4,220	3,185	3,378
Loan loss reserve	93,818	85,935	93,118	98,672	103,908
Net loans	1,893,497	1,947,256	1,901,512	1,877,879	1,805,523
Total assets	2,730,158	2,815,333	2,850,285	2,830,848	2,689,178
Deposits	2,072,760	2,135,499	2,092,754	2,081,903	1,973,357
Interbank liabilities	161,889	194,243	224,671	228,472	209,716
Borrowings	118,367	116,240	117,843	120,049	118,926
Total liabilities	2,487,081	2,565,034	2,582,711	2,564,957	2,413,012
Minority interest	4,144	4,415	4,312	4,605	4,928
Paid-up capital	72,005	72,005	72,005	72,005	72,005
Total Equities	238,934	245,884	263,262	261,286	271,238
BVPS (Bt)	17.09	17.59	18.83	18.69	19.40

Financial Ratios

	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16
YoY loan growth	7.10	3.81	1.86	(0.35)	(3.93)
YoY fee & insurance income growth	20.22	14.81	20.23	15.76	(17.27)
Yield on earn'g assets (%)	4.82	5.07	4.78	4.77	4.77
Cost on int-bear'g liab (%)	2.13	2.06	1.86	1.77	1.76
Net interest margin(%)	2.92	3.21	3.12	3.22	3.22
Cost to income ratio (%)	42.53	44.64	41.32	39.78	42.66
NPLs/Total Loans(%)	4.61	3.77	4.52	4.77	5.16
LLR/NPLs(%)	102.50	112.52	103.43	104.73	105.58
Provision expense/Total loans (%)	2.11	1.75	1.73	1.57	1.60

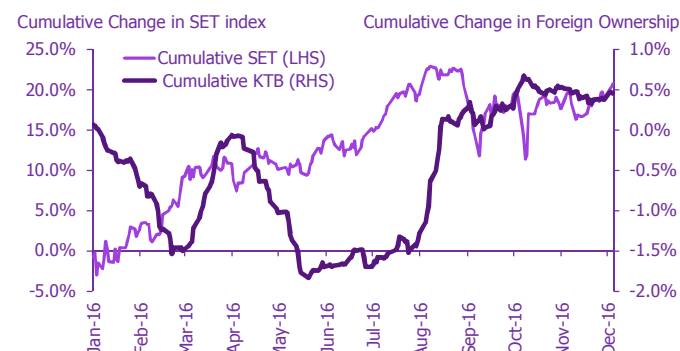
PBV Band Chart



12-Month Cumulative directors trade

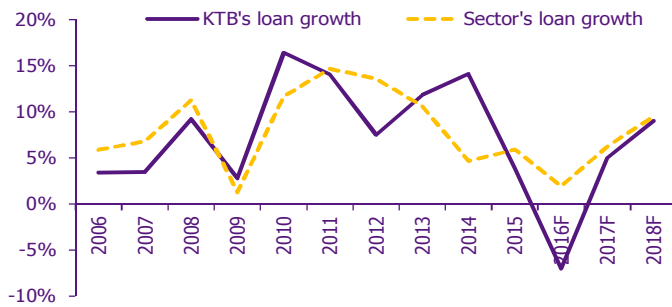
NA

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



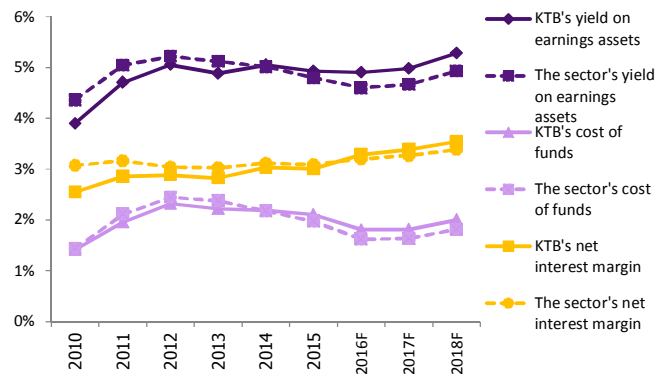
Source: SET, SCBS Investment Research

Figure 1: Loan growth



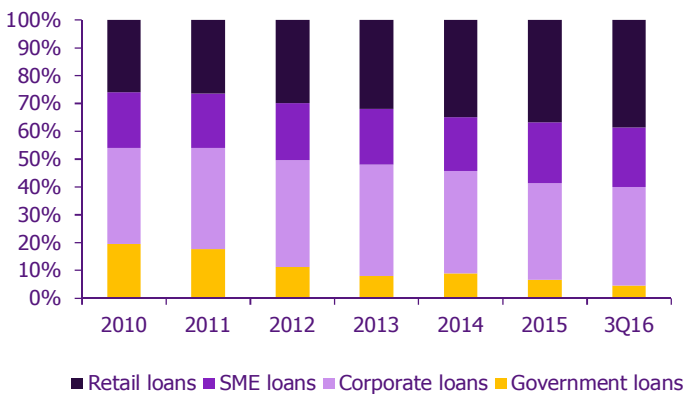
Source: KTB and SCBS Investment Research

Figure 2: Yield on earning assets, funding cost, NIM



Source: KTB and SCBS Investment Research

Figure 3: Loan breakdown by segment



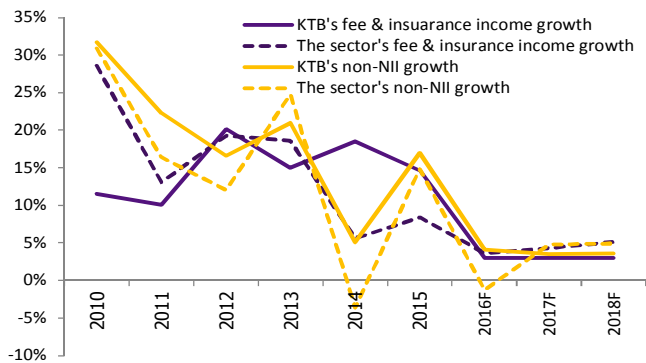
Source: KTB and SCBS Investment Research

Figure 4: Deposit mix



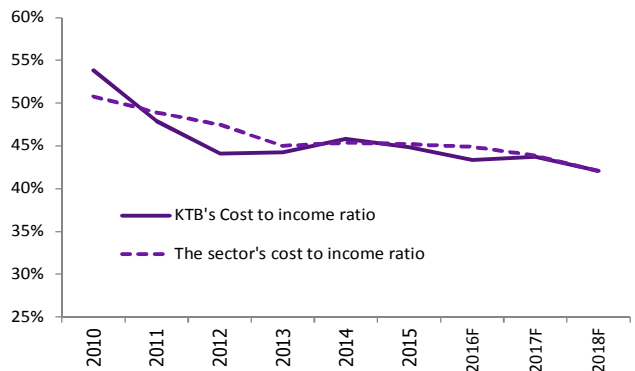
Source: KTB and SCBS Investment Research

Figure 5: Fee & insurance income and non-NII growth



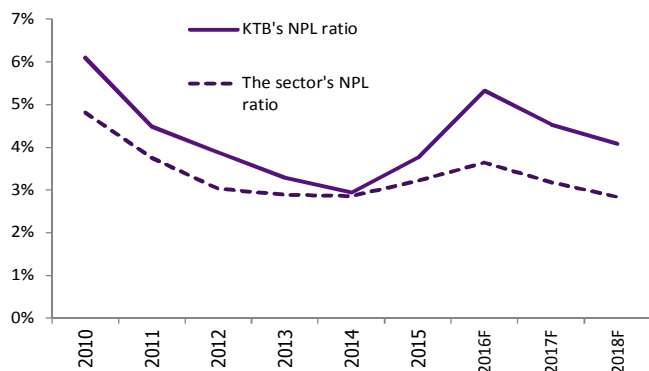
Source: KTB and SCBS Investment Research

Figure 6: Cost to income ratio



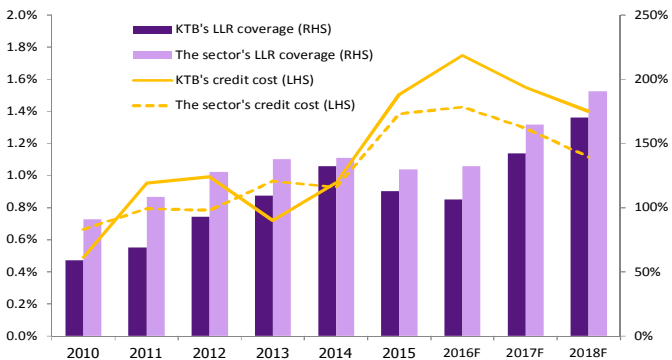
Source: KTB and SCBS Investment Research

Figure 7: NPLs/Total loans



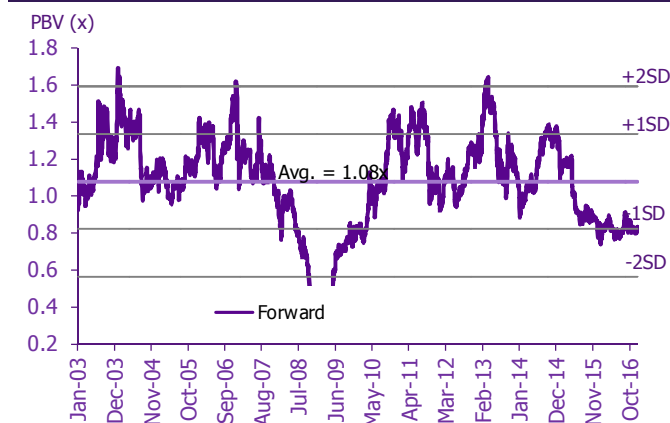
Source: KTB and SCBS Investment Research

Figure 8: LLR coverage and credit cost



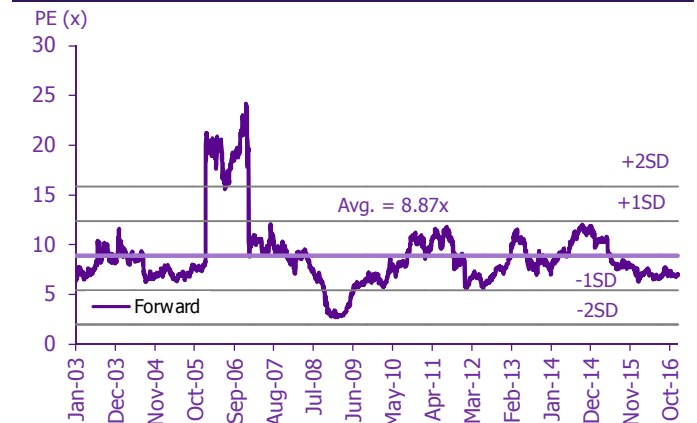
Source: KTB and SCBS Investment Research

Figure 9: PBV vs Standard Deviation



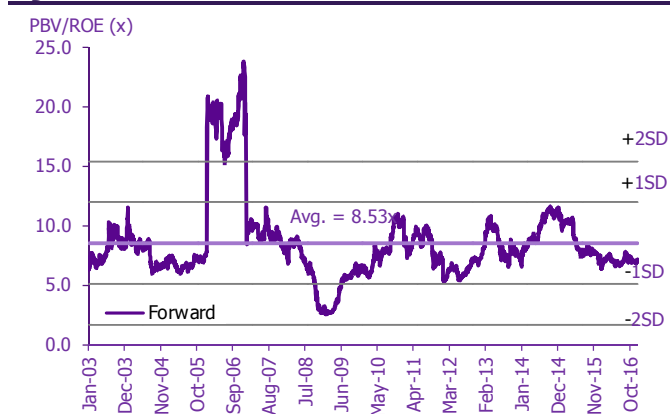
Source: SCBS Investment Research

Figure 10: PE vs Standard Deviation



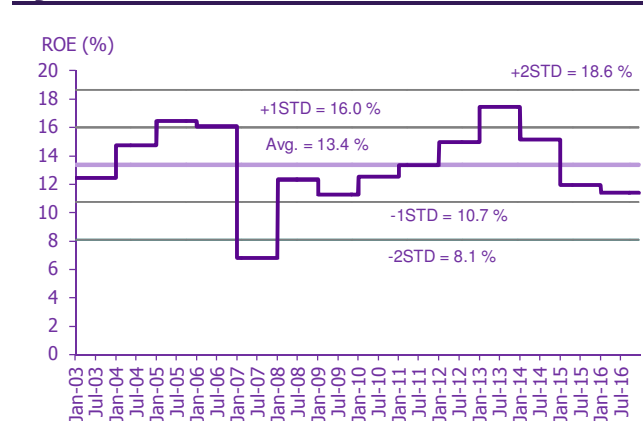
Source: SCBS Investment Research

Figure 11: PBV/ROE vs Standard Deviation



Source: SCBS Investment Research

Figure 12: ROE



Source: SCBS Investment Research

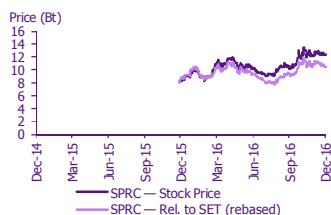
ชื่อ

Stock data

Last close (Dec 14) (Bt)	11.80
12-m target price (Bt)	15.00
Upside (Downside) to TP (%)	27.12
Mkt cap (Btbn)	51.16
Mkt cap (US\$mn)	1,437

Bloomberg code	SPRC TB
Reuters code	SPRC.BK
Risk rating	M
Mkt cap (%) SET	0.34
Sector % SET	18.34
Shares issued (mn)	4,336
Par value (Bt)	6.92
12-m high / low (Bt)	13.8 / 8.3
Avg. daily 6m (US\$mn)	6.02
Foreign limit / actual (%)	100 / 71
Free float (%)	34.0
Dividend policy (%)	≥ 50

Price Performance



Source: SET, SCBS Investment Research

Share performance

	1M	3M	12M
Absolute	(4.1)	15.7	35.6
Relative to SET	(6.9)	11.3	16.0

Source: SET, SCBS Investment Research

wsinw ฐพันธ์

นักวิเคราะห์การลงทุนวิจัยพื้นฐาน
ตำแหน่ง: นักวิเคราะห์
0-2949-1015
pornthep.jubandhu@scb.co.th

พิชยา จรรยาโธ

นักวิเคราะห์การลงทุนวิจัยพื้นฐาน
ตำแหน่ง: นักวิเคราะห์
0-2949-1008
pitchaya.janyaroj@scb.co.th

Cash cow ที่มีฐานะมั่นคง

ในฐานะบริษัทที่ประกอบธุรกิจโรงกลั่นเพียงอย่างเดียวของประเทศไทยที่ผลิตน้ำมันเบนซินได้มาก เราคาดว่ากำไรของ SPRC จะเติบโต 13% ในปี 2560 และ 4% ในปี 2561 เพราะจะได้รับประโยชน์จากอัตราการใช้กำลังการกลั่นที่เพิ่มขึ้นในปี 2560-61 รวมถึงความต้องการใช้น้ำมันเบนซินจำนวนมากอย่างต่อเนื่อง เราเริ่มต้นการวิเคราะห์ SPRC ด้วยคำแนะนำ “ซื้อ” และราคาเป้าหมาย 15.0 บาท/หุ้น โดยอิงกับอัตราส่วน core PBV ที่ 1.5 เท่า สูงกว่าค่าเฉลี่ยในอดีต (ปี 2553-2559) ของ TOP (โรงกลั่นแห่งแรกของประเทศไทย) อยู่เล็กน้อย ผลตอบแทนจากเงินปันผล 8.4% และฐานะเงินสดสุทธิในปี 2560 ทำให้ SPRC เป็นหุ้นโรงกลั่นไทยที่ดูปลอดภัยที่สุด

ค่าการกลั่นจะยังอยู่ในระดับสูงในระยะ 2-3 ปีข้างหน้า เรามีมุมมองเชิงบวกว่าอัตราการใช้กำลังการกลั่นทั่วโลกจะอยู่ในระดับที่แข็งแกร่ง โดยอิงกับการคาดการณ์ที่ว่าความต้องการใช้น้ำมันเพิ่มเติมจะสูงกว่ากำลังการกลั่นเพิ่มเติมในปี 2560-61 เราคาดว่า Singapore crack spread (ดัชนีอ้างอิงค่าการกลั่นตัวหนึ่ง) จะปรับตัวเพิ่มขึ้น 20% ในระยะ 2 ปีข้างหน้า จาก 6.1 ดอลลาร์สหรัฐ/บาร์เรลในปี 2559 สู่ 7.0 ดอลลาร์สหรัฐ/บาร์เรลในปี 2560 (+15% YoY) และ 7.4 ดอลลาร์สหรัฐ/บาร์เรลในปี 2561 (+6% YoY) ดังนั้นในฐานะบริษัทที่ประกอบธุรกิจโรงกลั่นเพียงอย่างเดียวในประเทศไทย SPRC จึงอยู่ในตำแหน่งดีที่สุดในกลุ่มโรงกลั่นที่ฟื้นตัวขึ้น

ความต้องการใช้น้ำมันเบนซินสูง SPRC เป็นหนึ่งในโรงกลั่นที่ผลิตน้ำมันเบนซินได้ในสัดส่วนสูงที่สุดในอุตสาหกรรม ทำให้บริษัทมีแนวโน้มได้รับประโยชน์จากความต้องการใช้น้ำมันเบนซินจำนวนมากอย่างต่อเนื่อง โดยได้รับปัจจัยกระตุ้นจากปริมาณการใช้น้ำมันจำนวนมากจากทั้งสองฝั่งของมหาสมุทรแปซิฟิก Figure 2 ช่วยสนับสนุนมุมมองนี้ เนื่องจากระยะทางขั้วที่ยานยนต์บนท้องถนนของสหรัฐฯ ปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างมากนับตั้งแต่กลางปี 2557 ซึ่งเป็นผลสะท้อนของราคาน้ำมันระดับต่ำ ความต้องการใช้น้ำมันเบนซินที่เพิ่มขึ้นในภูมิภาคเอเชียได้รับปัจจัยกระตุ้นจากปริมาณการใช้น้ำมันเบนซินที่เพิ่มขึ้นในจีน Figure 3 แสดงให้เห็นว่าความต้องการใช้น้ำมันเบนซินเติบโตในอัตราที่สูงกว่าความต้องการใช้น้ำมันดีเซล ทั้งนี้ในกลุ่มผู้ประกอบการโรงกลั่นภายในประเทศ SPRC สามารถผลิตน้ำมันเบนซินได้ในสัดส่วนสูง (25%) เมื่อเทียบกับผู้ประกอบการโรงกลั่นในประเทศรายอื่นๆ (เฉลี่ย 20%) รวมถึงผลิตน้ำมันชนิดกลาง (middle distillate) ได้น้อยที่ 39% เทียบกับค่าเฉลี่ยของผู้ประกอบการโรงกลั่นในประเทศรายอื่นๆ ที่ 53% SPRC ผลิตน้ำมันเบนซินได้ในสัดส่วนที่สูงขึ้นจาก 23% ในปี 2557 สู่ 25% และคาดว่าจะทำการปรับปรุงภายในต่อไปในปี 2560

กำไรปกติจะเติบโต 13% ในปี 2560 เราคาดว่ากำไรปกติจะเติบโต 13% โดยได้รับปัจจัยหนุนจากการกลั่นที่แข็งแกร่งและความต้องการใช้น้ำมันเบนซินจำนวนมาก เราตัดกำไรจากสต็อกน้ำมันซึ่งเราคาดว่าจะอยู่ที่ ~1.8 พันล้านบาทออกไป โดยมีสาเหตุมาจากภาวะราคาน้ำมันที่สูงขึ้นในปี 2560

Valuation ต่ำ เราแนะนำ “ซื้อ” SPRC ด้วยราคาเป้าหมาย 15.0 บาท/หุ้น โดยอิงกับอัตราส่วน core PBV ที่ 1.5 เท่า สูงกว่าค่าเฉลี่ยในอดีต (ปี 2553-2559) ของ TOP (โรงกลั่นแห่งแรกของประเทศไทย) อยู่เล็กน้อย เนื่องจาก ROE ของ SPRC จะอยู่ที่ 16% ในปี 2560 และ 15% ในปี 2561 เทียบกับระดับ 10% และ 11% ของ TOP นอกจากนี้เรายังชอบที่ SPRC จะรายงานกำไรปกติเติบโตอย่างแข็งแกร่งที่ 13% และ 4% ในปี 2560 และปี 2561 รวมถึงให้ผลตอบแทนจากเงินปันผลสูงที่สุดในกลุ่มโรงกลั่นที่ 8.4% ด้วย

บริษัทที่มีฐานะการเงินดี เราคาดว่า SPRC จะมีฐานะเงินสดสุทธิในปี 2560 โดยหนี้สินระยะยาวทั้งหมดจะถูกชำระคืนหมดภายในปี 2561 SPRC เป็นหนึ่งในโรงกลั่นที่มีประสิทธิภาพการผลิตที่ดีที่สุดในประเทศไทย โดยมีดัชนีวัดความซับซ้อนของเนลสัน (Nelson complexity) ต่อ ROA ในระดับต่ำที่สุดในกลุ่มโรงกลั่น (Figure 1) และมีความยืดหยุ่นในการเลือกใช้น้ำมันดิบสูงผ่านหน่วยกำจัดกำมะถันในน้ำมันโดยใช้ไฮโดรเจนรวม (hydrotreating) และหน่วยกำจัดปรอท ซึ่งทำให้บริษัทสามารถจัดซื้อน้ำมันดิบในประเทศที่มีความหนาแน่นสูงที่มีราคาต่ำกว่าน้ำมันดิบในตะวันออกกลาง และสามารถใช้น้ำมันดิบตั้งต้นที่มีราคาถูกที่สุดได้ตลอดเวลา นโยบายจ่ายเงินปันผลของ SPRC อยู่ที่ 50% ดังนั้นผลตอบแทนจากเงินปันผลในปี 2560 จะอยู่ที่ 7.8% สูงกว่าค่าเฉลี่ยของหุ้นโรงกลั่นในประเทศที่ 4.7% และหุ้นโรงกลั่นในตลาดภูมิภาคที่ 3.3% อย่างมาก

Forecasts and Valuation

Year to 31 Dec	Unit	2014	2015	2016F	2017F	2018F
Revenue	(Btmn)	229,325	178,877	142,521	174,464	194,214
EBITDA	(Btmn)	(6,212)	12,924	13,001	13,143	13,322
Core profit	(Btmn)	6,613	12,292	6,080	6,362	7,123
Reported profit	(Btmn)	(6,271)	11,951	7,188	8,114	8,218
Core EPS	(Bt)	1.61	2.83	1.40	1.47	1.64
DPS	(Bt)	1.00	0.24	0.83	0.94	0.95
P/E, core	(x)	7.3	4.2	8.4	8.0	7.2
EPS growth, core	(%)	91.1	75.9	(50.5)	4.6	12.0
P/BV, core	(x)	1.1	1.4	1.3	1.1	1.0
ROE	(%)	13.5	30.1	15.7	14.8	15.1
Dividend yield	(%)	8.5	2.0	7.0	7.9	8.0
EV/EBITDA	(x)	(7.4)	4.0	4.1	3.8	3.5

Source: SCBS Investment Research

Financial statement

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	2014	2015	2016F	2017F	2018F
Total revenue	229,325	178,877	142,521	174,464	194,214
Cost of goods sold	(237,228)	(167,752)	(131,573)	(163,327)	(182,757)
Gross profit	(7,903)	11,125	10,948	11,138	11,457
SG&A	(865)	(1,222)	(829)	(974)	(1,192)
Other income	34	221	32	33	34
Interest expense	(19)	(9)	(87)	(55)	(28)
Pre-tax profit	(7,810)	10,610	10,796	10,142	10,272
Corporate tax	1,442	(2,382)	(2,182)	(2,028)	(2,054)
Equity a/c profits	0	0	0	0	0
Minority interests	0	0	0	0	0
Core profit	6,613	12,292	6,080	6,362	7,123
Extra-ordinary items	(12,980)	(4,065)	2,534	1,752	1,095
Net Profit	(6,271)	11,951	7,188	8,114	8,218
EBITDA	(6,212)	12,924	13,001	13,143	13,322
Core EPS (Bt)	1.61	2.83	1.40	1.47	1.64
Net EPS (Bt)	(1.55)	1.90	1.99	1.87	1.90
DPS (Bt)	1.00	0.24	0.83	0.94	0.95

Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	2014	2015	2016F	2017F	2018F
Total current assets	29,758	21,881	30,104	34,187	37,949
Total fixed assets	38,719	39,240	38,808	38,524	37,887
Total assets	68,477	61,122	68,913	72,710	75,837
Total loans	0	3,988	7,618	5,501	2,752
Total current liabilities	23,438	20,021	21,423	23,509	25,277
Total long-term liabilities	196	4,376	6,812	4,061	1,311
Total liabilities	23,634	24,397	28,234	27,570	26,587
Paid-up capital	41,030	30,004	30,004	30,004	30,004
Total equity	44,843	36,725	40,678	45,141	49,249
BVPS (Bt)	10.93	8.47	9.38	10.41	11.36

Cash Flow Statement (Btmn)

FY December 31	2014	2015	2016F	2017F	2018F
Core Profit	6,613	12,292	6,080	6,362	7,123
Depreciation and amortization	2,522	2,800	35	2,946	3,022
Operating cash flow	3,432	26,465	6,429	9,802	9,821
Investing cash flow	(2,671)	(3,321)	397	(2,662)	(2,386)
Financing cash flow	(1,856)	(21,481)	(5,632)	(5,768)	(6,859)
Net cash flow	(1,094)	1,662	1,195	1,372	576

Key Financial Ratios

	2014	2015	2016F	2017F	2018F
Gross margin(%)	-3.4	6.2	7.7	6.4	5.9
Operating margin(%)	-3.8	5.5	7.1	5.8	5.3
EBITDA margin(%)	-2.7	7.2	9.1	7.5	6.9
EBIT margin(%)	-3.8	5.7	9.1	5.8	5.3
Net profit margin(%)	-2.8	4.6	6.0	4.7	4.2
ROE (%)	13.5	30.1	15.7	14.8	15.1
ROA (%)	8.3	19.0	9.4	9.0	9.6
Net D/E (x)	-0.1	0.0	0.1	-0.0	-0.1
Interest coverage (x)	-326.8	1,479.5	149.6	238.9	484.3
Debt service coverage (x)	-326.8	9.7	5.9	4.7	4.8
Payout Ratio (%)	-64.4	12.6	41.7	50.0	50.0

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16
Total revenue	43,408	40,560	33,408	38,419	38,956
Cost of goods sold	(44,120)	(37,871)	(31,295)	(34,613)	(37,534)
Gross profit	(712)	2,689	2,113	3,806	1,422
SG&A	(348)	(368)	(239)	(223)	(201)
Other income	447	49	284	207	273
Interest expense	(1)	(5)	(13)	(22)	(30)
Pre-tax profit	(615)	2,365	2,144	3,768	1,464
Corporate tax	6	(519)	(441)	(765)	(292)
Equity a/c profits	0	0	0	0	0
Minority interests	0	0	0	0	0
Core profit	2,240	4,001	2,333	489	1,171
Extra-ordinary items	(2,849)	(2,156)	(630)	2,513	1
Net Profit	2,241	1,637	845	2,942	666
EBITDA	(676)	3,093	2,375	4,129	1,677
Core EPS (Bt)	0.08	0.13	0.08	0.02	0.04
Net EPS (Bt)	(0.02)	0.06	0.06	0.10	0.04

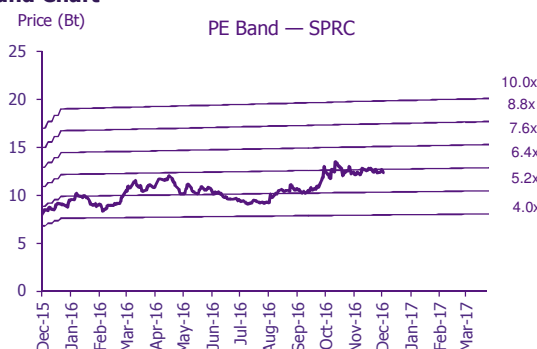
Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16
Total current assets	25,349	21,881	25,177	22,601	21,035
Total fixed assets	40,153	39,240	37,689	36,977	35,869
Total assets	65,502	61,122	62,866	59,578	56,904
Total loans	10,319	9,746	10,413	12,682	12,800
Total current liabilities	30,435	20,021	21,533	14,340	14,432
Total long-term liabilities	1,813	4,376	3,764	5,897	4,797
Total liabilities	32,248	24,397	25,296	20,237	19,229
Paid-up capital	28,392	30,004	30,004	30,004	30,004
Total equity	33,254	36,725	37,570	39,341	37,675
BVPS (Bt)	1.17	1.22	1.25	1.31	1.26

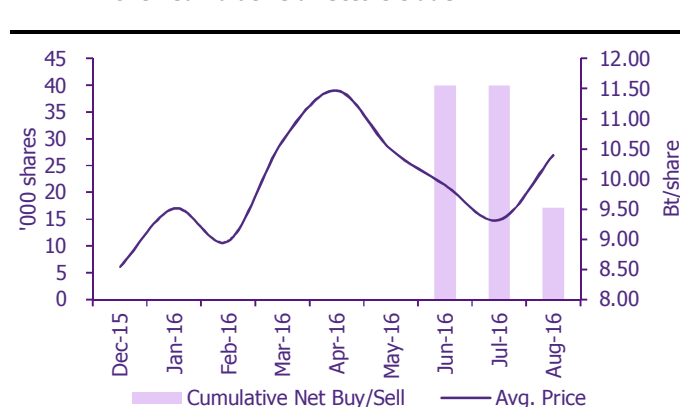
Main Assumptions

	2013	2015	2016F	2017F	2018F
Dubai crude oil (US\$/bbl)	97	51	41	55	65
Avg. GRM (US\$/bbl)	6.2	10.4	6.6	6.8	7.2
Crude intake (mil bbl)	55	59	59	59	59
Utilization rate - refinery (%)	92%	97%	97%	97%	97%
FX (Bt/US\$)	32.48	34.30	35.40	36.50	36.50

PE Band Chart

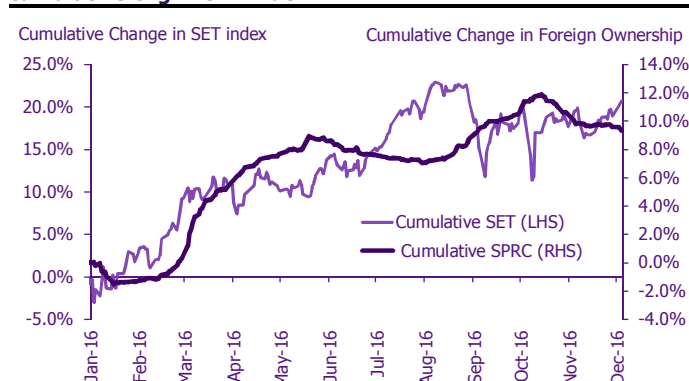


12-Month Cumulative directors trade



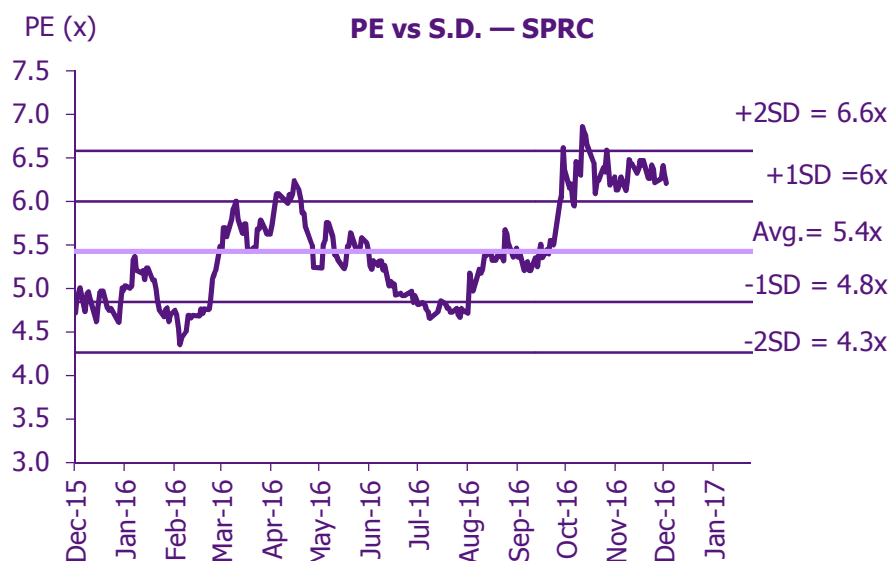
Source: SEC

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



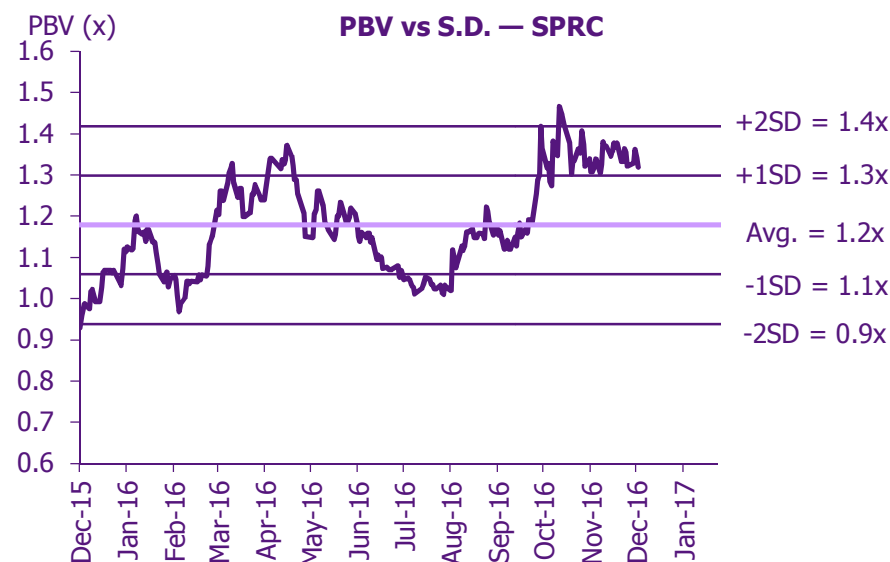
Source: SET, SCBS Investment Research

Figure 1: PE vs Standard Deviation



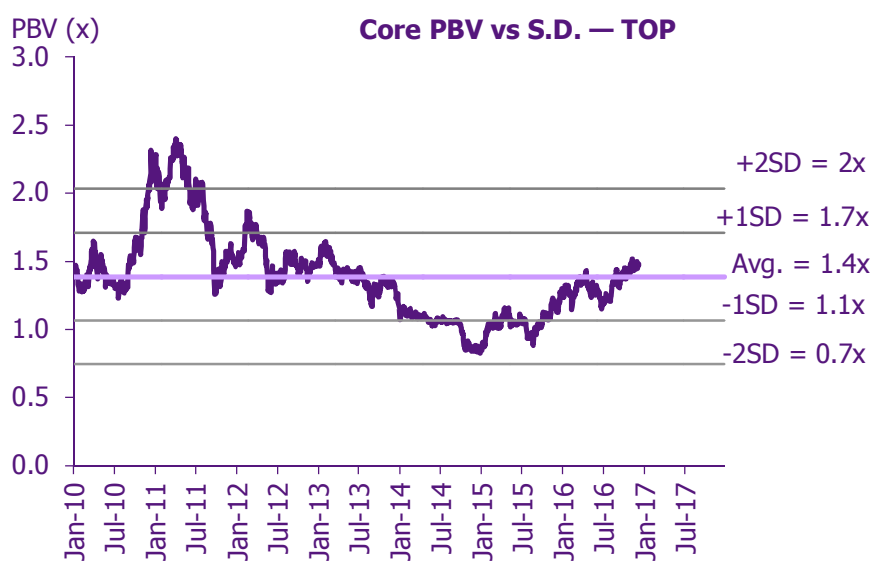
Source: SCBS Investment Research

Figure 2: PBV vs Standard Deviation



Source: SCBS Investment Research

Figure 3: TOP's historical PBV band for Reference



Source: SCBS Investment Research

ข้อ

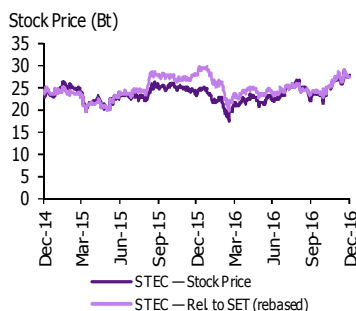
งานในมือมีแนวโน้มเพิ่มขึ้น

Stock Data

Last close (Dec 14) (Bt)	27.25
12-m target price (Bt)	32.50
Upside (Downside) to TP (%)	19.27
Mkt cap (Btbn)	41.56
Mkt cap (US\$mn)	1,167

Bloomberg code	STEC TB
Reuters code	STEC.BK
Risk rating	M
Mkt cap (%) SET	0.28
Sector % SET	1.53
Shares issued (mn)	1,525
Par value (Bt)	1.00
12-m high / low (Bt)	29 / 17.5
Avg. daily 6m (US\$mn)	6.25
Foreign limit / actual (%)	49 / 36
Free float (%)	70.6
Dividend policy (%)	≤ 40

Price Performance



Share performances

	1M	3M	12M
Absolute	0.9	16.0	14.5
Relative to SET	(2.0)	11.5	(2.1)

Source: SET, SCBS Investment Research

การเซ็นสัญญางานใหม่ห้อยลงส่งผลทำให้งานในมือของ STEC อยู่ในระดับต่ำที่ 3.81 หมื่นล้านบาท แต่เราคาดว่างานในมือของบริษัทจะเพิ่มขึ้นสู่ 8.8 หมื่นล้านบาท สูงสุดเป็นประวัติการณ์ หลังจากบริษัทเป็นผู้เสนอราคาประมูลต่ำสุดในโครงการรถไฟฟ้าสายสีชมพูและสายสีเหลือง โดยอิงกับประสบการณ์และฐานะการเงินที่แข็งแกร่งของบริษัท นอกจากนี้บริษัทยังเป็นผู้เสนอราคาประมูลต่ำสุดสำหรับสายสีส้มด้วย เราคาดการณ์รายได้ปี 2559 ที่ 1.92 หมื่นล้านบาท (เติบโต 5%) หลังจากนั้นจะเพิ่มขึ้นมากด้วยอัตราเติบโตเฉลี่ยสูงถึง 183% ต่อปีในปี 2560-2561 เราแนะนำ "ซื้อ" STEC ด้วยราคาเป้าหมายปลายปี 2560 ที่ 32.5 บาท/หุ้น อ้างอิงอัตราส่วน EV ต่องานในมือที่ 0.5 เท่า

การผลักดัน Action Plan ส่งสัญญาณถึงแนวโน้มที่ดี รัฐบาลผลักดันการลงทุนโครงสร้างพื้นฐานใน ฐานะที่เป็นนโยบายหลักของประเทศมานานกว่า 10 ปีแล้ว แต่มีความคืบหน้าช้าลงเพราะเหตุผลหลายอย่างด้วยกัน ปีนี้เป็นปีที่มีการเปลี่ยนแปลงในทางที่ดีเกิดขึ้น เพราะโครงการที่รัฐบาลเปิดประมูลมีมูลค่าสูงถึง 3 แสนล้านบาท สูงกว่าโครงการทั้งหมดในช่วง 7 ปีก่อนหน้า (ปี 2551-2558) ถึง 34% แม้มูลค่าโครงการในปีนี้ไม่ถึงเป้าที่วางไว้ในตอนแรกก็ 1.8 ล้านล้านบาท แต่ก็เห็นได้ชัดแล้วว่าโครงการภาครัฐปรับตัวเพิ่มขึ้นมาก และโครงการส่วนใหญ่ที่เหลืออยู่ในแผนปฏิบัติการด้านคมนาคมขนส่งระยะเร่งด่วน หรือ Action Plan (ประมาณ 1.2 ล้านล้านบาท) จะเกิดขึ้นในปี 2560

งานในมือของ STEC จะทำสถิติสูงสุดเป็นประวัติการณ์ ปี 2559 มีแนวโน้มที่จะเป็นปีแห่งประวัติการณ์ของ STEC ด้วยการเซ็นสัญญาโครงการใหม่มูลค่า 4.79 พันล้านบาท และเป็นผู้เสนอราคาประมูลต่ำสุดสำหรับโครงการรถไฟฟ้าสายสีชมพู (น่าจะได้อำนาจโยธาเพิ่มมูลค่า 2.0 หมื่นล้านบาท), สายสีเหลือง (2.2 หมื่นล้านบาท), และสายสีส้ม (1.7 หมื่นล้านบาท) กิจการร่วมค้า BSR (BTS-STEC-RATCH) ชนะการประมูลโครงการรถไฟฟ้าสายสีชมพูและสายสีเหลือง โดยอิงกับความสามารถในการแข่งขันของบริษัท (ประสบการณ์ด้านงานก่อสร้างและความพร้อมด้านแหล่งเงินทุน) และเราใช้สมมติฐานว่า STEC จะได้อำนาจโยธาทั้งหมดในฐานะที่เป็นบริษัทรับเหมาก่อสร้างเพียงรายเดียวในกิจการร่วมค้า BSR ในขณะที่กิจการร่วมค้า CK-STEC ชนะการประมูลสายสีส้ม และเราใช้สมมติฐานว่า STEC จะได้ส่วนแบ่งงานโยธาเท่ากับสัดส่วนการถือหุ้น 40% ในกิจการร่วมค้าดังกล่าว เราคาดว่ากำไรจะคัดเลือกให้ดำเนินการก่อสร้าง และเซ็นสัญญาจะเกิดขึ้นในช่วงครึ่งแรกปี 60 นอกจากนี้เราก็คาดว่า STEC จะชนะการประมูลอีก 2.0 หมื่นล้านบาทในปี 2560 จากโครงการรถไฟฟ้าวงคูมูลค่า 1.01 แสนล้านบาทด้วยโครงการเหล่านี้เป็นส่วนหนึ่งของ Action Plan ปี 2559 และมีเอกสารการประมูลพร้อมแล้ว โดยสรุปแล้ว STEC มีแนวโน้มที่จะมีงานในมือเพิ่มขึ้นสู่ 8.8 หมื่นล้านบาทภายในสิ้นปี 2560

รายได้ อัตรากำไร และกำไร เราคาดการณ์รายได้ปี 2559 ที่ 1.92 หมื่นล้านบาท (เติบโต 5%) หลังจากนั้นจะเพิ่มขึ้นอย่างมากสู่ 5.46 หมื่นล้านบาทในปี 2561 คิดเป็นอัตราเติบโตเฉลี่ย 138% ต่อปี (ปี 2559-2561) โดยได้รับปัจจัยหนุนจากการรับรู้รายได้บางส่วนจากโครงการรถไฟฟ้า 3 โครงการในปี 2560 และการรับรู้รายได้ตลอดทั้งปีจากโครงการเหล่านี้ในปี 2561 อัตรากำไรขั้นต้นน่าจะลดลงจาก 10.5% ในปี 2559 สู่ 9.2% ในปี 2561 โดยเกิดจากต้นทุนที่เพิ่มขึ้นทั้งต้นทุนวัสดุก่อสร้างและค่าแรง เนื่องจากราคาสินค้าโภคภัณฑ์ทั่วโลกทำจุดต่ำสุดไปแล้วและจะเริ่มปรับตัวเพิ่มขึ้น บวกกับการขึ้นค่าแรงขั้นต่ำ เราคาดว่าอัตรากำไรสุทธิจะลดลงจาก 5.7% ในปี 2559 สู่ 5.0% ในปี 2561 แต่จะได้รับการชดเชยมากเกินพอโดยรายได้ที่เติบโตเพิ่มขึ้น

ราคาเป้าหมายปลายปี 2560 อยู่ที่ 32.5 บาท/หุ้น เราแนะนำ "ซื้อ" STEC ด้วยราคาเป้าหมายปลายปี 2560 ที่ 32.5 บาท/หุ้น ซึ่งให้ upside 19% ราคาเป้าหมายของเราอิงกับอัตราส่วน EV ต่องานในมือที่ 0.5 เท่า (ค่าเฉลี่ย 10 ปีของบริษัทในระหว่างปี 2549-2558) และประมาณการงานในมือปี 2560 ของเราที่ 8.8 หมื่นล้านบาท ในขณะที่วิธีประเมินราคาเป้าหมายของเราดูไม่ใช่วิธีที่นิยมใช้กันมากนัก แต่เราเชื่อว่าสะท้อนการเคลื่อนไหวของราคาหุ้นกลุ่มรับเหมาก่อสร้างตามโครงการที่เข้ามาแทนการรับรู้รายได้ซึ่งเข้ามาที่หลังได้ดีกว่า

Forecasts and valuation

Year to 31 Dec	Unit	2014	2015	2016F	2017F	2018F
Revenue	(Btmn)	21,652	18,331	19,297	32,377	54,690
EBITDA	(Btmn)	2,365	1,926	1,963	2,673	3,995
Core profit	(Btmn)	1,530	1,097	1,111	1,693	2,761
Reported profit	(Btmn)	1,521	1,527	1,093	1,675	2,743
Core EPS	(Bt)	1.00	0.72	0.73	1.11	1.81
DPS	(Bt)	0.40	0.33	0.29	0.44	0.72
P/E, core	(x)	27.16	37.88	37.42	24.55	15.05
EPS growth, core	(%)	5.77	(28.30)	1.25	52.42	63.08
P/BV, core	(x)	4.86	4.37	4.11	3.65	3.09
ROE	(%)	18.74	12.15	11.32	15.76	22.23
Dividend yield	(%)	1.47	1.21	1.05	1.61	2.64
EV/EBITDA	(x)	15.22	20.50	19.17	13.46	8.30

Source: SCBS Investment Research

chananthorn.pichayapanupat@scb.co.th

นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1016

chananthorn.pichayapanupat@scb.co.th

Financial statement

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	2014	2015	2016F	2017F	2018F
Total revenue	21,652	18,331	19,297	32,377	54,690
COGS	19,435	16,599	17,327	29,317	49,650
Gross profit	2,217	1,731	1,971	3,060	5,040
SG&A	(583)	(448)	(591)	(971)	(1,641)
Other income	292	131	0	0	0
Interest expense	(18)	(13)	(9)	(3)	-
Pre-tax profit	1,919	1,419	1,388	2,116	3,451
Corporate tax	(389)	(321)	(278)	(423)	(690)
Equity a/c profits	11	17	18	31	52
Minority interests	10	18	18	18	18
Core profit	1,530	1,097	1,111	1,693	2,761
Extra item	0	448	0	0	0
Net Profit	1,521	1,527	1,093	1,675	2,743
EBITDA	2,365	1,926	1,963	2,673	3,995
Core EPS (Bt)	1.00	0.72	0.73	1.11	1.81
Net EPS (Bt)	1.00	1.00	0.72	1.10	1.80
DPS (Bt)	0.40	0.33	0.29	0.44	0.72

Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	2014	2015	2016F	2017F	2018F
Total current assets	18,562	15,572	15,895	25,668	42,358
Total fixed assets	6,442	7,089	7,033	7,109	7,287
Total assets	25,004	22,661	22,928	32,777	49,645
Total loans	0	0	0	0	0
Total current liabilities	15,927	12,649	12,367	20,659	34,921
Total long-term liabilities	528	505	445	747	1,262
Total liabilities	16,454	13,153	12,812	21,406	36,183
Paid-up capital	1,525	1,525	1,525	1,525	1,525
Total equity	8,549	9,508	10,116	11,372	13,463
BVPS (Bt)	5.61	6.23	6.63	7.46	8.83

Cash Flow Statement (Btmn)

FY December 31	2014	2015	2016F	2017F	2018F
Core Profit	1,530	1,097	1,111	1,693	2,761
Depreciation and amortization	(427)	(494)	(565)	(554)	(544)
Operating cash flow	(605)	(1,724)	2,968	2,772	4,194
Investing cash flow	1,194	1,243	19	(612)	(693)
Financing cash flow	(795)	(614)	(584)	(519)	(670)
Free cash flow	588	(481)	2,987	2,160	3,501

Key Financial Ratios

	2014	2015	2016F	2017F	2018F
Gross margin(%)	10.2	9.4	10.2	9.5	9.2
Operating margin(%)	7.5	7.0	7.1	6.5	6.2
EBITDA margin(%)	10.9	10.5	10.2	8.3	7.3
EBIT margin(%)	8.9	7.8	7.2	6.5	6.3
Net profit margin(%)	7.0	8.3	5.7	5.2	5.0
ROE (%)	18.7	12.2	11.3	15.8	22.2
ROA (%)	6.1	4.6	4.9	6.1	6.7
Net D/E (x)	Net Cash	Net Cash	Net Cash	Net Cash	Net Cash
Payout Ratio (%)	40.1	33.0	40.0	40.0	40.0

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16
Total revenue	4,690	4,427	4,486	3,805	4,823
COGS	4,235	4,109	4,079	3,450	4,435
Gross profit	454	319	407	355	388
SG&A	(156)	(11)	(109)	(122)	(111)
Other income	30	(18)	21	18	16
Interest expense	(3)	(3)	(2)	(2)	(3)
Pre-tax profit	332	295	324	253	296
Corporate tax	(60)	(119)	(54)	(47)	(61)
Equity a/c profits	7	8	8	4	7
Minority interests	2	14	2	2	2
Core profit	272	177	270	206	235
Extra item	0	448	0	0	0
Net Profit	270	611	268	204	233
EBITDA	471	401	457	384	431
Core EPS (Bt)	0.18	0.12	0.18	0.14	0.15
Net EPS (Bt)	0.18	0.40	0.18	0.13	0.15

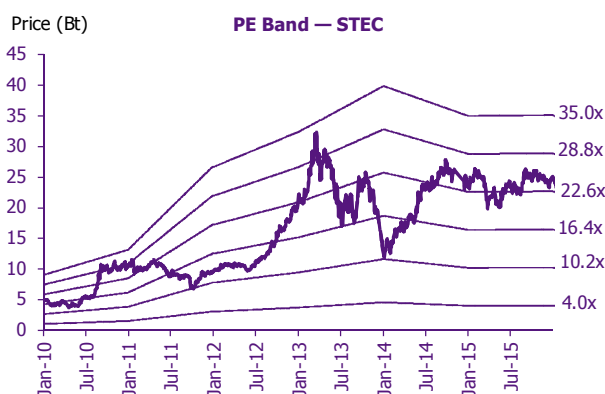
Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16
Total current assets	16,941	15,572	16,724	15,914	16,857
Total fixed assets	6,504	7,089	7,007	6,920	7,390
Total assets	23,446	22,661	23,731	22,835	24,247
Total loans	0	0	0	0	500
Total current liabilities	14,129	12,649	13,425	12,819	13,966
Total long-term liabilities	437	505	528	533	563
Total liabilities	14,566	13,153	13,953	13,352	14,529
Paid-up capital	1,525	1,525	1,525	1,525	1,525
Total equity	8,880	9,508	9,779	9,483	9,718
BVPS (Bt)	5.82	6.23	6.41	6.22	6.37

Main Assumptions

	2014	2015	2016F	2017F	2018F
Beginning Backlog	51,088	47,821	50,336	38,132	88,847
Adding between year	18,285	20,753	7,000	83,000	45,000
Revenue Recognized	21,552	18,238	19,204	32,284	54,597
Ending Backlog	47,821	50,336	38,132	88,847	79,250
Backlog/share	31.4	33.0	25.0	58.3	52.0
SG&A/Sales (%)	2.7	2.4	3.1	3.0	3.0

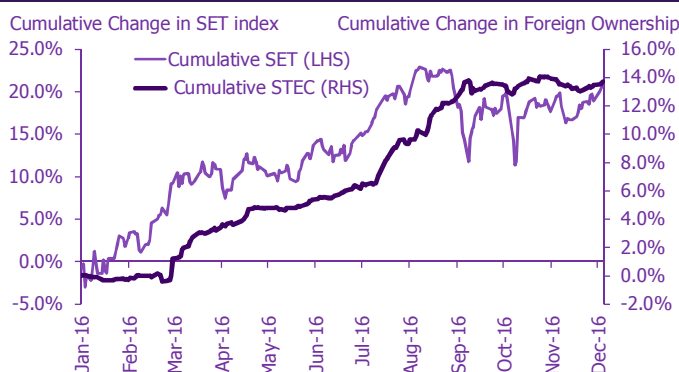
PE band chart



12-Month Cumulative directors trade

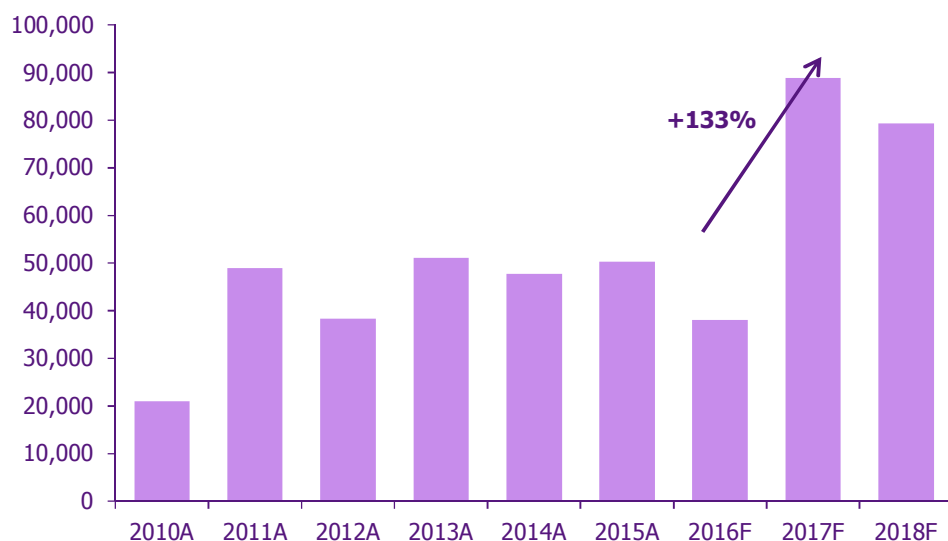
NA

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



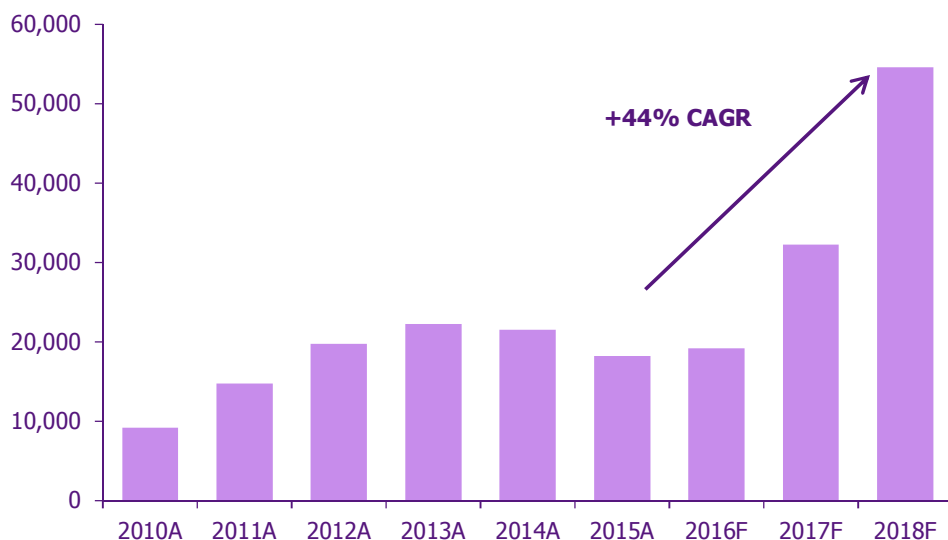
Source: SET, SCBS Investment Research

Figure 1: STEC' Backlog



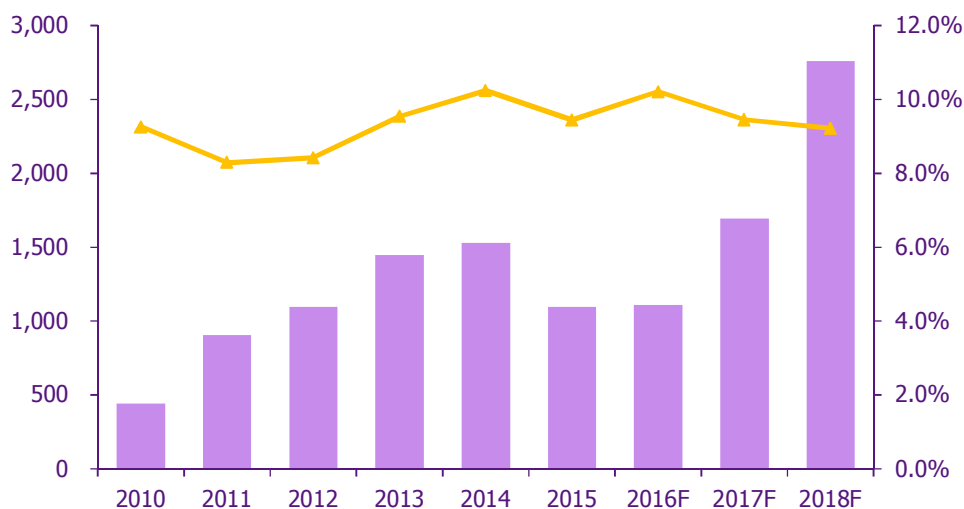
Source: Company, SCBS Investment Research

Figure 2: Revenue recognition



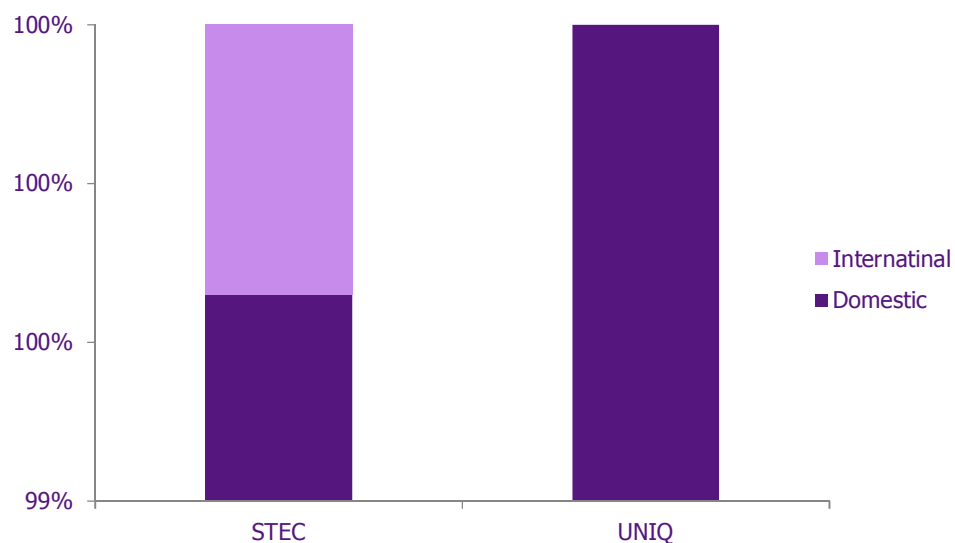
Source: Company, SCBS Investment Research

Figure 3: Gross margin and core profit (STEC)



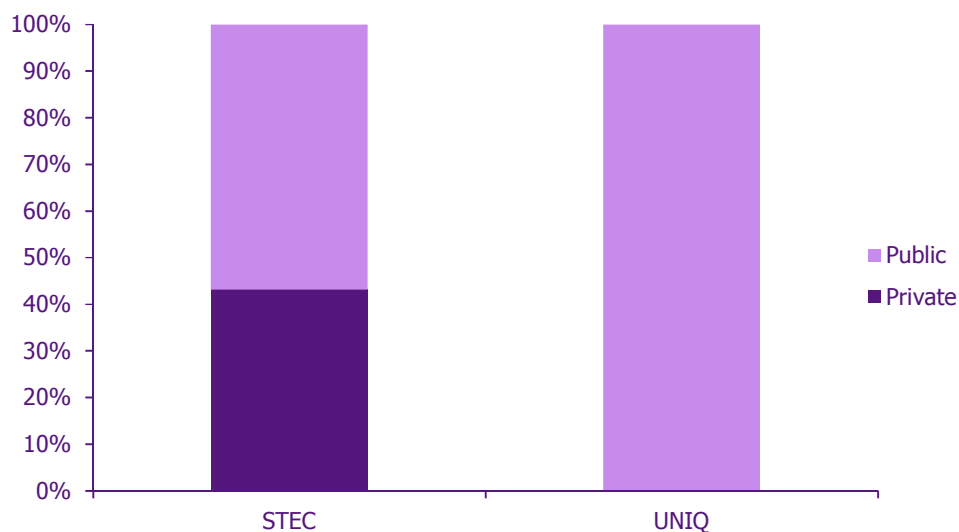
Source: Company, SCBS Investment Research

Figure 4: Newly signed project breakdown by landscape (2006-2016)



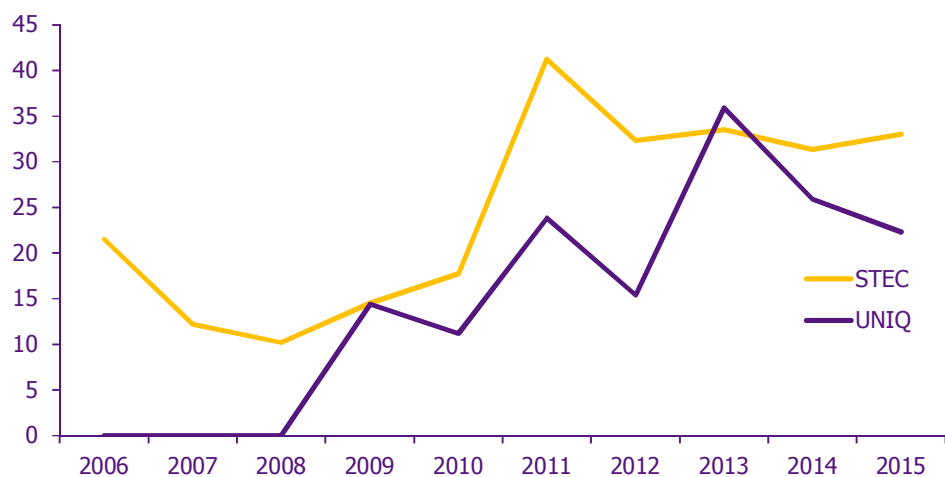
Source: Company, SCBS Investment Research

Figure 5: Newly signed project breakdown by client (2006-2016)



Source: Company, SCBS Investment Research

Figure 6: Backlog per share



Source: Company, SCBS Investment Research

ซื้อ

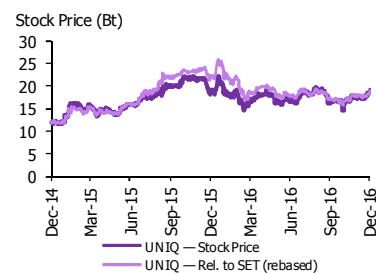
อัตรากำไรโดดเด่น

Stock Data

Last close (Dec 14) (Bt)	19.20
12-m target price (Bt)	23.40
Upside (Downside) to TP (%)	21.88
Mkt cap (Btbn)	20.76
Mkt cap (US\$mn)	583

Bloomberg code	UNIQ TB
Reuters code	UNIQ.BK
Risk rating	M
Mkt cap (%) SET	0.14
Sector % SET	1.53
Shares issued (mn)	1,081
Par value (Bt)	1.00
12-m high / low (Bt)	22 / 13.4
Avg. daily 6m (US\$mn)	4.00
Foreign limit / actual (%)	49 / 24
Free float (%)	52.3
Dividend policy (%)	≥ 40

Price Performance



Share performance

	1M	3M	12M
Absolute	11.0	17.1	0.5
Relative to SET	7.7	12.6	(14.1)

Source: SET, SCBS Investment Research

เราคาดว่างานในมือของ UNIQ จะทำสถิติสูงสุดเป็นประวัติการณ์ที่ 3.6 หมื่นล้านบาทในปี 2560 หลังจากบริษัทเป็นผู้เสนอราคาประมูลต่ำสุดที่ 1.37 หมื่นล้านบาทสำหรับสัญญา 4 และ 6 ของโครงการรถไฟฟ้าสายสีส้ม รายได้ของบริษัทจะเพิ่มขึ้นอย่างมากในระยะ 3 ปีข้างหน้า จาก 1.28 หมื่นล้านบาทในปี 2559 สู่ 2.25 หมื่นล้านบาทในปี 2561 คิดเป็นอัตราเติบโตเฉลี่ย 33% ต่อปี เราประเมินราคาเป้าหมายปลายปี 2560 ของ UNIQ ได้ที่ 23.4 บาท/หุ้น อ้างอิงอัตราส่วน EV ต่องานในมือที่ 0.75 เท่า เพื่อสะท้อนความจริงที่ว่างานในมือทั้งหมดของบริษัทเป็นโครงการภาครัฐ เมื่อพิจารณาจากแนวโน้มการเติบโตอย่างโดดเด่นและศักยภาพของบริษัท เราจึงแนะนำ “ซื้อ” UNIQ

การผลักดัน Action Plan ส่งสัญญาณถึงแนวโน้มที่ดี รัฐบาลผลักดันการลงทุนโครงสร้างพื้นฐานในฐานะที่เป็นนโยบายหลักของประเทศมานานกว่า 10 ปีแล้ว แต่มีความคืบหน้าช้าลงมากเพราะเหตุผลหลายอย่างด้วยกัน ปีนี้เป็นปีที่มีการเปลี่ยนแปลงในทางที่ดีเกิดขึ้น เพราะโครงการที่รัฐบาลเปิดประมูลมีมูลค่าสูงถึง 3 แสนล้านบาท สูงกว่าโครงการทั้งหมดในช่วง 7 ปีก่อนหน้า (ปี 2551-2558) ถึง 34% แม้มูลค่าโครงการในปีนั้นไม่ถึงเป้าที่วางไว้ในตอนแรกที่ 1.8 ล้านล้านบาท แต่ก็เห็นได้ชัดแล้วว่าโครงการภาครัฐปรับตัวเพิ่มขึ้นมาก และโครงการส่วนใหญ่ที่เหลืออยู่ในแผนปฏิบัติการด้านคมนาคมขนส่งระยะเร่งด่วน หรือ Action Plan (ประมาณ 1.2 ล้านล้านบาท) จะเกิดขึ้นในปี 2560

งานในมือจะทำสถิติสูงสุดเป็นประวัติการณ์ งานในมือของ UNIQ เพิ่มขึ้นสู่ ~2.4 หมื่นล้านบาทในไตรมาส 3/59 หลังจากเซ็นสัญญาโครงการใหม่มูลค่า 8.8 พันล้านบาทในปีนี้ เราคาดว่างานในมือจะลดลงสู่ 2.0 หมื่นล้านบาท ณ สิ้นปี 2559 ก่อนที่จะเพิ่มขึ้นมากในปี 2560 บริษัทเป็นผู้เสนอราคาประมูลต่ำสุดสำหรับสัญญา 4 และ 6 ของโครงการรถไฟฟ้าสายสีส้ม มูลค่า 1.37 หมื่นล้านบาท ซึ่งคาดว่าจะเซ็นสัญญาในช่วงครึ่งแรกปี 60 นอกจากนี้ Action Plan ปี 2559 ยังมีโครงการรถไฟฟ้าทางคู่มูลค่า 1.01 แสนล้านบาท และโครงการรถไฟฟ้าสายสีแดงส่วนต่อขยายมูลค่า 1.0 หมื่นล้านบาทรวมอยู่ด้วย บริษัทมีแนวโน้มที่จะชนะประมูลงานมูลค่า 1.0 หมื่นล้านบาทของโครงการรถไฟฟ้าทางคู่ ซึ่งขายเอกสารการประมูลแล้ว และวางแผนประมูลในรูปแบบ e-auction ซึ่งน่าจะเกิดขึ้นในช่วงครึ่งแรกปี 60 นอกจากนี้เราก็มั่นใจว่าบริษัทจะได้งานโครงการรถไฟฟ้าสายสีแดงส่วนต่อขยาย UNIQ ยังได้งานก่อสร้างสถานีกลางบางซื่อและศูนย์ซ่อมบำรุงอีกด้วย โครงการเหล่านี้รวมกันจะช่วยหนุนให้งานในมือของบริษัทปรับเพิ่มขึ้นสู่ระดับสูงสุดเป็นประวัติการณ์ที่ 3.6 หมื่นล้านบาท ณ สิ้นปี 2560

รายได้ อัตรากำไร และกำไร เราคาดว่ารายได้จะทำสถิติสูงสุดเป็นประวัติการณ์ในระยะ 3 ปีข้างหน้า จาก 1.27 หมื่นล้านบาทในปี 2559 สู่ 2.24 หมื่นล้านบาทในปี 2561 โดยได้รับปัจจัยหนุนจากงานที่มีอยู่ในมือและการได้สัญญางานโครงการรถไฟฟ้าสายสีส้มเข้ามาเพิ่ม ซึ่งเราคาดว่าจะสร้างรายได้ในช่วงครึ่งหลังปี 60 เราใช้สมมติฐานว่าอัตรากำไรขั้นต้นจะลดลงจาก 18.3% ในปี 2559 สู่ 14.8% ในปี 2561 เพราะต้นทุนจะสูงขึ้นทั้งต้นทุนวัสดุก่อสร้างและค่าแรง อย่างไรก็ตาม เราคาดว่าบริษัทจะสามารถรักษา EBIT margin เอาไว้ไม่ให้ลดลงได้ เนื่องจากการบริหารงานจากศูนย์กลางจะช่วยให้อัตราส่วนค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารต่อยอดขายปรับตัวลดลง สำหรับกำไรสุทธิ เราคาดว่า UNIQ จะมีอัตรากำไรสุทธิระดับสูงที่ 8.1% ในปี 2559 และ 8.6% ในปี 2561

ราคาเป้าหมายปลายปี 2560 อยู่ที่ 23.4 บาท/หุ้น เราแนะนำ “ซื้อ” UNIQ ด้วยราคาเป้าหมายปลายปี 2560 ที่ 23.4 บาท/หุ้น ซึ่งให้ upside 21% ด้วยวิธีอัตราส่วน EV ต่องานในมือ ในขณะที่วิธีประเมินราคาเป้าหมายของเราดูไม่ใช่วิธีที่นิยมใช้กันมากนัก แต่เราเชื่อว่าสะท้อนการเคลื่อนไหวของราคาหุ้นกลุ่มรับเหมาก่อสร้างตามโครงการที่เข้ามาแทนการรับรายได้ซึ่งเข้ามาที่หลังได้ดีกว่า เนื่องจาก UNIQ เพิ่งก้าวขึ้นเป็นบริษัทรับเหมาก่อสร้างขนาดใหญ่ (งานในมือ > 1.0 หมื่นล้านบาท) เมื่อไม่นานนี้ และราคาหุ้นไม่ได้มีประวัติการซื้อขายมานานนัก เราจึงเลือกใช้อัตราส่วน EV ต่องานในมืออ้างอิงกับค่าเฉลี่ยในอดีตของ STEC ที่ 0.5 เท่า (ในฐานะบริษัทที่ประกอบธุรกิจรับเหมาก่อสร้างเพียงอย่างเดียวในประเทศไทย) โดยปรับอัตราส่วน EV ต่องานในมือขึ้นไปที่ 0.75 เท่าเพื่อสะท้อน EBIT margin ที่สูงกว่า

Forecasts and valuation

Year to 31 Dec	Unit	2014	2015	2016F	2017F	2018F
Revenue	(Btmn)	8,109	10,070	12,790	17,653	22,474
EBITDA	(Btmn)	1,679	2,035	2,454	2,982	3,338
Core profit	(Btmn)	509	713	1,037	1,573	1,936
Reported profit	(Btmn)	509	713	1,037	1,573	1,936
Core EPS	(Bt)	0.47	0.66	0.96	1.46	1.79
DPS	(Bt)	0.19	0.27	0.38	0.58	0.72
P/E, core	(x)	40.31	28.81	19.80	13.06	10.61
EPS growth, core	(%)	(37.38)	39.91	45.51	51.65	23.05
P/BV, core	(x)	3.63	3.33	2.97	2.62	2.28
ROE	(%)	12.34	12.07	15.88	21.32	22.96
Dividend yield	(%)	1.00	1.42	2.02	3.06	3.77
EV/EBITDA	(x)	14.01	12.12	8.26	7.20	6.46

Source: SCBS Investment Research

เชณันธร พิชะยานูปัต

นักวิเคราะห์การลงทุนวิจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1016

chananthorn.pichayanupat@scb.co.th

Financial statement

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	2014	2015	2016F	2017F	2018F
Total revenue	8,109	10,070	12,790	17,653	22,474
Cost of goods sold	(6,635)	(8,275)	(10,449)	(14,729)	(19,152)
Gross profit	1,473	1,795	2,341	2,923	3,322
SG&A	(617)	(666)	(846)	(871)	(897)
Other income	91	113	106	146	186
Interest expense	(309)	(345)	(305)	(233)	(192)
Pre-tax profit	639	897	1,296	1,966	2,419
Corporate tax	(130)	(184)	(259)	(393)	(484)
Equity a/c profits	-	-	-	-	-
Minority interests	(0.0)	0.0	0.0	0.0	0.0
Core profit	509	713	1,037	1,573	1,936
Extra items	-	-	-	-	-
Net Profit	509	713	1,037	1,573	1,936
EBITDA	1,679	2,035	2,454	2,982	3,338
Core EPS (Bt)	0.47	0.66	0.96	1.46	1.79
Net EPS (Bt)	0.47	0.66	0.96	1.46	1.79
DPS (Bt)	0.19	0.27	0.38	0.58	0.72

Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	2014	2015	2016F	2017F	2018F
Total current assets	9,256	13,728	12,915	15,154	18,624
Total fixed assets	6,007	5,263	5,165	5,339	5,566
Total assets	15,264	18,990	18,080	20,494	24,190
Total loans	3,939	4,448	3,259	3,099	3,099
Total current liabilities	7,587	11,236	10,702	12,213	14,629
Total long-term liabilities	2,024	1,595	473	433	551
Total liabilities	9,611	12,831	11,175	12,645	15,180
Paid-up capital	1,081	1,081	1,081	1,081	1,081
Total equity	5,652	6,159	6,905	7,848	9,010
BVPS (Bt)	5.23	5.70	6.39	7.26	8.33

Cash Flow Statement (Btmn)

FY December 31	2014	2015	2016F	2017F	2018F
Core Profit	509	713	1,037	1,573	1,936
Depreciation and amortization	731	792	853	783	727
Operating cash flow	(1,918)	(1,144)	5,334	1,243	1,603
Investing cash flow	(2,263)	201	(657)	(779)	(777)
Financing cash flow	4,449	642	(1,480)	(1,818)	(934)
Net cash flow	269	(301)	3,197	(1,354)	(108)

Key Financial Ratios

	2014	2015	2016F	2017F	2018F
Gross margin(%)	18.2	17.8	18.3	16.6	14.8
Operating margin(%)	10.6	11.2	11.7	11.6	10.8
EBITDA margin(%)	20.7	20.2	19.2	16.9	14.9
EBIT margin(%)	11.7	12.3	12.5	12.5	11.6
Net profit margin(%)	6.3	7.1	8.1	8.9	8.6
ROE (%)	12.3	12.1	15.9	21.3	23.0
ROA (%)	3.7	4.2	5.6	8.2	8.7
Net D/E (x)	0.5	0.7	(0.0)	0.1	0.1

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16
Total revenue	2,614	3,224	2,413	2,471	3,788
Cost of goods sold	(2,180)	(2,689)	(1,921)	(2,028)	(3,187)
Gross profit	434	535	492	443	600
SG&A	(150)	(210)	(168)	(170)	(184)
Other income	28	45	16	31	19
Interest expense	(94)	(84)	(90)	(80)	(107)
Pre-tax profit	218	286	251	224	327
Corporate tax	(43)	(58)	(44)	(44)	(61)
Equity a/c profits	-	-	-	-	-
Minority interests	0	(0)	0	0	0
Core profit	175	228	206	180	266
Extra items	-	-	(40)	(0)	-
Net Profit	175	228	166	180	266
EBITDA	510	573	551	516	663
Core EPS (Bt)	0.16	0.21	0.19	0.17	0.25
Net EPS (Bt)	0.16	0.21	0.15	0.17	0.25

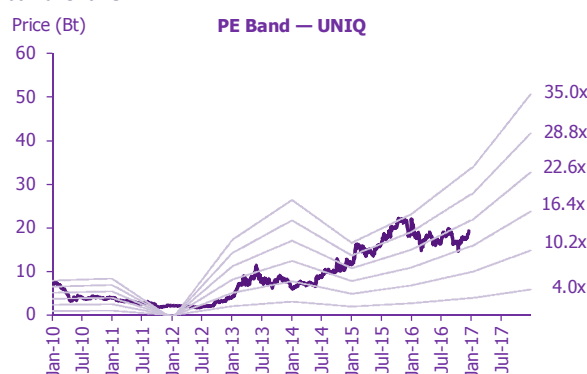
Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16
Total current assets	12,047	13,728	13,541	15,518	16,561
Total fixed assets	5,158	5,263	4,967	5,045	5,647
Total assets	17,205	18,990	18,508	20,563	22,208
Total loans	4,239	4,448	3,558	4,693	4,308
Total current liabilities	9,753	11,236	11,077	12,505	13,780
Total long-term liabilities	1,522	1,595	1,397	1,845	1,948
Total liabilities	11,274	12,831	12,474	14,349	15,728
Paid-up capital	1,081	1,081	1,081	1,081	1,081
Total equity	5,931	6,159	6,034	6,214	6,480
BVPS (Bt)	5.49	5.70	5.58	5.75	5.99

Main Assumptions

	2014	2015	2016F	2017F	2018F
Beginning Backlog	28,000	28,000	24,100	20,110	36,158
Adding between year	8,109	6,170	8,800	33,700	21,250
Revenue Recognized	8,109	10,070	12,790	17,653	22,474
Ending Backlog	28,000	24,100	20,110	36,158	34,934
Backlog per share	25.9	22.3	18.6	33.4	32.3

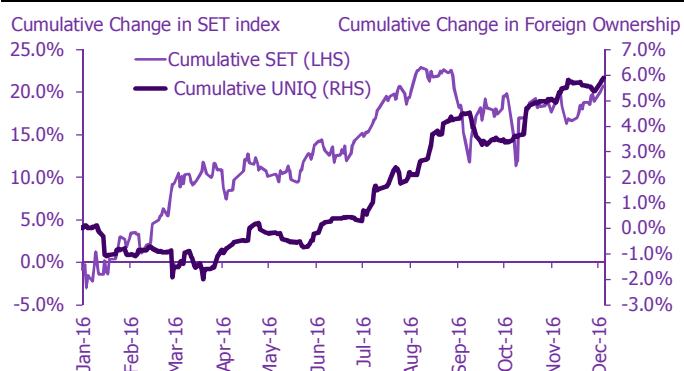
PE band chart



12-Month Cumulative directors trade

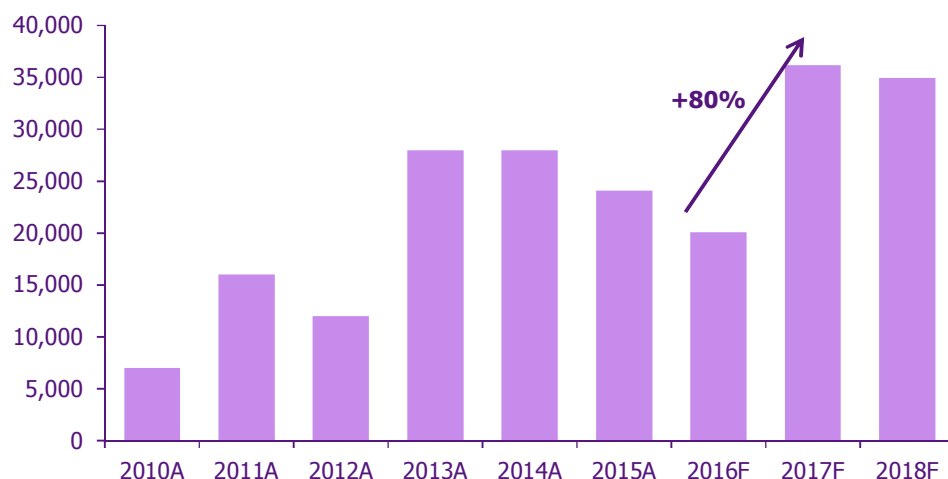
NA

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



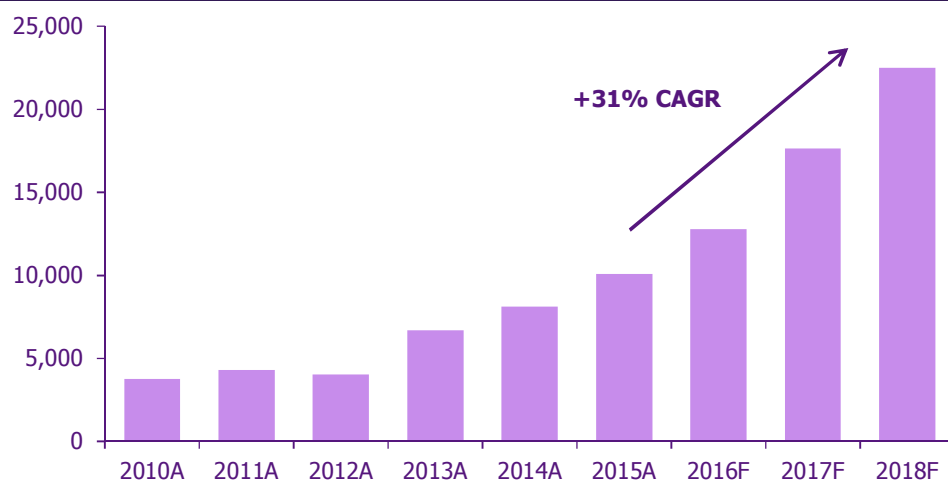
Source: SET, SCBS Investment Research

Figure 1: UNIQ' Backlog



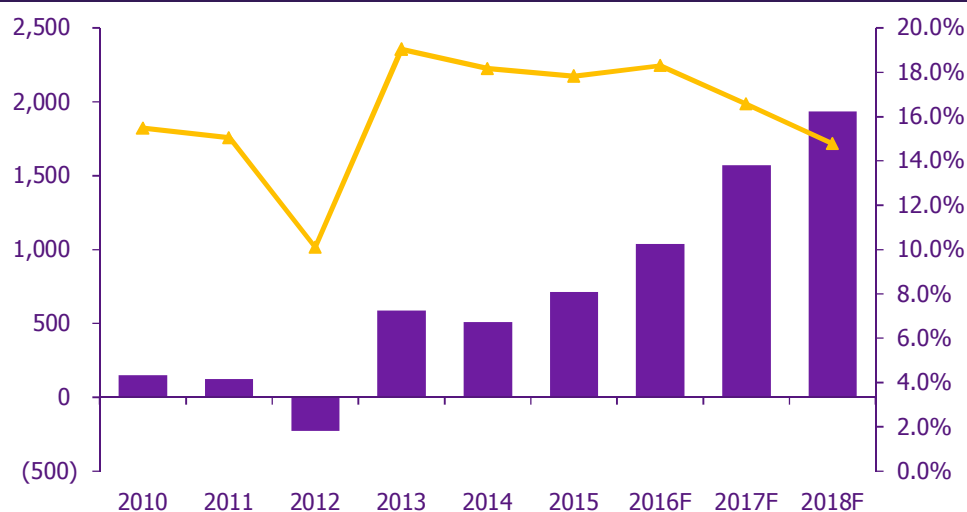
Source: Company, SCBS Investment Research

Figure 2: Revenue recognition



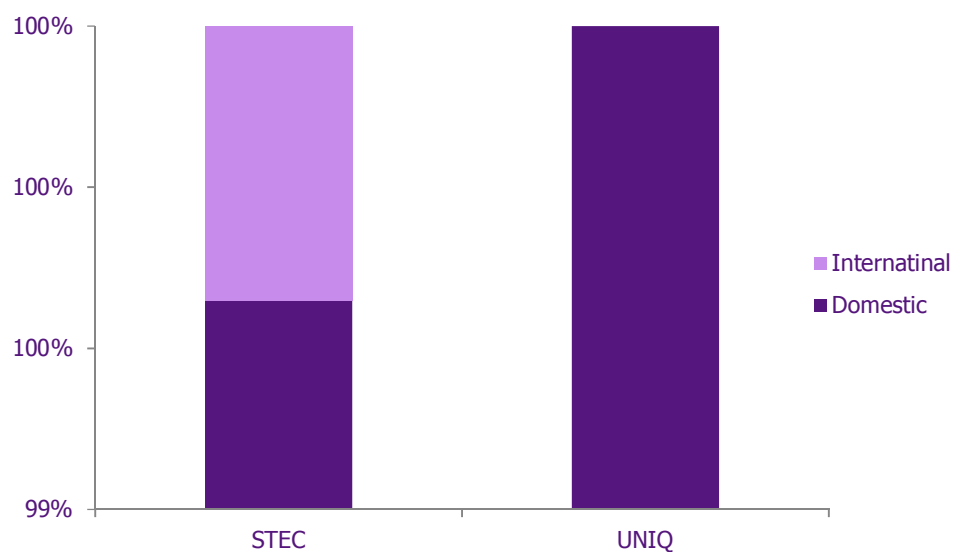
Source: Company, SCBS Investment Research

Figure 3: Gross margin and core profit (UNIQ)



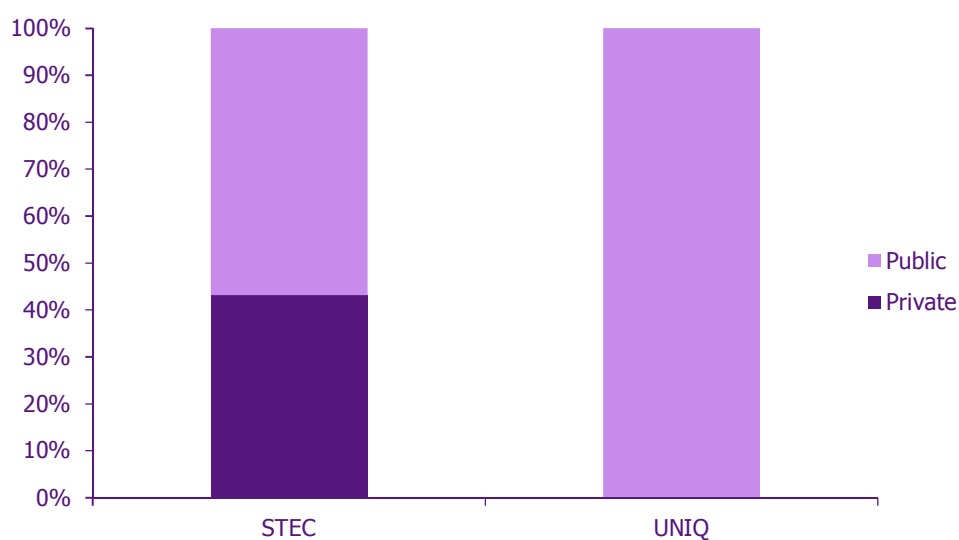
Source: Company, SCBS Investment Research

Figure 4: Newly signed project breakdown by landscape (2006-2016)



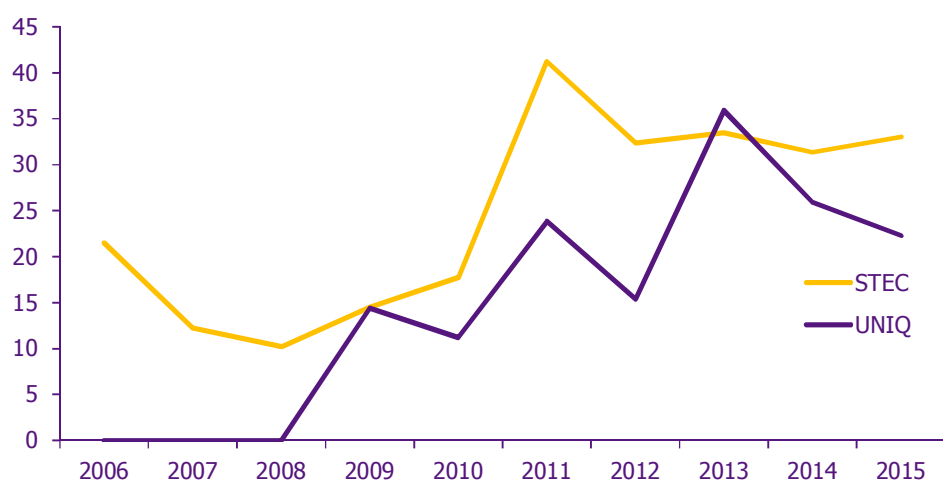
Source: Company, SCBS Investment Research

Figure 5: Newly signed project breakdown by client (2006-2016)



Source: Company, SCBS Investment Research

Figure 6: Backlog per share



Source: Company, SCBS Investment Research

รวิบุษ ปิยะกรียงไกร

นักวิเคราะห์การลงทุนวิจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1002

raweenuch.piyakriengkai@scb.co.th

ถูกปกคลุมด้วยปัจจัยลบ

■ ไตรมาส 1/60 จะเป็นช่วงเวลาที่ท้าทายสำหรับผู้ประกอบการสายการบิน: ราคาน้ำมันมีแนวโน้มกลับมาปรับตัวเพิ่มขึ้นซึ่งจะทำให้สายการบินได้ประโยชน์จากราคาน้ำมันระดับต่ำน้อยลง และเงินบาทที่มีทิศทางอ่อนค่าลง

■ แนวโน้มของกลุ่มสายการบินดูดีขึ้นในระยะยาวจากการเติบโตของอุตสาหกรรมท่องเที่ยวในภูมิภาคเอเชียแปซิฟิกและการขยายสนามบินในประเทศไทย Top pick ของเรา คือ AAV

ได้ประโยชน์น้อยลงจากราคาน้ำมันที่ลดลง ต้นทุนน้ำมันเครื่องบินที่ลดลงเป็นปัจจัยสำคัญที่ช่วยหนุนให้ผลการดำเนินงานของผู้ประกอบการสายการบินปรับตัวดีขึ้นในช่วง 9 เดือนแรกปี 59 ต้นทุนน้ำมัน/ASK โดยเฉลี่ยของผู้ประกอบการสายการบิน (AAV, NOK, และ THAI) ปรับตัวลดลง 25% YoY ในปี 2558 และลดลง 29% YoY ในช่วง 9 เดือนแรกปี 59 อย่างไรก็ตาม เราเห็นว่าราคาน้ำมันน่าจะต่ำสุดไปแล้วในไตรมาส 1/59 ดังนั้นประโยชน์จากราคาน้ำมันที่ลดลงจะลดน้อยลง และต้นทุนน้ำมันจะสูงขึ้น ดังที่ปรากฏให้เห็นแล้วจากต้นทุนน้ำมัน/ASK ของ AAV และ NOK ที่ปรับตัวเพิ่มขึ้น QoQ มาตั้งแต่ไตรมาส 2/59 ราคาน้ำมันเครื่องบิน (spot price) โดยเฉลี่ยในไตรมาส 4/59 ถึงปัจจุบันอยู่ที่ 59.3 ดอลลาร์สหรัฐ/บาร์เรล เพิ่มขึ้น 8% YoY และ 9% และราคา spot price ล่าสุดอยู่ที่ 63.3 ดอลลาร์สหรัฐ/บาร์เรล ซึ่งสูงกว่าราคาเฉลี่ยในไตรมาส 4/59 ถึงปัจจุบัน

เงินบาทที่อ่อนค่าลงจะส่งผลทำให้ต้นทุนสูงขึ้น เงินบาทมีแนวโน้มอ่อนค่าลงเมื่อเทียบกับดอลลาร์สหรัฐ การอ่อนค่าของเงินบาทจะทำให้ผู้ประกอบการสายการบินมีความเสี่ยงด้านอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศ เนื่องจากต้นทุนส่วนใหญ่อยู่ในสกุลเงินต่างประเทศ โดยหลักๆ เป็นดอลลาร์สหรัฐ (สำหรับค่าใช้จ่าย เช่น น้ำมันเครื่องบิน ค่าเช่าเครื่องบิน และค่าซ่อมบำรุง) และรายได้ในสกุลเงินต่างประเทศก็ไม่สามารถป้องกันความเสี่ยงได้ทั้งหมด เราคาดว่าค่าเงินบาททุกๆ 1 บาทต่อดอลลาร์สหรัฐ จะส่งผลกระทบต่อกำไรสุทธิของ AAV ~160 ล้านบาท, THAI ~200 ล้านบาท, และ NOK ~250 ล้านบาท

ไฮซีซั่นที่คึกคักน้อยลง ช่วงไฮซีซั่นของการท่องเที่ยวในไตรมาส 4/59 น่าจะคึกคักน้อยกว่าปกติ โดยมีสาเหตุมาจากจำนวนนักท่องเที่ยวจีนที่ลดลงภายหลังการปราบปรามเอเยนต์ทัวร์ศูนย์เหรียญในประเทศไทย อีกทั้งยังเป็นช่วงเวลาที่การท่องเที่ยวของประเทศไทยด้วย จำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติทั้งหมดที่เดินทางเข้ามาในประเทศไทยในเดือน ต.ค. อยู่ในระดับทรงตัว YoY โดยจำนวนนักท่องเที่ยวจากจีนลดลงถึง 16% YoY แนวโน้มเช่นนี้ส่งสัญญาณถึงผลประกอบการที่น่าจะอ่อนแอในไตรมาส 4/59 (จะประกาศในเดือน ก.พ. 2560) สำหรับปี 2560 เราคาดว่าอุตสาหกรรมท่องเที่ยวไทยจะกลับมาเติบโตตามปกติที่ 9% YoY โดยจะมีนักท่องเที่ยวต่างชาติเดินทางเข้ามาในประเทศไทยจำนวน 36 ล้านคน

แนวโน้มดีขึ้นในระยะยาว องค์การการท่องเที่ยวโลกแห่งสหประชาชาติ (UNWTO) คาดว่าจำนวนนักท่องเที่ยวทั่วโลกจะเพิ่มขึ้นเฉลี่ย 3.3% ต่อปีในระหว่างปี 2553-73 ทั้งนี้เมื่อแยกตามภูมิภาค จำนวนนักท่องเที่ยวในภูมิภาคเอเชียและแปซิฟิกจะเติบโตอย่างแข็งแกร่งเฉลี่ย 4.9% ต่อปีในปี 2553-73 ซึ่งจะช่วยสนับสนุนให้ส่วนแบ่งตลาดของภูมิภาคเอเชียและแปซิฟิกปรับเพิ่มขึ้นจาก 22% ในปี 2553 สู่ 30% ในปี 2573 เราเชื่อว่าแนวโน้มเช่นนี้จะส่งผลดีต่อประเทศไทยในฐานะที่เป็นจุดหมายปลายทางการท่องเที่ยวชั้นนำในภูมิภาคเอเชียและแปซิฟิก การขยายสนามบินที่สุวรรณภูมิและดอนเมืองของ AOT จะช่วยตอบสนองความต้องการเดินทางที่มีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องในอนาคต

การออกใบรับรองผู้ดำเนินการเดินอากาศใหม่ให้แก่สายการบินสัญชาติไทยจะแล้วเสร็จในปี 2560 สำนักงานการบินพลเรือนแห่งประเทศไทย (กพท.) คาดว่าจะออกใบรับรองผู้ดำเนินการเดินอากาศใหม่ให้แก่สายการบินสัญชาติไทย 3 รายใหญ่: การบินไทย, บางกอกแอร์เวย์ส, และไทยแอร์เอเชีย เสร็จในเดือน มี.ค. 2560 หลังจากนั้นก็จะออกใบรับรองผู้ดำเนินการเดินอากาศใหม่ให้กับสายการบินที่เหลือ รัฐบาลไทยจะเชิญองค์การการบินพลเรือนระหว่างประเทศ (ICAO) มาตรวจประเมินสถานะของสายการบินสัญชาติไทย (คาดในไตรมาส 2/60) และหวังว่าหลักฐานที่ยืนยันถึงมาตรฐานความปลอดภัยที่ดีขึ้นจะช่วยสนับสนุนให้ ICAO ปลดไทยออกจากรายชื่อประเทศที่ติดธงแดง

AAV เป็น top pick ของเรา ในระยะสั้น แนวโน้มอุตสาหกรรมที่เป็นลบจะสร้างแรงกดดันต่อหุ้นสายการบิน อย่างไรก็ตาม สำหรับระยะยาว เราชอบแนวโน้มที่เป็นบวกของ AAV จากการเสริมความแข็งแกร่งของการขยายการบินด้วยการเปิดเส้นทางบินระหว่างประเทศที่มีแนวโน้มเติบโตอย่างยินดี (~1% ของรายได้ในตอนนี้ และ AAV วางแผนที่จะเพิ่มสัดส่วนรายได้เป็น 10-15% ให้สมดุลกับจีน), ลาว, และเวียดนาม และเพิ่มเที่ยวบินภายในประเทศระหว่างศูนย์ปฏิบัติการการบินที่ไม่ทับซ้อนกับเส้นทางบินของสายการบินต้นทุนต่ำอื่นๆ และให้ผลตอบแทนสูง AAV ทำสัญญาซื้อน้ำมันเครื่องบินล่วงหน้าเพิ่มขึ้นสู่ระดับ 71-74% ของปริมาณการใช้น้ำมันเครื่องบินทั้งหมดในปี 2560 สูงกว่านโยบายปกติของบริษัทที่ 30% ด้วยต้นทุนเฉลี่ย 60 ดอลลาร์สหรัฐ/บาร์เรล (สูงกว่าต้นทุนเฉลี่ยที่ 56 ดอลลาร์สหรัฐ/บาร์เรลในปี 2559) ซึ่งจะช่วยลดความเสี่ยงต่อกำไรเมื่อราคาน้ำมันเครื่องบินกลับมาปรับตัวเพิ่มขึ้น

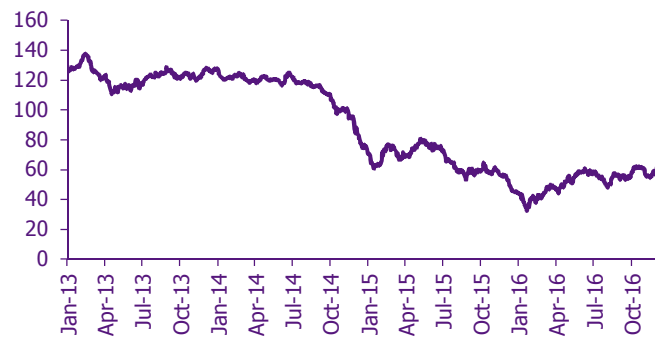
Valuation summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F
AAV	Buy	6.25	9.0	46.0	25.4	12.6	11.8	n.m.	103	7	1.5	1.4	1.3	6	11	11	1.6	2.0	2.1	9.4	5.7	5.0
THAI	Sell	23.10	15.5	(32.9)	n.m.	n.m.	17.3	77	95	n.m.	1.5	1.5	1.4	(13)	(1)	9	0.0	0.0	1.4	11.2	7.9	6.7
Average					25.4	12.6	14.5	77	99	7	1.5	1.5	1.3	(4)	5	10	0.8	1.0	1.8	10.3	6.8	5.9

Source: SCBS Investment Research

Figure 1: Jet fuel spot price trend

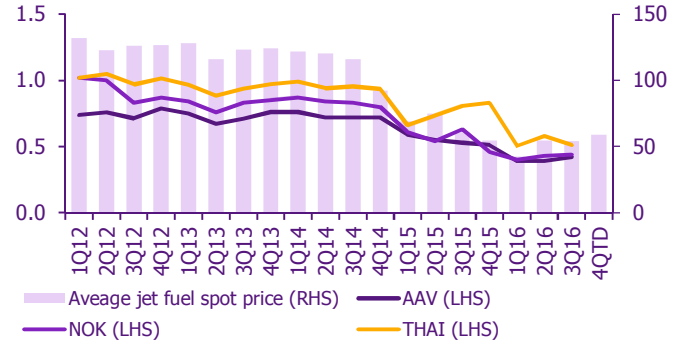
Jet fuel spot price (US\$/bbl)



Source: Bloomberg and SCBS Investment Research

Figure 2: Fuel cost/ASK has begun to increase QoQ

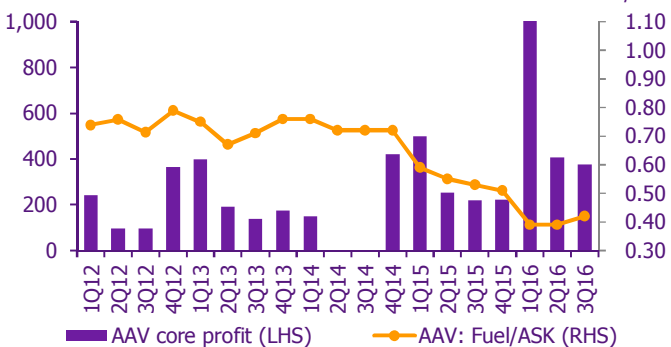
Jet fuel cost (Bt/ASK)



Source: Bloomberg, company data and SCBS Investment Research

Figure 3: AAV earnings vs. fuel cost/ASK

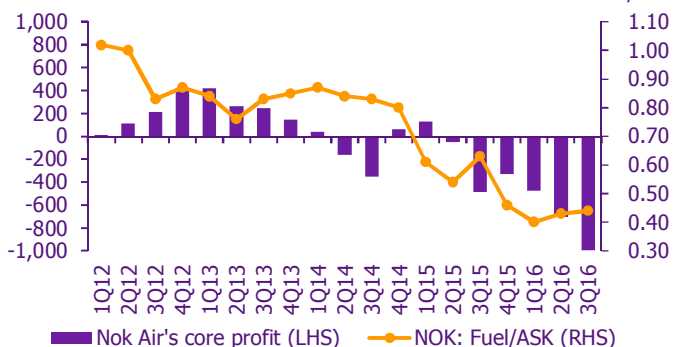
Bt mn



Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 4: NOK earnings vs. fuel cost/ASK

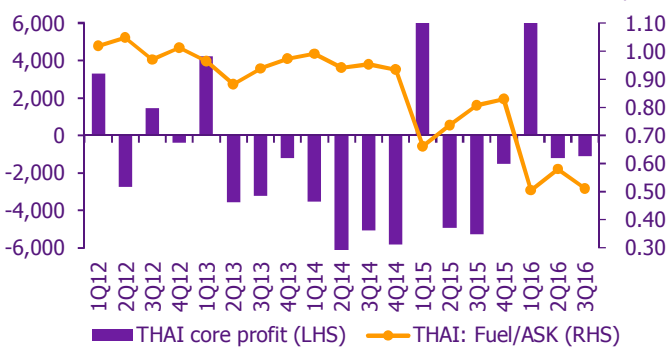
Bt mn



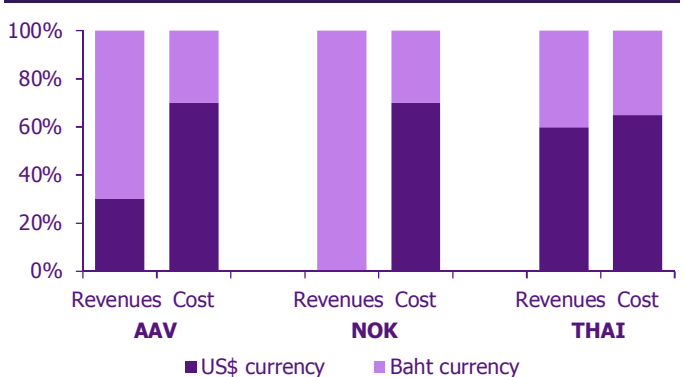
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 5: THAI earnings vs. fuel cost/ASK

Bt mn



Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 6: Revenue and cost exposure to US\$

Source: Company data and SCBS Investment Research

ปีแห่งการฟื้นตัว

ระวีบุษ ปิยะกรียงไกร

นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1002

raweenuch.piyakriengkai@scb.co.th

- เรายังคงเชื่อว่าอุตสาหกรรมยานยนต์ไทยกำลังอยู่ในภาวะฟื้นตัว หลังจากอยู่ในแนวโน้มขาลงมาตั้งแต่ปี 2557 ซึ่งจะช่วยสนับสนุนให้กำไรกลับมาเติบโต: เราคาดว่ากำไรของกลุ่มยานยนต์จะเติบโต 26% YoY ในปี 2560

- Top picks ของเรา คือ SAT และ PCSGH

สรุปผลประกอบการไตรมาส 3/59 ยอดผลิตรถยนต์ในประเทศไทยในไตรมาส 3/59 อยู่ที่ 483,000 คัน ลดลง 3% YoY และ 1% QoQ โดยยอดขายรถยนต์ในประเทศไทยอยู่ที่ 188,000 คัน (เพิ่มขึ้น 2% YoY และทรงตัว QoQ) และยอดส่งออกรถยนต์อยู่ที่ 306,000 คัน (ลดลง 7% YoY แต่เพิ่มขึ้น 7% QoQ) STANLY (ไตรมาส 3/59 คือ ไตรมาส 2 ปีบัญชี 60 ของบริษัท) เป็นบริษัทที่รายงานผลประกอบการโดดเด่นที่สุดในกลุ่มยานยนต์ ด้วยกำไรปกติ 363 ล้านบาท เติบโตแบบก้าวกระโดดจาก 172 ล้านบาทในไตรมาส 2 ปีบัญชี 59 และเพิ่มขึ้น 49% QoQ โดยได้รับปัจจัยหนุนจากยอดขายที่เพิ่มขึ้นและอัตรากำไรขั้นต้นที่กว้างขึ้น AH รายงานกำไรปกติ 131 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 24% YoY และ 6% QoQ หลักๆ เกิดจากส่วนแบ่งกำไรที่เพิ่มขึ้น SAT รายงานกำไรปกติ 166 ล้านบาท ลดลง 6% YoY แต่เพิ่มขึ้น 38% QoQ โดยเกิดจากยอดขายที่ลดลง แต่ในด้านบวก อัตรากำไรขั้นต้นเพิ่มขึ้น PCSGH รายงานกำไรปกติ 62 ล้านบาท ลดลง 54% YoY โดยเกิดจากยอดขายที่ลดลง แต่เพิ่มขึ้น 24% QoQ เพราะอัตรากำไรขั้นต้นปรับตัวดีขึ้น

ไตรมาส 4/59 ชะลอตัว แต่ปี 2560 จะเป็นปีแห่งการฟื้นตัว ช่วงไฮซีซั่นสำหรับยอดขายรถยนต์ในประเทศ (ได้รับปัจจัยกระตุ้นจากงาน Motor Expo) มีแนวโน้มที่จะดีกว่าปีก่อนกว่าปกติในไตรมาส 4/59 เนื่องจากเป็นช่วงเวลาแห่งการไว้อาลัย ล่าสุด ยอดขายรถยนต์ในประเทศเดือน ต.ค. ปรับลดลง 11% YoY และ 5% MoM โดยยอดขายรถยนต์ในประเทศในช่วง 10 เดือนแรกปี 59 ทรงตัวเมื่อเทียบกับปีก่อน ซึ่งถือว่าปรับตัวดีขึ้นอย่างมากจาก -9% YoY ในปี 2558 เรายังคงมองว่าตลาดรถยนต์ในประเทศกำลังฟื้นตัว หลังจากอยู่ในแนวโน้มขาลงมาเป็นเวลานานตั้งแต่ปี 2556 เมื่อมาตรการรถยนต์คันแรกสิ้นสุดลง และเศรษฐกิจก็ปรับตัวดีขึ้นด้วย เราคาดว่ายอดขายรถยนต์ในประเทศจะอยู่ในระดับทรงตัวในปี 2559 หลังจากนั้นจะเติบโต 8% YoY ในปี 2560 ดังนั้นเมื่อตัวจุดอย่างตลาดรถยนต์ในประเทศกลับมาเป็นตัวขับเคลื่อนร่วมกับยอดส่งออกรถยนต์ที่เติบโตเพิ่มขึ้น (+7% YoY สู่ 1.3 ล้านคันในปี 2560) เราจึงคาดว่ายอดผลิตรถยนต์ในประเทศไทยจะกลับคืนสู่แนวโน้มขาขึ้นด้วยอัตราเติบโต 7% YoY สู่ 2.1 ล้านคันในปี 2560 หลังจากแทบไม่เติบโตในปี 2558-59

ได้รับผลกระทบน้อยมากจากการขึ้นค่าจ้างขั้นต่ำ ครม. มีมติเห็นชอบให้ขึ้นค่าจ้างขั้นต่ำของประเทศไทยอีก 5-10 บาท/วัน หรือเพิ่มขึ้น 1.7-3.3% จาก 300 บาท/วัน โดยจะมีผลบังคับใช้วันที่ 1 ม.ค. 2560 เราไม่คิดว่าเรื่องนี้จะส่งผลกระทบต่อบริษัทผลิตรถยนต์ไทยภายใต้การวิเคราะห์ของเรามากนัก เนื่องจากบริษัทเหล่านี้เป็นผู้ผลิตชิ้นส่วนรถยนต์ tier 1 และคนงานส่วนใหญ่เป็นแรงงานที่มีฝีมือที่ได้ค่าจ้างสูงกว่าค่าจ้างขั้นต่ำอยู่ ~20-25% อยู่แล้ว

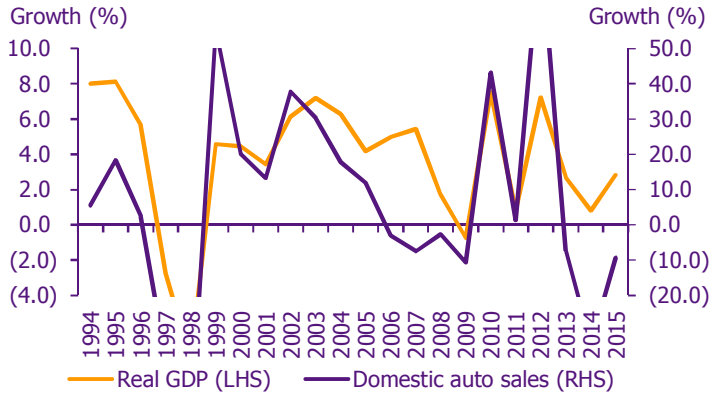
กำไรจะปรับตัวดีขึ้น: SAT และ PCSGH เป็น top picks ของเรา จากมุมมองของอุตสาหกรรมยานยนต์ของประเทศไทยกลับคืนสู่แนวโน้มขาขึ้น จะช่วยกระตุ้นให้กำไรของบริษัทในกลุ่มนี้ปรับตัวเพิ่มขึ้นตามมัตด้วย ทั้งนี้หลังจากกำไรของกลุ่มยานยนต์หดตัวลงมาตั้งแต่ปี 2556 เราคาดว่ากำไรของกลุ่มยานยนต์จะเติบโต 5% YoY ในปี 2559 และ 26% YoY ในปี 2560 หุ่น top picks ของเรา คือ SAT และ PCSGH ทั้งนี้นอกเหนือจากประโยชน์ที่อุตสาหกรรมยานยนต์โดยรวมจะได้รับจากยอดผลิตรถยนต์ที่ฟื้นตัวดีขึ้นแล้ว SAT ยังมีปัจจัยบวกสนับสนุนอีกอย่างหนึ่งจากการผลิตรถแทรกเตอร์ (~20% ของยอดขายของ SAT) เพิ่มขึ้นด้วย โดยได้รับปัจจัยหนุนจากรายได้เกษตรกรที่สูงขึ้น เราคาดว่ากำไรปกติของ SAT จะเติบโต 27% YoY ในปี 2560 เราเชื่อว่ากำไรของ PCSGH ผ่านจุดต่ำสุดไปแล้ว และมีแนวโน้มฟื้นตัวตามอุตสาหกรรมยานยนต์ไทย และออเดอร์ใหม่ที่จะเริ่มผลิตในไตรมาส 4/59-ไตรมาส 2/60 เราคาดว่ากำไรปกติของ PCSGH จะเติบโต 52% YoY ในปี 2560 หลังจากหดตัวลง 37% YoY ในปี 2559

Valuation summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F
AH	Buy	15.20	18.0	21.7	15.7	9.5	7.9	(16)	65	20	0.8	0.8	0.7	5	8	9	2.0	3.3	3.9	7.2	5.3	4.1
PCSGH	Buy	4.86	6.0	27.0	14.1	22.5	14.8	(29)	(37)	52	1.5	1.5	1.5	11	7	10	8.2	3.6	5.4	5.9	7.2	5.7
SAT	Buy	14.90	18.0	24.6	9.9	10.5	8.2	(1)	(6)	27	1.1	1.1	1.0	12	11	13	4.0	3.8	4.9	4.5	4.5	3.6
STANLY	Neutral	183.00	200.0	11.8	13.7	11.9	9.9	(4)	15	20	1.1	1.0	1.0	9	9	10	2.7	2.5	3.0	4.1	3.9	3.2
Average					13.3	13.6	10.2	(12)	9	30	1.2	1.1	1.0	9	9	10	4.2	3.3	4.3	5.4	5.2	4.1

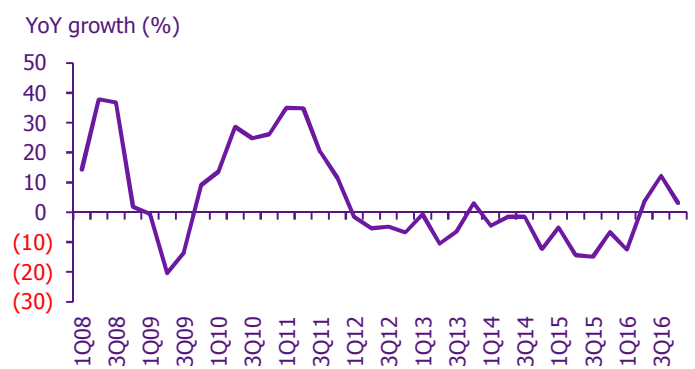
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: Auto demand is tied to the economy



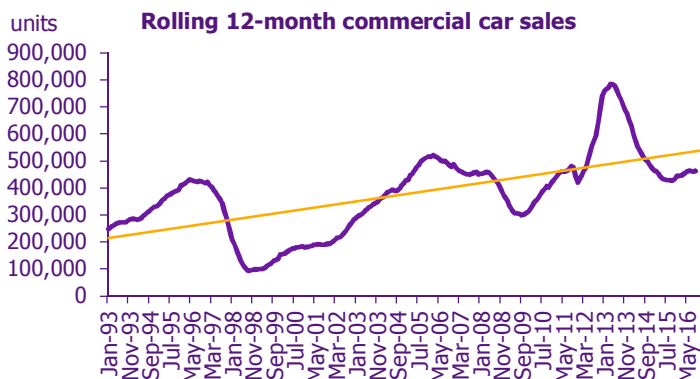
Source: NESDB, Thailand Automotive Institute and SCBS Investment Research

Figure 2: Farm income index is on the way up



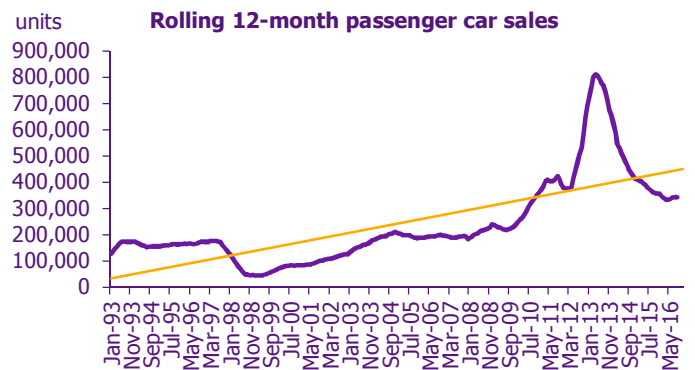
Source: Office Of Agricultural Economics and SCBS Investment Research

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



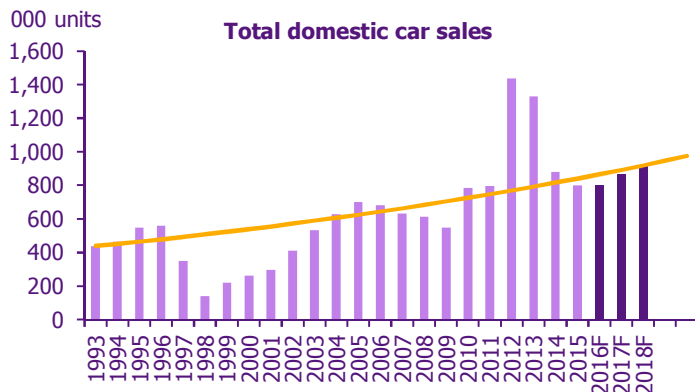
Source: Thailand Automotive Institute and SCBS Investment Research

Figure 4: Passenger car demand beginning to stabilize



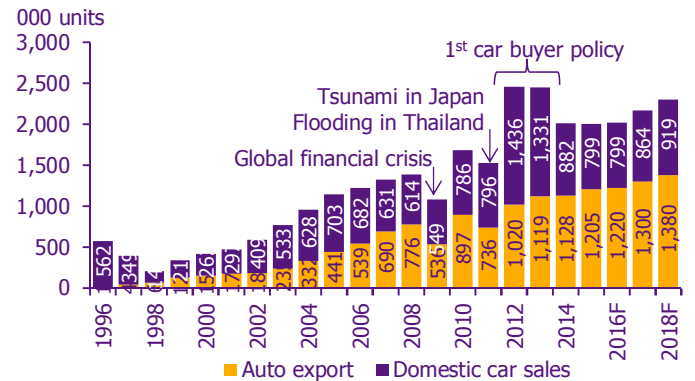
Source: Thailand Automotive Institute and SCBS Investment Research

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

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

ฟันตัว

- SETBANK เทรดในระดับที่ปรับตัวต่ำกว่าตลาด (underperform) มากที่สุด แม้คุณภาพสินทรัพย์ และการขยายสินเชื่อผ่านจุดต่ำสุดไปแล้ว
- เราคาดว่าธนาคารจะยอมให้กำไรเติบโตน้อยลงเพื่อตั้งสำรองหนี้สูญ (LLR) เพิ่มขึ้นในปี 2560 และ จะเลื่อนรายงานกำไรที่เติบโตได้ต้อออกไปเป็นปี 2561
- เราเปลี่ยน Top picks ของกลุ่มธนาคารจาก TCAP เป็น KBANK และ KTB

สินเชื่อจะกลับมาเติบโต 10% เราคาดว่าอัตราการขยายตัวของสินเชื่อจะฟื้นตัวจากระดับต่ำสุดในรอบ 7 ปีที่ 2% ในปี 2559 สู่ 6% ในปี 2560 และ 10% ในปี 2561 โดยได้รับปัจจัยหนุนจาก 1) อัตราเงินเฟ้อที่เริ่มส่งสัญญาณฟื้นตัวดีขึ้น (reflation), 2) การลงทุนเพิ่มของภาคเอกชนตามการลงทุนด้านโครงสร้างพื้นฐานขนาดใหญ่ที่เพิ่มขึ้นอย่างมาก, 3) ภาคธุรกิจชะลอการออกหุ้นกู้เนื่องจากผลตอบแทนพันธบัตรปรับตัวขึ้นเร็วกว่าอัตราดอกเบี้ยเงินกู้อย่างมาก, 4) การกลับมาขยายสินเชื่อรถยนต์, และ 5) การส่งออกที่ฟื้นตัวดีขึ้น เราปรับประมาณการอัตราการขยายตัวของสินเชื่อกลุ่มธนาคารเพิ่มขึ้นจาก 5% สู่ 6% สำหรับปี 2560 และจาก 8% สู่ 10% สำหรับปี 2561 สูงกว่าประมาณการของตลาดที่ 5%

อัตราส่วน NPL จะปรับตัวลดลงกลับสู่ระดับต่ำสุดเป็นประวัติการณ์ และ LLR coverage จะทำจุดสูงสุดใหม่ เราเชื่อว่าอัตราส่วน NPL ต่อสินเชื่อรวมทำจุดสูงสุดไปแล้ว และจะปรับตัวลดลงโดยได้รับปัจจัยหนุนจากการฟื้นตัวของภาคธุรกิจค้าส่งและค้าปลีก (W&R) และภาคธุรกิจอุตสาหกรรม ซึ่งเป็นส่วนสำคัญที่ทำให้ NPL ปรับตัวเพิ่มขึ้นในรอบนี้ การฟื้นตัวของภาคธุรกิจ W&R (76% เป็น SME) อาจมีความสัมพันธ์กับ NPL จากภาคธุรกิจอุปโภคบริโภคซึ่งเกิดจากผู้ทำธุรกิจส่วนตัว การใช้จ่ายอุปโภคบริโภคที่เพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องจะช่วยสนับสนุนให้ภาคธุรกิจ W&R ฟื้นตัวต่อไปอีก การส่งออกที่เพิ่มขึ้นน่าจะช่วยให้ NPL ของภาคธุรกิจอุตสาหกรรมปรับตัวลดลง นอกเหนือจากการจัดชั้นสินเชื่อ SSI ใหม่พ้นจาก NPL หลังจากศาลอนุมัติแผนฟื้นฟูกิจการ แร่กุดตันด้าน NPL ที่ลดน้อยลงทำให้เราคาดว่าอัตราส่วนค่าเผื่อหนี้สงสัยจะสูญต่อสินเชื่อรวมจะปรับตัวลดลงตั้งแต่ไตรมาส 4/59 เป็นต้นไป แต่มาตรฐานการบัญชี IFRS9 ที่กำลังจะมีผลบังคับใช้จะทำให้อัตราส่วนค่าเผื่อหนี้สงสัยจะสูญต่อสินเชื่อรวมยังคงอยู่ในระดับที่สูงกว่าระดับก่อนก่อนวิกฤตการณ์ NPL ขาขึ้น ซึ่งหมายความว่า LLR coverage จะปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างมากสู่ระดับที่ต่ำสุดสูงสุดใหม่ เราคาดว่าอัตราส่วน NPL ต่อสินเชื่อรวมจะปรับตัวลดลงจาก 2.72% ณ ไตรมาส 3/59 กลับสู่ระดับต่ำสุดเป็นประวัติการณ์ที่ 2.15% ภายในสิ้นปี 2561 และอัตราส่วนค่าเผื่อหนี้สงสัยจะสูญต่อสินเชื่อรวมจะลดลงจากระดับสูงสุดในปี 2559 ที่ 1.43% สู่ 1.29% ในปี 2560 และ 1.11% ในปี 2561 สะท้อนถึงการตั้งสำรองลดลง 4% ในปี 2560 และ 6% ในปี 2561

แนวโน้มอัตราดอกเบี้ยขาขึ้นในระยะยาวจะส่งผลดีต่อ NIM ผลตอบแทนพันธบัตรที่สูงขึ้นและอัตราเงินเฟ้อที่เริ่มส่งสัญญาณฟื้นตัวดีขึ้นจะช่วยสนับสนุนให้อัตรากำไรสุทธิกลับคืนสู่แนวโน้มขาขึ้นในระยะยาว แม้เราคาดว่าอัตราดอกเบี้ยนโยบายจะยังคงไม่เปลี่ยนแปลงที่ 1.5% ในปี 2560 แต่ผลตอบแทนพันธบัตรที่เพิ่มสูงขึ้นจะทำให้ธนาคารสามารถปรับอัตราดอกเบี้ยของสินเชื่อธุรกิจขนาดใหญ่เพิ่มขึ้น ทั้งนี้สืบเนื่องจากการคาดการณ์ถึงความต้องการสินเชื่อเพิ่มขึ้นมากในปี 2561 เราจึงคาดว่าธนาคารจะขึ้นอัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 0.50% และขึ้นอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ 0.25% การขึ้นอัตราดอกเบี้ยจะส่งผลดีต่อธนาคารที่ไม่ได้เน้นปล่อยสินเชื่อเช่าซื้อ และส่งผลกระทบต่อธนาคารที่เน้นปล่อยสินเชื่อเช่าซื้อ

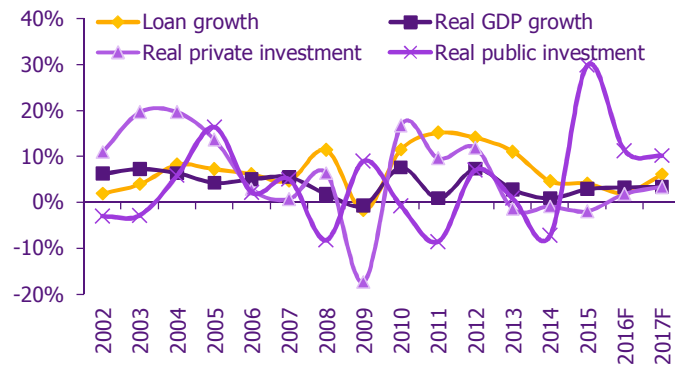
โอกาสดีในการเข้าซื้อ เพราะ performance ของ SETBANK เทียบกับ SET แย่ที่สุด โดยเลือก KBANK และ KTB เป็น top picks ความผิดหวังต่อเป้าหมายเบื้องต้นในปี 2560 และผลประกอบการไตรมาส 3/59 ที่แย่ส่งผลทำให้ SETBANK โดยเฉพาะธนาคารขนาดใหญ่ เทรดในระดับที่ปรับตัวต่ำกว่า (underperform) SET มากที่สุดนับตั้งแต่ปี 2552 ซึ่งเรามองว่าเป็นโอกาสที่ดีในการเข้าซื้อ เราคิดว่ากำไรของกลุ่มธนาคารจะฟื้นตัวกลับมาเติบโตเพิ่มขึ้นจาก 2% ในปี 2559 สู่ 13% ในปี 2560 และ 21% ในปี 2561 ซึ่งเป็นการคาดการณ์เชิงบวกมากกว่าประมาณการของตลาดที่ 7% ในปี 2559 และ 13% ในปี 2560 เราเลือก KTB และ KBANK เป็น top picks ของกลุ่มธนาคารแทน TCAP เนื่องจาก KTB และ KBANK มี valuation น่าสนใจมากที่สุด และการฟื้นตัวทางเศรษฐกิจมีแนวโน้มที่จะส่งผลทำให้คุณภาพสินทรัพย์ของธนาคารสองแห่งนี้ปรับตัวดีขึ้นได้มากที่สุด เพราะการมีส่วนแบ่งตลาดสินเชื่อ SME ระดับสูงทำให้ได้รับผลกระทบมากที่สุดจากภาวะเศรษฐกิจชะลอตัว TCAP ดูน่าสนใจน้อยหลังจากราคาหุ้นปรับขึ้นมาแล้ว 11% หลังประกาศผลประกอบการไตรมาส 3/59

Valuation Summary

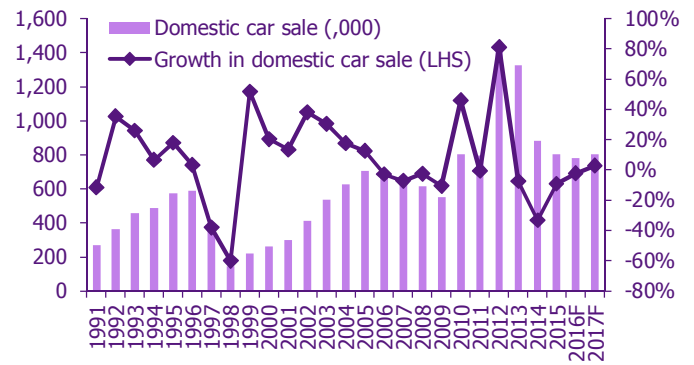
	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)		
					15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F
BAY	Neutral	38.00	37.0	(0.3)	15.0	13.0	10.9	9	15	20	1.5	1.4	1.2	12	11	12	2.0	2.3	2.8
BBL	Buy	158.00	200.0	30.4	8.8	9.5	8.1	(6)	(8)	18	0.8	0.8	0.7	10	9	9	4.1	3.8	4.4
KBANK	Buy	171.00	215.0	28.1	10.4	10.4	9.9	(14)	(0)	5	1.4	1.3	1.2	15	13	12	2.3	2.3	2.6
KKP	Neutral	57.25	60.0	13.4	14.6	9.1	9.7	25	60	(6)	1.3	1.2	1.2	9	14	12	5.2	8.6	7.7
KTB	Buy	17.50	21.0	24.5	8.6	8.3	7.6	(14)	4	9	1.0	0.9	0.8	12	11	11	4.3	4.5	4.9
LHBANK	Sell	1.74	1.7	(0.1)	14.4	13.8	12.4	33	4	11	1.3	1.0	0.9	10	10	8	1.9	2.2	2.4
TCAP	Buy	44.25	50.0	17.1	10.4	8.5	7.9	6	23	8	1.1	1.0	0.9	10	12	12	4.1	4.1	4.1
TISCO	Buy	53.75	60.0	16.1	10.1	8.7	8.4	0	16	4	1.5	1.4	1.3	16	17	16	4.5	4.5	4.8
TMB	Neutral	2.10	2.2	7.3	9.8	11.9	9.8	(2)	(17)	21	1.2	1.1	1.0	13	10	11	3.0	2.5	3.1
Average					11.3	10.4	9.4	(7)	2	13	1.3	1.1	1.1	12	12	12	3.5	3.8	4.1

Source: SCBS Investment Research

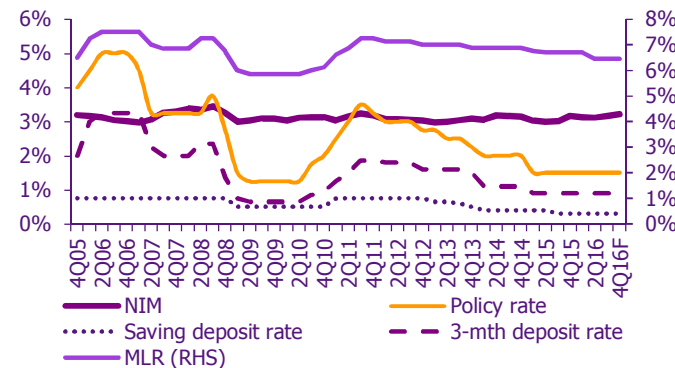
หมายเหตุสำคัญ: บริษัทหลักทรัพย์ ไทยพาณิชย์ จำกัด (SCBS) เป็นบริษัทย่อยที่ธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) (SCB) ถือหุ้นทั้งหมด ข้อมูลใด ๆ ที่เกี่ยวข้องกับ SCB มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ในการเปรียบเทียบเท่านั้น

Figure 1: Loans vs. GDP & investment growth

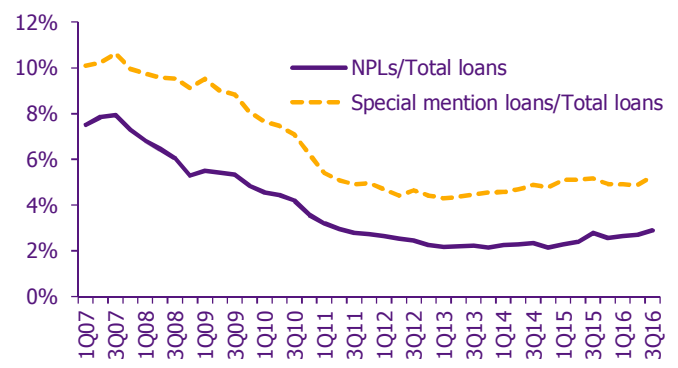
Source: NESDB, SCB EIC and SCBS Investment Research

Figure 2: Domestic car sales

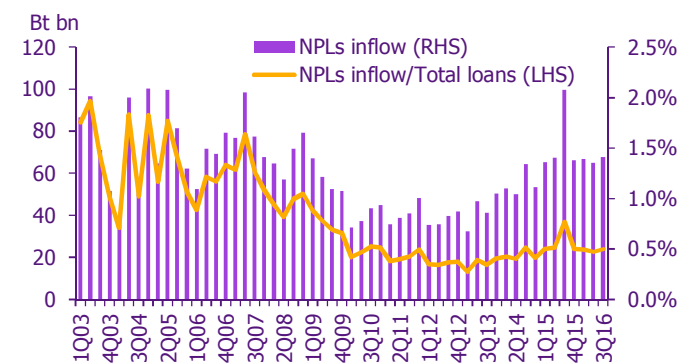
Source: Toyota (Thailand) and SCBS Investment Research

Figure 3: NIM and interest rates

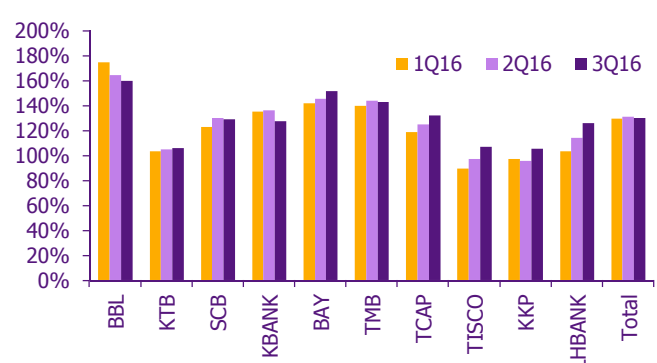
Source: SCBS Investment Research

Figure 4: NPL ratio 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

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

ปัจจัยบวกทยอยเข้ามากระตุ้น

- มาตรการกระตุ้นที่รัฐบาลออกมาอย่างต่อเนื่อง รายได้เกษตรกรที่ฟื้นตัวดีขึ้น กำลังซื้อที่กลับคืนมาจากการชำระคืนเงินกู้โครงการรถคันแรกหมด และการลดภาษีเงินได้บุคคลธรรมดา จะช่วยหนุนให้การใช้จ่ายอุปโภคบริโภคและกำไรของกลุ่มพาณิชย์ปรับตัวเพิ่มขึ้นในไตรมาส 4/59 - ปี 2560
- **Top picks** คือ ROBINS (เก็งกำไรระยะสั้นจากมาตรการกระตุ้น), GLOBAL และ CPALL (กำไรไตรมาส 4/59-ปี 2560 โดดเด่นกว่าบริษัทอื่น ๆ ในกลุ่มพาณิชย์)

ปัจจัยกระตุ้น #1: มาตรการกระตุ้นที่รัฐบาลออกมาอย่างต่อเนื่อง ในช่วง 1 ปีที่ผ่านมา รัฐบาลออกมาตรการกระตุ้นมูลค่า ~7 แสนล้านบาทเพื่อช่วยเหลือผู้มีรายได้น้อย เกษตรกร และ SME โดยในเดือน พ.ย.-ธ.ค. ครม.มีมติเห็นชอบ: 1) แจกเงิน 1,500-3,000 บาทให้กับเกษตรกรและผู้ที่มีรายได้น้อยจำนวน 8.3 ล้านคน รวม 1.9 หมื่นล้านบาท เริ่มจ่ายในเดือน ธ.ค.; 2) ลดหย่อนภาษีไม่เกิน 15,000 บาทสำหรับค่าใช้จ่ายในการท่องเที่ยวภายในประเทศในเดือน ธ.ค.; 3) ลดหย่อนภาษีจากการซื้อสินค้าระหว่างวันที่ 14-31 ธ.ค. ไม่เกิน 15,000 บาท นอกจากนี้ก็มีรายงานข่าวระบุว่า กระทรวงการคลังจะเสนอมาตรการอื่นๆ เพื่อกระตุ้นการใช้จ่าย อาทิเช่น การยกเว้นภาษีนำเข้าน้ำมันและเครื่องสำอางในเดือน ก.พ.-มี.ค. 2560

ทั้งนี้ในเดือน ธ.ค.ปีที่ผ่านมา รัฐบาลออกมาตรการลดหย่อนภาษีจากการซื้อสินค้าและบริการระหว่างวันที่ 25-31 ธ.ค. ตามจำนวนที่จ่ายจริง แต่ไม่เกิน 15,000 บาท สมาคมผู้ค้าปลีกไทยประเมินว่ามาตรการนี้ช่วยกระตุ้นให้การใช้จ่ายเพิ่มขึ้น ~20% ในช่วงที่มาตรการมีผลบังคับใช้ ทั้งนี้จากการคำนวณของเรา มาตรการนี้ช่วยหนุนให้ยอดขายสาขาเดิมของกลุ่มพาณิชย์เติบโตเพิ่มขึ้นอีก 0.5-1.0% ในไตรมาส 4/58 และ ROBINS ได้ประโยชน์มากที่สุดในกลุ่มพาณิชย์ ตามด้วย HMPRO

ปัจจัยกระตุ้น #2: รายได้เกษตรกรฟื้นตัว ในเดือน ต.ค. 2559 ดัชนีรายได้เกษตรกรปรับตัวเพิ่มขึ้น 3% YoY เพิ่มขึ้น 6 เดือนติดต่อกัน โดยได้รับปัจจัยหนุนจากผลผลิตการเกษตร (ข้าวโพดและมันสำปะหลัง, ผลไม้, เมล็ดพืชน้ำมัน, ผลิตภัณฑ์สัตว์ปีก, และผลิตภัณฑ์ประมง) ที่เพิ่มขึ้น 4% YoY ซึ่งมากเกินพอชดเชยราคาผลผลิตทางการเกษตร (ข้าวเปลือก, ข้าวโพด, และมันสำปะหลัง) ที่ลดลง 1% YoY ผลกระทบจากปรากฏการณ์เอลนีโญที่ลดน้อยลงและระดับน้ำที่สูงขึ้นในเขื่อนหลักๆ น่าจะช่วยสนับสนุนให้ผลผลิตการเกษตรปรับตัวเพิ่มขึ้นต่อไปอีกในปลายปี 2559-ปี 2560 ราคาสินค้าโภคภัณฑ์ทั่วโลกที่ค่อยๆ ปรับตัวเพิ่มขึ้นน่าจะหนุนให้ราคาผลผลิตทางการเกษตรปรับตัวเพิ่มขึ้นในปี 2560

ปัจจัยกระตุ้น #3: กำลังซื้อกลับคืนมาหลังจากได้รับผลกระทบจากโครงการรถคันแรก การกู้เงินเพื่อซื้อรถยนต์ในโครงการรถคันแรกที่เริ่มต้นในเดือน ก.ย. 2554 และสิ้นสุดลงเมื่อปลายปี 2555 ส่งผลทำให้ผู้ซื้อรถยนต์มีค่าใช้จ่ายในการผ่อนชำระเงินกู้ ~8,000 บาท/เดือน เงินกู้เหล่านี้จะชำระคืนหมดตั้งแต่เดือน ก.ย. 2559 จนถึงสิ้นปี 2560 ซึ่งจะช่วยให้ภาระหนี้ครัวเรือนลดลงและส่งผลทำให้กำลังซื้อปรับตัวเพิ่มขึ้น ~10,000 ล้านบาท/เดือน (ค่าผ่อนชำระ 8,000 บาท/เดือน คูณด้วยรถยนต์จำนวน 1.25 ล้านคันที่ยื่นขอคืนภาษี) คิดเป็น 0.8% ของ GDP

ปัจจัยกระตุ้น #4: การลดภาษีเงินได้บุคคลธรรมดาในปี 2560 ในเดือน เม.ย. 2559 ครม.มีมติเห็นชอบปรับโครงสร้างภาษีเงินได้บุคคลธรรมดา (มีผลบังคับใช้ในปีภาษี 2560) โดยหักค่าใช้จ่ายและค่าลดหย่อนได้มากขึ้น และปรับเพิ่มเงินได้พึงประเมินขั้นต่ำที่มีเงินได้ต้องยื่นแบบแสดงรายการภาษี รวมทั้งปรับอัตราภาษีในช่วงอัตราร้อยละ 30-35 โดยโครงสร้างภาษีใหม่นี้จะยกเว้นภาษีสำหรับผู้ที่มีเงินได้ไม่ถึง 26,000 บาท/เดือน เพิ่มขึ้นจากปัจจุบันที่ 20,000 บาท/เดือน โครงสร้างภาษีใหม่จะทำให้ผู้เสียภาษีมียกเว้นภาษีสำหรับใช้จ่ายเพิ่มอีกกว่า 3 หมื่นล้านบาทในปี 2560 (0.2% ของ GDP) ซึ่งจะช่วยกระตุ้นการใช้จ่าย

Top picks เราชอบ ROBINS GLOBAL และ CPALL เพราะกำไรไตรมาส 4/59 มีแนวโน้มเติบโตอย่างแข็งแกร่ง (เพิ่มขึ้น YoY และ QoQ) ROBINS จะได้รับปัจจัยกระตุ้นจากการเก็งกำไรระยะสั้น เนื่องจากมีแนวโน้มได้รับประโยชน์จากมาตรการกระตุ้นการใช้จ่ายของรัฐบาลในไตรมาส 4/59-ไตรมาส 1/60 มากที่สุดในกลุ่มพาณิชย์ GLOBAL มีแนวโน้มรายงานกำไรไตรมาส 4/59-ปี 2560 เติบโตสูงที่สุดในกลุ่มพาณิชย์ โดยได้รับปัจจัยหนุนจากการดำเนินงานที่ดีขึ้นและค่าเสื่อมราคาที่สูงลงหลังจากเปลี่ยนนโยบายบัญชีในปี 2560 CPALL จะรายงานกำไรไตรมาส 4/59-ปี 2560 โดดเด่นกว่าบริษัทอื่นๆ ในกลุ่มพาณิชย์ โดยได้รับปัจจัยหนุนจากการดำเนินงานที่ดีขึ้นของธุรกิจร้านสะดวกซื้อ และธุรกิจ cash & carry ที่ฟื้นตัวดีขึ้น (จากฐานต่ำ)

Valuation summary

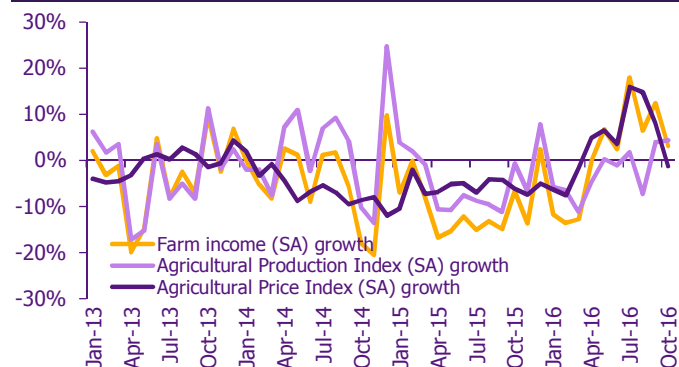
	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F
BIGC	Neutral	213.00	230.0	9.3	25.5	23.2	20.4	(5)	10	14	3.8	3.4	3.0	16	15	16	1.2	1.3	1.5	14.3	13.5	11.9
CPALL	Buy	60.50	72.0	20.6	39.7	32.1	26.9	39	24	20	13.0	10.7	8.7	36	37	36	1.5	1.6	1.9	21.6	19.3	17.2
GLOBAL	Buy	17.20	20.0	16.7	72.5	43.5	33.6	24	67	30	4.2	3.9	3.5	6	9	11	0.3	0.4	0.5	34.4	23.9	20.9
HMPRO	Neutral	10.20	11.0	10.5	38.3	32.6	28.4	6	18	15	7.9	7.7	7.2	21	24	26	2.5	2.6	2.8	19.0	17.0	15.3
MAKRO	Buy	35.25	42.0	21.2	31.5	31.5	26.9	9	(0)	17	11.9	10.8	9.1	40	36	37	2.4	2.1	2.1	19.5	19.3	16.6
ROBINS	Buy	63.50	80.0	27.8	32.8	27.4	23.3	12	20	17	4.9	4.4	4.0	16	17	18	1.6	1.8	2.1	16.0	14.5	13.4
Average					40.0	31.7	26.6	14	23	19	7.6	6.8	5.9	22	23	24	1.6	1.6	1.8	20.8	17.9	15.9

Source: SCBS Investment Research

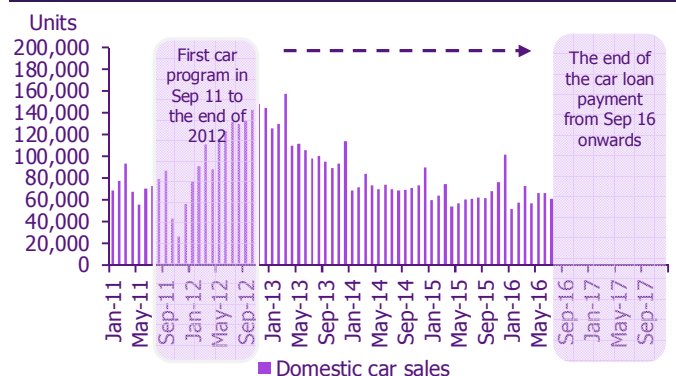
Figure 1: Series of government measures to boost economy since Sep 2015 to date, positive to domestic consumption

Stimulus package	Size (Btbn)
Stimulus package announced in Sep-Dec 2015	
1) Assistance measures for low income earners and small public investment (Sep 2015)	139.7
1.1) Soft loans via the village fund program	60.0
1.2) Quick-spending budget for local government (Bt5mn per sub-district)	39.7
1.3) Local government mini investment projects (Bt1mn per project)	40.0
2) Monetary and fiscal measures for SME Promotion	271.0
3) Monetary and fiscal measures for real estate sector promotion	25.0
4) Tax incentive for domestic investment promotion	
5) Measure to help Board of Investment (BOI) to speed up investment	
6) Assistance Measure for Rubber Farmers	15.2
7) tax deduction up to Bt15,000 for purchases made from Dec 25-31	
Subtotal	450.9
Stimulus package announced in 2016	
1) Strengthening grassroots economy measures following the Pracha Rat approach	35.0
2) Assistance measures for those hit by drought in the agricultural sector	93.0
3) Credit guarantee program for Micro Entrepreneurs (Phase 2)	13.5
4) Baan Pracha Rat	70.0
5) Baan Thana Pracha Rat	9.0
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 travel expenses by 1 year to end-2016	
8) tax deduction up to Bt15,000 on purchases of OTOP products from Aug 1-31	
9) tax deduction up to Bt15,000 of travel expenses during Dec 1-31	
10) Bt1,500-3,000 cash handout to 2.9mn low-income farmers	6.5
11) Bt1,500-3,000 cash handout to 5.4mn low-income earners, disbursed during Dec 1-31	12.8
12) tax deduction up to Bt15,000 for purchases made from Dec 14-31	
Ministry of Finance proposing to Cabinet	
1) Import duty exemption on purchases of perfumes and cosmetics in Feb-Mar 2017	
Subtotal	239.8
Total	690.7

Source: NESDB, FPO and SCBS Investment Research

Figure 2: Farm income grew 3% YoY in Oct, positive six months in a row

Source: OAE and SCBS Investment Research

Figure 3: Pay-off of loans for first-car program to drive private consumption from Sep 2016 onwards

Source: SCBS Investment Research

Figure 4: New personal income tax in 2017F, raising disposable income

Tax rate	Current taxable income (Bt/year)	New Taxable income (Bt/year)
Exempt	0-150,000	0-150,000
5%	150,001-300,000	150,001-300,000
10%	300,001-500,000	300,001-500,000
15%	500,001-750,000	500,001-750,000
20%	750,001-1,000,000	750,001-1,000,000
25%	1,000,001-2,000,000	1,000,001-2,000,000
30%	2,000,001-4,000,000	2,000,001-5,000,000
35%	More than 4,000,000	More than 5,000,000
Tax allowances	Current structure	New structure
Personal allowances	Bt30,000	Bt60,000
Expense allowances	Up to 40% of annual income, not exceeding Bt60,000	Up to 50% of annual income, not exceeding Bt100,000
Child allowances	Bt15,000/child, limited to three kids	Bt30,000/child, no limit for the number of kids

Source: The Revenue Department, local newspapers and SCBS Investment Research

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

สรุปอุปสงค์ฟื้นตัวในปี 2560

- อุปสงค์จะปรับตัวดีขึ้นอย่างช้า ๆ ในระยะสั้น และจะดีขึ้นในปี 2560 เนื่องจากจะมีโครงการโครงสร้างพื้นฐานเพิ่มมากขึ้น และจะช่วยหนุนให้การลงทุนภาคเอกชนปรับตัวเพิ่มขึ้น
- อัตราค่าไถ่จะอยู่ในระดับแข็งแกร่งในระยะสั้น แต่ต้องจับตาช่วงกลางปี 2560 เพราะต้นทุนเชื้อเพลิงจะปรับตัวสูงขึ้น **Top picks** คือ DCC (ปริมาณขายและอัตราค่าไถ่ดีขึ้น) และ SCC (ธุรกิจเคมีภัณฑ์แข็งแกร่ง)

สรุปผลประกอบการไตรมาส 3/59 SCC เป็นบริษัทที่รายงานผลประกอบการดีที่สุดในกลุ่มวัสดุก่อสร้าง โดยกำไรปกติไตรมาส 3/59 เติบโต 35% YoY โดยเกิดจากธุรกิจเคมีภัณฑ์ที่แข็งแกร่งมากขึ้น ซึ่งมากเกินพอชดเชยธุรกิจปูนซีเมนต์และธุรกิจวัสดุก่อสร้างที่ปรับตัวแย่ลง (ปริมาณขายและราคาในประเทศลดลง) DCC รายงานกำไรเติบโตในระดับที่น่าพอใจที่ 15% YoY โดยเกิดจากปริมาณขายที่สูงขึ้น และอัตราค่าไถ่ที่กว้างขึ้นเพราะต้นทุนเชื้อเพลิงต่ำ SCCC เป็นบริษัทที่รายงานผลประกอบการอ่อนแอที่สุดในกลุ่มวัสดุก่อสร้าง โดยกำไรลดลง 45% YoY เพราะอัตราค่าไถ่ขึ้นต้นลดลงและค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารเพิ่มขึ้นจากค่าใช้จ่ายเกี่ยวกับ M&A

อุปสงค์จะยังเปราะบางในระยะสั้น... ในเดือน ต.ค. ปริมาณขายปูนซีเมนต์ในประเทศลดลง 2% YoY (ติดลบ 5 เดือนติดต่อกัน) ในขณะที่ปริมาณขายกระเบื้องเซรามิกในประเทศเพิ่มขึ้น 5% YoY (บวก 3 เดือนติดต่อกัน จากฐานต่ำในช่วง 2-3 ปีที่ผ่านมา) ในช่วง 10 เดือนแรกปี 59 ปริมาณขายปูนซีเมนต์และกระเบื้องเซรามิกในประเทศลดลง 1% YoY และ 3% YoY

การเติบโตของอุปสงค์ในประเทศมีแนวโน้มที่จะยังเปราะบางในระยะสั้น โดยมีการเบิกจ่ายงบประมาณรัฐบาลอย่างต่อเนื่อง แต่การลงทุนภาคเอกชนยังชะงัก รัฐบาลเบิกจ่ายงบประมาณลงทุนจำนวน 2.8 หมื่นล้านบาทในเดือน ต.ค. (+17% YoY) จากการจัดสรรงบประมาณลงทุนเพิ่มมากขึ้นสำหรับปีงบประมาณ 2560 ที่ 5.49 แสนล้านบาท (+10% YoY) และอัตราการเบิกจ่ายที่ดีขึ้น (5% ของงบประมาณในเดือน ต.ค. 2559 เทียบกับ 4% ในเดือน ต.ค. 2558) อย่างไรก็ตาม พื้นที่ที่ได้รับใบอนุญาตก่อสร้าง (เครื่องขึ้นอุปสงค์วัสดุก่อสร้างในระยะ 1-2 ไตรมาสข้างหน้า) ปรับตัวลดลง 6% YoY ในช่วง 10 เดือนแรกปี 59 ด้วยบรรยากาศแห่งความโศกเศร้าในไตรมาส 4/59 ถึงปัจจุบัน บริษัทพัฒนาโครงการที่อยู่อาศัยจดทะเบียนจึงปรับลดเป้าเปิดตัวโครงการใหม่ลงสู่ระดับที่เติบโต +4% YoY ในปี 2559 (จากเดิมที่ +19% YoY) โดยเลื่อนเปิดตัวโครงการใหม่และกิจกรรมการตลาดออกไปเป็นไตรมาส 1/60

...แต่จะดีขึ้นในปี 2560 ในปี 2560 ปริมาณขายปูนซีเมนต์และกระเบื้องเซรามิกในประเทศมีแนวโน้มที่จะปรับตัวเพิ่มขึ้น โดยได้รับปัจจัยหนุนจากความคืบหน้ามากขึ้นของโครงการโครงสร้างพื้นฐานและการฟื้นตัวของการลงทุนภาคเอกชน การลงทุนภาครัฐจะเน้นไปที่โครงการโครงสร้างพื้นฐานมากขึ้นในปี 2560 ไม่ใช่โครงการขนาดเล็กเหมือนในปี 2559 ทั้งนี้ตามแผนลงทุนในโครงการขนาดใหญ่มูลค่า 1.7 ล้านล้านบาทของรัฐบาล 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

เราคาดว่าอุปสงค์ปูนซีเมนต์และกระเบื้องเซรามิกจะเติบโต -2% ในปี 2559 และ +3% ในปี 2560 โดยจะได้รับปัจจัยหนุนจากการลงทุนภาครัฐคาดว่าจะเติบโตสูงถึง 11% ในปี 2559 และ 10% ในปี 2560 และการลงทุนภาคเอกชนที่คาดว่าจะค่อย ๆ เติบโตเพิ่มขึ้นสู่ 2% ในปี 2559 และ 3% ในปี 2560

อัตราค่าไถ่: แข็งแกร่งในระยะสั้น แต่ต้องจับตาช่วงกลางปี 2560 ในช่วง 10 เดือนแรกปี 59 ราคากระเบื้องเซรามิกในประเทศยังอยู่ในระดับทรงตัว YoY ผู้ผลิตกระเบื้องเซรามิกจะมีอัตราค่าไถ่กว้างขึ้นเพราะต้นทุนเชื้อเพลิงต่ำ (ต้นทุนก๊าซปรับตัวตามหลังราคาน้ำมันอยู่ประมาณ 6 เดือน) ทั้งนี้ตั้งแต่ต้นปี 2559 ราคาน้ำมันปรับตัวลดลง 16% YoY ซึ่งจะช่วยให้ต้นทุนก๊าซลดลงในปีนี้และต้นปีหน้า

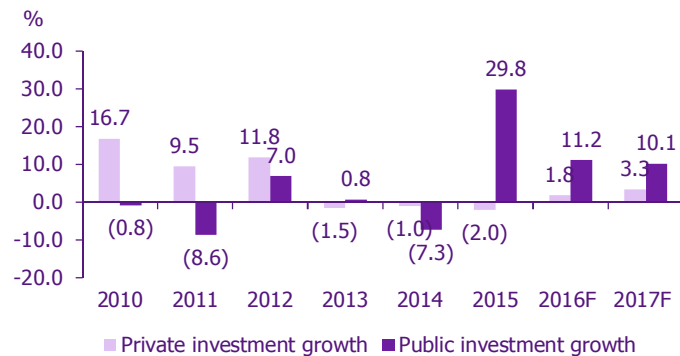
ในช่วง 10 เดือนแรกปี 59 ราคาปูนซีเมนต์ในประเทศลดลงสอดคล้องกับประมาณการของเราที่ 5% YoY โดยเกิดจากอุปทานใหม่ที่เพิ่มขึ้นท่ามกลางอุปสงค์ที่เปราะบาง ราคามีแนวโน้มที่จะปรับตัวดีขึ้นตามอุปสงค์ที่แข็งแกร่งมากขึ้นในปี 2560 ในขณะที่ต้นทุนถ่านหินกลับมาปรับตัวเพิ่มขึ้นในช่วง 5 เดือนที่ผ่านมา โดยราคาถ่านหิน (spot price) เพิ่มขึ้น 12% YoY ตั้งแต่ต้นปี 2559 เนื่องจากผู้ผลิตปูนซีเมนต์มักจะซื้อถ่านหินล่วงหน้า 6-12 เดือน ดังนั้นเราคาดว่าจะเห็นต้นทุนเชื้อเพลิงปรับตัวเพิ่มขึ้นในช่วงกลางถึงปลายปี 2560

Top picks เราชอบ DCC (ปริมาณขายและอัตราค่าไถ่จากธุรกิจกระเบื้องเซรามิกเพิ่มขึ้นเพราะต้นทุนเชื้อเพลิงต่ำ) และ SCC (ธุรกิจเคมีภัณฑ์แข็งแกร่ง) เพราะกำไรแข็งแกร่งกว่า SCCC (ทำธุรกิจปูนซีเมนต์อย่างเดียว)

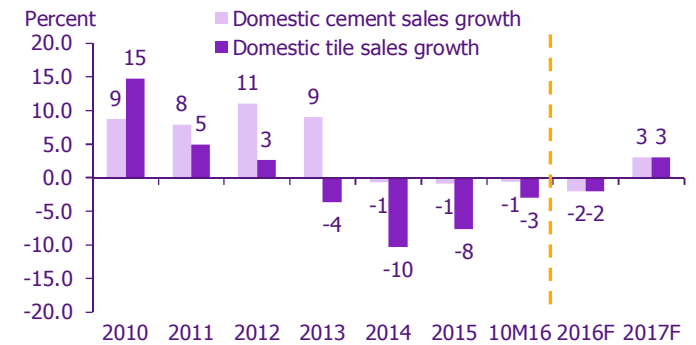
Valuation summary

	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	4.52	5.0	14.4	21.5	19.6	17.3	12	10	13	9.5	8.9	7.6	46	47	47	4.1	3.8	5.8	14.8	13.6	12.0
SCC	Buy	484.00	630.0	34.3	13.4	11.3	10.1	29	18	12	2.4	2.1	1.9	19	20	20	3.3	4.1	4.5	8.5	7.4	6.6
SCCC	Neutral	270.00	320.0	23.7	13.5	16.7	14.9	(9)	(19)	12	2.8	2.8	2.7	21	17	18	5.6	5.2	5.0	9.1	11.7	10.2
Average					16.1	15.9	14.1	11	3	12	4.9	4.6	4.0	29	28	28	4.3	4.4	5.1	10.8	10.9	9.6

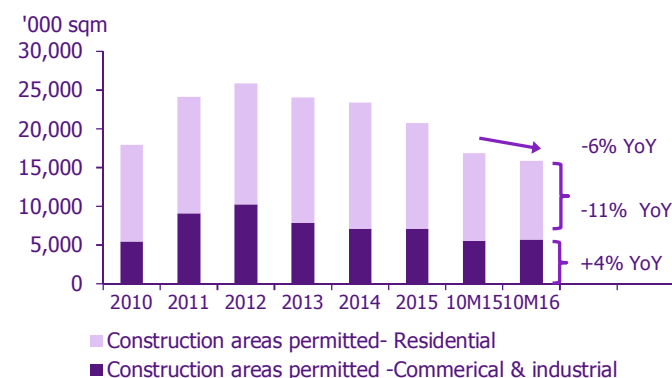
Source: SCBS Investment Research

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

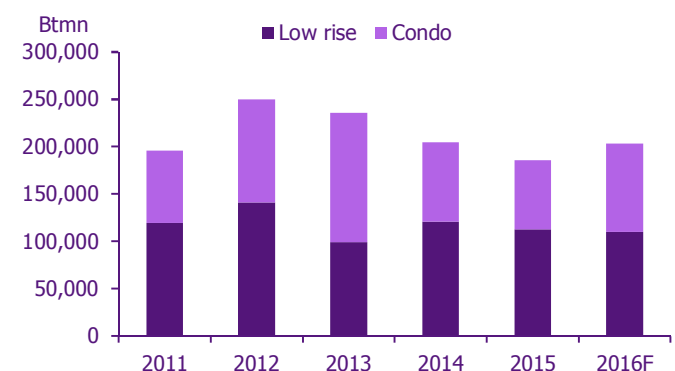
Source: NESDB, SCB EIC and SCBS Investment Research

Figure 2: Local sales volume growth in 2016-17F

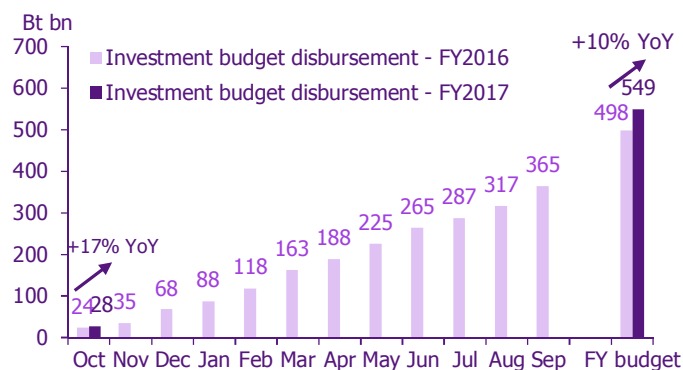
Source: BOT and SCBS Investment Research

Figure 3: Construction area permits fell in 10M16

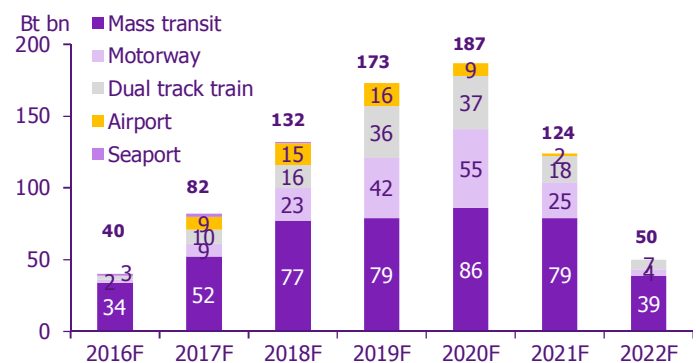
Source: BOT and SCBS Investment Research

Figure 4: Listed residential developers cut planned new launches to grow only +4% YoY in 2016 from +19%

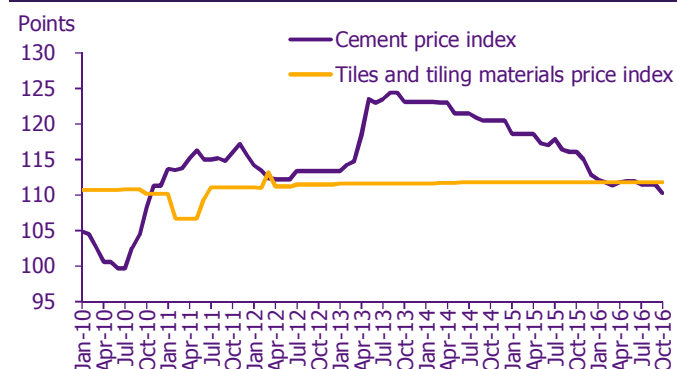
Source: AP, LH, LPN, PSH, QH, SIRI, SPALI, and SCBS Investment Research

Figure 5: Disbursement of the gov't investment budget to continue to rise +17% YoY in Oct 2016

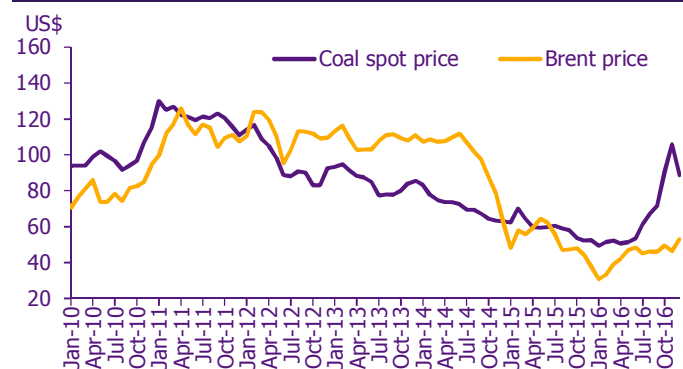
Source: FPO and SCBS Investment Research

Figure 6: Disbursement of gov't funds for mega-projects to accelerate in 2016-20F

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

Figure 7: Cement and ceramic tile product prices

Source: REIC and SCBS Investment Research

Figure 8: Fuel costs: Coal and oil prices

Source: NEX, Bloomberg and SCBS Investment Research

เนื้อหา

อิสระ อรรถดิลเชษฐ์

นักวิเคราะห์การลงทุนวิจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1009

isara.ordeedolchest@scb.co.th

ชณันธร พิชะภาณุพัฒน์

นักวิเคราะห์การลงทุนวิจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1016

chananthorn.pichayanupat@scb.co.th

- หลังจากใช้ความพยายามผลักดันมาหลายปี การลงทุนภาครัฐของประเทศไทยก็เริ่มเร่งตัวขึ้น โดยในปีที่รัฐบาลสามารถผลักดันโครงการมูลค่า ~3 แสนล้านบาทจากแผนยุทธศาสตร์การพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานมูลค่า 3.4 ล้านล้านบาทได้สำเร็จ สูงกว่าโครงการทั้งหมดในช่วง 7 ปีก่อนหน้านี้ถึง 34%
- ในขณะที่โครงการภาครัฐมีเป้าหมายเพื่อเพิ่มขีดความสามารถทางการแข่งขันในระยะยาวของประเทศไทย แต่ผู้ที่ได้รับประโยชน์รายสำคัญ คือ บริษัทรับเหมาก่อสร้าง
- หุ้น top picks สองตัวในกลุ่มนี้ คือ 1) STEC เพราะงานในมือจะเพิ่มขึ้นอย่างมาก และ (2) UNIQ เพราะมีแนวโน้มเติบโตสดใส

การผลักดัน Action Plan ส่งสัญญาณถึงแนวโน้มที่ดี รัฐบาลผลักดันการลงทุนโครงสร้างพื้นฐานในฐานะที่เป็นนโยบายหลักของประเทศไทยมานานกว่า 10 ปีแล้ว แต่มีความคืบหน้าช้ามากเพราะเหตุผลหลายอย่างด้วยกัน ปีนี้เป็นปีที่มีการเปลี่ยนแปลงในทางที่ดีเกิดขึ้น เพราะโครงการที่รัฐบาลเปิดประมูลมีมูลค่าสูงถึง 3 แสนล้านบาท สูงกว่าโครงการทั้งหมดในช่วง 7 ปีก่อนหน้านี้ (ปี 2551-2558) ถึง 34% แม้มูลค่าโครงการในปีนี้ไม่ถึงเป้าที่วางไว้ในตอนแรกที่ 1.8 ล้านล้านบาท แต่ก็เห็นได้ชัดแล้วว่าโครงการภาครัฐปรับตัวเพิ่มขึ้นมาก และโครงการส่วนใหญ่ที่เหลืออยู่ในแผนปฏิบัติการด้านคมนาคมขนส่งระยะเร่งด่วน หรือ Action Plan (ประมาณ 1.2 ล้านล้านบาท) จะเกิดขึ้นในปี 2560

วัฏจักรการลงทุนรอบใหม่ของประเทศไทย เนื่องจากวัฏจักรการลงทุนรอบล่าสุดของประเทศไทยเกิดขึ้นนานแล้วในปี 2550 ดังนั้นจึงมีความจำเป็นต้องลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานครั้งใหม่เพื่อสนับสนุนให้ประเทศไทยมีขีดความสามารถในการแข่งขันทัดเทียมกับประเทศอื่นๆ นอกจากนี้การใช้จ่ายภาครัฐยังเป็นเครื่องมือที่สามารถใช้รับมือกับภาวะเศรษฐกิจชะลอตัวได้เป็นอย่างดีด้วย รัฐบาลริเริ่มแผนยุทธศาสตร์การพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานด้านคมนาคมขนส่ง มูลค่า 3.4 ล้านล้านบาท ซึ่งจะลงทุนตั้งแต่ปี 2558-2565 ในขณะที่จุดสนใจของเราอยู่ที่แผนคมนาคมเร่งด่วนปี 2559 เงินลงทุน 1.8 ล้านล้านบาท

ต้นทุนการก่อสร้างอาจจะสูงขึ้น แต่จะไม่ถึงระดับที่ส่งผลกระทบต่ออัตรากำไร มีโอกาสสูงที่ราคาสินค้าโภคภัณฑ์ทั่วโลกปรับตัวลงถึงจุดต่ำสุดไปแล้วและจะปรับตัวสูงขึ้น ซึ่งทำให้เกิดความกังวลว่าต้นทุนการก่อสร้างจะเพิ่มสูงขึ้น เหล็ก ปูนซีเมนต์ และค่าแรง เป็นต้นทุนส่วนใหญ่ของบริษัทรับเหมาก่อสร้าง และการเปลี่ยนแปลงของราคาจะส่งผลกระทบต่ออัตรากำไร อย่างไรก็ดี เราไม่คิดว่าราคาจะปรับเพิ่มขึ้นมากเหมือนในปี 2551 สำหรับเหล็ก การเติบโตของเศรษฐกิจภายใต้บรรทัดฐานใหม่ของประเทศจีนสะท้อนถึงความเสี่ยงน้อยมากที่ความต้องการเหล็กจะปรับตัวเพิ่มขึ้นมาก ราคาปูนซีเมนต์น่าจะทรงตัวอยู่ในระดับที่ไม่สูงนัก เนื่องจากการลงทุนภายในประเทศยังไม่ได้ปรับตัวเพิ่มขึ้นมากนัก ในขณะที่ต้นทุนค่าแรงน่าจะยังอยู่ในระดับที่สามารถบริหารจัดการได้ เนื่องจากอัตราค่าจ้างของประเทศไทยเติบโตเฉลี่ยเพียง 2-3% YoY นอกจากนี้บริษัทรับเหมาก่อสร้างยังสามารถจัดหาแรงงานต่างชาติที่มีต้นทุนต่ำได้ด้วย

ราคาเป้าหมายและ Valuation เราแนะนำ “ซื้อ” STEC ด้วยราคาเป้าหมายปลายปี 2560 ที่ 32.5 บาท/หุ้น อ้างอิงอัตราส่วน EV ต่องานในมือที่ 0.5 เท่า (ค่าเฉลี่ย 10 ปีของบริษัทในระหว่างปี 2549-2558) และประมาณการงานในมือปี 2560 ของเราที่ 8.8 หมื่นล้านบาท ในขณะที่วิธีประเมินราคาเป้าหมายของเราไม่ใช่วิธีที่นิยมใช้กันมากนัก เราใช้วิธีเดียวกันประเมินราคาเป้าหมายของ UNIQ ด้วยคำแนะนำ “ซื้อ” และราคาเป้าหมายปลายปี 2560 ที่ 23.4 บาท เนื่องจาก UNIQ เพิ่งก้าวขึ้นเป็นบริษัทรับเหมาก่อสร้างขนาดใหญ่ (งานในมือ >1.0 หมื่นล้านบาท) เมื่อไม่นานนี้ และราคาหุ้นไม่ได้มีประวัติการซื้อขายมากนัก เราจึงเลือกใช้อัตราส่วน EV ต่องานในมืออ้างอิงกับค่าเฉลี่ยในอดีตของ STEC ที่ 0.5 เท่า (ในฐานะบริษัทที่ประกอบธุรกิจรับเหมาก่อสร้างเพียงอย่างเดียวในประเทศไทย) โดยปรับอัตราส่วน EV ต่องานในมือขึ้นมาที่ 0.75 เท่าเพื่อสะท้อน EBIT margin ที่สูงกว่า

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
STEC	Buy	27.25	32.5	20.3	37.9	37.4	24.5	(28)	1	52	4.4	4.1	3.7	12	11	16	1.2	1.1	1.6	20.5	19.2	13.5
UNIQ	Buy	19.20	23.3	23.4	29.1	20.0	13.2	40	46	52	3.4	3.0	2.6	12	16	21	1.4	2.0	3.0	12.2	8.3	7.3
Average					33.5	28.7	18.9	6	23	52	3.9	3.6	3.1	12	14	19	1.3	1.5	2.3	16.4	13.8	10.4

Source: SCBS Investment Research

Figure 1: Only few projects awarded between 2008-2015

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Light Red	9,000							
Purple		15,000						
Purple			18,000					
Dark green				14,000				
Blue				48,000				
Purple					3,500			
Dark Red						51,000		
Dark Green (South)						2,400		
Dark Green (North)								28,500
Dual Tracks								35,000
Motorway								
Suvarnabhumi								
Water transportation								
Total Valued	9,000	15,000	18,000	62,000	3,500	53,400	-	63,500
Winner	JV UNIQ-Chun Wo	JV CK-Tokyo Construction	STEC PAR	ITD CK STEC JV Sinohydro-UNIQ	ITD	ITD CK JV STEC-UNIQ		ITD STEC JV CK-CHO JV UNIQ-Sinohydro-China Harbour JV STEC-AS

Source: MOT, OTP, Company Report, SCBS Investment Research

Figure 2: Progress on Action Plan 2016

Awarded-2016 Bt160,000mn	Got the lowest bidders Bt127,000bn	On process (almost to bid) Bt101,000bn	Postpone to 2017 Bt1.16trn
Dual Tracks Jira junction-Khonkaen Maritime Laem Chabang Terminal (A1 Port) SRT0 project at Laem Chabang Aviation* Suvarnabhumi Motorway Motorway Bang Pa in - Nakhon Rachasima** Motorway Bang Yai-Ban Pong-Kanchanaburi*** Motorway Pattaya-Mabtapud****	Mass Transit MRT Pink Line (Kaerai - Minburi) MRT Yellow Line (Ladprao - Samrong) MRT Orange Line (Cultural Centre - Minburi)	Dual Tracks Prachuapkirikhan-Chumpon Mapkabao-Nakornratchasima Nakompathom-Nongpraduk-Hua Hin Hua Hin-Prachuabkirikhan	Mass Transit MRT Purple Line (Tao Poon-Rattburana) (South) Light Red Line: Bang Sue - Hua Mak + Dark Red Line: Bang Sue - Hua Lamphong High Speed Train Bangkok - Nakornratchasima (Thai - China) Bangkok - Chiangmai (Thai - Japan) Bangkok - Hua Hin Bangkok - Rayong

* Contract 4-7 are expected to be bid in 2017

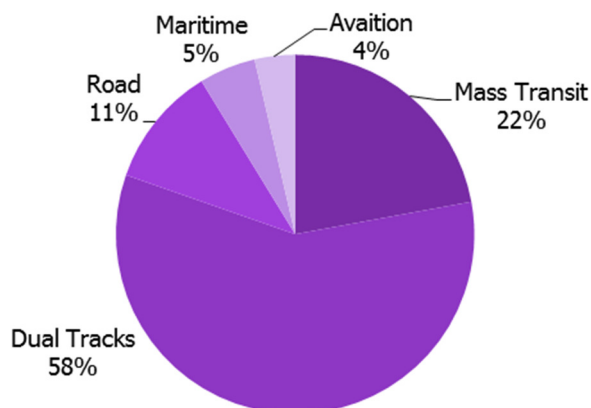
** 5 contracts has posted TOR

***5 contracts has posted TOR

****except Toll collection

Source: MOT, OTP, SCBS Investment Research

Figure 3: Action Plan 2017 breakdown



Source: MOT, OTP, SCBS Investment Research

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

ยึดหลักความระมัดระวังแม้ปัจจัยบวกอยู่บ้าง

- การคาดการณ์ถึงดอลลาร์ที่แข็งค่ามากขึ้นและเศรษฐกิจสหรัฐที่ปรับตัวดีขึ้นเป็นปัจจัยบวกสำหรับกลุ่มชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์
- ...แต่ความไม่แน่นอนอื่น ๆ เช่น ผลกระทบจาก Brexit และการอึมตัวของตลาดสำคัญ (โทรศัพท์เคลื่อนที่และ PC) ทำให้ต้องระมัดระวัง
- บริษัทชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์จะยังอยู่ในช่วงปรับตัวต่อเนื่องตลอดปี 2560 ซึ่งจะสร้างแรงกดดันต่ออัตรากำไร
- ปัจจุบันเราไม่ได้แนะนำซื้อหุ้นในกลุ่มนี้ – รอจังหวะเวลาที่เหมาะสม

พบปัจจัยบวกอยู่บ้าง – แต่ยังมีอีกหลายปัจจัยที่ต้องจับตา เมื่อมองไปถึงปี 2560 การคาดการณ์ถึงดอลลาร์สหรัฐที่แข็งค่าขึ้น และเศรษฐกิจสหรัฐ ที่ปรับตัวดีขึ้นเป็นปัจจัยบวกสำหรับผู้ส่งออก ซึ่งรวมถึงอุตสาหกรรมชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์ของประเทศไทย เราทำการวิเคราะห์ความอ่อนไหวเกี่ยวกับผลกระทบของการเปลี่ยนแปลงในอัตราแลกเปลี่ยนดอลลาร์สหรัฐ/บาททุก ๆ 10% ต่อกำไร และพบว่าผลกระทบมากที่สุดเกิดขึ้นที่ HANA (4%) ตามด้วย KCE (2.5%) และ SVI (1.5%) อย่างไรก็ตาม ปัจจัยบวกเหล่านี้จะถูกหักล้างไปบางส่วนโดยความจริงที่ว่าอุปกรณ์บางอย่างถึงจุดอิ่มตัวแล้ว (สมาร์ตโฟนเติบโตมาถึงจุดที่ “ดีพอ” แล้ว และผู้พัฒนาเริ่มมาถึงขีดจำกัดในการพัฒนาฟังก์ชัน “must have” ใหม่ ๆ) บวกกับความไม่แน่นอนจาก Brexit อ้างอิงจากการที่เราทำการสำรวจผู้บริหารของบริษัทต่างๆ

คาดฟื้นตัวเล็กน้อยในปี 2560 World Semiconductor Trade Statistics (WSTS) คาดการณ์ว่ายอดขายอุปกรณ์เซมิคอนดักเตอร์ทั่วโลกจะฟื้นตัวด้วยอัตราเติบโต 3.3% สู่ 3.34 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐในปี 2560 หลังจากลดลง 0.2% ในปี 2558 และ 0.1% ในปี 2559 นอกจากนี้เมื่ออิงกับรายงานเดือน ต.ค. 2559 ของ Gartner คาดว่ายอดขายจัดตั้ง PC ทั่วโลกจะฟื้นตัว 0.4% สู่ 266 ล้านเครื่องในปี 2560 หลังจากลดลง 8% ในปี 2559 และลดลง 27% จากจุดสูงสุดในปี 2554 ในขณะที่คาดว่ายอดขายจัดตั้งโทรศัพท์เคลื่อนที่ทั่วโลกจะฟื้นตัว 1.2% สู่ 1.91 พันล้านเครื่องในปี 2560 หลังจากลดลงเป็นครั้งแรก (1.6%) ในปี 2559 ทั้งนี้แม้มีการคาดการณ์ถึงการฟื้นตัวเหล่านี้ แต่เราไม่คิดว่าเราจะเห็นแนวโน้มที่ดีขึ้นอย่างชัดเจน และความจริงแล้ว Gartner ก็ปรับลดคาดการณ์ลงเป็นครั้งที่สองในปีที่แล้วด้วย

ยังคงอยู่ในช่วงปรับตัว การปรับตัวครั้งใหญ่ของบริษัทต่างๆ ในปี 2559 มีแนวโน้มที่จะเกิดขึ้นต่อเนื่องมาถึงปี 2560 ดังนั้นเราคาดว่า DELTA จะมีค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารจำนวนมากเพื่อขยายธุรกิจใหม่ โดยเฉพาะธุรกิจผลิตอุปกรณ์เซมิคอนดักเตอร์ไฟฟ้าและ Internet of Things, SVI จะควบรวมกิจการอย่างต่อเนื่องบวกกับขยายกำลังการผลิตในกัมพูชา, และ HANA จะหาแหล่งรายได้ใหม่อย่างต่อเนื่อง

ทุกบริษัทจะมองหาโอกาสขยายสู่ธุรกิจชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์สำหรับยานยนต์ แนวโน้มที่ดีสำหรับอุตสาหกรรมชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์อยู่ในธุรกิจชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์สำหรับยานยนต์ ซึ่งยังคงมีแนวโน้มที่ดีใอย่างมา โดยปัจจัยกระตุ้นการเติบโต 3 อย่าง: 1) ระบบช่วยเหลือผู้ขับขี่ที่ก้าวหน้า (ADAS), 2) รถยนต์ไร้คนขับ (บริษัทผลิตรถยนต์หลายแห่งตั้งเป้าเปิดตัวในปี 2563), 3) การเติบโตของรถยนต์ไฟฟ้า (EV) ซึ่งจำเป็นต้องใช้ชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์ต่อคันเพิ่มมากขึ้น บริษัทที่จะได้รับประโยชน์รายสำคัญ คือ KCE (ผลิต PCB ทั้งสามกลุ่ม) และ DELTA (อุปกรณ์เซมิคอนดักเตอร์ไฟฟ้า) ในขณะที่ HANA และ SVI กำลังทำงานอย่างหนักเพื่อเพิ่มสัดส่วนรายได้จากธุรกิจชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์สำหรับยานยนต์

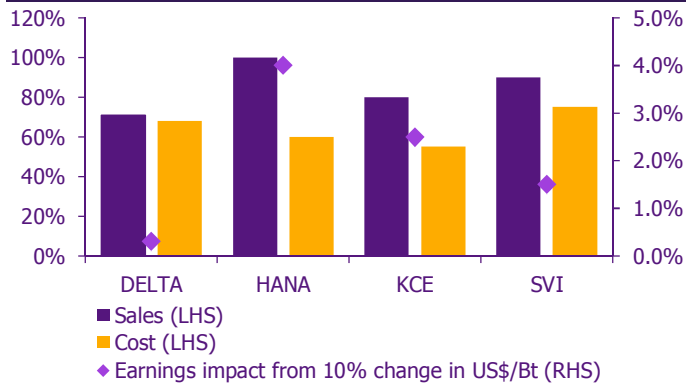
ไม่มีหุ้นที่แนะนำซื้อ เนื่องจากเรายังคงมีมุมมองระยะยาวต่อกลุ่มชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์อย่างต่อเนื่อง และราคาหุ้น KCE (หุ้นที่เราชื่นชอบเพราะมีสถานะแข็งแกร่งในธุรกิจชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์สำหรับยานยนต์และเติบโตอย่างโดดเด่น) มี upside จำกัด ทำให้ปัจจุบันเราไม่มีหุ้นที่แนะนำซื้อในกลุ่มนี้ ในแง่ผลตอบแทนจากเงินปันผล หุ้นที่ให้ผลตอบแทนจากเงินปันผลจากผลการดำเนินงานปี 2559 สูงที่สุด คือ HANA (5.9%, จ่าย 2 ครั้งต่อปี) และ DELTA (3.9%, จ่าย 1 ครั้งต่อปี)

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	Sell	84.00	70.0	(13.0)	16.3	19.0	16.9	17	(14)	12	3.4	3.2	3.0	22	18	18	3.7	3.7	3.8	11.2	12.7	11.2
HANA	Sell	32.75	27.0	(11.5)	11.3	14.8	13.2	39	(23)	12	1.4	1.3	1.3	12	9	10	6.1	6.1	6.1	4.9	5.3	4.9
KCE	Neutral	122.00	116.0	(3.1)	32.0	23.5	17.7	25	36	33	8.9	7.1	5.6	31	33	35	1.2	1.8	2.3	24.2	18.0	14.4
SVI	Neutral	5.15	4.8	(5.2)	16.7	19.2	16.4	(5)	(13)	17	2.1	1.7	1.6	15	10	10	1.6	1.6	3.1	10.0	10.7	9.0
Average					19.1	19.1	16.1	19	(4)	18	3.9	3.3	2.9	20	17	18	3.1	3.3	3.8	12.6	11.7	9.9

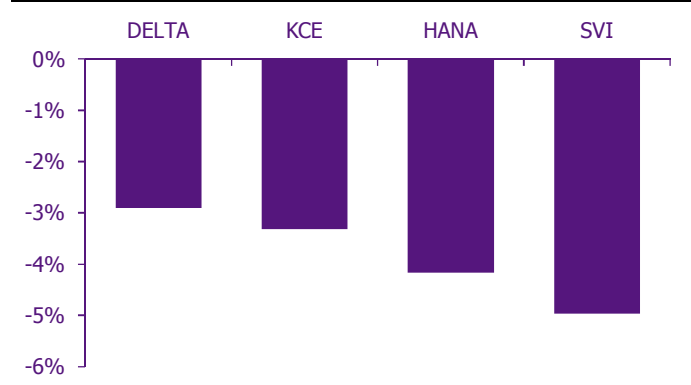
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: US\$ exposure/impact from changes in US\$/Bt



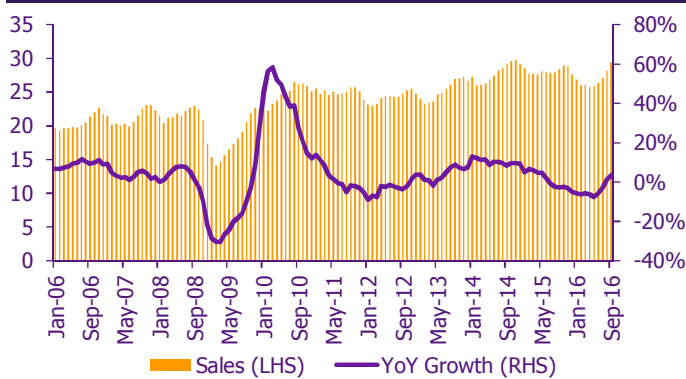
Source: Companies and SCBS Investment Research

Figure 2: % earnings impact from 10% wage rise



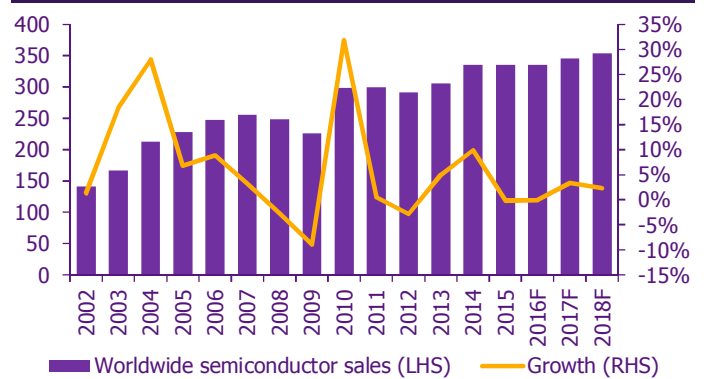
Source: Companies and SCBS Investment Research

Figure 3: Worldwide semiconductor sales (US\$bn)



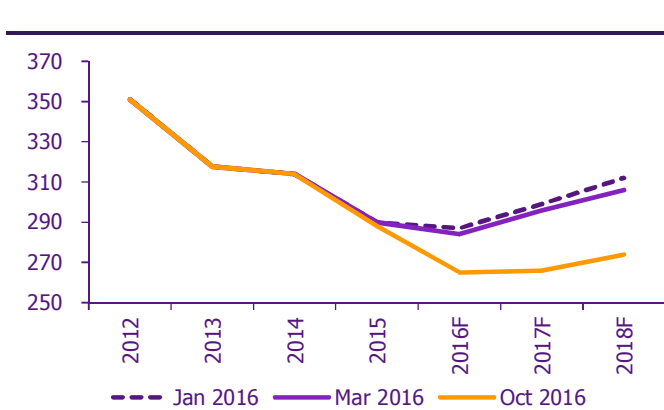
Source: SIA and WSTS

Figure 4: Worldwide semiconductor sales (US\$bn)



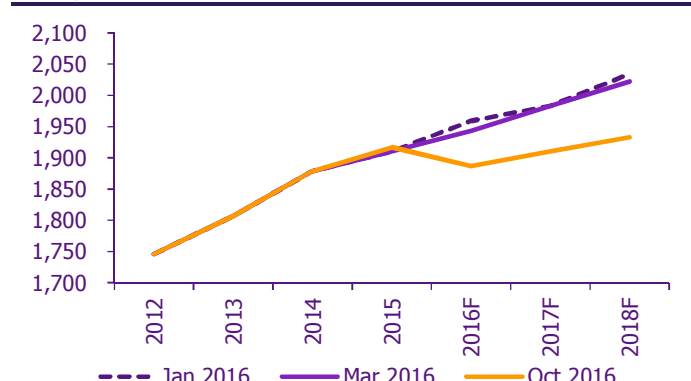
Source: SIA and WSTS

Figure 5: Worldwide PC shipments (mn units)



Source: Gartner

Figure 6: Worldwide mobile phone shipments (mn units)



Source: Gartner

টেমপ্লát

wsinw ฐปนัท

นักวิเคราะห์การลงทุนวิจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1015

pornthep.jubandhu@scb.co.th

พิชยา จรรยาโธ

นักวิเคราะห์การลงทุนวิจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1008

pitchaya.janyaroj@scb.co.th

■ ปี 2559 จะเป็นปีที่ราคาน้ำมันทำจุดต่ำสุด เนื่องจากอุปทานส่วนเกินลดลงอย่างต่อเนื่องและหมดไปในกลางปี 2560 หรืออาจเร็วกว่านั้น ขึ้นอยู่กับการดำเนินการตามข้อตกลงลดกำลังการผลิตของกลุ่ม OPEC คาดว่าราคาน้ำมันดิบดูไบจะปรับขึ้นจาก 42 ดอลลาร์/บาร์เรลในปี 2559 เป็น 55 ดอลลาร์ในปี 2560 และ 65 ดอลลาร์/บาร์เรลในปี 2561

■ การปรับขึ้นของราคาหุ้นกลุ่ม E&P ที่โดดเด่นในระยะที่ผ่านมาทั้งในกลุ่มโรงกลั่นจะช่วยให้ valuation ของกลุ่มโรงกลั่นมีความน่าสนใจมากขึ้นเมื่อเทียบกับ เราเชื่อว่ากลุ่มโรงกลั่นจะกลับมาได้รับความสนใจในไม่ช้า จาก sentiment ที่น่าจะปรับตัวดีขึ้นในระยะสั้นตามกำไรที่ตอกน้ำมัน ด้วยการเติบโตในระยะยาวตามค่าการกลั่นที่น่าจะปรับตัวดีขึ้นในระยะยาวตามอัตราการใช้กำลังการผลิตที่สูงขึ้น

■ Top picks ของเราคือ IRPC และ SPRC

ราคาน้ำมันจะปรับตัวเพิ่มขึ้นตามอุปทานส่วนเกินที่ลดลงอย่างต่อเนื่อง ความต้องการน้ำมันดิบทั่วโลกจะเพิ่มขึ้นด้วยอัตราเร่งจาก 96.1 ล้านบาร์เรลต่อวันในปี 2559 สู่ 97.8 ล้านบาร์เรลต่อวันในปี 2560 (+1.8% YoY) ซึ่งสอดคล้องกับ IMF ที่มองว่า GDP โลกจะเติบโตด้วยอัตราเร่ง ในทางกลับกัน การผลิตน้ำมันดิบจะเติบโตเพียง 0.9% YoY สู่ ~98 ล้านบาร์เรล/วัน ทำให้อุปทานส่วนเกินหมดลงในช่วงครึ่งหลังปี 2560 ตามการคาดการณ์ของ EIA ซึ่งการลดการผลิตของโอเปกอีก 1.2 ล้านบาร์เรลต่อวัน (เริ่มลดตั้งแต่เดือนม.ค. 2560) จะช่วยให้อุปทานส่วนเกินหมดลงเร็วขึ้น ส่วนผู้ผลิต Shale oil ในสหรัฐ ซึ่งได้ประโยชน์จากราคาน้ำมันที่สูงขึ้นก็น่าจะยังไม่กลับมาเพิ่มกำลังการผลิตได้เร็วนัก เนื่องจากต้องนำเงินที่ได้เพิ่มขึ้นในช่วงแรกไปแก้ไขปัญหาหนี้สินและสถานะการเงินที่ย่ำแย่ เราคาดว่าราคาน้ำมันดิบดูไบจะอยู่ที่ระดับเฉลี่ย 55 ดอลลาร์สหรัฐ/บาร์เรลในปี 2560 และ 65 ดอลลาร์สหรัฐ/บาร์เรลในปี 2561

ค่าการกลั่นจะปรับตัวดีขึ้นตามอัตราการใช้กำลังการกลั่นน้ำมันที่เพิ่มขึ้น Singapore crack spread (ดัชนีอ้างอิงค่าการกลั่นตัวหนึ่ง) ที่ปรับลดลงมาตลอดปี 2559 น่าจะปรับตัวดีขึ้นในปี 2560 เนื่องจากอัตราการใช้กำลังการกลั่นน่าจะดีขึ้นจาก 98.1% ในปี 2559 สู่ 98.9% ในปี 2560 และ 99.2% ในปี 2561 ส่งผลให้โรงกลั่นมีอัตรากำไรดีขึ้น โดย crack spread ในตลาดสิงคโปร์น่าจะปรับขึ้นได้ราว 20% ในระยะ 2 ปีข้างหน้า จาก 6.1 ดอลลาร์สหรัฐ/บาร์เรลในปี 2559 สู่ราว 7.0 ดอลลาร์สหรัฐ/บาร์เรลในปี 2560 และ 7.4 ดอลลาร์สหรัฐ/บาร์เรลในปี 2561

เราชอบหุ้นโรงกลั่นมากกว่าหุ้น E&P เพราะ valuation น่าสนใจกว่า, ค่าการกลั่นที่จะสูงขึ้น, และ sentiment ที่ดีขึ้นจากกำไรที่ตอกน้ำมัน ดัชนีกลุ่มพลังงาน (SETENERG) ปรับตัวขึ้นมาแล้ว 37% YTD หลักๆ เป็นผลมาจาก PTT (50%YTD) และ PTTEP (60%YTD) เทียบกับกลุ่มโรงกลั่น (TOP, IRPC, BCP, SPRC) ที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นเฉลี่ย ~15% เราเชื่อว่า performance ราคาหุ้น E&P สะท้อนราคาน้ำมันดิบที่มีแนวโน้มปรับตัวสูงขึ้นและข่าวดีจากข้อตกลงลดโควตาการผลิตน้ำมันของโอเปกไปเรียบร้อยแล้ว เรามองว่าเหตุที่หุ้นโรงกลั่น underperform มาในช่วงก่อนหน้านี้เนื่องจาก Singapore crack spread ปรับตัวลดลงในปี 2559 จากที่ทำจุดสูงสุดในปีก่อนหน้านี้ ทั้งนี้ Singapore crack spread จะปรับตัวสูงขึ้นในระยะต่อไป จากกำลังการผลิตใหม่ที่เพิ่มขึ้นไม่มากขณะที่ความต้องการใช้น้ำมันสำเร็จรูปโดยเฉพาะเบนซินปรับตัวขึ้น นอกจากนี้ราคาน้ำมันที่ปรับตัวสูงขึ้นยังจะช่วยให้โรงกลั่นได้ประโยชน์ระยะสั้นจากกำไรที่ตอกน้ำมันอีกด้วย

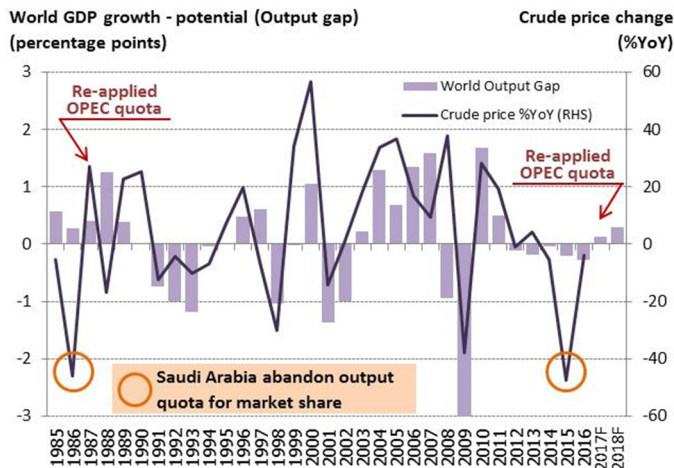
Top picks: IRPC (6.0 บาท) มีแนวโน้มที่จะรายงาน EPS เติบโตอย่างแข็งแกร่ง จากการรับรู้การดำเนินการโครงการ UHV ตลอดทั้งปีในปี 2560 เทียบกับการรับรู้แค่ครึ่งปีในปี 2559 ในขณะที่การขยายกำลังการผลิต PP จะแล้วเสร็จทันเวลาได้รับประโยชน์จากกฎการขาสั้นของโพรฟิลีนพอดี้ ทั้งนี้ การหยุดซ่อมบำรุงใหญ่ในไตรมาส 1/60 ซึ่งเป็นปัจจัยที่รับรู้แล้ว อาจทำให้ตัวเลขกำไรที่ออกมาดูต่ำกว่าความเป็นจริง ทั้งๆที่กำไรของบริษัทในภาพรวมยังคงมีแนวโน้มเติบโตอย่างแข็งแกร่งในช่วงที่เหลือของปี 2560 ราคาเป้าหมายอิงกับ PBV 1.4X เท่ากับ PBV เฉลี่ยในวัฏจักรล่าสุดของหุ้นโรงกลั่นชั้นนำซึ่งถือเป็น valuation ที่ยึดหลักความระมัดระวัง เมื่อพิจารณาจาก ROE ที่สูงกว่า **SPRC (ราคาเป้าหมาย 15.0 บาท)** จะรายงาน core EPS เติบโต 12% ในปี 2560 และ 5% ในปี 2561 ในฐานะบริษัทที่ประกอบธุรกิจโรงกลั่นเพียงอย่างเดียวที่มีผลผลิตน้ำมันเบนซินในสัดส่วนสูง SPRC จึงอยู่ในสถานะที่ดีที่สุดที่จะเติบโตตามค่าการกลั่นและอุปสงค์น้ำมันเบนซินที่เพิ่มขึ้น นอกจากนี้ผลตอบแทนเงินปันผลที่ดีในระดับ 7.8% ก็ไม่น่าสนใจ ราคาเป้าหมายอิงกับ PBV 1.5 เท่า ด้วย ROE สูงที่สุดในกลุ่มโรงกลั่น

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
IRPC	Buy	4.84	6.0	29.0	10.8	9.5	9.4	739	14	1	1.3	1.2	1.1	13	13	12	4.5	5.1	5.6	9.6	7.4	6.1
PTTEP	Neutral	92.75	100.0	8.6	23.4	24.8	23.5	(68)	(6)	5	0.9	0.9	0.9	4	4	4	3.2	0.8	1.1	2.7	3.4	3.5
SPRC	Buy	11.80	15.0	34.1	4.2	8.4	8.0	76	(51)	5	1.4	1.3	1.1	30	16	15	2.0	7.0	7.9	4.0	4.1	3.8
TOP	Neutral	71.50	77.0	13.5	7.7	10.8	13.8	62	(29)	(22)	1.5	1.4	1.3	21	13	9	3.8	5.8	4.2	7.2	6.1	6.6
Average					11.5	13.4	13.7	202	(18)	(3)	1.3	1.2	1.1	17	11	10	3.4	4.7	4.7	5.9	5.3	5.0

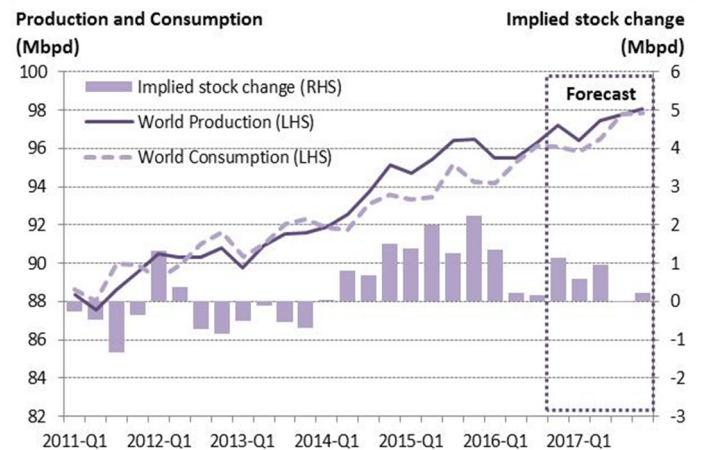
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: Oil price and the global economic cycle



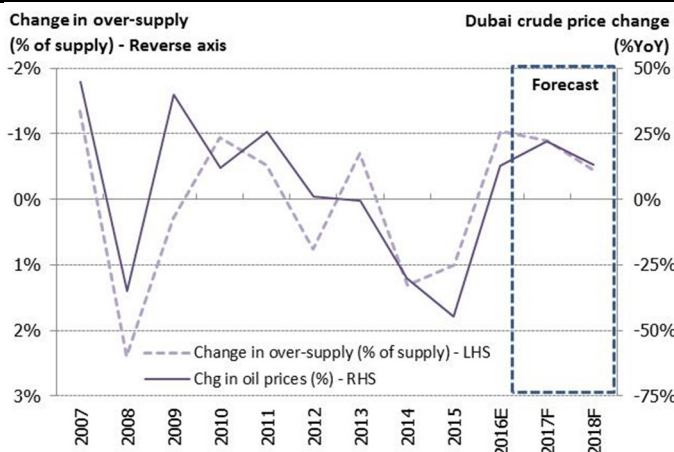
Source: CEIC, SCBS Investment Research

Figure 2: EIA expects excess supply gap close mid 2017



Source: EIA, SCBS Investment Research

Figure 3: Lead to an extended period of rising crude



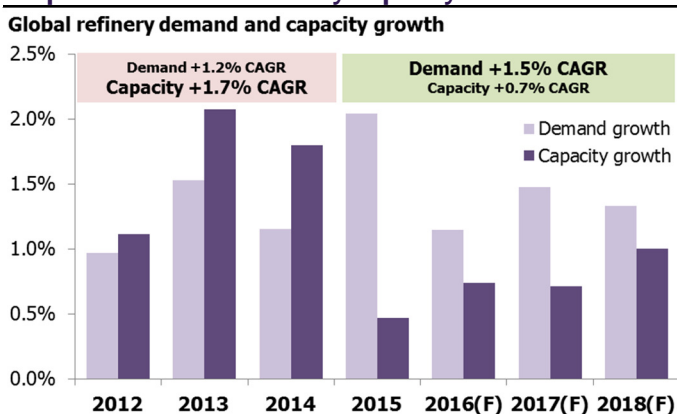
Source: EIA, Bloomberg, SCBS Investment Research

Figure 4: Factors affecting light crude premium

Factors affecting light premium*	Impact*	Past episodes*				Outlook 2017-2018
Crude market factors		1986-1990	1991-1994	1995-1996	1997-1998	
Light crude supply-demand	-		Rising supply		Low demand	
Heavy crude supply-demand	+			Rising supply	Rising supply	
Crude price	+	Rising	Falling	Rising	Falling	Rising
Conversion market factors		1986-1990	1991-1994	1995-1996	1997-1998	
Available conversion capacity	-	Increasing	Increasing			
Product market factors		1986-1990	1991-1994	1995-1996	1997-1998	
Demand for residual product	-	Low demand			Increase price	
Demand for light product	+	High demand		High demand	High demand	High demand
Light crude premium trend		+	-	+	-	+

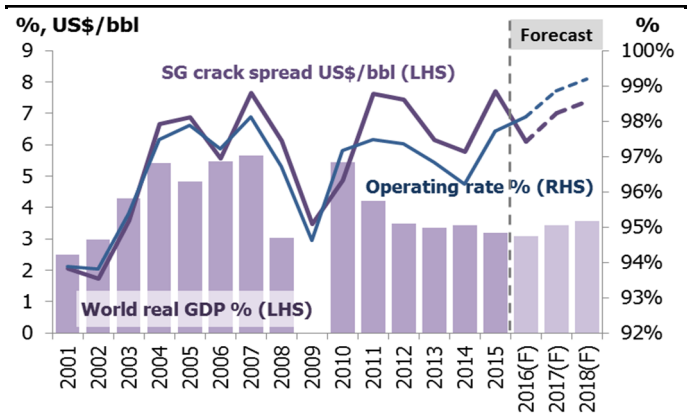
Source: EIA studies* and SCBS Investment Research

Figure 5: Growth of demand for refined product to outpace additional refinery capacity



Source: Company data, foreign research houses, and SCBS Investment Research

Figure 15: ... leading to rising refinery margin



Source: EIA, Bloomberg, SCBS Investment Research

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

ปัจจัยบวกทยอยเข้ามา

■ เราพบว่าปัจจัยบวกที่ช่วยสนับสนุนธุรกิจสินเชื่อเพื่อการอุปโภคบริโภคทยอยเข้ามา: มาตรการกระตุ้นการใช้จ่าย การแจกเงินให้ผู้มีรายได้น้อย การขึ้นค่าจ้างขั้นต่ำ และรายได้เกษตรกรที่เพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง

■ ชอบ AEONTS มากกว่า KTC เพราะ valuation ถูกกว่า และมีโอกาสเติบโตในระยะยาวดีกว่า

คาดการณ์ไตรมาส 4/59 จะเป็นไตรมาสที่ดี, ได้ประโยชน์จากมาตรการกระตุ้นการใช้จ่าย ครม.มีมติเห็นชอบมาตรการกระตุ้นการใช้จ่าย ได้แก่: 1) การลดหย่อนภาษีสำหรับค่าใช้จ่ายในการซื้อสินค้าและบริการช่วงสิ้นปี และ 2) ยกเว้นภาษีนำเข้าน้ำมันหอมและเครื่องสำอางในเดือน ก.พ.-มี.ค. 2560 ธุรกิจบัตรเครดิตน่าจะได้รับประโยชน์จากมาตรการเหล่านี้

ต้นทุนเงินทุนสิ้นสุดการปรับตัวลดลง เราคาดว่าบริษัทที่ประกอบธุรกิจสินเชื่อเพื่อการอุปโภคบริโภคจะมีโอกาสลดต้นทุนเงินทุนลงได้จนถึงไตรมาส 4/59 และต้นทุนเงินทุนจะเพิ่มขึ้นเล็กน้อยในปี 2560 เนื่องจากผลตอบแทนพันธบัตรปรับตัวสูงขึ้น เราคาดว่าทั้ง KTC และ AEONTS จะขยาย duration ของหนี้สินออกไปเพื่อล็อกต้นทุนเงินทุนเอาไว้ก่อนที่ผลตอบแทนพันธบัตรจะปรับตัวขึ้นต่อไปอีก

เป้าหมายทางการเงินปี 2560 ของ KTC: กำไรสุทธิจะเติบโตในอัตราที่ชะลอตัวลง KTC ตั้งเป้ากำไรสุทธิปี 2560 เติบโต 10% โดยได้รับปัจจัยหนุนจากการใช้จ่ายผ่านบัตรเครดิตเพิ่มขึ้น 15%, สินเชื่อที่เติบโต 10% (15% สำหรับสินเชื่อส่วนบุคคล), และบัตรเครดิตใหม่ 400,000 ใบ บริษัทตั้งเป้ารายได้เติบโตเท่ากับปี 2559 KTC คาดว่า NPL จะอยู่ในระดับทรงตัว และจะตั้งค่าเผื่อหนี้สงสัยจะสูญในระดับสูงอย่างต่อเนื่องเพื่อเตรียมพร้อมสำหรับมาตรฐานบัญชีใหม่ IFRS9 ทั้งนี้ KTC สามารถรายงานกำไรสุทธิเติบโตสูงกว่าเป้าที่บริษัทวางไว้ในช่วง 2 ปีที่ผ่านมา และด้วยเหตุนี้ เราจึงคาดว่ากำไรสุทธิจะเติบโตในอัตราที่ชะลอตัวลงสู่ 15% ในปี 2560 (เทียบกับเป้าของบริษัทที่ +10%) จาก 21% ในปี 2559 (เทียบกับเป้าของบริษัทที่ +15%)

พริวิวลประกอบการไตรมาส 3 ปีบัญชี 59 ของ AEONTS เราคาดการณ์กำไรสุทธิไตรมาส 3 ปีบัญชี 59 (ส.ค.-พ.ย.) ของ AEONTS ที่ 615 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 7% QoQ และ 12% YoY โดยได้รับปัจจัยหนุนจากสินเชื่อที่ขยายตัวเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง ต้นทุนเงินทุนที่ลดลงอีก และอัตราส่วนค่าเผื่อหนี้สงสัยจะสูญต่อสินเชื่อรวมในระดับทรงตัว

มีปัจจัยบวกเข้ามาช่วยสนับสนุนคุณภาพสินทรัพย์ของ AEONTS เพิ่มมากขึ้น เมื่อวันที่ 22 พ.ย. รัฐบาลเห็นชอบแจกเงินช่วยเหลือผู้มีรายได้น้อยจำนวน 5.4 ล้านคน คนละ 1,500-3,000 บาท รวม 1.28 หมื่นล้านบาท เริ่มจ่ายวันที่ 1-31 ธ.ค. นอกจากนี้ AEONTS ยังจะได้รับประโยชน์จากการขึ้นค่าจ้างขั้นต่ำจาก 300 บาท สู่ 305-310 บาท มีผลบังคับใช้ในปีหน้าด้วย รายได้เกษตรกรฟื้นตัวกลับมา มีอัตราเติบโตเป็นบวกในไตรมาส 2/59 ที่ 3.3% YoY หลังจากติดลบมาตั้งแต่ไตรมาส 1/55 ต่อจากนั้นก็ปรับตัวเพิ่มขึ้นมากถึง 12.3% YoY ในไตรมาส 3/59 โดยได้รับปัจจัยหนุนทั้งจากราคาและผลผลิตที่สูงขึ้น ทั้งนี้แม้ราคาลดลง แต่ผลผลิตที่สูงขึ้นช่วยสนับสนุนให้รายได้เกษตรกรเติบโต 3% YoY ในเดือน ต.ค. เมื่ออิงกับประมาณการโดยกรมอุตุนิยมวิทยาคาดว่าปรากฏการณ์ลานีญาจะส่งผลทำให้ปริมาณผลผลิตทางการเกษตรปรับตัวเพิ่มขึ้น ราคาสินค้าโภคภัณฑ์ทั่วโลกที่ค่อยๆ ปรับตัวเพิ่มขึ้นน่าจะช่วยสนับสนุนให้ราคาผลผลิตทางการเกษตรปรับตัวดีขึ้นในปี 2560 ปัจจัยเหล่านี้ น่าจะช่วยให้คุณภาพสินทรัพย์ปรับตัวดีขึ้น

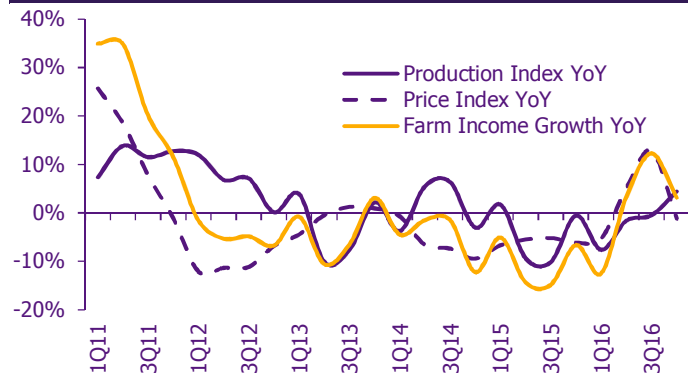
ชอบ AEONTS มากกว่า KTC เราชอบ AEONTS มากกว่า KTC เพราะ AEONTS มี valuation ถูกกว่า และมีโอกาสเติบโตในระยะยาวมากกว่า KTC โดยได้รับปัจจัยหนุนจากบริษัทย่อยในตลาด CLMV และค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานของ AEONTS จะเติบโตน้อยกว่า KTC

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	103.00	120.0	19.9	10.5	10.2	8.8	1	3	15	2.1	1.9	1.6	22	20	20	3.3	3.4	4.0
KTC	Sell	136.00	138.0	4.3	16.9	14.0	12.2	18	21	15	4.0	3.4	2.9	26	26	25	2.4	2.9	3.3
Average					13.7	12.1	10.5	10	12	15	3.1	2.6	2.2	24	23	23	2.9	3.1	3.6

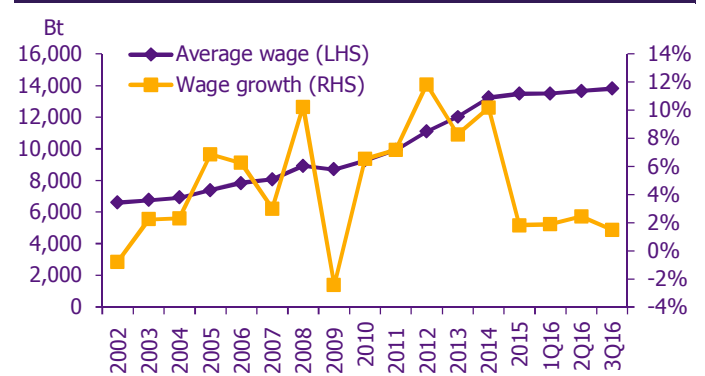
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: Farm income



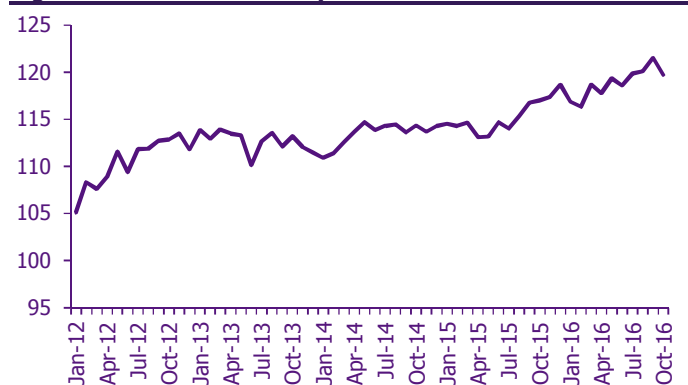
Source: NESDB, BoT and SCBS Investment Research

Figure 2: Average wage



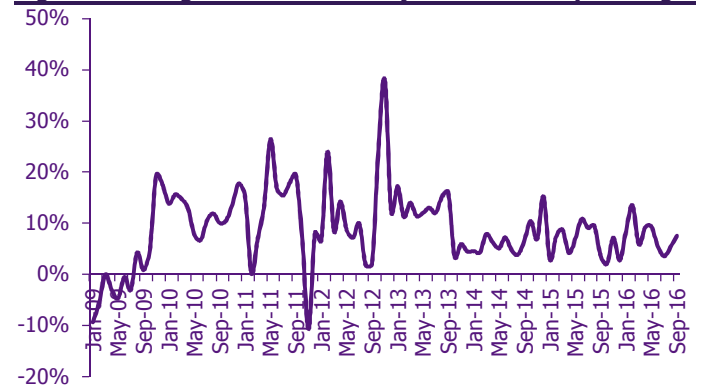
Source: BoT and SCBS Investment Research

Figure 3: Private consumption index



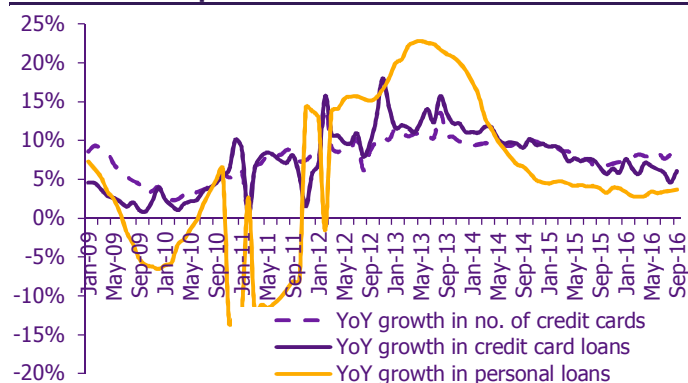
Source: BoT and SCBS Investment Research

Figure 4: YoY growth in monthly credit card spending



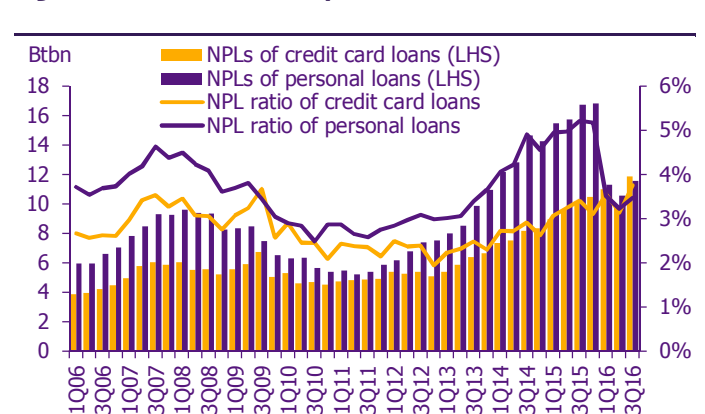
Source: BoT and SCBS Investment Research

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

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

ธุรกิจสัตว์บกกลับสู่ภาวะปกติและธุรกิจสัตว์น้ำฟื้นตัวในปี 2560

- **ธุรกิจสัตว์บก:** ส่วนต่างราคาหมูและไก่กับต้นทุนอาหารสัตว์อยู่ในระดับที่ดีในปี 2559 จากสถานการณ์อุปทานล้นตลาดในปี 2558; เราคาดว่าสถานการณ์จะกลับคืนสู่ภาวะปกติในปี 2560 โดยราคาจะอยู่ในระดับที่ค่อนข้างทรงตัว ขณะที่ต้นทุนอาหารสัตว์ต่ำ
- **ธุรกิจสัตว์น้ำ:** ธุรกิจกุ้งจะปรับตัวดีขึ้นต่อเนื่อง และธุรกิจทูน่ากับแซลมอนจะฟื้นตัวดีขึ้นจากการปรับราคาให้ครอบคลุมต้นทุนวัตถุดิบในปี 2560
- **Top picks** ของเรา คือ CPF และ TU

ธุรกิจสัตว์บก: อ่อนตัวลงในไตรมาส 4/59 ถึงปัจจุบัน แต่ยังแข็งแกร่งในปี 2559 ถึงปัจจุบัน ในไตรมาส 4/59 ถึงปัจจุบัน ส่วนต่างราคาหมูและไก่กับต้นทุนอาหารสัตว์ปรับตัวลดลง 2% และ 5% YoY โดยเกิดจากราคาที่ลดลงเล็กน้อย เนื่องจากสถานการณ์อุปทานตึงตัวที่เกิดขึ้นก่อนหน้านี้เพราะสภาพอากาศแปรปรวนท่ามกลางต้นทุนอาหารสัตว์ระดับต่ำเริ่มคลี่คลายลงบ้างแล้ว ราคาไก่และหมูลดลง 3% และ 5% YoY ในขณะที่ต้นทุนข้าวโพดและถั่วเหลืองลดลงต่อเนื่องอีก 6% และ 2% YoY ทั้งนี้ในช่วง 11 เดือนแรกปี 59 ส่วนต่างราคาหมูและไก่กับต้นทุนอาหารสัตว์กว้างขึ้น 7% และ 13% YoY โดยได้รับปัจจัยหนุนจากราคาไก่ในระดับทรงตัว (ทรงตัว YoY), ราคาหมูที่ดีขึ้น (+4% YoY), และต้นทุนข้าวโพด (-9% YoY) กับถั่วเหลือง (-1% YoY) ที่ลดลง

ธุรกิจสัตว์บก: กลับคืนสู่ภาวะปกติในปี 2560 ส่วนต่างราคาไก่และหมูกับต้นทุนอาหารสัตว์จะอยู่ในระดับที่ดีในช่วงที่เหลือของปีนี้ (จากสถานการณ์อุปทานล้นตลาดในปี 2558) และหลังจากนั้นก็จะกลับคืนสู่ภาวะปกติในปี 2560 ใกล้เคียงกับระดับของปีนี้ ด้วยสภาพอากาศที่เอื้อต่อการเพาะปลูก ต้นทุนอาหารสัตว์จึงยังไม่ใช่วัตถุที่นำเป็นห่วง ในขณะที่ราคามูลภัณฑ์น่าจะได้รับปัจจัยหนุนจากอุปสงค์ที่ค่อยๆ ปรับตัวเพิ่มขึ้น และอุปทานที่ขยายตัวเล็กน้อย ทั้งนี้ในเดือน พ.ย. 2559 เกาหลีใต้ได้รับรองการนำเข้าไก่สดไทยจากโรงงาน 12 แห่ง โดยยกเลิกคำสั่งห้ามนำเข้าที่ประกาศใช้มาตั้งแต่เกิดการระบาดของโรคไข้หวัดนกในปี 2547 ทั้งนี้เมื่ออิงกับแถลงการณ์ของรัฐมนตรีว่าการกระทรวงเกษตรและสหกรณ์ของประเทศไทย เดิมเกาหลีได้นำเข้าไก่แช่เย็นและแช่แข็งจากประเทศไทยจำนวน 30,000-40,000 ตันต่อปี เราประเมินว่าตัวเลขดังกล่าวคิดเป็น 5% ของปริมาณการส่งออกไก่ไทยทั้งหมด หรือ 2% ของผลผลิตไก่ไทย ซึ่งจะช่วยสนับสนุนธุรกิจไก่ได้ในระดับหนึ่งในปี 2560

ธุรกิจสัตว์น้ำ: ปรับตัวดีขึ้นในปี 2560 **กุ้ง** ราคาปรับตัวเพิ่มขึ้น 12% YoY ในไตรมาส 4/59 ถึงปัจจุบัน และ 7% ในช่วง 11 เดือนแรกปี 59 ราคาที่ดีขึ้นประกอบกับอัตราการรอดชีวิตของกุ้งที่สูงขึ้นจากการใช้เทคโนโลยีใหม่สำหรับการทำฟาร์มกุ้งเพื่อป้องกันโรค EMS น่าจะช่วยสนับสนุนให้ผลผลิตกุ้งไทยเติบโต 15-20% YoY สู่ 300,000-350,000 ตันในปี 2559-60 สูงที่สุดนับตั้งแต่เกิดวิกฤตโรค EMS ในปี 2555 แนวโน้มเช่นนี้จะส่งผลดีต่อปริมาณขายและอัตรากำไรของผู้ประกอบการธุรกิจกุ้งในปี 2559-60 **ทูน่า** ราคาทูน่าปรับตัวเพิ่มขึ้นมากถึง 34% YoY ในไตรมาส 4/59 ถึงปัจจุบัน และ 19% YoY ในช่วง 11 เดือนแรกปี 59 ราคาทูน่าระดับสูงและผันผวนในปีนี้เป็นผลกระทบต่อบริษัททูน่า แต่ราคาเริ่มทรงตัวในช่วง 2-3 เดือนที่ผ่านมา และ TU จะใช้ต้นทุนระดับนี้ในการเจรจาทันทีราคามูลภัณฑ์ทูน่าแบบรวมในปี 2560 ราคาทูน่าที่มีเสถียรภาพมากขึ้นน่าจะช่วยให้ปริมาณขายผลิตภัณฑ์ทูน่า OEM กลับคืนสู่ระดับปกติถ้าราคาทรงตัวอยู่ในระดับที่ต่ำอย่างต่อเนื่อง ก็น่าจะสนับสนุนให้ธุรกิจทูน่าปรับตัวดีขึ้นในปี 2560 **แซลมอน** ราคาแซลมอนปรับตัวเพิ่มขึ้นถึง 39% YoY ในไตรมาส 4/59 ถึงปัจจุบัน และ 47% YoY ในช่วง 11 เดือนแรกปี 59 เนื่องจากปรากฏการณ์การเจริญเติบโตอย่างรวดเร็วของสาหร่าย (algae boom) ส่งผลกระทบต่อผลผลิตแซลมอนในชิลี (ผู้ผลิตแซลมอนรายใหญ่อันดับ 2 ในโลก) ต้นทุนวัตถุดิบที่เพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็ว ในขณะที่ราคาถูกกำหนดไว้ภายใต้สัญญา OEM ระยะยาว ส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงาน TU ดำเนินการตามแผนปรับโครงสร้างธุรกิจมาตั้งแต่กลางปี 2559 ผ่านการปรับราคาใหม่ ทำสัญญาระยะสั้นลง และทำสัญญาซื้อวัตถุดิบให้สมดุลกับยอดขายมากขึ้น ซึ่งช่วยลดผลขาดทุนในธุรกิจแซลมอนแช่เย็นของบริษัทลงสู่ 3 ล้านดอลลาร์สหรัฐในไตรมาส 3/59 (เทียบกับ 10 ล้านดอลลาร์สหรัฐในช่วงครึ่งแรกปี 59) TU คาดว่าแผนใหม่ของบริษัทจะช่วยให้ผลขาดทุนจากธุรกิจแซลมอนแช่เย็นปรับตัวลดลงอีกในไตรมาส 4/59 และมีผลการดำเนินงานที่ดีขึ้นในปี 2560

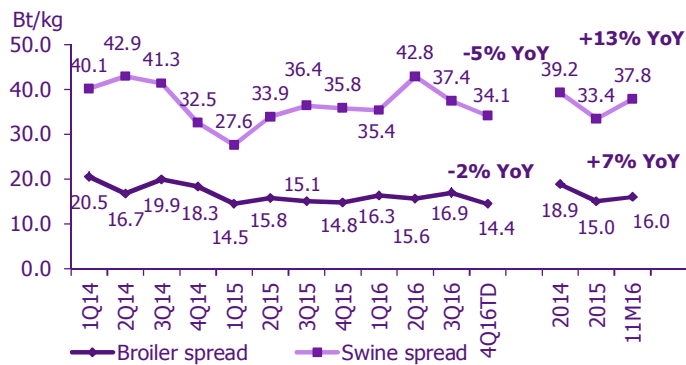
ได้ประโยชน์จากเงินบาทอ่อนค่าเมื่อเทียบกับดอลลาร์สหรัฐ การขึ้นอัตราดอกเบี้ยและมาตรการกระตุ้นทางการคลังในสหรัฐ ทำให้เราคาดว่าเงินบาทจะอ่อนค่าลงเมื่อเทียบกับดอลลาร์สหรัฐ จาก 35.4 บาท/ดอลลาร์สหรัฐในปี 2559 สู่ 36.5 บาท/ดอลลาร์สหรัฐในปี 2560 กลุ่มอาหารจะได้ประโยชน์จากแนวโน้มเช่นนี้เนื่องจากมียอดขายสกุลดอลลาร์สหรัฐในสัดส่วนสูง TU จะได้ประโยชน์มากที่สุด เนื่องจากบริษัทมียอดขายสกุลดอลลาร์สหรัฐมากถึง 70% ตามด้วย GFPT (19% ของยอดขาย) และ CPF (6-11% ของยอดขายถ้ารวม Bellisio ที่เพิ่งซื้อกิจการเข้ามาด้วย)

Top picks: CPF และ TU เราชอบ CPF เพราะคาดการณ์ถึงกำไรที่แข็งแกร่งในไตรมาส 4/59 (เพิ่มขึ้น YoY แต่ลดลง QoQ) และปี 2560 เพราะธุรกิจสัตว์น้ำจะปรับตัวดีขึ้นและส่วนแบ่งกำไรจาก CPALL จะสูงขึ้น นอกจากนี้เรายังชอบ TU เพราะคาดการณ์ถึงกำไรที่ดีในไตรมาส 4/59 (เพิ่มขึ้น YoY จากการบันทึกการด้อยค่าของสินทรัพย์ในไตรมาส 4/58 แต่ลดลง QoQ) และปี 2560 โดยได้รับปัจจัยหนุนจาก Red Lobster ที่เพิ่งซื้อกิจการมาใหม่, ธุรกิจทูน่าและธุรกิจแซลมอนที่ดีขึ้นหลังจากปรับราคา, และเงินบาทที่อ่อนค่าเมื่อเทียบกับดอลลาร์สหรัฐ

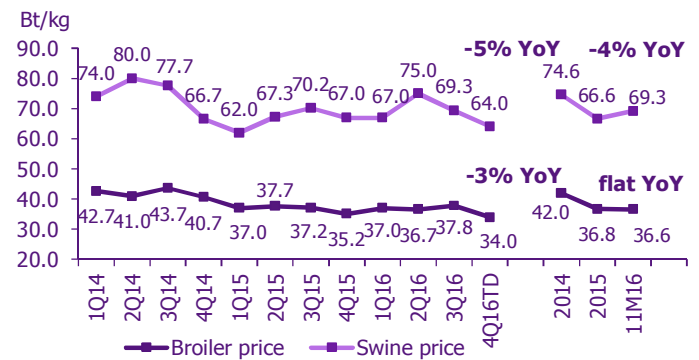
Valuation summary

	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	28.25	40.0	45.0	81.9	15.6	13.2	(63)	427	18	1.2	1.1	1.1	2	8	8	2.7	3.4	3.8	18.6	11.3	11.4
GFPT	Neutral	14.00	16.5	20.3	14.8	11.5	10.5	(32)	29	9	1.9	1.6	1.5	13	15	15	1.8	2.4	2.7	9.9	8.0	7.3
TU	Buy	20.20	26.0	31.5	17.3	18.2	14.9	(3)	(5)	22	2.0	1.9	1.7	12	11	12	3.1	2.8	3.4	11.9	13.8	11.4
Average					38.0	15.1	12.9	(33)	150	16	1.7	1.6	1.4	9	11	12	2.5	2.9	3.3	13.5	11.1	10.0

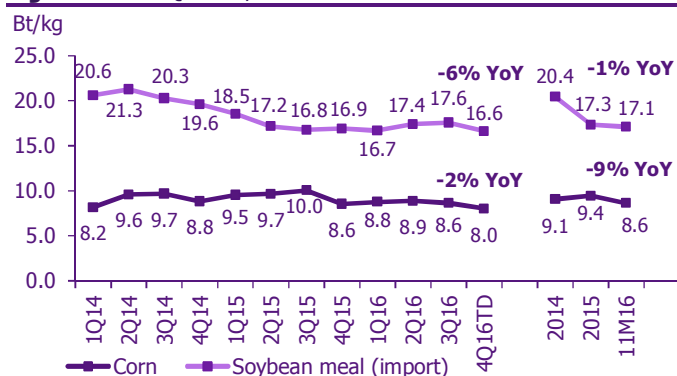
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: In 4Q16TD, broiler and swine spreads turned down slightly

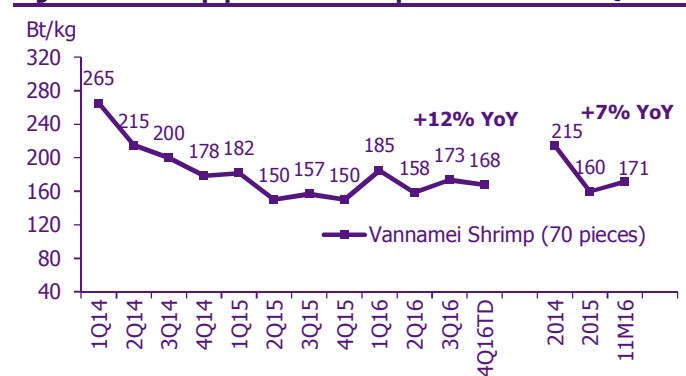
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 2: In 4Q16TD, broiler and swine prices softened YoY

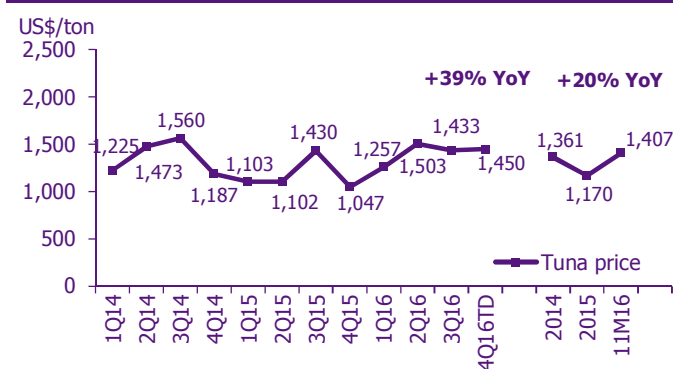
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 3: In 4Q16TD, blended feed costs slid YoY

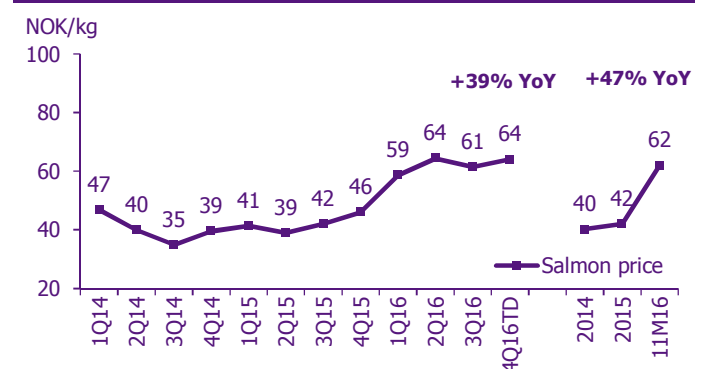
Source: Company data and SCBS Investment Research

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

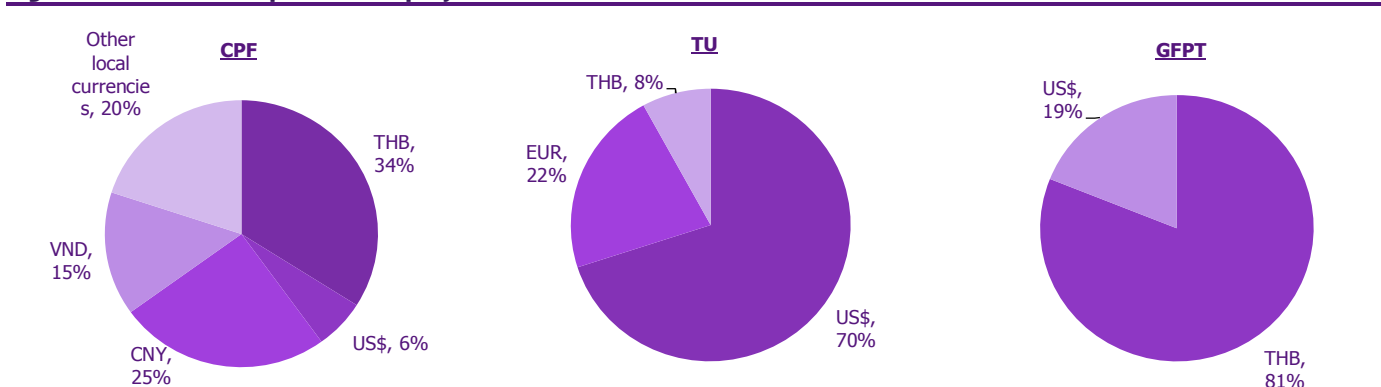
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 5: Tuna price still up YoY in 4Q16TD

Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 6: Salmon price stayed high YoY in 4Q16TD

Source: Fish Pool and SCBS Investment Research

Figure 7: US\$ sales exposure for players in 2015

Source: Company data and SCBS Investment Research

รวินุช ปิยะกรียงไกร

นักวิเคราะห์การลงทุนวิจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1002

raweenuch.piyakriangkai@scb.co.th

แนวโน้มเติบโตอย่างแข็งแกร่ง

- นอกเหนือจากแนวโน้มโครงสร้างประชากรในระยะยาวที่จะเปลี่ยนมามีสัดส่วนประชากรสูงอายุเพิ่มมากขึ้นแล้ว โรงพยาบาลไทยที่เน้นให้บริการผู้ป่วยที่มีรายได้ปานกลางถึงน้อยจะได้รับปัจจัยสนับสนุนระยะสั้นเพิ่มเติมจากเศรษฐกิจที่ฟื้นตัวขึ้นด้วย
- CHG เป็น top pick อันดับหนึ่งของเราในกลุ่มการแพทย์ เนื่องจากกำไรจะเติบโตสูงที่สุดเฉลี่ย 22% ต่อปีในระยะ 2 ปีข้างหน้า และเป็นหุ้น laggard play ที่ให้ upside สูงที่ 22% BCH เป็น top pick อันดับสอง โดยจะมีกำไรปกติเติบโตเฉลี่ย 20% ต่อปีในปี 2559-61 และราคาหุ้นมี upside 21%

มุมมองเชิงบวกต่อความต้องการบริการด้านการแพทย์ในประเทศไทยที่ปรับตัวสูงขึ้น การใช้จ่ายด้านบริการทางการแพทย์ในประเทศไทยปรับตัวเพิ่มขึ้นด้วยอัตราการเติบโตเฉลี่ยสะสม 7% ต่อปีในปี 2538-2558 ซึ่งสูงกว่าอัตราการขยายตัวของ GDP ประเทศไทยที่ 6% ต่อปี โดยสัดส่วนค่าใช้จ่ายด้านบริการทางการแพทย์ต่อ GDP ของประเทศไทยเพิ่มขึ้นจาก 4.4% ในปี 2538 สู่ 5.2% ในปี 2558 แต่ยังคงต่ำกว่าค่าเฉลี่ยทั่วโลกที่ 9.9% เมื่อพิจารณาข้อมูลทั่วโลกแล้วจะพบว่า สัดส่วนค่าใช้จ่ายด้านบริการทางการแพทย์ต่อ GDP มีค่า correlation ที่เป็นบวกต่อสัดส่วนประชากรสูงอายุต่อประชากรทั้งหมด ทั้งนี้จากแนวโน้มประชากรสูงอายุของประเทศไทยที่จะเพิ่มขึ้นเท่าตัวสู่ 23% ของประชากรทั้งหมดในปี 2583 (จาก 10% ในปี 2558) จะส่งผลทำให้ความต้องการบริการทางการแพทย์ปรับตัวเพิ่มขึ้น และสัดส่วนค่าใช้จ่ายด้านบริการทางการแพทย์ต่อ GDP ก็จะปรับตัวเพิ่มขึ้นเช่นเดียวกัน ซึ่งจะเป็นปัจจัยสนับสนุนกลุ่มการแพทย์ไทยในระยะยาว ญี่ปุ่นเป็นประเทศตัวอย่าง โดยประชากรสูงอายุของญี่ปุ่นคิดเป็น 26% ของประชากรทั้งหมด และมีสัดส่วนค่าใช้จ่ายด้านบริการทางการแพทย์ต่อ GDP สูงถึง 10.2%

เศรษฐกิจที่ปรับตัวดีขึ้นเป็นประเด็นบวกต่อโรงพยาบาลที่เน้นให้บริการผู้ป่วยที่มีรายได้ปานกลางถึงน้อย ในระยะสั้น เรามองว่าโรงพยาบาลเน้นการให้บริการผู้ป่วยที่มีรายได้ปานกลางถึงน้อยจะเป็นกลุ่มที่น่าสนใจ แม้การรักษาพยาบาลเป็นสิ่งจำเป็น แต่ผู้ป่วยที่มีรายได้ปานกลางถึงน้อยจะมีความอ่อนไหวต่อภาวะเศรษฐกิจมากกว่าผู้มีรายได้สูง และมีแนวโน้มที่จะเลื่อนการรักษาพยาบาลโรคที่ไม่รุนแรงออกไปในช่วงที่เศรษฐกิจชะลอตัว ในขณะที่ผู้ป่วยที่มีรายได้สูงจะมีความอ่อนไหวต่อภาวะเศรษฐกิจน้อยกว่า โดยเศรษฐกิจของประเทศไทยมีแนวโน้มปรับตัวดีขึ้น ดังเห็นได้จากประมาณการอัตราการขยายตัวของ GDP โดย SCB EIC ที่ 3.3% ในปี 2560 เติบโตขึ้นจาก 3.0% ในปี 2559 เศรษฐกิจที่ปรับตัวดีขึ้นจะสนับสนุนให้กลุ่มผู้มีรายได้ปานกลางถึงน้อยกลับมาใช้จ่ายด้านบริการทางการแพทย์อีกครั้ง ในสถานการณ์เช่นนี้ เราเชื่อว่า CHG จะได้รับประโยชน์มากที่สุด เนื่องจากรายได้ทั้งหมดของบริษัทมาจากผู้ป่วยที่มีรายได้ปานกลางถึงน้อย ตามด้วย BCH (~93%), BDMS (~50%), และน้อยมากสำหรับ BH

โรงพยาบาลที่เน้นให้บริการผู้ป่วยที่มีรายได้ปานกลางถึงน้อยจะรายงานกำไรเติบโตอย่างแข็งแกร่ง ในจำนวนหุ้นกลุ่มการแพทย์ภายใต้การวิเคราะห์ของเรา เราคาดว่า CHG จะรายงานกำไรปกติเติบโตสูงที่สุดด้วยอัตราการเติบโตเฉลี่ยสะสม 22% ต่อปีในระยะ 2 ปีข้างหน้า ตามมาด้วย BCH ที่ 20% ซึ่งเป็นอัตราการเติบโตเกือบเท่าตัวเมื่อเทียบกับ BH ที่ 13% และ BDMS ที่ 12% โดยทั้ง CHG และ BCH จะได้รับประโยชน์จากความต้องการบริการทางการแพทย์ที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นในกลุ่มผู้มีรายได้ปานกลาง EBITDA margin ของ CHG จะกลับคืนสู่แนวโน้มขาขึ้นอีกครั้ง หลังจากบริษัทขยายโรงพยาบาลหลัก 3 แห่งเสร็จในไตรมาส 3/59 และอัตราการให้บริการปรับตัวเพิ่มขึ้น กำไรของ BCH จะได้รับปัจจัยหนุนจากผลขาดทุนที่ลดลงของ World Medical Center ในขณะที่กำไรของ BDMS จะถูกฉุดลงโดยผลขาดทุนจากการเปิดให้บริการ BDMS Wellness Clinic ที่เราคาดว่าจะสร้างผลขาดทุนในปี 2560-63 อย่างไรก็ตาม BDMS มีแนวโน้มระยะยาวเป็นบวกจากอุปสงค์บริการทางการแพทย์ที่สูงขึ้นและประโยชน์จากเครือข่ายโรงพยาบาลขนาดใหญ่ของบริษัท ความกังวลที่เรามีต่อ BH อยู่กับการปรับตัวลดลงของจำนวนผู้ป่วยตะวันออกกลาง (~20% ของรายได้) ซึ่งเป็นตลาดหลักและให้ผลตอบแทนสูง BH จะแก้ปัญหาหนี้ด้วยการสำรวจตลาดใหม่ๆ ที่มีศักยภาพ ซึ่งรวมถึง CLMV

CHG เป็น top pick อันดับหนึ่งของเราในกลุ่มการแพทย์ เนื่องจากกำไรจะเติบโตสูงที่สุด และเป็นหุ้น laggard play ด้วย upside 22% BCH เป็น top pick อันดับสองของเรา ด้วย upside 21% หุ้น CHG และ BCH ซื้อขายที่อัตราส่วน PE ต่ออัตราการเติบโตของกำไรปี 2560 ที่ 2.1 เท่า และ 2.0 เท่า ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของหุ้นกลุ่มเดียวกันในตลาดภูมิภาคที่ 2.3 เท่า

Valuation Summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F
BDMS	Buy	22.60	27.5	22.9	45.4	42.5	38.0	8	7	12	6.2	6.2	5.7	15	15	16	1.1	1.2	1.3	26.5	24.9	22.3
BCH	Buy	14.10	17.0	21.3	66.7	46.1	38.4	1	45	20	7.1	6.6	5.9	11	15	16	0.5	0.8	0.9	26.0	21.1	18.2
BH	Sell	179.50	190.0	7.2	38.6	36.6	32.9	26	6	11	10.0	9.1	7.9	28	26	26	1.3	1.4	1.5	23.8	22.7	20.3
CHG	Buy	2.88	3.5	22.4	58.8	54.5	45.2	12	8	21	10.7	9.0	8.1	19	18	19	0.4	0.9	1.1	37.5	33.8	27.7
Average					52.4	44.9	38.6	12	16	16	8.5	7.7	6.9	18	18	19	0.8	1.1	1.2	28.4	25.6	22.2

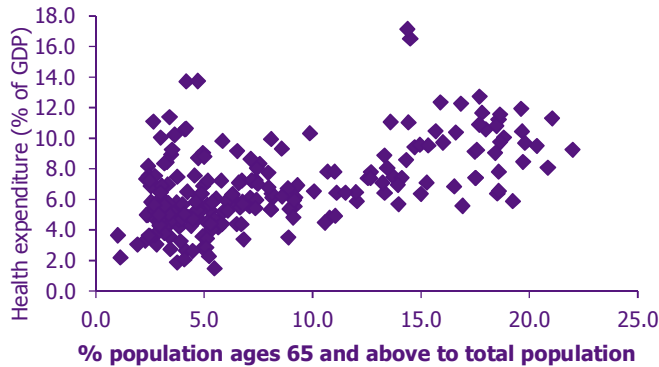
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: 3Q16 earnings review

Core earnings (Bt mn)	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	% YoY	% QoQ	9M15	9M16	% YoY
BCH	144	191	156	156	243	69.3	55.6	337	555	64.9
BDMS	1,879	1,993	2,406	1,607	2,187	16.4	36.0	5,659	6,200	9.6
BH	831	760	972	848	964	16.0	13.7	2,629	2,785	5.9
CHG	121	142	157	116	160	32.2	38.3	396	433	9.2
Sector	2,975	3,086	3,691	2,728	3,555	19.5	30.3	9,021	9,973	10.6

Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 2: Positive correlation between percentage healthcare spending to GDP and percentage of elderly to the total population



Source: World Bank and SCBS Investment Research

Figure 3: Percentage of healthcare spending to GDP is still low in Thailand

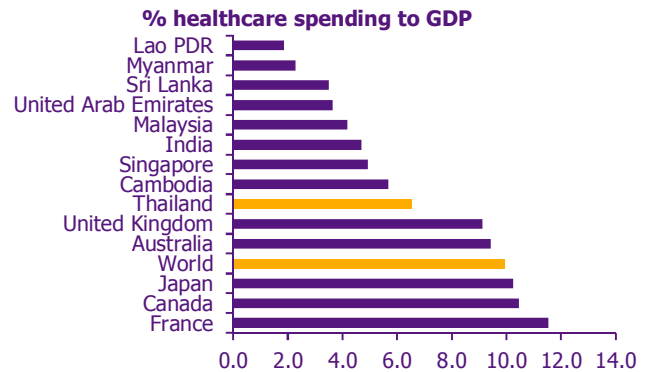
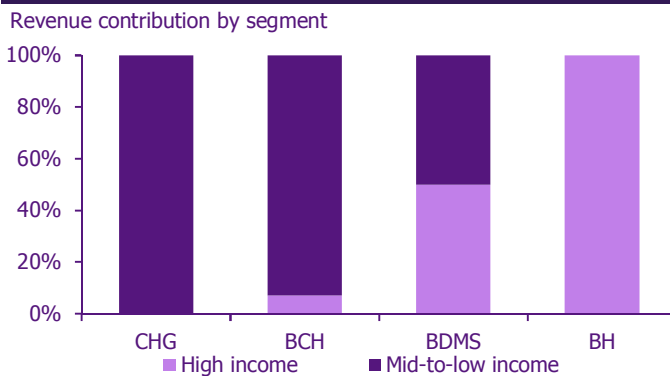
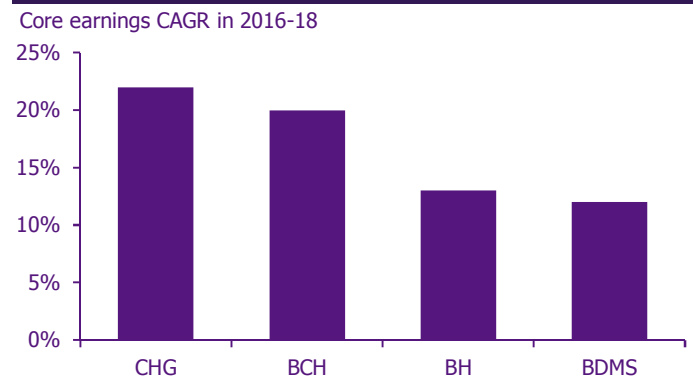
Source: Ministry of Public Health, World Bank and SCBS Investment Research
*2014 data, excluding Thailand is 2015

Figure 4: Revenue contribution by segment



Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 5: CHG and BCH to deliver the stronger earnings growth than BH and BDMS



Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 6: Regional valuation comparison

Ticker	Country	PE (x)			EPS Growth (%)			PBV (x)			Div. Yield (%)			ROE (%)			EV/EBITDA (x)		
		16F	17F	18F	16F	17F	18F	16F	17F	18F	16F	17F	18F	16F	17F	18F	16F	17F	18F
Bangkok Chain Hospital	*Thailand	46.1	38.4	32.2	44.6	20.1	19.1	6.6	5.9	5.3	0.8	0.9	1.1	14.9	16.3	17.4	21.1	18.2	16.3
Bangkok Dusit Medical*	Thailand	42.5	38.0	33.6	6.8	11.9	13.1	6.2	5.7	5.2	1.2	1.3	1.5	14.6	15.6	16.2	24.9	22.3	19.8
Bumrungrad Hospital*	Thailand	36.6	32.9	28.8	5.5	11.1	14.2	9.1	7.9	7.1	1.4	1.5	1.7	26.0	25.7	26.0	22.7	20.3	17.7
Chularat Hospital*	Thailand	54.5	45.2	36.8	7.9	20.5	23.0	8.6	7.7	6.8	0.9	1.1	1.4	17.9	18.8	20.6	32.1	26.4	21.7
Ladprao General Hospital	Thailand	39.6	32.8	28.4	32.9	20.8	15.4	4.1	3.9	3.8	1.7	2.0	2.5	10.8	12.2	13.7	24.1	19.9	16.5
Vibhavadi Medical Center	Thailand	36.0	33.9	32.0	36.8	6.3	5.9	5.8	5.8	4.8	1.4	1.4	1.7	16.0	15.8	16.4	27.9	25.3	22.9
KPJ Healthcare Bhd	Malaysia	30.1	26.5	23.4	4.3	14.0	12.9	2.8	2.6	2.4	1.7	1.9	2.2	9.5	10.0	11.0	14.9	12.9	11.8
IHH Healthcare Bhd	Malaysia	55.3	44.9	36.7	1.9	23.3	22.4	2.3	2.3	2.2	0.5	0.6	0.7	4.2	5.0	5.9	24.3	21.1	18.1
Raffles Medical Group	Singapore	34.8	30.3	26.9	1.2	14.6	12.8	3.7	3.5	3.2	1.4	1.5	1.7	11.5	12.1	13.0	24.6	21.6	18.7
Apollo Hospitals Enterpris	India	50.5	40.3	29.4	-5.6	25.4	36.8	4.7	4.4	4.0	0.5	0.6	0.9	9.6	11.0	13.9	23.2	19.7	16.1
Ramsay Health Care	Australia	26.5	23.5	21.2	15.1	12.5	11.1	6.3	5.6	5.0	2.0	2.2	2.5	24.1	24.1	23.6	12.6	11.6	10.8
Ryman Healthcare	New Zealand	23.9	20.8	17.8	-2.7	14.8	17.1	2.9	2.5	2.3	2.1	2.4	2.8	13.0	12.6	13.1	17.7	17.2	15.8
Average		39.7	34.0	28.9	12.4	16.3	17.0	5.3	4.8	4.3	1.3	1.5	1.7	14.4	14.9	15.9	22.5	19.7	17.2

Source: Bloomberg and SCBS Investment Research

*SCBS estimates

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

นโยบายกรัมนิคมอุตสาหกรรมไทยจะไม่ส่งผลกระทบต่อนิคมอุตสาหกรรมไทย

- มีโอกาสน้อยมากที่สหรัฐฯ จะเดินหน้าข้อตกลง TPP ภายใต้นโยบายของทรัมป์ แต่จะไม่ส่งผลกระทบต่อเวียดนาม บริษัทที่ได้รับประโยชน์ คือ AMATAV AMATA และ WHA
- การส่งออกทั่วโลกมีแนวโน้มฟื้นตัวดีขึ้น ซึ่งถือเป็นสัญญาณที่ดีสำหรับการส่งออกและ FDI ของไทย โครงการพัฒนาระเบียงเศรษฐกิจภาคตะวันออกของประเทศไทยจะดึงดูดเงินทุนไหลเข้า ซึ่งจะส่งผลดีต่อบริษัทพัฒนาอสังหาริมทรัพย์เพื่อการอุตสาหกรรมทุกราย
- ยอดขายที่ดินนิคมอุตสาหกรรมในช่วง 9 เดือนแรกปี 59 อยู่ในระดับต่ำ, การขายที่ดินล็อตใหญ่จะช่วยให้ยอดขายที่ดินเป็นไปตามเป้าที่วางไว้ในปี 2559

ผลกระทบจากนโยบาย “ทรัมป์” 1) ข้อตกลง TPP ส่อเค้าล้ม นายโดนัลด์ ทรัมป์ ประธานาธิบดีคนใหม่ของสหรัฐฯ กล่าวว่าจะนำสหรัฐฯ ถอนตัวออกจากความตกลงหุ้นส่วนยุทธศาสตร์เศรษฐกิจภาคพื้นแปซิฟิก (Trans Pacific Partnership - TPP) ทำให้ข้อตกลง TPP ส่อเค้าล้ม อย่างไรก็ตาม เศรษฐกิจและ FDI ของเวียดนามยังคงเติบโตอย่างต่อเนื่อง เนื่องจากเวียดนามยังคงมีข้อตกลงกับประเทศคู่ค้าอื่นๆ ในการทำข้อตกลงการค้าเสรี ได้แก่ FTA (เวียดนาม-ญี่ปุ่น, เวียดนาม-อิสราเอล, เวียดนาม-ชิลี, เวียดนาม-เกาหลีใต้, เวียดนาม-มาเลเซีย, เวียดนาม- Custom Union, อาเซียน-จีน, อาเซียน-เกาหลีใต้, และอาเซียน-อินเดีย), AEC, GSP (ออสเตรเลีย, แคนาดา, ญี่ปุ่น, รัสเซีย, และตุรกี), และองค์การการค้าโลก (WTO, APEC, UN, ASEAN) จุดดึงดูดสำหรับเวียดนาม ได้แก่ แรงงานจำนวนมากและถูก ตลาดขนาดใหญ่ ทำเลยุทธศาสตร์ที่แข็งแกร่ง และมาตรการสนับสนุน AMATAV AMATA และ WHA จะเป็นผู้ได้รับผลประโยชน์จากแนวโน้มดังกล่าว ทั้งนี้หากไม่มีข้อตกลง TPP จีนจะมีบทบาทสำคัญมากขึ้นในอาเซียน และ FDI จากจีนจะไหลเข้ามายังประเทศไทยอย่างต่อเนื่อง 2) ผลกระทบทางเศรษฐกิจที่ยังไม่มีความชัดเจนสำหรับเอเชีย ทรัมป์กล่าวไว้หลายอย่างเกี่ยวกับการค้าระหว่างประเทศในช่วงหาเสียง แต่ยังไม่สามารถระบุได้ว่าจะทำได้จริงแค่ไหน 3) ไม่สนับสนุนการลงทุนในพลังงานทดแทน – เป็นบวกต่อนิคมอุตสาหกรรมไทย ทรัมป์อาจจะหยุดการอุดหนุนพลังงานทดแทน ซึ่งจะส่งผลทำให้การพัฒนารถยนต์ไฟฟ้า (EV) ล่าช้า นับเป็นข่าวดีสำหรับนิคมอุตสาหกรรมไทยซึ่งเป็นสถานที่ตั้งของฐานการผลิตชิ้นส่วนรถยนต์เครื่องยนต์สันดาปภายใน

การส่งออกทั่วโลกส่งสัญญาณฟื้นตัวดีขึ้น การส่งออกทั่วโลกที่ชะลอตัวลงส่งผลให้นักลงทุนชะลอการลงทุน แต่ในที่สุดการส่งออกทั่วโลกก็เริ่มแสดงสัญญาณฟื้นตัวดีขึ้น และเราเชื่อว่าสถานการณ์เลวร้ายที่สุดได้ผ่านพ้นไปแล้ว ค่า correlation ระดับสูงถึง 88% ระหว่างอัตราการเติบโตของการส่งออกไทยกับการส่งออกโลกบ่งชี้ว่าการส่งออกไทยผ่านจุดต่ำสุดไปแล้ว และเมื่อเริ่มฟื้นตัว วงจรการลงทุนรอบใหม่ก็จะเริ่มขึ้น ประเทศไทยวางแผนเดินหน้าโครงการพัฒนาระเบียงเศรษฐกิจภาคตะวันออก (EEC) ภายในกลางปี 2560 ซึ่งจะช่วยดึงดูด FDI ไหลเข้า และกระตุ้นการลงทุนรอบใหม่

ความคืบหน้าเกี่ยวกับกฎหมาย พ.ร.บ.ภาษีที่ดินและสิ่งปลูกสร้างจะมีผลบังคับใช้ในเดือน ม.ค. 2561 เลื่อนออกไปจากเดือน ม.ค. 2560 เนื่องจากคณะกรรมการกฤษฎีกาต้องการให้กระทรวงการคลังทบทวนว่าการเก็บภาษีที่ดินที่ไม่ได้ใช้ประโยชน์ควรอยู่ภายใต้กฎหมายอีกฉบับหรือไม่ ส่งผลทำให้เกิดความไม่แน่นอนเกี่ยวกับอัตราภาษีที่ดินเปล่าของบริษัทพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ ในขณะที่เดียวกัน รัฐบาลก็กำลังทบทวนเกณฑ์การคำนวณภาษีเงินได้บุคคลธรรมดาสำหรับเงินได้จากการขายอสังหาริมทรัพย์จากปัจจุบันที่อ้างอิงกับราคาประเมินมาอิงกับราคาซื้อขายจริง ดังนั้นถ้าเจ้าของที่ดิน (บุคคลธรรมดา) ก็จะปรับราคาขายที่ดินขึ้นให้ครอบคลุมภาษี ซึ่งจะส่งผลทำให้ต้นทุนการซื้อที่ดินเปล่าเพิ่มขึ้น ทั้งนี้จากการคำนวณของเรา พบว่าการเปลี่ยนแปลงดังกล่าวจะส่งผลทำให้ต้นทุนปรับเพิ่มขึ้นไม่เกิน 1%

ยอดขายที่ดินนิคมอุตสาหกรรมชะลอตัวในช่วง 9 เดือนแรกปี 59 แต่คาดว่าจะทำยอดขายได้มากขึ้นในไตรมาส 4/59 ในช่วง 9 เดือนแรกปี 59 AMATA ขายที่ดินได้เพียง 375 ไร่จากเป้าที่บริษัทวางไว้ที่ 1,000 ไร่ และ WHA ขายที่ดินได้ 653 ไร่จากเป้าที่บริษัทวางไว้ที่ 1,000 ไร่ แม้ยอดขายที่ดินค่อนข้างต่ำ แต่ทั้ง AMATA และ WHA มั่นใจว่าจะทำยอดขายที่ดินได้ถึงเป้าที่วางไว้ เพราะทั้งสองบริษัทกำลังจะเซ็นสัญญาขายที่ดินล็อตใหญ่ เนื่องจากการขายที่ดินจะเกิดขึ้นในช่วงปลายปีนี้ ดังนั้นการโอนกรรมสิทธิ์จะเลื่อนออกไปเป็นปีหน้า สะท้อนถึงความเสี่ยงขาลงต่อท้ายปีนี้

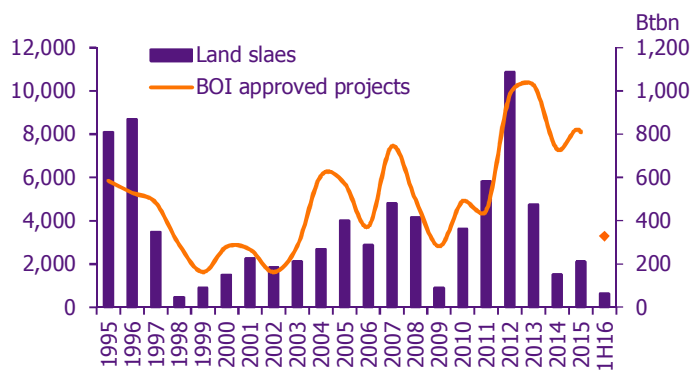
Top pick – AMATA (ราคาเป้าหมาย 21 บาท/หุ้น) ตลาดมองข้ามที่ดินราคาสูงของ AMATA ซึ่งตั้งอยู่ในทำเลยุทธศาสตร์ของประเทศไทย ณ ราคาปิดล่าสุด ราคาหุ้น AMATA ต่ำกว่ามูลค่า โดยซื้อขายที่ EV/ไร่ ที่ 1.0 ล้านบาท ต่ำกว่าราคาประเมินอยู่ครึ่งหนึ่ง

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	11.20	21.0	90.8	13.8	11.8	8.0	(61)	17	48	0.9	0.9	0.8	7	7	10	4.1	3.3	4.9	8.1	7.9	5.8
AMATAV	Buy	6.60	10.5	61.6	43.7	13.0	7.2	(6)	236	81	2.0	1.8	1.5	6	15	23	2.4	2.5	2.8	14.5	12.9	7.3
TICON	Neutral	15.90	13.0	(14.6)	21.8	19.8	18.0	(5)	10	10	1.5	1.5	1.4	7	7	8	3.1	3.6	4.0	21.2	19.7	18.6
Average					26.4	14.9	11.1	(24)	88	46	1.5	1.4	1.2	7	10	14	3.2	3.1	3.9	14.6	13.5	10.6

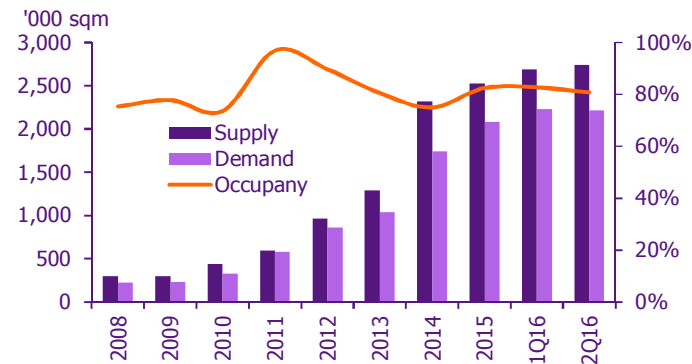
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: Land sales sluggish in 1H16



Source: CBRE, BoI

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



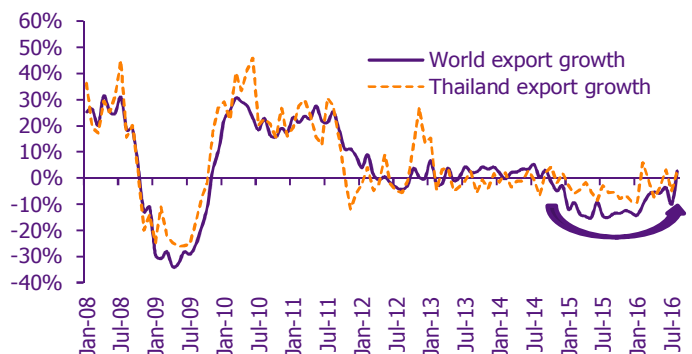
Source: CBRE

Figure 5: Infrastructure development plan for EEC



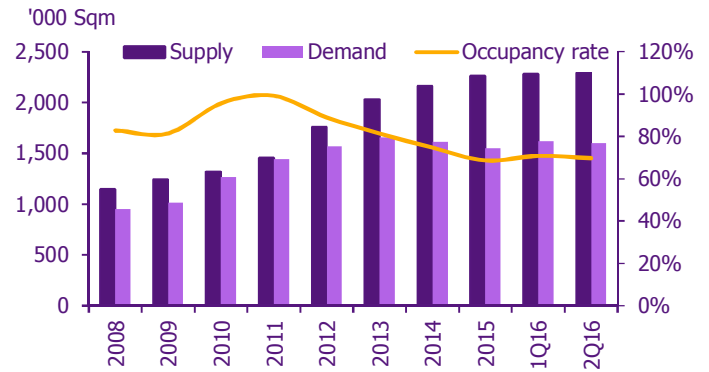
Source: Mol

Figure 7: Signs world and Thai exports have bottomed



Source: IMF, BoT

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



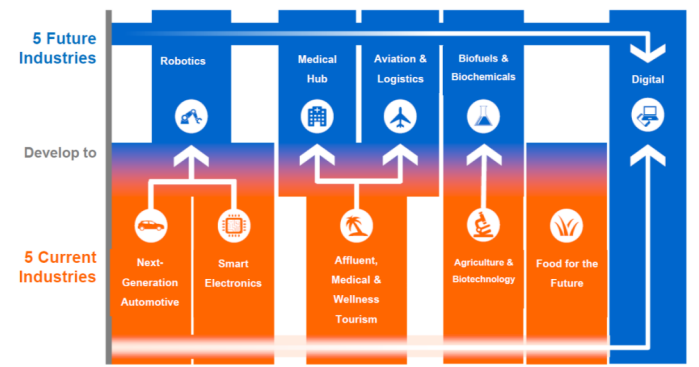
Source: CBRE

Figure 4: EEC development



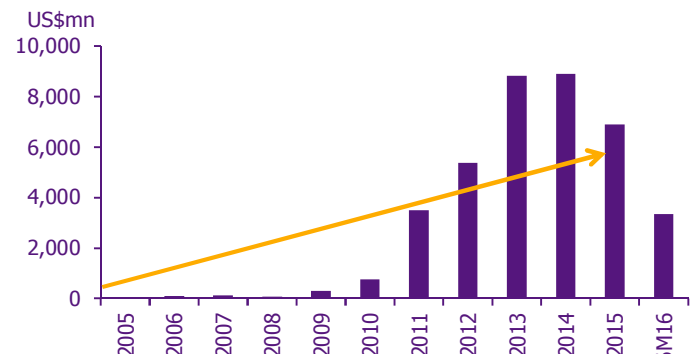
Source: Mol

Figure 6: Ten focus industries



Source: BoI

Figure 8: Substantial FDI from China since 2011



Source: BoT

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

ปรับตัว แต่ยังไม่น่าสนใจ

- แม้ผลตอบแทนพันธบัตรที่สูงขึ้นจะทำให้เราเปลี่ยนมามีมุมมองเชิงบวกมากขึ้นต่อ BLA แต่ผลตอบแทนพันธบัตรก็ยังเพิ่มขึ้นไม่มากพอที่จะสนับสนุนให้เบี้ยประกันรับเติบโตได้ดี หรือผลตอบแทนจากการลงทุนปรับตัวดีขึ้นในปี 2560 ซึ่งเป็นปัจจัยสำคัญที่จะช่วยกระตุ้นให้มูลค่า economic value ของบริษัทปรับตัวเพิ่มขึ้น ดังที่ได้จาก EV และ VNB
- THREL ได้รับผลกระทบจากเบี้ยประกันรับที่เติบโตน้อยลงและ combined ratio ที่สูงขึ้น
- THRE คาดว่าจะเห็นผลการดำเนินงานฟื้นตัวจากเบี้ยประกันรับที่เติบโตเพิ่มขึ้น
- เราแนะนำลดน้ำหนักการลงทุนหุ้นกลุ่มประกัน เพราะ valuation ไม่น่าสนใจ และความสามารถในการทำกำไรลดลง

BLA ฟื้นตัว แต่ยังไม่มากพอ トラバドที่ผลตอบแทนพันธบัตรที่ยืนอยู่ในระดับปัจจุบัน BLA ก็จะไม่มีความจำเป็นต้องตั้งสำรองสำหรับการทดสอบความเพียงพอของหนี้สิน (LAT) เพิ่มอีก ซึ่งถือเป็นข่าวดี ในขณะที่ข่าวร้าย คือ การตั้งสำรองกรรมกรมประกันชีวิตลดลงจะถูกชดเชยโดยกำไรจากเงินลงทุนที่ลดลง BLA คาดว่ากำไรจากเงินลงทุนจะลดลงในไตรมาส 4/59 และปี 2560 เพราะ: 1) ผลตอบแทนพันธบัตรที่สูงขึ้นทำให้กำไรจากเงินลงทุนที่ยังไม่ได้รับรู้ของบริษัทหดตัวลง, 2) ผลตอบแทนจากเงินลงทุนจะเผชิญแรงกดดันขาลงอย่างต่อเนื่อง เพราะเบี้ยประกันรับรายใหม่จะถูกนำไปลงทุนด้วยผลตอบแทนที่ลดลง แม้อัตราดอกเบี้ยนโยบายของสหรัฐฯ จะปรับขึ้น, และ 3) บริษัทคาดว่าเบี้ยประกันรับจะไม่เติบโตเพิ่มขึ้นในปี 2559 โดยเบี้ยประกันรับจะเติบโตแบบเร่งตัวขึ้น QoQ ในไตรมาส 4/59 ทั้งนี้เพื่อให้บรรลุเป้าหมายดังกล่าว บริษัทจะต้องขยายเบี้ยประกันรับอีก 63% QoQ ในไตรมาส 4/59 ซึ่งหมายความว่าบริษัทจะต้องออกผลิตภัณฑ์ที่ให้อัตรากำไรต่ำ เช่น ประกันชีวิตแบบสะสมทรัพย์ระยะสั้น เพื่อกระตุ้นปริมาณ นอกจากนี้การเติบโตในระยะยาวยังจะถูกกดดันโดยเบี้ยประกันที่ใกล้ครบกำหนดอายุของกรรมกรม ซึ่งจะเพิ่มขึ้นจาก 3 พันล้านบาทในปี 2559 สู่ปีละ 6-7 พันล้านบาทในปี 2560 และปี 2561 และ 1.0 หมื่นล้านบาทในปี 2562 ดังนั้นเราคาดว่าเบี้ยประกันรับสุทธิจะฟื้นตัวในระดับที่ไม่น่าตื่นเต้นนักสู่ระดับที่เติบโต 7% ในปี 2560 และปี 2561 บริษัทจะไม่มีจำเป็นต้องรับรู้กำไรจากเงินลงทุนเพื่อชดเชยการตั้งสำรอง LAT เพิ่ม

THREL ได้รับผลกระทบจากเบี้ยประกันรับที่เติบโตน้อยลงและ combined ratio ที่สูงขึ้น เราปรับประมาณการอัตราเติบโตของเบี้ยประกันรับปี 2559 ของ THREL ลดลงจาก 8% สู่ 5% (เทียบกับ 16% สำหรับปี 2558) ใกล้เคียงกับตลาดประกันชีวิตโดยรวม บริษัทจะจัดการขายประกันชีวิตผ่านสื่อโทรทัศน์ (direct TV) ในปีนี้ โดยมีสาเหตุมาจากหลักเกณฑ์ที่เข้มงวดมากขึ้นเกี่ยวกับการขายผลิตภัณฑ์ประกันชีวิตสำหรับผู้สูงอายุผ่านช่องทางนี้ บริษัทวางแผนกลับมาทำการตลาดผ่าน direct TV และขยายธุรกิจสู่ตลาด CLMV ในปีหน้า เราคาดว่าเบี้ยประกันรับของบริษัทจะฟื้นตัวขึ้นสู่ระดับที่เติบโต 10% ในปี 2560 หลักๆ ได้รับปัจจัยกระตุ้นจากประกันชีวิตคุ้มครองสินเชื่อ combined ratio ของบริษัทปรับตัวเพิ่มขึ้นจาก 73% ในไตรมาส 1/59 สู่ 76% ในไตรมาส 2/59 และ 89% ในไตรมาส 3/59 โดยเกิดจากการเรียกร้องค่าสินไหมทดแทนเพิ่มขึ้นและการระงับการขายผลิตภัณฑ์ DRTV สำหรับผู้สูงอายุและประกันชีวิตคุ้มครองสินเชื่อ ส่วนในระยะยาว บริษัทวางแผนลดสัดส่วนประกันแบบกลุ่ม (ซึ่งมี loss ratio สูง) และเพิ่มสัดส่วนผลิตภัณฑ์ประกันชีวิตคุ้มครองสินเชื่อ เราคาดว่า combined ratio จะ

THRE: มีโอกาสเติบโตมากขึ้น THRE ตั้งเป้าเบี้ยประกันรับเติบโตแบบเร่งตัวขึ้นจาก 8% ในปี 2559 (เทียบกับตลาดประกันวินาศภัยโดยรวมที่คาดว่าจะเติบโต 2%) สู่ 15% ในปี 2560 โดยได้รับปัจจัยกระตุ้นจากผลิตภัณฑ์และช่องทางการตลาดใหม่ THRE จะเริ่มเจาะตลาดต่างประเทศ โดยหวังว่าในที่สุดแล้วตลาดนี้จะคิดเป็น 5-10% ของรายได้ทั้งหมดภายในปี 2561

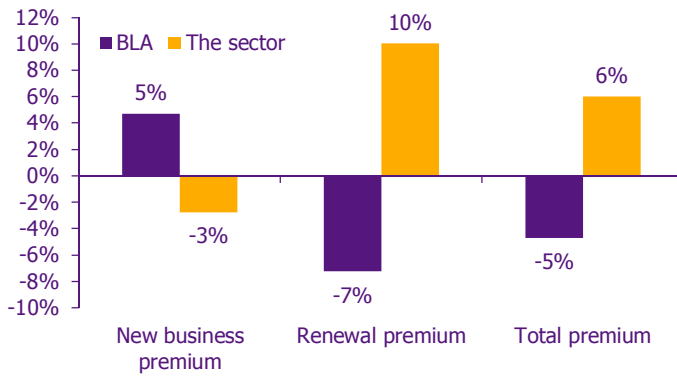
แนะนำลดน้ำหนักการลงทุนหุ้นกลุ่มประกัน หุ้นกลุ่มประกันทั้งหมดสามตัวในการวิเคราะห์ของเรา มี valuation ที่ไม่น่าสนใจ และความสามารถในการทำกำไรมีแนวโน้มปรับตัวลดลงในปี 2559 เพราะสภาพแวดล้อมทางธุรกิจไม่เอื้ออำนวย

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	54.00	50.0	(6.2)	22.4	16.8	16.2	54	33	4	3.4	2.7	2.4	16	18	16	1.2	1.2	1.5
THRE	Neutral	2.26	2.2	3.5	16.0	32.5	14.7	n.m.	(51)	121	1.7	1.6	1.6	13	5	11	0.0	6.1	4.1
THREL	Neutral	9.80	11.0	18.1	15.1	12.9	11.5	5	17	12	4.6	4.0	3.6	31	33	33	5.1	5.8	6.5
Average					17.9	20.7	14.1	29	(0)	46	3.2	2.8	2.5	20	19	20	2.1	4.4	4.0

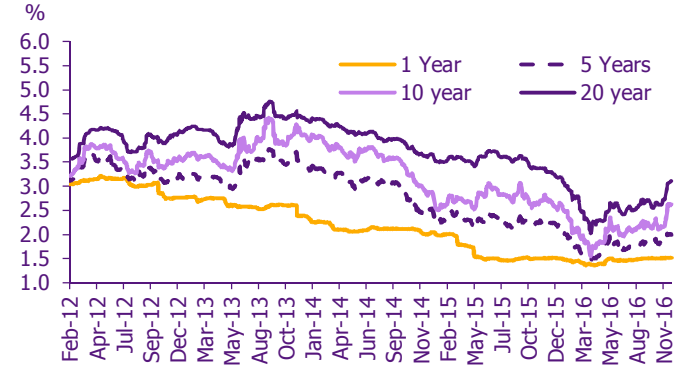
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: Life insurance premium growth in 9M16



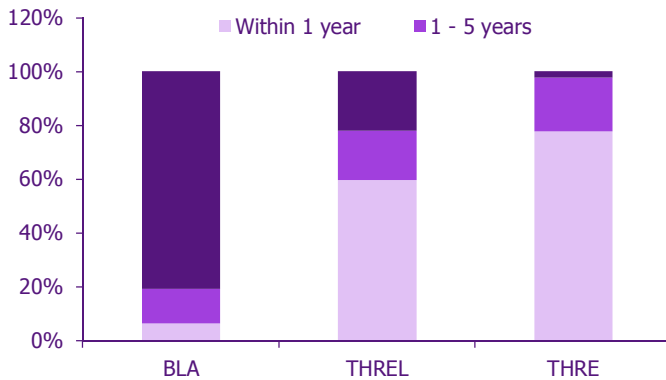
Source: The Thai Life Assurance Association and SCBS Investment Research

Figure 2: Government bond yield



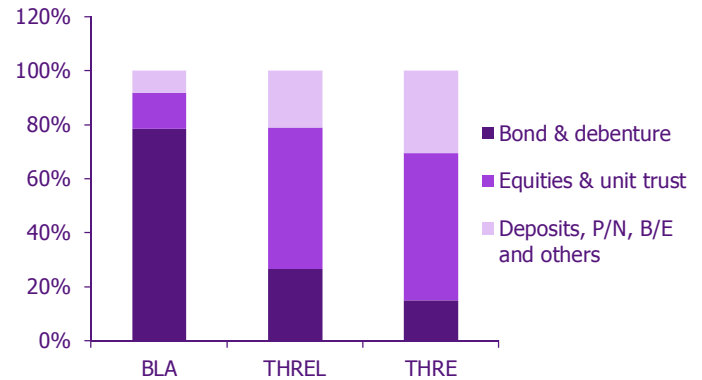
Source: Thai BMA and SCBS Investment Research

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

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

แนวโน้มไม่สดใสในระยะสั้น

- การใช้จ่ายเม็ดเงินโฆษณาปรับตัวลดลงสู่ 5.6 พันล้านบาทในเดือน ต.ค. เพราะเศรษฐกิจชะลอตัว และเป็นช่วงเวลาแห่งการไว้อาลัย
- เรายังคงมุมมองว่าการใช้จ่ายเม็ดเงินโฆษณาที่ปรับตัวลดลงในช่วง 2-3 ปีที่ผ่านมาเป็นการปรับลดลงตามวัฏจักร มาใช้การเปลี่ยนแปลงทางปัจจัยพื้นฐาน
- WORK เป็นหุ้น top pick ของเราในกลุ่มสื่อโทรทัศน์ เนื่องจากช่อง DTTV สามารถดึงดูดเม็ดเงินโฆษณาได้มากขึ้น และยังมีโอกาสขึ้นอัตราค่าโฆษณาได้อีกมาก

อัปเดตการใช้จ่ายเม็ดเงินโฆษณา Nielsen รายงานการใช้จ่ายเม็ดเงินโฆษณาในเดือน ต.ค. ลดลง 45% YoY สู่ 5.6 พันล้านบาท เพราะเศรษฐกิจชะลอตัวและเป็นช่วงเวลาแห่งการไว้อาลัย เม็ดเงินโฆษณาลดลงในสื่อทุกประเภทครอบคลุมตั้งแต่โทรทัศน์ไปจนถึงโรงภาพยนตร์ โทรทัศน์ได้รับผลกระทบมากที่สุด โดยเม็ดเงินโฆษณาปรับตัวลดลง 70% YoY ในขณะที่เม็ดเงินโฆษณาทางสื่ออื่นๆ ลดลงน้อยกว่าที่ 30% YoY สถานการณ์เช่นนี้ส่งผลทำให้การใช้จ่ายเม็ดเงินโฆษณาในช่วง 10 เดือนแรกปี 59 ปรับลดลง 9% YoY สู่ 9.2 หมื่นล้านบาท เราคาดว่าค่าใช้จ่ายเม็ดเงินโฆษณาจะยังคงชะลอตัวไปจนถึงไตรมาส 1/60

เม็ดเงินโฆษณาลดลงตามวัฏจักร ไม่ได้เกิดจากการเปลี่ยนแปลงทางปัจจัยพื้นฐาน การใช้จ่ายเม็ดเงินโฆษณาที่ปรับตัวลดลงมากในระยะสั้นทำให้เกิดความกังวลว่าการใช้จ่ายเม็ดเงินโฆษณาจะยังไม่ฟื้นตัวในปีนี้น้ำ และเม็ดเงินโฆษณาจะลดลงนานต่อไปอีก เราคาดว่าค่าใช้จ่ายเม็ดเงินโฆษณาจะยังชะลอตัวต่อไปจนถึงไตรมาส 1/60 แต่เรายืนยันมุมมองระยะยาวของเราว่าการใช้จ่ายเม็ดเงินโฆษณาที่ปรับตัวลดลงในช่วง 2-3 ปีที่ผ่านมา ไม่ได้สะท้อนถึงการเปลี่ยนแปลงทางโครงสร้าง และตอนนี้ก็อยู่ในช่วงปลายขาลงแล้ว สถิติที่ผ่านมาแสดงให้เห็นว่าการปรับตัวลดลงยิ่งแรงก็จะยิ่งปรับตัวแรง นอกจากนี้การศึกษาของเรายังพบว่าการใช้จ่ายโฆษณาต่อหัวประชากรในประเทศไทยยังต่ำกว่าประเทศอื่นๆ อย่างมาก โดยเฉพาะประเทศที่พัฒนาแล้ว ซึ่งชี้ให้เห็นว่าการใช้จ่ายเม็ดเงินโฆษณาในประเทศไทยยังมีโอกาสเติบโตได้อีกมากในระยะหลายปีข้างหน้า

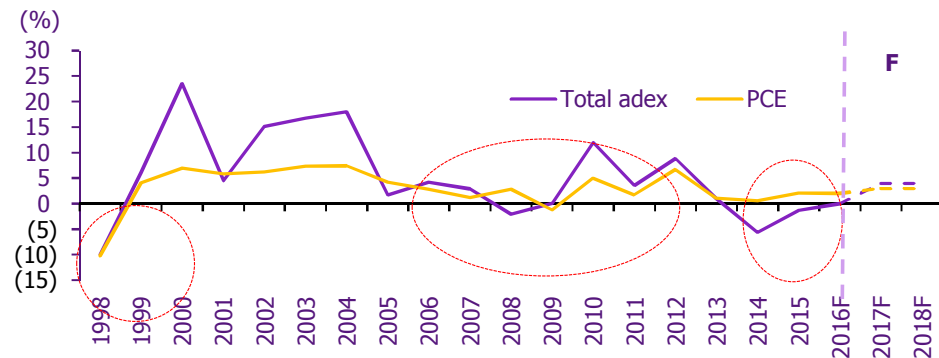
อินเทอร์เน็ตไม่ใช่ปัจจัยคุกคามที่แท้จริง การใช้จ่ายเม็ดเงินโฆษณาทางอินเทอร์เน็ตเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็ว และน่าจะเพิ่มขึ้นถึงระดับ 1.0 หมื่นล้านบาทตามที่คาดการณ์โดยสมาคมโฆษณาดิจิทัล (ประเทศไทย) (DAAT) ซึ่งรวบรวมข้อมูลจริงจากเว็บไซต์ใหญ่ๆ ซึ่งมี Facebook และ Google รวมอยู่ด้วย ตัวเลขดังกล่าวคิดเป็นสัดส่วนประมาณ 10% ของการใช้จ่ายเม็ดเงินโฆษณาทั้งหมด ทั้งนี้ DAAT รายงานว่าการโฆษณาทางอินเทอร์เน็ตยังคงเติบโตทั้งๆ ที่ภาวะเศรษฐกิจตกต่ำในปี 2556-2559 หลักๆ เป็นเพราะต้นทุนการโฆษณาทางอินเทอร์เน็ตถูกกว่าสื่อดั้งเดิมโดยเฉพาะโทรทัศน์อย่างมาก นอกจากนี้การโฆษณาทางอินเทอร์เน็ตก็ยังมีประสิทธิภาพด้วย เนื่องจากคนไทยสามารถเข้าถึงอินเทอร์เน็ตได้มากขึ้น อย่างไรก็ตาม เราคาดว่างบโฆษณาจะกลับมายังสื่อดั้งเดิมเมื่อเศรษฐกิจฟื้นตัว เนื่องจากเปอร์เซ็นต์การโฆษณาทางอินเทอร์เน็ตอยู่ในระดับสูงแล้วและเจาะตลาดเฉพาะกลุ่ม

WORK เป็น top pick ของเรา เรายังคงชอบ WORK เพราะบริษัทมีแนวโน้มสูงที่จะขึ้นอัตราค่าโฆษณาได้เนื่องจากต้นทุนต่อระดับคะแนนความนิยม (CPRP) ของบริษัทอยู่ในระดับต่ำมาก โดยต่ำกว่าผู้นำอยู่ถึง 50% ซึ่งเรามองว่าไม่สมเหตุสมผลเพราะเรตติ้งของบริษัทเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง 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

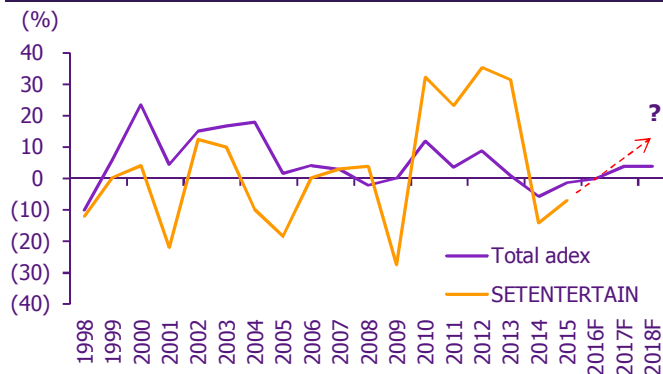
Valuation summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F
BEC	Sell	17.80	20.0	15.5	11.9	28.8	35.5	(35)	(59)	(19)	4.84	6.02	6.14	38	19	17	7.5	3.1	2.5	7.1	12.1	12.5
GRAMMY	Neutral	9.10	8.0	(12.1)	n.m.	n.m.	n.m.	29	80	24	2.54	2.75	2.94	(45)	(11)	(10)	0.0	0.0	0.0	98.2	12.5	21.5
MAJOR	Buy	31.75	32.0	4.3	28.5	25.4	21.6	1	12	18	4.34	4.28	4.14	15	17	20	3.7	3.5	4.1	13.7	13.1	11.6
MCOT	Sell	15.00	6.0	(60.0)	103.1	n.m.	n.m.	(80)	n.m.	(209)	1.29	1.29	1.29	1	(1)	(3)	0.4	0.0	0.0	7.6	39.4	96.3
PLANB	Buy	5.45	8.5	57.0	47.2	46.4	24.3	96	2	91	6.56	6.49	5.57	22	23	24	1.1	1.1	2.1	20.8	19.8	12.3
RS	Buy	7.75	10.0	26.4	63.1	n.m.	42.8	(67)	(384)	(153)	4.31	4.63	4.41	7	(20)	11	1.0	(2.7)	1.4	7.1	12.5	5.8
VGI	Neutral	5.10	5.5	10.1	41.6	37.1	47.2	(8)	(21)	(11)	17.91	15.80	15.20	54	41	34	2.0	2.3	1.8	24.7	29.2	15.3
WORK	Buy	41.00	55.0	34.5	98.0	133.3	36.3	n.m.	(27)	267	5.40	4.91	4.13	7	4	13	0.5	0.4	1.4	22.3	24.3	16.4
Average					56.2	54.2	34.6	(9)	(57)	1	5.90	5.77	5.48	12	9	13	2.0	1.0	1.7	25.2	20.4	24.0

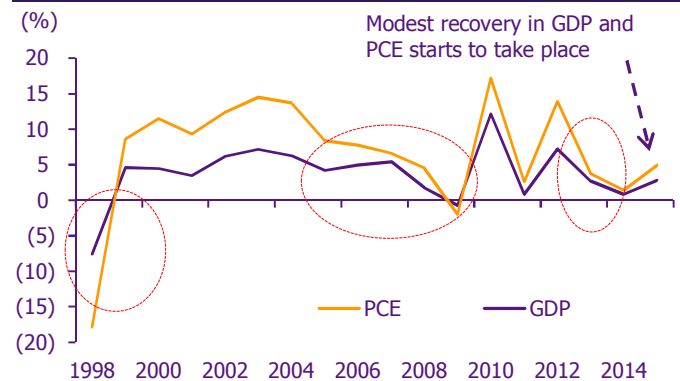
Source: SCBS Investment Research

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

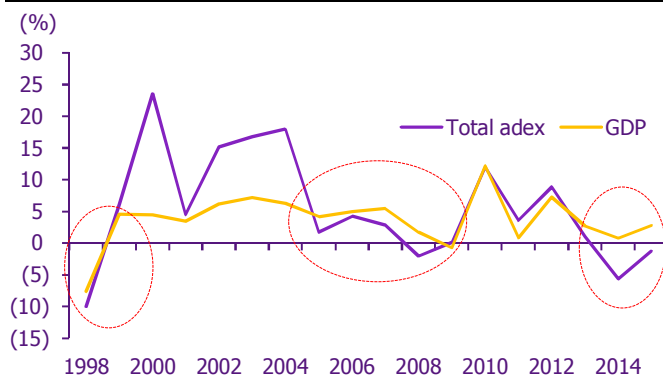
Source: Company and SCBS Investment Research

Figure 2: Adspend dictates price media performances

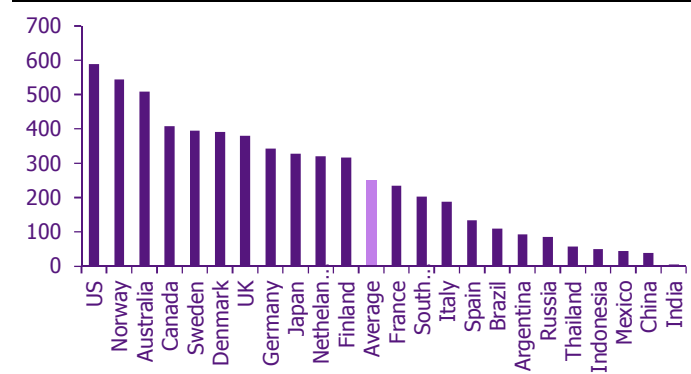
Source: Company and SCBS Investment Research

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

มองข้ามปี 2559 ไปสู่ปีที่ดีกว่าในปี 2560

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

- อุปสงค์ที่ซบเซาในไตรมาส 4/59 ส่งผลทำให้บริษัทพัฒนาโครงการที่อยู่อาศัยเลื่อนเปิดตัวโครงการใหม่ออกไป และปรับเป้าหมายยอดขายและกำไรสุทธิในปี 2559 ลดลง; แต่กำไรสุทธิไตรมาส 4/59 จะยังคงปรับตัวดีขึ้น QoQ
- อุปสงค์จะฟื้นตัวในไตรมาส 1/60 โดยได้รับปัจจัยหนุนจากอุปสงค์ที่สะสมและอุปสงค์จากผู้ที่ผ่อนชำระคืนเงินกู้รถยนต์คันแรกหมดแล้ว
- การเลื่อนบังคับใช้ พ.ร.บ.ภาษีที่ดินและสิ่งปลูกสร้างออกไปเป็นปัจจัยบวกทางจิตวิทยา แต่การเปลี่ยนแปลงเกณฑ์การคำนวณภาษีเงินได้บุคคลธรรมดาสำหรับเงินได้จากการขายอสังหาริมทรัพย์น่าจะทำให้ต้นทุนที่ดินของบริษัทพัฒนาโครงการที่อยู่อาศัยปรับเพิ่มขึ้นอีก 1-3% และจะทำให้บ้านมือสองขายได้ยากขึ้น

อุปสงค์ที่ซบเซาในไตรมาส 4/59 ส่งผลกระทบต่อเป้าหมายปี 2559 อุปสงค์ที่ซบเซาและการเลื่อนกิจกรรมการตลาดในไตรมาส 4/59 ออกไป ส่งผลทำให้บริษัทพัฒนาโครงการที่อยู่อาศัยชั้นนำในการวิเคราะห์ของเราปรับเป้าเปิดตัวโครงการใหม่ในปีนี้อลดลง 15% สู่ 1.94 แสนล้านบาท สะท้อนถึงอัตราเติบโตเพียง 4% YoY โครงการส่วนใหญ่ที่เลื่อนเปิดตัวออกไปเป็นปีหน้าคือคอนโด เมื่อพิจารณาจากอุปทานคอนโดเปิดใหม่ที่ลดลง และการขายสินค้าคงคลังได้ช้า เราจึงปรับประมาณการยอดขายปี 2559 ของเราลดลง 14% สู่ 1.78 หมื่นล้านบาท -2% YoY ทั้งนี้ในช่วง 10 เดือนแรกปี 59 ยอดขายรวมมีจำนวน 1.43 แสนล้านบาท ลดลง 6% YoY คิดเป็นสัดส่วน 80% ของประมาณการยอดขายที่เราปรับใหม่

ปรับประมาณการกำไรปี 2559 ลดลง แต่กำไรไตรมาส 4/59 จะดีขึ้น QoQ ภายหลังการปรับประมาณการยอดขายลดลงและบรรยากาศการซื้อขายยังไม่คึกคัก เราจึงปรับประมาณการกำไรโดยรวมของบริษัทพัฒนาโครงการที่อยู่อาศัยภายใต้การวิเคราะห์ของเราลง 7% กำไรช่วง 9 เดือนแรกปี 59 คิดเป็น 71% ของประมาณการกำไรทั้งปีของเรา สะท้อนถึงกำไรที่ปรับตัวดีขึ้น QoQ ในไตรมาส 4/59 โดยได้รับปัจจัยหนุนจากการสร้างคอนโดเสร็จมากขึ้น และยอดขายอสังหาริมทรัพย์ได้ระดับสูงที่ 3.75 หมื่นล้านบาท (ณ เดือน ก.ย.) ซึ่งจะโอนในไตรมาส 4/59 สูงกว่ารายได้จำนวน 3.6 หมื่นล้านบาทในไตรมาส 3/59 อยู่เล็กน้อย อีกทั้งยังจะประหยัดค่าใช้จ่ายจากการทำการตลาดน้อยลงด้วย อัตรากำไรขั้นต้นจะปรับตัวดีขึ้นอย่างต่อเนื่องในไตรมาส 4/59 หลังจากเพิ่มขึ้น 0.9% QoQ ในไตรมาส 3/59 จากการลดการแข่งขันด้านราคา บวกกับอัตรากำไรที่สูงขึ้นของโครงการใหม่

ฟื้นตัวในไตรมาส 1/60 อุปสงค์ที่ซบเซาในไตรมาส 4/59 เกิดจากบรรยากาศแห่งความโศกเศร้าในประเทศไทยไม่ได้เกิดจากปัจจัยพื้นฐาน การกลับมาจัดกิจกรรมการตลาดในไตรมาส 1/60 จะช่วยสนับสนุนให้ยอดขายฟื้นตัว นอกจากนี้การผ่อนชำระคืนเงินกู้รถยนต์คันแรกหมด (ต.ค. 2559-ต.ค. 2560) ก็จะช่วยให้อุปสงค์ที่อยู่อาศัยปรับตัวเพิ่มขึ้นด้วย ทั้งนี้เมื่ออ้างอิงกับการสำรวจของ SCB EIC (ผู้ตอบแบบสอบถาม 7,249 คน) พบว่าผู้ซื้อรถยนต์คันแรกประมาณ 22% ต้องการซื้อบ้านเป็นของตนเอง เราคาดว่ากำไรสุทธิโดยรวมในปี 2560 จะเติบโตเฉลี่ย 10% โดย AP LH และ SPALI จะเติบโตสูงกว่าค่าเฉลี่ย

ความคืบหน้าเกี่ยวกับกฎหมาย พ.ร.บ.ภาษีที่ดินและสิ่งปลูกสร้างจะมีผลบังคับใช้ในเดือน ม.ค. 2561 เลื่อนออกไปจากเดือน ม.ค. 2560 เนื่องจากคณะกรรมการกฤษฎีกาต้องการให้กระทรวงการคลังทบทวนว่าการเก็บภาษีที่ดินเปล่าที่ไม่ได้ใช้ประโยชน์ควรจะอยู่ภายใต้กฎหมายอสังหาริมทรัพย์หรือไม่ เนื่องจากร่างพ.ร.บ.ภาษีที่ดินและสิ่งปลูกสร้างจะให้เวลาบริษัทพัฒนาโครงการที่อยู่อาศัยปรับตัว 3 ปี ดังนั้นผลกระทบต่อกำไรจึงมีน้อยมาก อีกทั้งยังจะลดแรงกดดันต่ออุปทานที่ดินเปล่าด้วย รัฐบาลกำลังทบทวนเกณฑ์การคำนวณภาษีเงินได้บุคคลธรรมดาสำหรับเงินได้จากการขายอสังหาริมทรัพย์จากปัจจุบันที่อ้างอิงกับราคาประเมินมาอิงกับราคาซื้อขายจริง ดังนั้นถ้าเจ้าของที่ดิน (บุคคลธรรมดา) ต้องการขายที่ดิน ก็จะปรับราคาขึ้นให้ครอบคลุมภาษี ซึ่งจะส่งผลทำให้บริษัทพัฒนาโครงการที่อยู่อาศัยมีต้นทุนการซื้อที่ดินเปล่าเพิ่มขึ้น ทั้งนี้จากการคำนวณอย่างคร่าวๆ ของเรา พบว่าการเปลี่ยนแปลงดังกล่าวจะส่งผลให้ต้นทุนเพิ่มขึ้น 1-3% นอกจากนี้ ในส่วนของบ้านมือสองก็อาจจะขายได้ยากขึ้นถ้าผู้ขายปรับราคาขายขึ้นให้ครอบคลุมภาษี

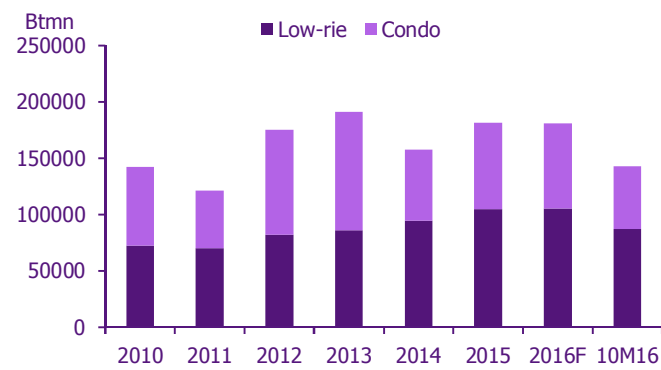
Top picks: AP LH และ SPALI เราชอบบริษัทที่กำลังมีแนวโน้มเติบโตดีและรายได้มีความแน่นอนสูง ซึ่งจะช่วยลดความเสี่ยงด้านประมาณการ AP LH และ SPALI ตรงตามเกณฑ์ของเรา เราคาดว่า LH จะบันทึกกำไรพิเศษ 2.2 พันล้านบาท (22% ของประมาณการกำไรปี 2560) ตอนต้นปี 2560 ส่วน SPALI จะบันทึกกำไรจากการขายอาคารสำนักงานในฟิลิปปินส์

Valuation Summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F
AP	Buy	6.85	8.5	28.8	8.7	7.2	6.0	(5)	21	19	1.2	1.1	1.0	15	16	17	3.7	4.7	5.5	10.2	9.1	7.4
LH	Buy	9.25	13.0	47.5	16.2	13.7	11.0	(10)	19	25	2.4	2.3	2.2	15	17	21	7.0	7.0	8.2	14.2	14.1	12.0
LPN	Neutral	10.60	11.5	16.1	6.5	6.1	10.7	19	7	(43)	1.4	1.3	1.2	22	22	12	8.5	7.6	5.1	6.3	7.0	11.2
PSH	Buy	22.40	22.0	4.2	6.5	8.4	8.1	15	(23)	4	1.5	1.4	1.3	24	16	16	7.8	6.0	6.3	7.8	10.2	9.9
QH	Buy	2.60	3.8	50.9	8.4	9.2	8.3	(2)	(9)	11	1.3	1.2	1.1	16	14	14	5.4	4.8	5.8	12.5	13.5	12.2
SIRI	Buy	1.63	2.1	35.1	8.1	7.6	7.2	8	6	6	0.9	0.8	0.8	11	11	11	7.4	6.3	6.8	13.0	12.8	11.7
SPALI	Buy	23.30	30.0	33.7	9.2	8.1	6.9	(3)	13	18	2.0	1.8	1.5	23	23	24	4.3	4.9	5.8	11.1	10.1	8.6
Average					9.1	8.6	8.3	3	5	6	1.5	1.4	1.3	18	17	16	6.3	5.9	6.2	10.7	11.0	10.4

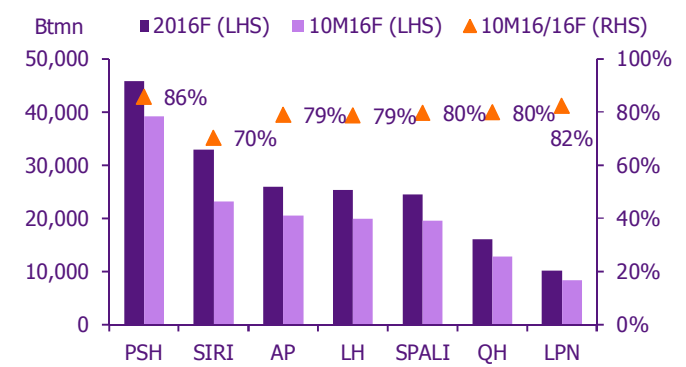
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: Flat presales growth in 2016; 10M16 was 80%



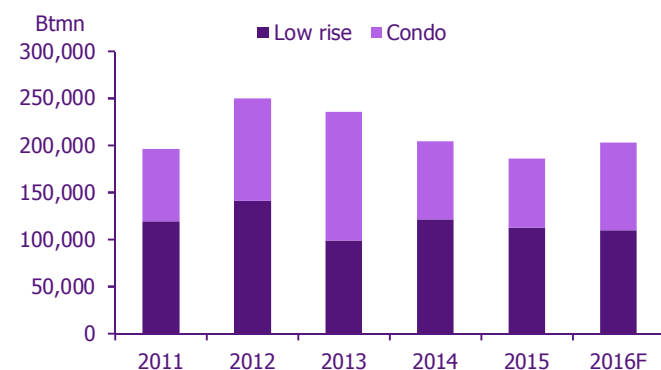
Source: AP, LH, LPN, PS, QH, SIRI, SPALI

Figure 2: 10M16 total presales against year's forecast



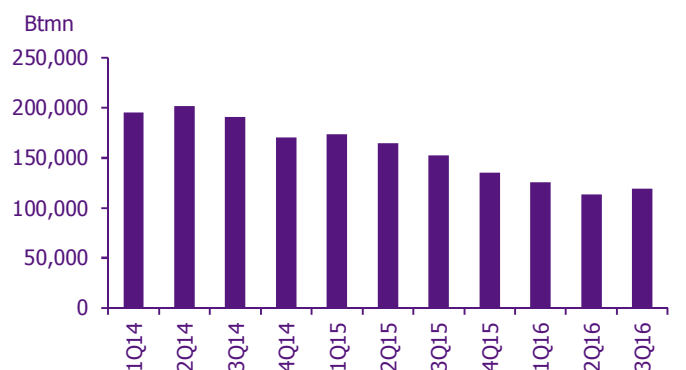
Source: Company

Figure 3: Planned new launches revised down to marginal growth of 4% YoY in 2016 (from 19%)



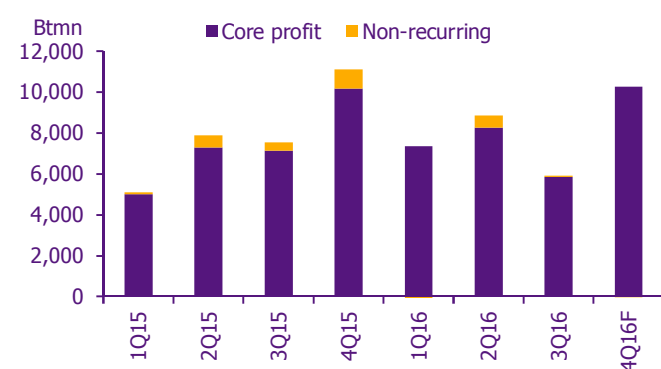
Source: AP, LH, LPN, PS, QH, SIRI, SPALI, SCBS Investment Research

Figure 4: Backlog turned up in 3Q16



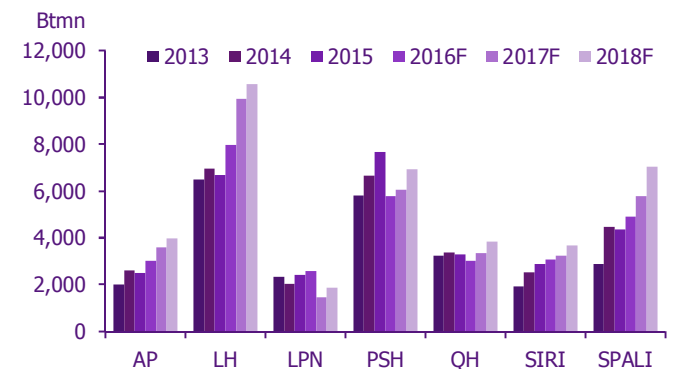
Source: BoT, SCBS Investment Research

Figure 5: Earnings to jump QoQ in 4Q16F



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

Figure 6: AP, LH and SPALI have superior earnings growth in 2017



Source: Company

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

ผลตอบแทนจากเงินปันผลช่วงครึ่งหลังปี 59 ดี

- เราคาดว่ากำไรจะลดลง QoQ ในไตรมาส 4/59 สะท้อนถึงมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์เฉลี่ยต่อวัน และส่วนแบ่งการตลาดที่ลดลง
- ฤดูกาลจ่ายเงินปันผลกำลังใกล้เข้ามา ทั้ง ASP และ MBKET ให้ผลตอบแทนจากเงินปันผลช่วงครึ่งหลังปี 59 ที่ดี เราปรับคำแนะนำสำหรับ MBKET ขึ้นสู่ Neutral แต่ชอบ ASP มากกว่า MBKET เพราะให้ผลตอบแทนจากเงินปันผลดีกว่า

ปรับสมมติฐานมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดฯ เพิ่มขึ้น เราปรับสมมติฐานมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์เฉลี่ยต่อวันสำหรับปี 2559 เพิ่มขึ้นจาก 4.5 หมื่นล้านบาท สู่ 4.7 หมื่นล้านบาท เพื่อสะท้อนมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์เฉลี่ยต่อวันตั้งแต่ต้นปีถึงปัจจุบัน ซึ่งอยู่ที่ 4.76 หมื่นล้านบาท (11 เดือนแรกปี 59) แม้มูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์เฉลี่ยต่อวัน (ไม่รวมบัญชีบล.) สำหรับเดือน ต.ค.-พ.ย. อยู่ในระดับสูงที่ 5.36 หมื่นล้านบาท แต่เราใช้สมมติฐานมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์เฉลี่ยต่อวันสำหรับเดือน ธ.ค. ลดลงสู่ 4.1 หมื่นล้านบาท ดังนั้นมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์เฉลี่ยต่อวันในไตรมาส 4/59 จะอยู่ที่ 4.95 หมื่นล้านบาท -9% จาก 5.47 หมื่นล้านบาทในไตรมาส 3/59

ส่วนแบ่งการตลาดปรับตัวลดลง ทั้ง MBKET และ ASP มีส่วนแบ่งการตลาดลดลงในเดือน ต.ค.-พ.ย.: ส่วนแบ่งการตลาดของ MBKET ลดลงสู่ 6.29% จาก 7.99% ในไตรมาส 3/59 และส่วนแบ่งการตลาดของ ASP ลดลงสู่ 2.26% จาก 3.02% ในไตรมาส 3/59 เราคาดว่าจะรายได้

งาน IB: MBKET มีดีล IPO ไม่มากในไตรมาส 4/59 และ ASP มีงาน IB ในมือจำนวนมากในปี 2560 MBKET ทำหน้าที่เป็นที่ปรึกษาทางการเงินร่วมสำหรับการเสนอขายหุ้น IPO มูลค่า 1.22 พันล้านบาทของ SQ ในไตรมาส 3/59 ทั้งนี้ ณ ไตรมาส 3/59 APS มีงานพาณิชย์ธนกิจ (IB) 54 ดีลอยู่ในมือ โดยในจำนวนนี้เป็นดีล IPO 29 ดีล และที่ปรึกษาทางการเงิน 25 ดีล ASP คาดว่าจะสามารถทำดีล IPO ได้ ~10 ดีลในปี 2560 เราคาดว่าจะรายได้ค่าธรรมเนียมที่ไม่ใช่ค่านายหน้าของ ASP จะเพิ่มขึ้น 15% ในปี 2560

คาดการณ์ถึงผลตอบแทนจากเงินปันผลช่วงครึ่งหลังปี 59 ที่น่าดึงดูดสำหรับ ASP ผลตอบแทนจากเงินปันผลช่วงครึ่งหลังปี 59 ของ ASP น่าดึงดูดมากกว่า MBKET เราคาดการณ์เงินปันผลช่วงครึ่งหลังปี 59 ของ ASP ที่ 0.21 บาท/หุ้น โดยใช้สมมติฐานอัตราการจ่ายเงินปันผล 90% คิดเป็นผลตอบแทนจากเงินปันผล 6.1% เราคาดการณ์เงินปันผลช่วงครึ่งหลังปี 59 ของ MBKET ที่ 0.9 บาท/หุ้น โดยใช้สมมติฐานอัตราการจ่ายเงินปันผล 100% คิดเป็นผลตอบแทนจากเงินปันผล 4.1%

ชอบ ASP มากกว่า MBKET; ปรับคำแนะนำสำหรับ MBKET ขึ้นสู่ "Neutral" เราชอบ ASP มากกว่า MBKET เพราะ: 1) คาดการณ์ถึงผลตอบแทนจากเงินปันผลช่วงครึ่งหลังปี 59 ที่น่าดึงดูดในระดับ 6%, 2) งาน IB ในมือจำนวนมาก ซึ่งจะช่วยหนุนให้รายได้ค่าธรรมเนียมจากธุรกิจอื่นที่ไม่ใช่ธุรกิจนายหน้าค่าหลักทรัพย์ปรับตัวเพิ่มขึ้นในปี 2560, และ 3) ได้ประโยชน์อย่างมากจากการฟื้นตัวของ SET เราปรับคำแนะนำสำหรับ MBKET ขึ้นจาก "ขาย" สู่ "Neutral" เนื่องจากฤดูกาลจ่ายเงินปันผลกำลังใกล้เข้ามา

Valuation summary

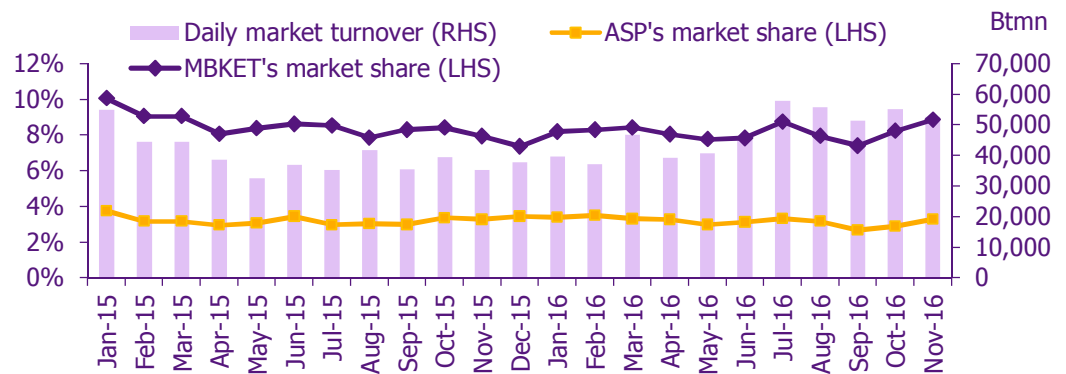
	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)		
					15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F
ASP	Buy	3.48	4.2	29.8	13.1	9.9	9.6	(32)	33	3	1.7	1.6	1.5	12	16	16	6.9	9.1	9.4
MBKET	Neutral	22.30	23.0	11.0	12.5	12.8	13.4	(19)	(2)	(5)	2.6	2.7	2.7	21	21	20	8.0	7.8	7.5
Average					12.8	11.3	11.5	(26)	15	(1)	2.1	2.1	2.1	17	19	18	7.5	8.5	8.4

Source: SCBS Investment Research

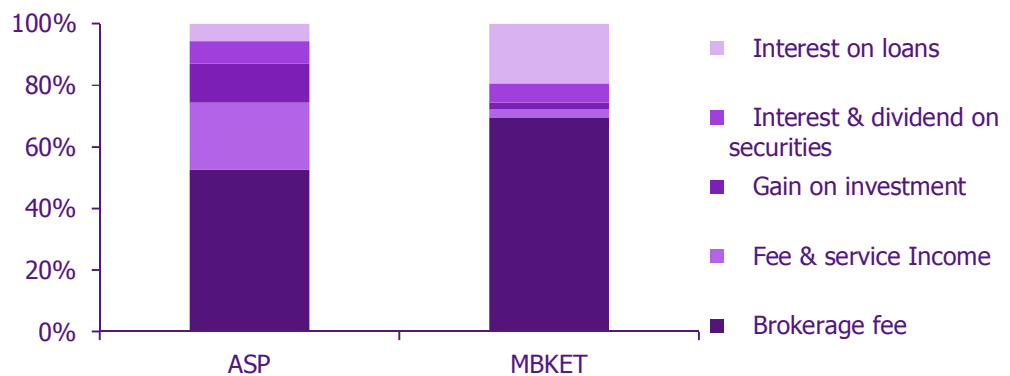
Figure 1: Target price sensitivity to turnover

	ASP	MBKET
Target price at 2017F various daily mkt. turnover		
Bt44bn	3.9	20
Bt47bn — base case	4.2	23
Bt50bn	4.5	25
2017F EPS (Bt) at 2017F various daily mkt. turnover		
Bt44bn	0.33	1.51
Bt47bn — base case	0.35	1.70
Bt50bn	0.37	1.88
2017F DPS (Bt) at 2017F various daily mkt. turnover		
Bt44bn	0.30	1.51
Bt47bn — base case	0.32	1.70
Bt50bn	0.33	1.88
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

การแข่งขันรุนแรงต่อเนื่อง

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

- ผู้ให้บริการโทรศัพท์เคลื่อนที่มีผลขาดทุนจำนวนมากจากการอุดหนุนราคาเครื่องโทรศัพท์ และมีแนวโน้มที่จะเกิดขึ้นต่อไปอีกอย่างน้อยจนถึงปีหน้า เนื่องจากการอุดหนุนราคาเครื่องโทรศัพท์ไม่ได้เกิดขึ้นเฉพาะกับตลาดเติมเงินเท่านั้น แต่ยังรวมถึงตลาดเหมาจ่ายรายเดือนด้วย
- นอกจากขาดทุนจากการอุดหนุนราคาเครื่องโทรศัพท์แล้ว ผลการดำเนินงานยังจะได้รับผลกระทบจากต้นทุนที่เกี่ยวข้องกับใบอนุญาต เช่น ค่าเสื่อมราคา และโครงข่าย ด้วย
- แนะนำ “ซื้อ” TRUE เพราะบริษัทจะได้ส่วนแบ่งตลาดเพิ่ม ซึ่งจะช่วยให้ผลการดำเนินงานพลิกกลับมาเป็นกำไรในปี 2560 เร็วกว่าตลาดคาด 3 ปี

การต่อสู้ไม่ได้เกิดขึ้นเฉพาะตลาดเติมเงินเท่านั้น แต่ยังรวมถึงตลาดเหมาจ่ายรายเดือนด้วย การต่อสู้แย่งชิงผู้ใช้บริการขยายตัวในวงกว้างมากขึ้นจากเดิมที่เกิดขึ้นเฉพาะตลาดเติมเงิน แต่ตอนนี้ลามมาถึงตลาดเหมาจ่ายรายเดือนแล้ว ในช่วง 1 ปีที่ผ่านมา ผู้ให้บริการโทรศัพท์เคลื่อนที่เปลี่ยนจากการให้ส่วนลดค่าแพ็คเกจมาอุดหนุนราคาเครื่องโทรศัพท์แทนเพื่อกระตุ้นให้ผู้ให้บริการอัปเดต โดยตอนแรกเน้นอุดหนุนราคาเครื่องโทรศัพท์ให้กับผู้ใช้บริการแบบเติมเงินเพื่อกระตุ้นให้เปลี่ยนมาใช้โครงข่าย 3G แทน 2G โดยมี TRUE เป็นผู้นำที่นำกลยุทธ์นี้มาใช้ เนื่องจาก TRUE ต้องการให้ผู้ให้บริการรับรู้ถึงคุณภาพโครงข่ายที่ดีขึ้นของบริษัท ซึ่งไม่ได้มีแค่โครงข่าย 2G เท่านั้น แต่ยังมีโครงข่าย 3G และ 4G ด้วย การอุดหนุนราคาเครื่องโทรศัพท์ของ TRUE ทำให้บริษัทสามารถดึงผู้ใช้บริการรายใหม่มาจากผู้ให้บริการโทรศัพท์เคลื่อนที่อีก 2 รายได้ ในขณะที่ ADVANC และ DTAC อุดหนุนราคาเครื่องโทรศัพท์เพียงเพื่อรักษาผู้ใช้บริการของตนเอาไว้เท่านั้น ดังนั้น TRUE จึงมีรายได้เข้ามาเพิ่มจากการอุดหนุนราคาเครื่องโทรศัพท์ ในขณะที่ ADVANC และ DTAC ไม่มีรายได้เข้ามาเพิ่ม การแข่งขันอุดหนุนราคาเครื่องโทรศัพท์รุนแรงมากยิ่งขึ้นเมื่อ ADVANC เริ่มอุดหนุนราคาเครื่องโทรศัพท์ให้กับผู้ใช้บริการแบบเหมาจ่ายรายเดือน ซึ่งเราเชื่อว่าจะเกิดขึ้นเพราะบริษัทต้องการที่จะรักษาส่วนแบ่งตลาดเอาไว้ให้สูงกว่า 50% การอุดหนุนราคาเครื่องโทรศัพท์ส่งผลทำให้ผู้ให้บริการโทรศัพท์เคลื่อนที่มีผลขาดทุนจำนวนมากซึ่งเราคาดว่าจะเกิดขึ้นต่อไปอีกอย่างน้อยจนถึงปีหน้า

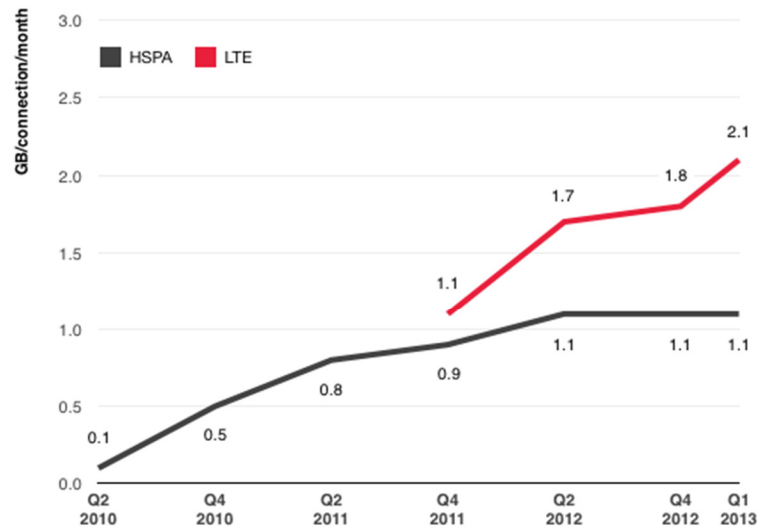
ผลการดำเนินงานไตรมาส 1/60 จะถูกกดดันโดยต้นทุนใบอนุญาตและการอุดหนุนราคาเครื่องโทรศัพท์ ADVANC และ TRUE ขณะการประมูลใบอนุญาต 2 คลื่น (900MHz และ 1800MHz) และต้นทุนที่เกี่ยวข้องกับใบอนุญาตเหล่านี้ (ค่าติดตั้งและค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานโครงข่าย) จะสร้างแรงกดดันต่อผลการดำเนินงานต่อไปอีกอย่างน้อยในระยะ 12 เดือนข้างหน้า เราคาดว่า TRUE จะรายงานขาดทุนแค่นี้ในปีนี้ ก่อนที่จะกลับมาทำกำไรอีกครั้งในช่วงครึ่งหลังปี 60 สำหรับ ADVANC เราคาดว่ากำไรปี 2559 จะลดลง 20% YoY โดยเกิดจากผลกระทบด้านลบจากการรับรู้ต้นทุนเกี่ยวกับใบอนุญาต ส่วน DTAC ที่แม้จะไม่มีต้นทุนเหล่านี้ แต่จะใช้จ่ายเงินจำนวนมากเพื่อรักษาส่วนแบ่งตลาดเอาไว้ด้วยการอุดหนุนราคาเครื่องโทรศัพท์ เราคาดว่า DTAC จะรายงานกำไรลดลง YoY ในไตรมาส 1/60 เช่นเดียวกับ ADVANC และ TRUE เพราะเสียส่วนแบ่งตลาดและค่าใช้จ่ายการตลาดสูงขึ้นจากการตอบโต้กลับ

TRUE ยังคงเป็น top pick เพียงตัวเดียวของเราในกลุ่มสื่อสาร ประเด็นสนับสนุนการลงทุนสำหรับ TRUE ยังคงอยู่ที่การได้ส่วนแบ่งตลาดรายได้เพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง TRUE สามารถเพิ่มส่วนแบ่งตลาดรายได้มาตั้งแต่ปี 2556 เมื่อบริษัทเป็นรายแรกที่ให้บริการ 3G อย่างแท้จริงบนคลื่น 850MHz หลังจากนั้น คุณภาพโครงข่ายของ TRUE ก็ปรับตัวดีขึ้นอย่างมาก และสามารถต่อสู้กับผู้นำอย่าง ADVANC ได้ทั้งในด้านการครอบคลุมและคุณภาพโครงข่าย แม้ปรับตัวเพิ่มอย่างต่อเนื่อง แต่ส่วนแบ่งตลาดรายได้ของ TRUE ยังอยู่ที่ระดับเพียง 24.1% ณ ไตรมาส 3/59 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)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F
ADVANC	Buy	146.50	190.0	36.6	11.1	14.5	16.0	9	(23)	(9)	9.0	9.0	9.0	82	62	56	9.0	6.9	6.3	6.3	6.5	6.2
DTAC	Neutral	34.75	30.0	(9.9)	13.3	26.2	27.6	(42)	(49)	(5)	3.0	2.0	1.8	21	9	7	8.4	3.8	3.6	4.5	5.9	6.5
INTUCH	Buy	50.00	59.0	26.3	10.7	12.0	13.0	6	(11)	(7)	11.2	11.3	11.3	105	93	87	9.3	8.3	7.7	10.6	11.9	12.8
THCOM	Sell	19.70	16.5	(12.4)	7.9	11.3	16.9	31	(30)	(33)	1.2	1.1	1.1	15	10	7	3.3	3.9	2.6	4.7	5.3	5.8
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	(7)	4	0.1	0.0	0.8	11.9	15.8	11.3
Average					10.8	16.0	27.0	1	(28)	(14)	5.4	5.2	5.1	45	34	32	6.0	4.6	4.2	7.6	9.1	8.5

Source: SCBS Investment Research

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

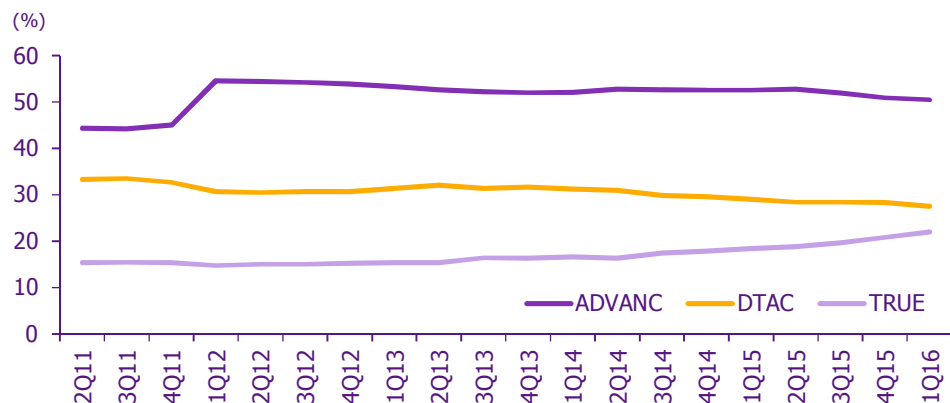
SK Telecom, average monthly data consumption per connection, Q2 2010 – Q1 2013

Source: SK Telecom

Figure 2: Comparison between 3G and 4G

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

Source: www.diffen.com

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

Source: Company and SCBS Investment Research

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

มองบวกต่อกลุ่มโรงแรม, กลางต่อสนามบิน

- **ฤดูกาลมีอิทธิพลต่อการท่องเที่ยวไทยลดน้อยลงอย่างต่อเนื่อง** โดยช่วงโลว์ซีซั่นแข็งแกร่งมากขึ้นอย่างชัดเจนในปี 2559; ภาพรวมที่เป็นบวกเช่นนี้ผลักดันให้อัตราการเข้าพักโรงแรมอยู่ในระดับสูง และจะเปิดโอกาสให้ผู้ประกอบการโรงแรมขึ้น ARR ซึ่งเป็นปัจจัยที่ช่วยกระตุ้นให้กำไรปรับตัวเพิ่มขึ้นโดยไม่มีต้นทุนเพิ่ม
- **เรามีมุมมองที่เป็นกลางต่อ AOT** เนื่องจากอัตราการเติบโตของปริมาณผู้โดยสาร (ปัจจัยกระตุ้นให้กำไรเติบโต) จะกลับคืนสู่ระดับปกติ
- **Top pick คือ ERW**

ฤดูกาลมีอิทธิพลต่อการท่องเที่ยวไทยลดน้อยลงอย่างต่อเนื่อง ในช่วง 9 เดือนแรกปี 59 มีนักท่องเที่ยวต่างชาติเดินทางเข้ามาในประเทศไทยจำนวน 24.8 ล้านคน เพิ่มขึ้น 12% YoY จีนยังคงเป็นตลาดใหญ่ที่สุด โดยคิดเป็น 29% ของจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติทั้งหมดที่เดินทางเข้ามาในประเทศไทย โดยนักท่องเที่ยวจากจีนมีจำนวน 7.3 ล้านคน เพิ่มขึ้น 20% YoY ทั้งนี้เมื่อดูเป็นรายไตรมาส พบว่าจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติทั้งหมดที่เดินทางเข้ามาในประเทศไทยเติบโต 15% YoY ในไตรมาส 1/59, 8% YoY ในไตรมาส 2/59, และ 13% YoY ในไตรมาส 3/59 จำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติทั้งหมดที่เดินทางเข้ามาในประเทศไทยเพิ่มมากขึ้น ช่วยให้ช่วงโลว์ซีซั่นตามปกติในไตรมาส 2-3 ปรับตัวดีขึ้น และอิทธิพลของฤดูกาลที่ลดน้อยลงช่วยหนุนให้อัตราการเข้าพักโรงแรมในช่วงโลว์ซีซั่นปรับตัวสูงขึ้น โดยในระหว่างไตรมาส 2-3/59 อัตราการเข้าพักเฉลี่ย (ไม่รวม HOP INN) ของ ERW อยู่ในระดับสูงที่ 83% ต่ำกว่าระดับ 88% ในไตรมาส 1/59 เพียงเล็กน้อย ส่งผลทำให้ ERW สามารถรายงานกำไรในช่วงโลว์ซีซั่นได้เป็นครั้งแรกนับตั้งแต่ปี 2552 อัตราการเข้าพักโดยเฉลี่ย (โรงแรมในประเทศไทย) ของ CENTEL อยู่ที่ 80% (เทียบกับ 87% ในไตรมาส 1/59) และอัตราการเข้าพักโดยเฉลี่ย (โรงแรมในประเทศไทย) ของ MINT อยู่ที่ 72% (เทียบกับ 81% ในไตรมาส 1/59) เราคาดว่าจะมีนักท่องเที่ยวต่างชาติเดินทางเข้ามาในประเทศไทยรวม 33 ล้านคนในปี 2559 สะท้อนถึงไฮซีซั่นที่คึกคักน้อยกว่าปกติในไตรมาส 4/59 ด้วยจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติ 8.2 ล้านคน เพิ่มขึ้น 5% YoY เพราะได้รับผลกระทบจากจำนวนนักท่องเที่ยวจีนที่ลดน้อยลงภายหลังการปราบปรามเอเยนต์ทัวร์ศูนย์เหรียญในประเทศไทยบวกกับช่วงเวลาแห่งการไว้อาลัย

โรงแรม: ปัจจัยกระตุ้นราคาเริ่มมีให้เห็น จำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติที่เดินทางเข้ามาในประเทศไทยในเดือน ต.ค. อยู่ในระดับทรงตัว YoY หลักๆ เป็นเพราะนักท่องเที่ยวจากจีนปรับตัวลดลง 16% YoY ช่วงไฮซีซั่นที่คึกคักน้อยกว่าปกติในไตรมาส 4/59 อาจจะปรับตัวดีขึ้นได้บ้างหลังจากรัฐบาลมีมาตรการยกเว้นค่าธรรมเนียมการตรวจลงตราที่สถานทูตหรือสถานกงสุลไทย (1,000 บาท) และปรับลดค่าธรรมเนียมการตรวจลงตรา ณ ช่องทางอนุญาตของด่านตรวจคนเข้าเมือง (VOA) จาก 2,000 บาท สู่ 1,000 บาท สำหรับนักท่องเที่ยวจาก 19 ประเทศซึ่งรวมถึงประเทศจีน (หลังจากปรับค่าธรรมเนียมดังกล่าวเพิ่มขึ้นสู่ 2,000 บาท เมื่อวันที่ 27 ก.ย.) ในระหว่างวันที่ 1 ธ.ค. 2559 – 28 ก.พ. 2560 เรายังคงเชื่อว่าอุตสาหกรรมท่องเที่ยวไทยอยู่ในแนวโน้มขาขึ้น โดยได้รับปัจจัยหนุนจากความต้องการเดินทางท่องเที่ยวที่เพิ่มขึ้น หลักๆ เกิดจากนักท่องเที่ยวจากตลาดระยะไกล เช่น จีน และ AEC ซึ่งเศรษฐกิจกำลังเติบโตและเปอร์เซ็นต์นักท่องเที่ยวขาออกยังอยู่ในระดับต่ำ ทั้งนี้เราคาดว่าจะมีนักท่องเที่ยวต่างชาติเดินทางเข้ามาในประเทศไทยจำนวน 36 ล้านคนในปี 2560 เพิ่มขึ้น 9% YoY ซึ่งจะช่วยสนับสนุนให้อัตราการเข้าพักอยู่ในระดับสูง และเปิดโอกาสให้ผู้ประกอบการโรงแรมสามารถขึ้นอัตราค่าห้องพักเฉลี่ย (ARR) ได้แม้กระทั่งในช่วงโลว์ซีซั่น ARR โดยเฉลี่ยของอุตสาหกรรมโรงแรมในระหว่างช่วงไฮซีซั่นกับช่วงโลว์ซีซั่นแตกต่างกันอยู่ ~20% และ ARR ที่สูงขึ้นเป็นปัจจัยลำดับที่สามที่จะช่วยกระตุ้นให้รายได้เฉลี่ยต่อห้องพัก (RevPar) เติบโตเพิ่มขึ้นโดยไม่มีต้นทุนเพิ่ม

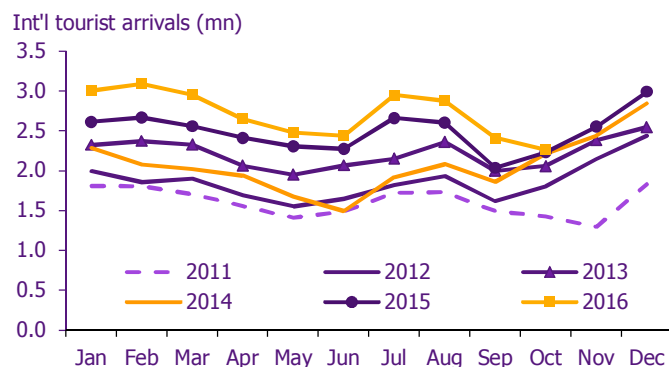
สนามบิน: จำนวนผู้โดยสารจะกลับมาเติบโตในระดับปกติ ความเคลื่อนไหวของจำนวนผู้โดยสารที่เดินทางผ่านสนามบินของ AOT บ่งชี้ถึงช่วงไฮซีซั่นที่คึกคักน้อยกว่าปกติในไตรมาส 1 ปีบัญชี 60 (ต.ค.-ธ.ค. 2559) เนื่องจากจำนวนผู้โดยสารระหว่างประเทศเติบโตในอัตราชะลอตัวลงสู่ +4% YoY ในเดือน ต.ค. และ -1% YoY ในระหว่างวันที่ 1-26 พ.ย. เรายังคงมุมมองที่เป็นกลางต่อ AOT เนื่องจากกำไรของบริษัทจะเติบโตอย่างต่อเนื่อง แต่จะเติบโตในอัตราที่ชะลอตัวลงสู่ +17% YoY ในปีบัญชี 2560 จาก +24% YoY ในปีบัญชี 2559 สอดคล้องกับจำนวนผู้โดยสารที่จะกลับมาเติบโตในระดับปกติที่ +9% YoY ในปีบัญชี 2560 จาก +12% ในปีบัญชี 2559

Top pick คือ ERW ช่วงโลว์ซีซั่นที่แข็งแกร่งมากขึ้นสะท้อนถึงผลการดำเนินงานโดยรวมที่ดีขึ้น ทั้งนี้ในกลุ่มโรงแรม เรามองว่า ERW มีแนวโน้มที่จะได้รับประโยชน์มากที่สุดจากแนวโน้มเช่นนี้ เนื่องจากบริษัทประกอบธุรกิจโรงแรมเพียงอย่างเดียว และมีความสัมพันธ์กับการท่องเที่ยวไทยมากที่สุด ERW เป็น top pick ของเราในกลุ่มท่องเที่ยว และเราแนะนำ "ซื้อ" ด้วยราคาเป้าหมาย 6.5 บาท/หุ้น

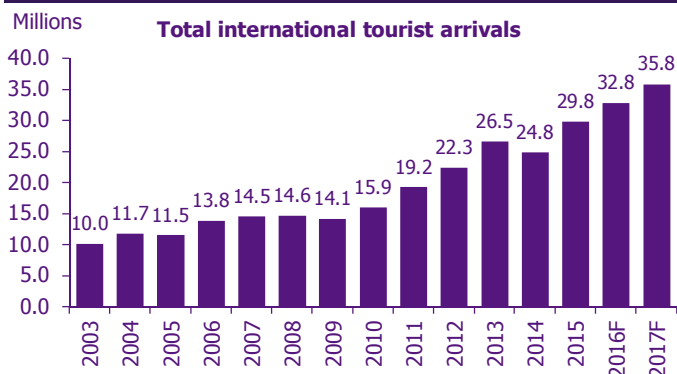
Valuation summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F
AOT	Neutral	397.00	420.0	7.8	29.1	25.0	23.7	24	17	6	4.7	4.2	3.9	17	18	17	1.7	2.0	2.1	16.8	15.2	14.8
CENTEL	Buy	38.50	47.0	23.5	31.0	27.3	23.4	54	13	17	5.2	4.7	4.2	18	18	19	1.0	1.5	1.7	12.7	11.8	10.6
ERW	Buy	4.48	6.5	46.2	56.1	32.9	27.2	n.m.	70	21	2.3	2.2	2.1	4	7	8	0.9	1.1	1.3	13.2	11.3	10.8
MINT	Neutral	36.50	40.0	11.1	34.5	34.2	29.2	7	1	17	4.5	4.0	3.7	14	12	13	1.0	1.5	1.2	23.8	20.3	17.8
Average					37.7	29.8	25.9	28	25	15	4.2	3.8	3.4	13	14	14	1.2	1.5	1.6	16.6	14.6	13.5

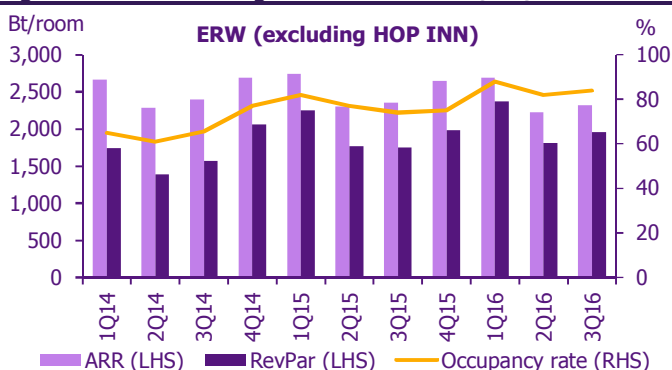
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: Growing international tourist arrivals

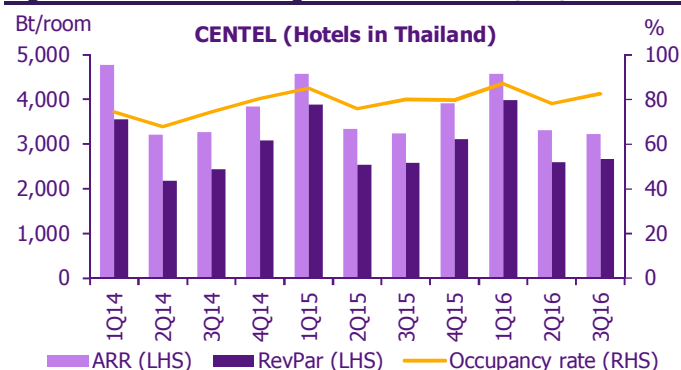
Source: Department of Tourism, Thailand and SCBS Investment Research

Figure 2: Secular trend of Thai tourism

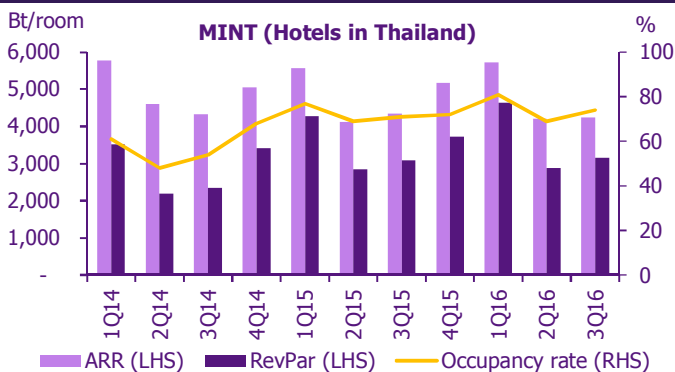
Source: Department of Tourism, Thailand and SCBS Investment Research

Figure 3: ERW: Strong low season in 2Q-3Q16

Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 4: CENTEL: Strong low season in 2Q-3Q16

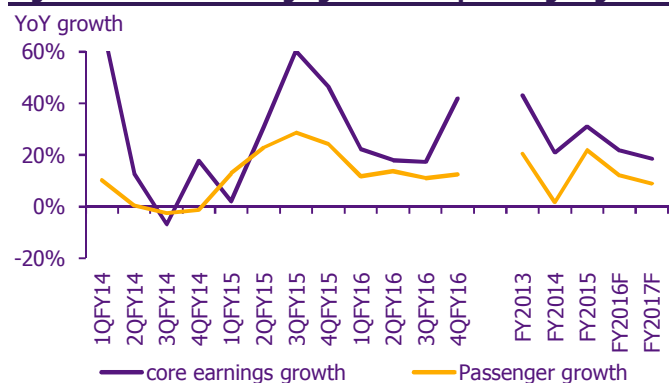
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 5: MINT: Strong low season in 2Q-3Q16

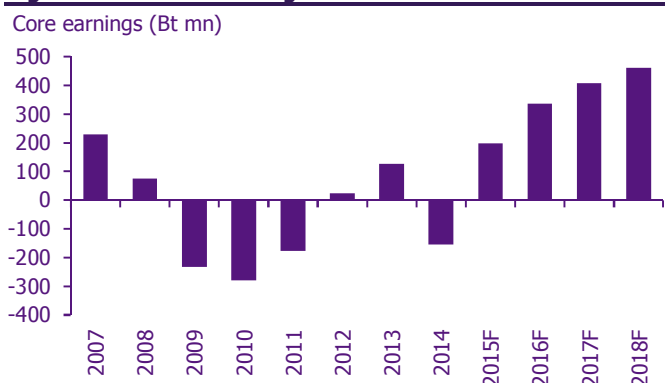
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 6: Room to increase ARR in the low season

Source: BOT and SCBS Investment Research

Figure 7: AOT's earnings growth vs. passenger growth

Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 8: ERW's earnings trend

Source: Company data and SCBS Investment Research

คำแนะนำการลงทุนของ SCBS

ราคา ณ วันที่ : 14 ธ.ค. 59



Company	Rec.	Price (Bt)	Target Price	% Up/(Down)	12-mth BB-CON	Core Profit (Btm)			Core EPS (Bt)			Core EPS growth (%)			Core PER (x)			BVPS(Bt)			P/BV (x)			ROE (%)		
						15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F
Agribusiness						1,189	1,529	1,666							14.8	11.5	10.5				1.86	1.65	1.48	13%	15%	15%
GFPT	Neutral	14.00	16.50	17.9	16.4	1,189	1,529	1,666	0.95	1.22	1.33	-32%	29%	9%	14.8	11.5	10.5	7.5	8.5	9.5	1.86	1.65	1.48	13%	15%	15%
Automotive						2,507	2,631	3,310							13.3	13.6	10.2				1.16	1.10	1.04	9%	9%	10%
AH	Buy	15.20	18.00	18.4	17.8	313	517	618	0.97	1.60	1.92	-16%	65%	20%	15.7	9.5	7.9	18.5	20.2	22.1	0.82	0.75	0.69	5%	8%	9%
PCSGH	Buy	4.86	6.00	23.5	4.5	532	334	507	0.34	0.22	0.33	-29%	-37%	52%	14.1	22.5	14.8	3.2	3.2	3.3	1.54	1.52	1.49	11%	7%	10%
SAT	Buy	14.90	18.00	20.8	16.8	641	603	768	1.51	1.42	1.81	-1%	-6%	27%	9.9	10.5	8.2	13.0	13.9	14.9	1.15	1.08	1.00	12%	11%	13%
STANLY	Neutral	183.00	200.00	9.3	192.3	1,022	1,177	1,417	13.34	15.36	18.49	-4%	15%	20%	13.7	11.9	9.9	163.2	174.3	187.3	1.12	1.05	0.98	9%	9%	10%
Banking						24.1	191,953	195,415	221,457						11.3	10.4	9.4				1.27	1.15	1.06	12%	12%	12%
Large Banks																										
BBL	Buy	158.00	200.00	26.6	182.0	34,181	31,597	37,255	17.91	16.55	19.52	-6%	-8%	18%	8.8	9.5	8.1	189.6	199.7	213.2	0.83	0.79	0.74	10%	9%	9%
KBANK	Buy	171.00	215.00	25.7	189.9	39,474	39,338	41,201	16.49	16.44	17.22	-14%	0%	5%	10.4	10.4	9.9	119.4	134.0	147.2	1.43	1.28	1.16	15%	13%	12%
KTB	Buy	17.50	21.00	20.0	19.3	28,494	29,574	32,114	2.04	2.12	2.30	-14%	4%	9%	8.6	8.3	7.6	17.6	19.6	21.2	1.00	0.89	0.83	12%	11%	11%
Mid/small banks																										
BAY	Neutral	38.00	37.00	(2.6)	38.7	18,634	21,483	25,729	2.53	2.92	3.50	9%	15%	20%	15.0	13.0	10.9	25.9	28.0	30.7	1.47	1.36	1.24	12%	11%	12%
KKP	Neutral	57.25	60.00	4.8	58.2	3,317	5,319	4,989	3.92	6.28	5.89	25%	60%	-6%	14.6	9.1	9.7	44.8	47.5	48.5	1.28	1.20	1.18	9%	14%	12%
LHBANK	Sell	1.74	1.70	(2.3)	1.8	1,652	2,668	2,973	0.12	0.13	0.14	33%	4%	11%	14.4	13.8	12.4	1.3	1.8	1.9	1.32	0.99	0.94	10%	10%	8%
TCAP	Buy	44.25	50.00	13.0	45.1	5,437	6,304	6,793	4.25	5.23	5.63	6%	23%	8%	10.4	8.5	7.9	41.2	46.3	50.1	1.07	0.96	0.88	10%	12%	12%
TISCO	Buy	53.75	60.00	11.6	56.3	4,250	4,927	5,143	5.31	6.15	6.42	0%	16%	4%	10.1	8.7	8.4	35.1	38.8	42.9	1.53	1.38	1.25	16%	17%	16%
TMB	Neutral	2.10	2.20	4.8	2.3	9,333	7,743	9,399	0.21	0.18	0.21	-2%	-17%	21%	9.8	11.9	9.8	1.7	1.9	2.0	1.20	1.13	1.04	13%	10%	11%
Commerce						16.3	32,483	37,982	44,751						40.0	31.7	26.6				7.63	6.82	5.93	22%	23%	24%
BIGC	Neutral	213.00	230.00	8.0	232.3	6,898	7,562	8,608	8.36	9.17	10.43	-5%	10%	14%	25.5	23.2	20.4	56.6	63.2	70.9	3.77	3.37	3.00	16%	15%	16%
CPALL	Buy	60.50	72.00	19.0	69.9	13,687	16,913	20,218	1.52	1.88	2.25	39%	24%	20%	39.7	32.1	26.9	4.6	5.6	6.9	13.04	10.75	8.72	36%	37%	36%
GLOBAL	Buy	17.20	20.00	16.3	17.5	868	1,447	1,875	0.24	0.40	0.51	24%	67%	30%	72.5	43.5	33.6	4.1	4.4	4.9	4.22	3.88	3.53	6%	9%	11%
HMPRO	Neutral	10.20	11.00	7.8	11.1	3,499	4,118	4,730	0.27	0.31	0.36	6%	18%	15%	38.3	32.6	28.4	1.3	1.3	1.4	7.94	7.68	7.17	21%	24%	26%
MAKRO	Buy	35.25	42.00	19.1	37.7	5,378	5,366	6,295	1.12	1.12	1.31	9%	0%	17%	31.5	31.5	26.9	3.0	3.3	3.9	11.91	10.79	9.15	40%	36%	37%
ROBINS	Buy	63.50	80.00	26.0	68.2	2,153	2,577	3,024	1.94	2.32	2.72	12%	20%	17%	32.8	27.4	23.3	13.0	14.3	15.9	4.88	4.44	4.00	16%	17%	18%
Construction Materials						24.9	50,689	59,674	67,170						48.2	21.4	18.0				3.72	3.48	3.11	19%	19%	20%
Cement																										
SCC	Buy	484.00	630.00	30.2	571.3	43,435	51,456	57,524	36.20	42.88	47.94	29%	18%	12%	13.4	11.3	10.1	202.5	228.6	255.8	2.39	2.12	1.89	19%	20%	20%
SCCC	Neutral	270.00	320.00	18.5	323.9	4,596	3,722	4,163	19.98	16.18	18.10	-9%	-19%	12%	13.5	16.7	14.9	96.1	97.5	101.6	2.81	2.77	2.66	21%	17%	18%
TPIPL	U/R *	2.50	U/R	-	3.3	278	1,342	1,592	0.01	0.07	0.08	-51%	383%	19%	181.6	37.6	31.7	2.9	3.0	3.0	0.86	0.84	0.83	0%	2%	3%
Ceramics																										
DCC	Buy	4.52	5.00	10.6	4.9	1,372	1,505	1,703	0.21	0.23	0.26	12%	10%	13%	21.5	19.6	17.3	0.5	0.5	0.6	9.46	8.91	7.59	46%	47%	47%
DRT	U/R *	5.30	U/R	-	5.8	331	350	383	0.32	0.33	0.37	14%	6%	10%	16.8	15.9	14.5	2.1	2.2	2.3	2.50	2.43	2.34	15%	16%	16%
Others																										
EPG	Buy	12.60	18.00	42.9	16.7	676	1,300	1,805	0.30	0.46	0.64	16%	57%	39%	42.6	27.1	19.5	2.9	3.3	3.7	4.30	3.83	3.37	11%	15%	18%
Construction Services						20.1	1,810	2,148	3,266						33.5	28.7	18.9				3.87	3.56	3.15	12%	14%	19%
STEC	Buy	27.25	32.50	19.3	30.5	1,097	1,111	1,693	0.72	0.73	1.11	-28%	1%	52%	37.9	37.4	24.5	6.2	6.6	7.5	4.37	4.11	3.65	12%	11%	16%
UNIQ	Buy	19.20	23.40	21.9	23.4	713	1,037	1,573	0.66	0.96	1.46	40%	46%	52%	29.1	20.0	13.2	5.7	6.4	7.3	3.37	3.01	2.64	12%	16%	21%
Electronic Components						(12.3)	11,695	10,959	12,940						19.1	19.1	16.1				3.93	3.32	2.89	20%	17%	18%
DELTA	Sell	84.00	70.00	(16.7)	74.0	6,430	5,518	6,185	5.16	4.42	4.96	17%	-14%	12%	16.3	19.0	16.9	24.5	26.0	27.9	3.43	3.23	3.01	22%	18%	18%
HANA	Sell	32.75	27.00	(17.6)	34.6	2,328	1,786	1,997	2.89	2.22	2.48	39%	-23%	12%	11.3	14.8	13.2	24.1	24.5	25.0	1.36	1.34	1.31	12%	9%	10%
KCE	Neutral	122.00	116.00	(4.9)	116.9	2,240	3,043	4,034	3.82	5.19	6.88	25%	36%	33%	32.0	23.5	17.7	13.8	17.3	21.6	8.87	7.07	5.64	31%	33%	35%
SVI	Neutral	5.15	4.80	(6.8)	5.4	697	613	723	0.31	0.27	0.31	-5%	-13%	17%	16.7	19.2	16.4	2.5	3.1	3.3	2.05	1.66	1.58	15%	10%	10%
Energy & Utilities						81,144	78,262	82,922							17.2	18.3	14.3				1.76	1.85	1.73	15%	13%	13%
Oil & Gas and Coal																										
BANPU	U/R *	19.00	U/R		23.1	-1,534	2,306	7,188	-0.59	0.46	1.50	n.m.	n.m.	227%	n.m.	41.3	12.6	28.9	16.4	17.5	0.66	1.16	1.08	-2%	3%	9%
PTTEP	Neutral	92.75	100.00	7.8	89.1	15,758	14,872	15,674	3.97	3.75	3.95	-68%	-6%	5%	23.4	24.8	23.5	103.0	101.5	97.9	0.90	0.91	0.95	4%	4%	4%
Refineries																										
ESSO	U/R *	12.80	U/R		8.5	1,700	4,621	3,793	0.49	1.24	1.21	n.m.	151%	-2%	26.1	10.4	10.6	3.8	5.4	6.5	3.41	2.38	1.98	14%	22%	17%
IRPC	Buy	4.84																								

คำแนะนำการลงทุนของ SCBS

ราคา ณ วันที่ : 14 ธ.ค. 59



Company	Rec.	Price (Bt)	Target Price	% Up/(Down)	12-mth BB-CON	Core Profit (Btm)			Core EPS (Bt)			Core EPS growth (%)			Core PER (x)			BVPS(Bt)			P/BV (x)			ROE (%)																										
						15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F																								
Finance & Securities						8.3			6,098			6,773			7,519						13.3			11.7			11.0						2.61			2.37			2.18			20%			21%			20%		
Credit card																																																		
AEONTS	Buy	103.00	120.00	16.5	115.7	2,446	2,531	2,918	9.79	10.12	11.67	1%	3%	15%	10.5	10.2	8.8	48.1	54.7	62.7	2.14	1.88	1.64	22%	20%	20%																								
KTC	Sell	136.00	138.00	1.5	150.0	2,073	2,502	2,885	8.04	9.70	11.19	18%	21%	15%	16.9	14.0	12.2	33.9	40.3	47.6	4.02	3.37	2.86	26%	26%	25%																								
Securities																																																		
ASP	Buy	3.48	4.20	20.7	4.6	560	742	764	0.27	0.35	0.36	-32%	33%	3%	13.1	9.9	9.6	2.1	2.2	2.3	1.65	1.57	1.54	12%	16%	16%																								
MBKET	Neutral	22.30	23.00	3.1	22.3	1,019	998	951	1.79	1.75	1.67	-19%	-2%	-5%	12.5	12.8	13.4	8.4	8.4	8.3	2.64	2.67	2.69	21%	21%	20%																								
Food & Beverage						28.2			12,780			23,432			27,875			44.6			22.6			19.1			2.55			2.33			2.17			9%			10%			11%								
CPF	Buy	28.25	40.00	41.6	38.7	2,548	13,424	15,887	0.34	1.82	2.14	-63%	427%	18%	81.9	15.6	13.2	23.5	24.8	25.9	1.20	1.14	1.09	2%	8%	8%																								
MINT	Neutral	36.50	40.00	9.6	42.7	4,655	4,703	5,500	1.06	1.07	1.25	7%	1%	17%	34.5	34.2	29.2	8.2	9.2	10.0	4.47	3.99	3.66	14%	12%	13%																								
TU	Buy	20.20	26.00	28.7	25.0	5,576	5,304	6,488	1.17	1.11	1.36	-3%	-5%	22%	17.3	18.2	14.9	10.2	10.8	11.6	1.98	1.88	1.75	12%	11%	12%																								
Health Care Services						16.6			12,164			13,156			14,808			52.4			44.9			38.6			8.51			7.72			6.91			18%			18%			19%								
BDMS	Buy	22.60	27.50	21.7	26.0	7,709	8,235	9,215	0.50	0.53	0.59	8%	7%	12%	45.4	42.5	38.0	3.6	3.7	4.0	6.23	6.18	5.70	15%	15%	16%																								
BH	Sell	179.50	190.00	5.8	194.1	3,390	3,578	3,976	4.65	4.91	5.46	26%	6%	11%	38.6	36.6	32.9	18.0	19.8	22.6	9.98	9.07	7.94	28%	26%	26%																								
BCH	Buy	14.10	17.00	20.6	15.8	527	763	916	0.21	0.31	0.37	1%	45%	20%	66.7	46.1	38.4	2.0	2.1	2.4	7.14	6.60	5.94	11%	15%	16%																								
CHG	Buy	2.88	3.50	21.5	3.0	538	581	700	0.05	0.05	0.06	12%	8%	21%	58.8	54.5	45.2	0.3	0.3	0.4	10.67	9.01	8.07	19%	18%	19%																								
Information & Communication Technology						25.2			64,982			44,539			48,280			350.0			19.2			23.1			3.86			3.84			3.79			31%			22%			21%								
Mobile																																																		
ADVANC	Buy	146.50	190.00	29.7	180.1	39,154	30,065	27,254	13.17	10.11	9.16	9%	-23%	-9%	11.1	14.5	16.0	16.3	16.3	16.3	9.00	9.00	9.01	82%	62%	56%																								
DTAC	Neutral	34.75	30.00	(13.7)	35.1	6,188	3,140	2,984	2.61	1.33	1.26	-42%	-49%	-5%	13.3	26.2	27.6	11.5	17.5	19.6	3.02	1.98	1.77	21%	9%	7%																								
TRUE	Buy	7.15	10.20	42.7	7.5	53	-5,037	2,860	0.00	-0.20	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%	-7%	4%																								
Internet																																																		
CSL	U/R *	6.00	U/R		5.5	315	279	261	0.53	0.50	0.46	-21%	-6%	-8%	11.3	12.0	13.0	1.1	1.2	1.2	5.43	5.00	5.00	50%	44%	36%																								
THCOM	Sell	19.70	16.50	(16.2)	25.3	2,717	1,904	1,278	2.48	1.74	1.17	31%	-30%	-33%	7.9	11.3	16.9	16.9	17.6	17.9	1.16	1.12	1.10	15%	10%	7%																								
Other																																																		
INTUCH	Buy	50.00	59.00	18.0	61.8	14,917	13,333	12,351	4.65	4.16	3.85	6%	-11%	-7%	10.7	12.0	13.0	4.5	4.4	4.4	11.23	11.25	11.25	105%	93%	87%																								
JMART	U/R *	12.50	U/R		14.0	323	439	524	0.62	0.64	0.76	-2%	4%	18%	20.3	19.6	16.6	7.2	5.1	5.4	1.74	2.46	2.33	11%	11%	12%																								
SAMART	U/R *	12.80	U/R		16.3	795	377	531	0.79	0.38	0.53	-46%	-52%	39%	16.2	33.6	24.2	8.3	7.0	7.3	1.55	1.83	1.75	10%	6%	8%																								
SAMTEL	U/R *	10.10	U/R		11.2	468	325	406	0.76	0.41	0.52	-35%	-46%	27%	13.3	24.5	19.3	5.6	5.7	5.9	1.80	1.77	1.71	13%	11%	12%																								
SIM	U/R *	0.94	U/R		0.5	52	-286	-169	0.01	-0.10	-0.08	-93%	n.m.	25%	79.5	n.m.	n.m.	0.7	0.6	0.6	1.28	1.48	1.57	2%	-15%	-14%																								
Insurance						(5.9)			7,152			6,219			6,850			17.9			20.7			14.1			3.25			2.76			2.51			20%			19%			20%								
BLA	Neutral	54.00	50.00	(7.4)	51.0	4,108	5,470	5,692	2.41	3.21	3.34	54%	33%	4%	22.4	16.8	16.2	15.8	20.2	22.9	3.41	2.68	2.36	16%	18%	16%																								
THRE	Neutral	2.26	2.20	(2.7)	2.2	2,655	293	647	0.14	0.07	0.15	n.m.	-51%	121%	16.0	32.5	14.7	1.3	1.4	1.4	1.75	1.59	1.57	13%	5%	11%																								
THREL	Neutral	9.80	11.00	12.2	14.3	389	457	511	0.65	0.76	0.85	5%	17%	12%	15.1	12.9	11.5	2.1	2.4	2.7	4.58	4.02	3.60	31%	33%	33%																								
Media & Publishing						11.9			4,741			3,101			4,358			55.2			55.2			32.9			6.23			6.40			6.16			13%			8%			16%								
TV broadcasting																																																		
BEC	Sell	17.80	20.00	12.4	20.0	2,983	1,237	1,003	1.49	0.62	0.50	-35%	-59%	-19%	11.9	28.8	35.5	3.7	3.0	2.9	4.84	6.02	6.14	38%	19%	17%																								
GRAMMY	Neutral	9.10	8.00	(12.1)	9.1	-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	3.74	4.19	4.62	-42%	-11%	-10%																								
MCOT	Sell	15.00	6.00	(60.0)	7.3	100	-72	-222	0.15	-0.10	-0.32	-80%	n.m.	-209%	103.1	n.m.	n.m.	11.7	11.7	11.6	1.29	1.29	1.29	1%	-1%	-3%																								
RS	Buy	7.75	10.00	29.0	8.4	122	-339	179	0.12	-0.34	0.18	-67%	n.m.	n.m.	64.3	n.m.	43.6	1.8	1.6	1.7	4.40	4.77	4.57	7%	-20%	11%																								
WORK	Buy	41.00	55.00	34.1	47.5	163	135	497	0.42	0.31	1.13	n.m.	-27%	267%	98.0	133.3	36.3	7.5	8.2	9.8	5.50	4.99	4.19	7%	4%	13%																								
Cinema																																																		
MAJOR	Buy	31.75	32.00	0.8	35.0	990	1,109	1,307	1.12	1.25	1.47	1%	12%	18%	28.5	25.4	21.6	7.3	7.4	7.7	4.34	4.28	4.14	15%	17%	20%																								
Other																																																		
PLANB	Buy	5.45	8.50	56.0	6.5	405	414	792	0.12	0.12	0.22	45%	2%	91%	47.2	46.4	24.3	0.8	0.8	1.0	6.56	6.49	5.57	22%	14%	25%																								
VGI	Neutral	5.10	5.50	7.8	5.0	1,053	832	966	0.15	0.12	0.14	-8%	-21%	16%	33.3	42.1	36.2	0.3	0.3	0.3	19.14	19.19	18.78	56%	46%	52%																								
Petrochemicals & Chemicals						-			27,112			32,764			37,364			18.9			13.4			13.2			1.61			1.49			1.40			9%			12%			11%								
IVL	U/R *	32.75	U/R		36.1	6,609	10,078	10,186	1.37	2.31	2.05	14851%	68%	-11%	23.9	14.2	16.0	15.9	18.2	19.4	2.06	1.80	1.69	9%	14%	11%																								
PTTGC	U/R *	63.50	U/R		70.1	20,502	22,685	27,178	4.55	5.06	6.09	42%	11%	20%	14.0	12.5	10.4	55.0	54.1	57.3	1.15	1.17	1.11	9%	10%	11%																								
Property Development						24.6			33,840			36,954			41,125			15.3			11.3			10.1			1.87			1.38			1.26			16%			14%			14%								
Industrial Estate																																																		
AMATA	Buy	11.20	21.00	87.5	15.3	865	1,010	1,492	0.81	0.95	1.40	-61%	17%	48%	13.8	11.8	8.0	12.7	13.1	14.2	0.89	0.85	0.79	7%	7%	10%																								
AMATAV	Buy	6.60	10.50	59.1	10.5	121	475	858	0.15	0.51	0.92	-6%	236%	81%	43.7	13.0	7.2	3.3	3.6	4.3	2.03	1.83	1.52	6%	15%	23%																								
ROJNA	U/R *	4.54	U/R	-		418	418	418	0.24	0.24	0.24	-35%	0%	0%	19.1	19.1	19.1	7.8	7.8	7.8	0.58	0.58	0.58	3%	0%	0%																								
TICON	Neutral	15.90	13.00	(18.2)	13.9	803	883	969	0.73	0.80	0.88	-5%	10%	10%	21.8	19.8	18.0	10.6	10.9	11.2	1.50	1.45	1.41	7%	7%	8%																								
WHA	U/R *	3.00	U/R	-	3.9	1,845	3,830	3,981	0.14	0.27	0.27	0%	0%	0%	21.4	11.2	11.1	0.4	1.5	1.7	6.85	1.98	1.74	38%	17%	16%																								

Company	Rec.	Price (Bt)	Target Price	% Up/(Down)	12-mth BB-CON	Core Profit (Btm)			Core EPS (Bt)			Core EPS growth (%)			Core PER (x)			BVPS(Bt)			P/BV (x)			ROE (%)		
						15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F
Residential																										
AP	Buy	6.85	8.50	24.1	8.7	2,486	3,009	3,595	0.79	0.96	1.14	-5%	21%	19%	8.7	7.2	6.0	5.6	6.3	7.1	1.22	1.08	0.96	15%	16%	17%
LH	Buy	9.25	13.00	40.5	11.2	6,690	7,973	9,928	0.57	0.68	0.84	-10%	19%	25%	16.2	13.7	11.0	3.9	4.0	4.2	2.38	2.34	2.23	15%	17%	21%
LPN	Neutral	10.60	11.50	8.5	10.6	2,413	2,582	1,463	1.64	1.75	0.99	19%	7%	-43%	6.5	6.1	10.7	7.8	8.4	8.6	1.35	1.26	1.23	22%	22%	12%
PSH	Buy	22.40	22.00	(1.8)	27.1	7,680	5,792	6,047	3.44	2.65	2.77	15%	-23%	4%	6.5	8.4	8.1	15.3	16.5	17.9	1.46	1.36	1.25	24%	16%	16%
QH	Buy	2.60	3.80	46.2	3.0	3,300	3,017	3,339	0.31	0.28	0.31	-2%	-9%	11%	8.4	9.2	8.3	2.0	2.1	2.3	1.29	1.22	1.12	16%	14%	14%
SIRI	Buy	1.63	2.10	28.8	1.7	2,869	3,055	3,243	0.20	0.21	0.23	8%	6%	6%	8.1	7.6	7.2	1.9	2.0	2.1	0.86	0.82	0.77	11%	11%	11%
SPALI	Buy	23.30	30.00	28.8	27.2	4,349	4,911	5,793	2.53	2.86	3.37	-3%	13%	18%	9.2	8.1	6.9	11.6	13.3	15.3	2.02	1.76	1.52	23%	23%	24%
Property Fund						6,082	6,041	6,402													0.99	0.98	0.97			
Commercial																										
CPNRF	U/R *	19.70	U/R	-	22.9	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	1.57	1.55	1.55	n.a.	n.a.	n.a.
LHSC	U/R *	13.90	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	1.35	1.34	1.33	n.a.	n.a.	n.a.
Industrial																										
TFUND	U/R *	10.00	U/R	-	9.2	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	0.89	0.89	0.88	n.a.	n.a.	n.a.
TLOGIS	U/R *	10.20	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	0.87	0.87	0.87	n.a.	n.a.	n.a.
WHAPF	U/R *	10.60	U/R	-	11.3	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	0.98	0.95	0.93	n.a.	n.a.	n.a.
Office																										
QHPF	U/R *	11.70	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	1.07	1.07	1.07	n.a.	n.a.	n.a.
POPF	U/R *	16.00	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	0.17	0.17	0.17	n.a.	n.a.	n.a.
Tourism & Leisure				26.2		1,874	2,238	2,628							43.6	30.1	25.3				3.74	3.42	3.12	11%	12%	13%
CENTEL	Buy	38.50	47.00	22.1	45.6	1,676	1,900	2,220	1.24	1.41	1.64	54%	13%	17%	31.0	27.3	23.4	7.4	8.2	9.2	5.22	4.68	4.18	18%	18%	19%
ERW	Buy	4.48	6.50	45.1	5.9	198	337	408	0.08	0.14	0.16	n.m.	70%	21%	56.1	32.9	27.2	2.0	2.1	2.2	2.26	2.16	2.05	4%	7%	8%
Transportation & Logistics				8.0		13,228	23,172	29,983							35.0	33.2	27.7				2.34	2.28	2.13	-4%	5%	10%
Aviation																										
AAV	Buy	6.25	9.00	44.0	7.6	1,191	2,414	2,579	0.25	0.50	0.53	946%	103%	7%	25.4	12.6	11.8	4.2	4.6	5.0	1.50	1.37	1.26	6%	11%	11%
AOT	Neutral	397.00	420.00	5.8	436.4	15,755	19,482	22,704	11.03	13.64	15.89	31%	24%	17%	36.0	29.1	25.0	76.2	85.1	94.9	5.21	4.66	4.18	15%	17%	18%
NOK	Buy	7.40	9.50	28.4	7.4	-1,039	-216	258	-1.66	-0.34	0.41	-120%	79%	n.m.	n.m.	n.m.	17.9	4.9	4.5	4.9	1.52	1.65	1.51	-30%	-7%	9%
THAI	Sell	23.10	15.50	(32.9)	20.4	-5,008	-258	2,924	-2.29	-0.12	1.34	77%	95%	n.m.	n.m.	n.m.	17.3	15.1	15.0	16.3	1.53	1.54	1.42	-13%	-1%	9%
Mass Transit																										
BTS	Buy	8.55	11.00	28.7	10.1	2,329	1,749	1,519	0.20	0.15	0.13	3%	-25%	-13%	43.5	57.8	66.6	4.4	4.0	3.7	1.95	2.16	2.28	4%	4%	3%
Infrastructure Fund																										
DIF	U/R *	14.20	U/R	-	16.2	4,862	6,025	6,180										13.5	13.6	13.7	1.05	1.04	1.04			
SCBS Coverage		1521.25				557,441	580,948	658,270	73.91	77.02	87.27	-5.7%	4.2%	13.3%	20.6	19.8	17.4				2.1	2.0	1.8	13%	12%	13%

คำแนะนำการลงทุนของ SCBS

ราคา ณ วันที่ : 14 ธ.ค. 59

Company	Rec.	Price (Bt)	Target Price	% Up/(Down)	12-mth BB-CON	DPS (Bt)			Dividend Yield (%)			EV/EBITDA (x)			EBITDA Growth (%)			Net Debt (Btm)			Shares (m Shrs.)	Mkt. Cap. (Btm)	%Mkt.Cap / SET
						15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F			
Agribusiness																							
GFPT	Neutral	14.00	16.50	17.9	16.4	0.25	0.34	0.37	1.79	2.44	2.66	9.90	8.01	7.28	-16.68	18.88	6.39	3,553	2,745	2,084	1,254	17,553	0.12
Automotive																							
AH	Buy	15.20	18.00	18.4	17.8	0.30	0.50	0.59	1.97	3.26	3.90	7.17	5.27	4.13	-7.13	21.01	9.30	2,932	2,063	1,068	323	4,903	0.03
PCSGH	Buy	4.86	6.00	23.5	4.5	0.40	0.17	0.26	8.23	3.56	5.40	5.95	7.16	5.73	-9.68	-21.76	20.28	(800)	(1,190)	(1,423)	1,545	7,509	0.05
SAT	Buy	14.90	18.00	20.8	16.8	0.60	0.57	0.72	4.03	3.81	4.85	4.51	4.48	3.57	-1.63	-7.27	11.40	973	394	(361)	425	6,335	0.04
STANLY	Neutral	183.00	200.00	9.3	192.3	5.00	4.60	5.50	2.73	2.51	3.01	4.14	3.92	3.15	11.66	-4.38	11.38	(3,960)	(4,907)	(5,855)	77	14,022	0.09
Banking																							
Large Banks																							
BBL	Buy	158.00	200.00	26.6	182.0	6.50	5.96	7.03	4.11	3.77	4.45							-	-	-	1,909	301,597	2.02
KBANK	Buy	171.00	215.00	25.7	189.9	4.00	4.00	4.50	2.34	2.34	2.63							-	-	-	2,393	409,247	2.74
KTB	Buy	17.50	21.00	20.0	19.3	0.76	0.78	0.85	4.34	4.47	4.86							-	-	-	13,976	244,581	1.63
Mid/small banks																							
BAY	Neutral	38.00	37.00	(2.6)	38.7	0.76	0.88	1.05	2.00	2.31	2.76							-	-	-	7,356	279,519	1.87
KKP	Neutral	57.25	60.00	4.8	58.2	3.00	4.90	4.42	5.24	8.56	7.72							-	-	-	847	48,477	0.32
LHBANK	Sell	1.74	1.70	(2.3)	1.8	0.03	0.04	0.04	1.90	2.17	2.42										13,639	23,731	0.16
TCAP	Buy	44.25	50.00	13.0	45.1	1.80	1.80	1.80	4.07	4.07	4.07							-	-	-	1,206	53,386	0.36
TISCO	Buy	53.75	60.00	11.6	56.3	2.40	2.40	2.57	4.47	4.47	4.78							-	-	-	801	43,035	0.29
TMB	Neutral	2.10	2.20	4.8	2.3	0.06	0.05	0.06	3.05	2.53	3.07							-	-	-	43,807	91,995	0.61
Commerce																							
BIGC	Neutral	213.00	230.00	8.0	232.3	2.62	2.75	3.13	1.23	1.29	1.47	14.34	13.54	11.94	-6.39	3.82	11.11	10,291	6,629	2,970	825	175,725	1.17
CPALL	Buy	60.50	72.00	19.0	69.9	0.90	0.94	1.13	1.49	1.56	1.86	21.62	19.28	17.23	21.41	10.92	10.37	166,485	158,435	148,920	8,983	543,478	3.63
GLOBAL	Buy	17.20	20.00	16.3	17.5	0.04	0.07	0.09	0.25	0.41	0.54	34.45	23.94	20.85	15.25	41.22	14.10	4,226	2,991	2,569	3,658	62,926	0.42
HMPRO	Neutral	10.20	11.00	7.8	11.1	0.25	0.27	0.29	2.45	2.61	2.82	18.98	17.02	15.27	11.62	13.59	12.30	11,661	14,398	15,500	13,151	134,142	0.90
MAKRO	Buy	35.25	42.00	19.1	37.7	0.85	0.73	0.73	2.41	2.06	2.08	19.52	19.34	16.58	14.13	2.01	16.53	4,909	6,756	6,660	4,800	169,200	1.13
ROBINS	Buy	63.50	80.00	26.0	68.2	1.00	1.16	1.36	1.57	1.83	2.14	16.00	14.50	13.36	14.22	9.31	7.49	1,465	790	116	1,111	70,527	0.47
Construction Materials																							
Cement																							
SCC	Buy	484.00	630.00	30.2	571.3	16.00	19.77	21.57	3.31	4.09	4.46	8.54	7.36	6.65	30.36	15.28	9.89	167,991	162,815	157,729	1,200	580,800	3.88
SCCC	Neutral	270.00	320.00	18.5	323.9	15.00	14.00	13.58	5.56	5.18	5.03	9.13	11.74	10.16	-2.86	-6.20	21.84	5,991	20,003	24,496	230	62,100	0.42
TPIPL	U/R *	2.50	U/R	-	3.3	0.01	0.01	0.01	0.45	0.40	0.47	16.74	13.53	12.22	43.74	22.27	8.84	26,141	25,257	23,969	20,190	50,475	0.34
Ceramics																							
DCC	Buy	4.52	5.00	10.6	4.9	0.19	0.17	0.26	4.09	3.82	5.78	14.82	13.65	12.03	8.06	8.50	11.53	743	705	207	6,528	29,507	0.20
DRT	U/R *	5.30	U/R	-	5.8	0.27	0.29	0.32	5.01	5.48	6.04	8.33	7.80	7.28	7.96	5.37	5.53	1,097	1,009	905	1,048	5,554	0.04
Others																							
EPG	Buy	12.60	18.00	42.9	16.7	0.00	0.20	0.26	0.00	1.59	2.05	26.36	19.70	15.12	9.92	58.51	29.25	2,430	1,746	1,465	2,800	35,280	0.24
Construction Services																							
STEC	Buy	27.25	32.50	19.3	30.5	0.33	0.29	0.44	1.21	1.05	1.61	20.50	19.17	13.46	-18.54	1.90	36.18	-2,065	-3,941	-5,583	1,525	41,559	0.28
UNIQ	Buy	19.20	23.40	21.9	23.4	0.27	0.38	0.58	1.41	2.00	3.03	12.22	8.35	7.27	21.22	20.60	21.51	4,117	-269	924	1,081	20,756	0.14
Electronic Components																							
DELTA	Sell	84.00	70.00	(16.7)	74.0	3.10	3.10	3.20	3.69	3.69	3.81	11.23	12.72	11.23	16.44	-11.81	12.45	-20,298	-20,410	-21,021	1,247	104,780	0.70
HANA	Sell	32.75	27.00	(17.6)	34.6	2.00	2.00	2.00	6.11	6.11	6.11	4.86	5.26	4.87	11.69	-9.80	7.21	-9,121	-9,535	-9,669	805	26,360	0.18
KCE	Neutral	122.00	116.00	(4.9)	116.9	1.50	2.20	2.80	1.23	1.80	2.30	24.18	18.03	14.35	26.77	31.04	24.51	5,587	3,829	3,166	586	71,505	0.48
SVI	Neutral	5.15	4.80	(6.8)	5.4	0.08	0.08	0.16	1.55	1.55	3.11	10.03	10.73	9.01	-11.18	-3.51	20.85	-2,987	-2,789	-2,727	2,266	11,669	0.08
Energy & Utilities																							
Oil & Gas and Coal																							
BANPU	U/R *	19.00	U/R		23.1	1.00	0.46	0.84	5.26	2.44	4.43	7.33	13.83	8.58	6.90	-24.84	53.37	80,048	87,784	83,324	4,937	93,806	0.63
PTTEP	Neutral	92.75	100.00	7.8	89.1	3.00	0.70	0.99	3.23	0.76	1.06	2.74	3.36	3.49	-23.53	-19.03	-2.00	-9,182	-11,416	-5,128	3,970	368,216	2.46
Refineries																							
ESSO	U/R *	12.80	U/R		8.5	0.00	0.00	0.10	0.00	0.00	0.78	20.66	6.25	5.33	n.m.	92.33	-1.36	38,031	0	0	3,461	44,299	0.30
IRPC	Buy	4.84	6.00	24.0	5.7	0.22	0.25	0.27	4.55	5.07	5.59	9.59	7.39	6.09	n.m.	24.30	17.99	50,128	43,927	39,894	20,434	98,903	0.66
SPRC	Buy	11.80	15.00	27.1	12.4	0.24	0.83	0.94	2.03	7.02	7.93	3.96	4.13	3.82	n.m.	0.60	1.10	39	2,475	-1,014	4,336	51,164	0.34
TOP	Neutral	71.50	77.00	7.7	75.8	2.70	4.13	3.02	3.78	5.77	4.23	7.22	6.12	6.64	n.m.	15.67	-7.83	22,377	19,152	19,083	2,040	145,862	0.97
Utilities																							
EGCO	U/R *	195.50	U/R		221.3	6.25	6.50	7.16	3.20	3.33	3.66	24.65	24.66	18.43	-7.07	4.42	33.90	78,441	86,303	87,140	526	102,924	0.69
GLOW	U/R *	79.75	U/R		87.3	5.75	5.60	5.31	7.21	7.02	6.65	8.33	8.23	8.37	-0.60	-2.22	-4.74	41,938	38,052	33,237	1,463	116,663	0.78
GUNKUL	U/R *	5.75	U/R		6.0	0.06	0.03	0.11	1.09	0.59	1.90	59.52	28.37	18.80	33.57	148.60	108.40	-182	7,638	11,488	6,359	36,563	0.24
RATCH	U/R *	50.25	U/R		57.8	2.27	2.36	2.48	4.52	4.69	4.94	11.35	12.19	12.88	-7.42	-0.44	-8.75	8,790	13,939	11,561	1,450	72,863	0.49
TTW	Neutral	10.90	12.00	10.1	12.0	0.60	0.64	0.65	5.50	5.86	5.97	10.15	10.20	9.92	-1.76	0.70	2.19	1,288	1,836	1,520	3,990	43,491	0.29

ราคา ณ วันที่ : 14 ธ.ค. 59

Company	Rec.	Price (Bt)	Target Price	% Up/(Down)	12-mth BB-CON	DPS (Bt)			Dividend Yield (%)			EV/EBITDA (x)			EBITDA Growth (%)			Net Debt (Btm)			Shares (m Shrs.)	Mkt. Cap. (Btm)	%Mkt.Cap / SET
						15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F			
Finance & Securities			8.3						5.17 5.81 6.03												80,872	0.54	
Credit card																							
AEONTS	Buy	103.00	120.00	16.5	115.7	3.45	3.54	4.09	3.35	3.44	3.97										250	25,750	0.17
KTC	Sell	136.00	138.00	1.5	150.0	3.25	3.88	4.48	2.39	2.85	3.29										258	35,065	0.23
Securities																							
ASP	Buy	3.48	4.20	20.7	4.6	0.24	0.32	0.33	6.90	9.12	9.39										2,106	7,328	0.05
MBKET	Neutral	22.30	23.00	3.1	22.3	1.79	1.75	1.67	8.03	7.84	7.47										571	12,729	0.05
Food & Beverage			28.2						2.24 2.54 2.78			18.10 15.14 13.52			-0.88 28.70 14.19			291,660 324,650 365,132			476,107	3.18	
CPF	Buy	28.25	40.00	41.6	38.7	0.75	0.96	1.07	2.65	3.41	3.78	18.63	11.31	11.38	-7.15	69.30	9.93	213,917	225,696	270,138	7,743	218,738	1.46
MINT	Neutral	36.50	40.00	9.6	42.7	0.35	0.54	0.44	0.96	1.48	1.20	23.78	20.27	17.78	6.09	18.58	12.51	41,441	43,619	40,934	4,410	160,978	1.08
TU	Buy	20.20	26.00	28.7	25.0	0.63	0.56	0.68	3.12	2.75	3.37	11.88	13.83	11.42	-1.59	-1.80	20.12	36,302	55,335	54,061	4,772	96,391	0.64
Health Care Services			16.6						0.84 1.06 1.21			28.43 25.60 22.16			11.55 11.82 13.53			25,131 26,928 21,369			547,729	3.66	
BDMS	Buy	22.60	27.50	21.7	26.0	0.26	0.27	0.30	1.13	1.18	1.32	26.46	24.88	22.34	11.70	6.65	10.46	24,337	25,402	22,304	15,491	350,096	2.34
BH	Sell	179.50	190.00	5.8	194.1	2.35	2.46	2.73	1.31	1.37	1.52	23.78	22.68	20.34	17.71	5.21	10.54	(1,832)	(1,399)	(2,488)	729	130,792	0.87
BCH	Buy	14.10	17.00	20.6	15.8	0.07	0.11	0.13	0.50	0.76	0.91	25.98	21.07	18.21	3.21	22.72	12.25	2,987	2,815	1,669	2,494	35,162	0.24
CHG	Buy	2.88	3.50	21.5	3.0	0.01	0.03	0.03	0.42	0.92	1.11	37.50	33.77	27.75	13.58	12.71	20.85	(361)	110	(117)	11,000	31,680	0.21
Information & Communication Technology			25.2						5.07 2.91 2.92			9.10 2.25 12.79			-5.64 -5.75 9.18			168,985 316,448 331,160			973,030	6.50	
Mobile																							
ADVANC	Buy	146.50	190.00	29.7	180.1	13.17	10.11	9.17	8.99	6.90	6.26	6.33	6.54	6.16	7.92	-5.40	6.19	13,327	2,636	2,636	2,973	435,558	2.91
DTAC	Neutral	34.75	30.00	(13.7)	35.1	2.93	1.33	1.26	8.43	3.82	3.63	4.50	5.93	6.53	-10.32	-5.20	2.46	42,026	72,967	92,856	2,368	82,281	0.55
TRUE	Buy	7.15	10.20	42.7	7.5	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	1.55
Internet																							
CSL	U/R *	6.00	U/R		5.5	0.44	0.00	0.00	7.33	0.00	0.00	6.77	6.79		-13.31	-8.06	n.m.	65	0	0	595	3,567	0.02
THCOM	Sell	19.70	16.50	(16.2)	25.3	0.65	0.76	0.51	3.30	3.88	2.60	4.66	5.33	5.75	13.74	-7.61	-12.03	6,704	8,320	6,796	1,096	21,591	0.14
Other																							
INTUCH	Buy	50.00	59.00	18.0	61.8	4.65	4.16	3.85	9.30	8.32	7.70	10.62	11.88	12.82	6.19	-10.63	-7.36	-1,800	-1,864	-1,887	3,206	160,321	1.07
JMART	U/R *	12.50	U/R		14.0	0.47	0.34	0.41	3.76	2.72	3.26	14.50	14.60	12.54	8.59	12.34	17.81	4,389	3,781	3,848	629	7,867	0.05
SAMART	U/R *	12.80	U/R		16.3	0.50	0.18	0.27	3.91	1.44	2.11	6.67	7.62	6.74	-24.85	-18.00	14.20	8,289	7,161	7,223	1,007	12,883	0.09
SAMTEL	U/R *	10.10	U/R		11.2	0.40	0.20	0.28	3.96	2.01	2.80	5.40	7.50	6.72	-15.30	-23.00	14.37	2,918	1,817	2,207	618	6,242	0.04
SIM	U/R *	0.94	U/R		0.5	0.02	0.00	0.00	1.60	0.00	0.00	19.65	-59.45	46.46	-57.44	n.m.	n.m.	5,519	0	0	4,400	4,136	0.03
Insurance			(5.9)						2.10 4.39 4.05													107,527	0.72
BLA	Neutral	54.00	50.00	(7.4)	51.0	0.64	0.64	0.84	1.19	1.19	1.55										1,706	92,121	0.62
THRE	Neutral	2.26	2.20	(2.7)	2.2	0.00	0.14	0.09	0.00	6.15	4.08										4,215	9,526	0.06
THREL	Neutral	9.80	11.00	12.2	14.3	0.50	0.57	0.64	5.10	5.82	6.52										600	5,880	0.04
Media & Publishing			11.9						2.04 1.30 1.66			24.91 20.17 25.10			10.90 77.34 19.08			14,699 18,437 20,523			160,873	1.08	
TV broadcasting																							
BEC	Sell	17.80	20.00	12.4	20.0	1.34	0.56	0.45	7.54	3.13	2.54	7.06	12.05	12.46	-28.25	-38.09	-2.42	5,781	8,170	8,544	2,000	35,600	0.24
GRAMMY	Neutral	9.10	8.00	(12.1)	9.1	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	98.16	12.49	21.45	-75.50	788.47	-32.62	3,077	4,451	6,328	820	7,462	0.05
MCOT	Sell	15.00	6.00	(60.0)	7.3	0.06	0.00	0.00	0.41	0.00	0.00	7.60	39.43	96.27	60.85	-80.30	-58.99	3,424	3,722	3,739	687	10,306	0.07
RS	Buy	7.75	10.00	29.0	8.4	0.07	-0.21	0.11	0.95	0.00	1.40	7.14	12.50	5.78	-21.28	-41.10	108.67	65	317	29	1,010	7,827	0.05
WORK	Buy	41.00	55.00	34.1	47.5	0.22	0.15	0.56	0.55	0.36	1.36	20.74	25.03	16.56	112.15	-6.91	58.85	-62	-166	752	417	17,107	0.11
Cinema																							
MAJOR	Buy	31.75	32.00	0.8	35.0	1.18	1.11	1.31	3.70	3.51	4.14	13.68	13.11	11.65	2.03	3.98	11.51	3,635	3,513	3,212	894	28,400	0.19
Other																							
PLANB	Buy	5.45	8.50	56.0	6.5	0.06	0.06	0.11	1.09	1.08	2.06	20.77	19.76	12.31	41.78	2.84	56.39	-1,034	-1,503	-2,030	3,516	19,163	0.13
VGI	Neutral	5.10	5.50	7.8	5.0	0.10	0.12	0.09	2.04	2.29	1.80	24.17	27.00	24.29	-4.62	-10.16	11.22	-187	-66	-52	6,864	35,008	0.23
Petrochemicals & Chemicals			-						2.94 3.24 3.34			7.98 8.22 7.62			53.02 1.99 10.95			102,594 143,004 129,345			443,979	2.97	
IVL	U/R *	32.75	U/R		36.1	0.48	0.79	0.67	1.47	2.42	2.05	10.51	8.99	8.91	32.81	31.14	9.61	50,978	91,111	91,438	4,814	157,667	1.05
PTTGC	U/R *	63.50	U/R		70.1	2.80	2.58	2.94	4.41	4.07	4.62	5.45	7.45	6.33	73.24	-27.17	12.30	51,616	51,893	37,907	4,509	286,312	1.91
Property Development			24.6						4.71 4.40 4.81			11.26 11.31 10.26			4.65 21.83 14.69			186,787 229,057 234,481			374,057	2.50	
Industrial Estate																							
AMATA	Buy	11.20	21.00	87.5	15.3	0.46	0.37	0.55	4.11	3.30	4.87	8.08	7.91	5.83	-44.26	11.08	35.28	3,349	4,673	4,629	1,067	11,950	0.08
AMATAV	Buy	6.60	10.50	59.1	10.5	0.16	0.17	0.18	2.38	2.52	2.77	14.49	12.92	7.30	15.21	162.10	80.08	-899	4,111	4,285	935	6,171	0.04
ROJNA	U/R *	4.54	U/R	-		0.13	0.00	0.00	2.89	0.00	0.00	18.43	18.43	18.43	-19.50	0.00	0.00	15,306	15,306	15,306	2,020	9,173	0.06
TICON	Neutral	15.90	13.00	(18.2)	13.9	0.50	0.57	0.63	3.14	3.61	3.96	19.50	17.92	16.79	12.98	8.68	9.33	20,172	20,129	21,036	1,099	17,476	0.12
WHA	U/R *	3.00	U/R	-	3.9	0.00	0.06	0.08	0.00	2.03	2.60	4.63	6.99	6.54	59.69	89.24	4.60	12,426	35,504	34,759	14,322	42,967	0.29

Company	Rec.	Price (Bt)	Target Price	% Up/(Down)	12-mth BB-CON	DPS (Bt)			Dividend Yield (%)			EV/EBITDA (x)			EBITDA Growth (%)			Net Debt (Btm)			Shares (m Shrs.)	Mkt. Cap. (Btm)	%Mkt.Cap / SET
						15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F	15A	16F	17F			
Residential																							
AP	Buy	6.85	8.50	24.1	8.7	0.25	0.32	0.38	3.65	4.73	5.50	10.19	9.05	7.43	-3.29	11.07	17.69	14,258	13,791	12,575	3,146	21,549	0.14
LH	Buy	9.25	13.00	40.5	11.2	0.65	0.65	0.76	7.03	6.99	8.21	14.17	14.11	12.00	-8.77	6.78	19.83	31,493	39,963	42,868	11,787	109,026	0.73
LPN	Neutral	10.60	11.50	8.5	10.6	0.90	0.81	0.55	8.49	7.62	5.15	6.30	7.01	11.19	21.51	-12.99	-31.81	4,367	3,729	5,449	1,476	15,642	0.10
PSH	Buy	22.40	22.00	(1.8)	27.1	1.75	1.35	1.41	7.81	6.02	6.28	6.68	8.78	8.63	11.24	-21.45	6.74	18,339	21,601	25,006	2,186	48,963	0.33
QH	Buy	2.60	3.80	46.2	3.0	0.14	0.12	0.15	5.38	4.75	5.75	12.49	13.53	12.21	-6.85	-5.24	10.76	22,362	23,678	23,682	10,714	27,857	0.19
SIRI	Buy	1.63	2.10	28.8	1.7	0.12	0.10	0.11	7.36	6.31	6.81	10.20	10.01	9.06	16.84	-1.84	5.96	26,224	24,425	22,450	14,286	23,285	0.16
SPALI	Buy	23.30	30.00	28.8	27.2	1.00	1.14	1.35	4.29	4.91	5.79	9.95	9.09	7.75	1.04	14.52	17.82	19,390	22,148	22,436	1,717	39,996	0.27
Property Fund									5.98	6.30	6.57										93,072	0.62	
Commercial																							
CPNRF	U/R *	19.70	U/R	-	22.9	1.22	1.25	1.35	6.17	6.34	6.85	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	2,212	43,586	0.29
LHSC	U/R *	13.90	U/R	-		0.74	0.76	0.78	5.34	5.47	5.59	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	488	6,784	0.05
Industrial																							
TFUND	U/R *	10.00	U/R	-	9.2	0.65	0.70	0.72	6.45	7.04	7.20	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	1,150	11,495	0.08
TLOGIS	U/R *	10.20	U/R	-	10.5	0.79	0.93	1.01	7.75	9.07	9.95	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	414	4,221	0.03
WHAPF	U/R *	10.60	U/R	-	11.3	0.73	0.70	0.71	6.89	6.64	6.72	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	939	9,954	0.07
Office																							
QHPF	U/R *	11.70	U/R	-		0.31	0.32	0.31	2.65	2.72	2.64	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	797	9,325	0.06
POPF	U/R *	16.00	U/R	-		1.06	1.10	1.12	6.62	6.85	7.03	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	482	7,706	0.05
Tourism & Leisure						26.2	0.97 1.26 1.50			12.94	11.54	10.68	38.92	14.68	8.17	15,766	17,388	16,465	63,167			0.42	
CENTEL	Buy	38.50	47.00	22.1	45.6	0.40	0.56	0.66	1.04	1.46	1.71	12.69	11.79	10.59	16.37	9.68	8.78	8,175	9,349	7,934	1,350	51,975	0.35
ERW	Buy	4.48	6.50	45.1	5.9	0.04	0.05	0.06	0.89	1.06	1.29	13.19	11.28	10.76	61.47	19.69	7.55	7,591	8,040	8,532	2,498	11,192	0.07
Transportation & Logistics						8.0	2.05 2.26 1.90			13.00	18.86	14.49	162.65	23.41	59.03	136,093	125,252	122,649	754,545			5.04	
Aviation																							
AAV	Buy	6.25	9.00	44.0	7.6	0.10	0.12	0.13	1.60	1.99	2.13	9.44	5.68	5.03	191.73	67.95	9.73	6,446	6,845	5,758	4,850	30,313	0.20
AOT	Neutral	397.00	420.00	5.8	436.4	6.54	5.48	6.36	1.65	1.38	1.60	19.57	16.76	15.17	24.78	14.07	12.59	-16,060	-29,034	-18,574	1,429	567,142	3.79
NOK	Buy	7.40	9.50	28.4	7.4	0.00	0.00	0.21	0.00	0.00	2.79	-0.98	26.25	6.80	n.m.	n.m.	264.45	-4,010	-1,992	-2,139	625	4,625	0.03
THAI	Sell	23.10	15.50	(32.9)	20.4	0.00	0.00	0.33	0.00	0.00	1.45	11.22	7.86	6.74	436.37	33.05	7.53	160,911	146,543	131,140	2,183	50,422	0.34
Mass Transit																							
BTS	Buy	8.55	11.00	28.7	10.1	0.60	0.68	0.13	7.02	7.91	1.52	25.73	37.76	38.73	-2.28	-21.45	0.86	-11,194	2,890	6,465	11,935	102,043	0.68
Infrastructure Fund																							
DIF	U/R *	14.20	U/R	-	16.2	0.90	1.00	1.01	6.32	7.03	7.12										5,808	82,474	0.55
SCBS Coverage		1521.25	17.2					3.3%	3.2%	3.4%	12.64	12.64	11.60	18.01	2.21	9.16	1,634,792	1,858,377	1,868,338	9,394,589		62.80	

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 – สาขารัษฎาธิปไตย

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

กรุงเทพฯ – สาขาสันธร

130-132 อาคารสันธร ทาวเวอร์ 1 ชั้น G ถนนวิภาวดี แขวงจตุจักร 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 – สาขาเซ็นทรัลพลาซ่า 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 แขวงอรุณอมรินทร์ เขตบางกอกน้อย
กรุงเทพฯ 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 – สาขาคณะแพทยศาสตร์เชียงใหม่

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

หาดใหญ่ – สาขาก่อนราษฎร์ยินดี (หาดใหญ่)

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