

แนวโน้มตลาดหุ้นไทยไตรมาส 2/60



SCBS Market Strategy Reports



2559



2558



2557



ดูข้อมูลลงวนสิทธิ์และปฏิเสธความรับผิดชอบสำหรับบทวิเคราะห์
ในส่วนท้ายของรายงานฉบับนี้

Research Group

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

เลขานุการ

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

วิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐาน

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

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

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

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

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

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

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

บริการรับเหมาก่อสร้าง
ชานันท์ธม พิชายาณูปัท
chananthom.pichayapanupat@scb.co.th, (662) 949-1016

กลยุทธ์การลงทุน

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

กลยุทธ์การลงทุน
พรินท ฐูปันธ์
pornthep.jubandhu@scb.co.th, (662) 949-1015

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

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

วิเคราะห์ด้านสารอุปพันธ์
บันนิตี กองคะจันทร์
banyart.kongkachan@scb.co.th, (662) 949-1088

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

Research Support

ฐานข้อมูล
สุรีย์พร ธารินจงสุข
sureeporn.choenchongsuk@scb.co.th, (662) 949-1025

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

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

แปลและเรียบเรียง
ปองกนิฐ โพธิ์เจริญ
pongkanit.paochoen@scb.co.th, (662) 949-1027

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

สารบัญ

โลกดัมโบ	1
----------	---

Top Picks

บมจ. ดี เอราวัณ กรุ๊ป (ERW)	29
บมจ. จีเอฟพีที (GFPT)	33
บมจ. ฮานา โมโครอิเล็กทรอนิกส์ (HANA)	37
บมจ. เคซีอี อิเล็กทรอนิกส์ (KCE)	41
บมจ. ไมเนอร์ อินเทอร์เน็ตชั้นเนล (MINT)	45
บมจ. ไทยยูเนียน กรุ๊ป (TU)	49

กลุ่มอุตสาหกรรม

ยานยนต์	53
การบิน	55
ธนาคาร	57
พาณิชย์	59
วัสดุก่อสร้าง	61
บริการรับเหมาก่อสร้าง	63
ชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์	65
พลังงาน	67
เงินทุน	69
อาหาร	71
การแพทย์	73
นิคมอุตสาหกรรม	75
ประกัน	77
สื่อ	79
โรงไฟฟ้า	81
พัฒนาโครงการที่อยู่อาศัย	83
หลักทรัพย์	85
สื่อสาร	87
ท่องเที่ยว	89
SCBS Stock Universe	91

This page is left blank intentionally



โลกดีมีเอ

อิสระ อรดีดลเชษฐ์

นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

isara.ordeedolchest@scb.co.th

0-2949-1009

พรสินธุ์ บุณย์

นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

pornthep.jubandhu@scb.co.th

0-2949-1015

วรฤทธิ จิระชน

นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

varorith.chirachon@scb.co.th

0-2949-1014

เหื่อนมาส บุญงอก

ผู้ช่วยนักวิเคราะห์

mueanmas.boonngork@scb.co.th

0-2949-1018

ในขณะที่เศรษฐกิจไทยยังฟื้นตัวอย่างต่อเนื่อง แต่เศรษฐกิจของประเทศมหาอำนาจดูเหมือนจะเติบโตในอัตราที่เร็วขึ้นในระยะหลังนี้ แนวโน้มเช่นนี้ส่งสัญญาณว่าการส่งออกของประเทศไทยจะฟื้นตัวอย่างเห็นได้ชัดจนมากขึ้น ซึ่งเมื่อรวมกับการคาดการณ์ว่าเงินบาทจะอ่อนค่าลงในอนาคต จะสนับสนุนให้นักลงทุนหันมาให้ความสนใจกับประเด็นที่เกี่ยวข้องกับอุปสงค์จากต่างประเทศ แนวโน้มเช่นนี้จะส่งผลทำให้หุ้นที่มีความอ่อนไหวต่อวัฏจักรเศรษฐกิจโลกและอัตราแลกเปลี่ยนดูน่าสนใจ ด้วยเหตุนี้ เราจึงเลือก ERW GFPT HANA KCE MINT และ TU เป็น top picks ในไตรมาส 2/60

อุปสงค์จากต่างประเทศมีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้น เศรษฐกิจของประเทศหลักๆ เริ่มขยายตัวในทิศทางสอดคล้องกันเพื่อมุ่งสู่การเติบโตที่แข็งแกร่ง ซึ่งหมายความว่าคาดการณ์ว่าเฟดจะดำเนินนโยบายการเงินเพื่อกลับสู่ภาวะปกติจะไม่เป็นสาเหตุทำให้เกิดปัญหาการเคลื่อนย้ายเงินทุนจำนวนมาก ไม่เม้นต์การเติบโตของเศรษฐกิจที่แข็งแกร่งมากขึ้นในกลุ่มประเทศ G4 จะส่งผลดีต่อประเทศอื่นๆ ที่เหลือผ่านการการค้าระหว่างประเทศที่แข็งแกร่งมากขึ้น ซึ่งอันที่จริงก็เริ่มปรากฏให้เห็นแล้ว เพราะดัชนีคำสั่งซื้อใหม่ในกลุ่มประเทศ G4 ปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างแข็งแกร่ง และเราเชื่อว่าการส่งออกของไทยก็จะสามารถฟื้นตัวต่อเนื่องไปตามการเร่งตัวของการค้าโลก

เงินบาทจะอ่อนค่าลงในอนาคต ภายหลังการประชุมคณะกรรมการกำหนดนโยบายการเงิน (FOMC) ของธนาคารกลางสหรัฐ เมื่อวันที่ 15 มีนาคม การอ่อนค่าของดอลลาร์สหรัฐส่งผลทำให้เงินบาทแข็งค่าขึ้นอย่างรวดเร็วจากระดับ 35.30 บาท/ดอลลาร์สหรัฐ สู่ระดับ 34.50-34.60 บาท/ดอลลาร์สหรัฐในปัจจุบัน เราไม่คิดว่าสถานการณ์เช่นนี้จะเกิดขึ้นนานนัก เนื่องจากเราคาดว่าค่าของดอลลาร์สหรัฐจะชะลอตัวลงในระยะต่อไป ซึ่งจะส่งผลให้ค่าเงินบาทจะกลับมาอ่อนค่าอีกครั้ง อีกทั้งการที่สถานะเกินดุลการค้าของประเทศไทยที่คาดว่าจะปรับลดลงตามทิศทางการนำเข้าที่เร่งตัวขึ้นตามการฟื้นตัวของภาคการบริโภคและการลงทุนในประเทศจะเป็นตัวเร่งให้ค่าเงินบาทอ่อนค่าเร็วขึ้น

ปัจจัยกดดันไม่น่าเป็นห่วง มีปัจจัยกดดันในอนาคตอยู่ 2-3 เรื่อง คือ การเลือกตั้งทั่วไปในฝรั่งเศส นโยบายเศรษฐกิจของทรัมป์ และการตัดสินใจขยายระยะเวลาปรับลดกำลังการผลิตของโอเปก อย่างไรก็ตาม เราเชื่อว่าปัจจัยเหล่านี้จะสามารถบริหารจัดการได้ ที่สำคัญคือการปรับตัว underperform ตั้งแต่ต้นปี 2560 ของ SET น่าจะช่วยป้องกันความเสี่ยงขาดให้กับ SET ในกรณีที่เกิดความผันผวนในตลาดในอนาคต

หุ้น top picks ประจำไตรมาส 2/60 เมื่ออิงกับประเด็นการส่งออกฟื้นตัวและแนวโน้มเงินบาทอ่อนค่า เราจึงเลือกหุ้นที่จะได้รับอานิสงส์จากการฟื้นตัวของการค้าโลก คือ ERW GFPT HANA KCE MINT และ TU

- **ERW:** กำไรของ ERW จะเติบโต 19% YoY ในปี 2560 โดยได้รับปัจจัยกระตุ้นจาก ARR ที่เพิ่มขึ้นเพราะอัตราการเข้าพักสูง ราคาหุ้น ERW ปรับตัว underperform ตลาดอยู่ 7% ในช่วง 6 เดือนที่ผ่านมา
- **GFPT:** GFPT จะได้ประโยชน์จากราคาไก่ที่สูงขึ้น และต้นทุนอาหารสัตว์ที่ลดลงตั้งแต่ต้นปี 2560 การระบาดของโรคไข้หวัดนกและปัญหาคูณภาพในประเทศอื่นๆ ถือเป็นข่าวดีสำหรับผู้ส่งออกไก่ไทย
- **HANA:** ธุรกิจเซมิคอนดักเตอร์อยู่ในวัฏจักรขาขึ้น ความต้องการเซ็นเซอร์ยานยนต์และสมาร์ตโฟนจะกลายเป็นปัจจัยกระตุ้นการเติบโตของ HANA กำไรจะฟื้นตัวกลับมาเติบโต 35% ในปี 2560
- **KCE:** หลังจากกำไรชะลอตัวลงในไตรมาส 4/59-ไตรมาส 1/60 กำไรจะกลับมาเติบโตตั้งแต่ไตรมาส 2/60 สู่ระดับที่มีอัตราการเติบโตตลอดทั้งปี 2560 ที่ 22% YoY โดยได้รับปัจจัยหนุนจากความต้องการชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์สำหรับยานยนต์จำนวนมากและการขยายกำลังการผลิต แม้ต้นทุนวัตถุดิบสูงขึ้น
- **MINT:** คาดกำไรฟื้นตัว +22% YoY ในปี 2560 โดยได้รับปัจจัยหนุนจากการฟื้นตัวในธุรกิจที่พิกอาศัย ราคาหุ้น MINT ปรับตัว underperform ตลาดอยู่ 11% ในช่วง 6 เดือนที่ผ่านมา และซื้อขายที่ valuation น่าสนใจ
- **TU:** คาดกำไรเติบโตอย่างแข็งแกร่ง +20% YoY ในปี 2560 โดยได้รับแรงหนุนจากการปรับราคาผลิตภัณฑ์ทูน่าและแซลมอนได้ดีขึ้น การอ่อนค่าของเงินบาทจะส่งผลดีต่อกำไร ราคาหุ้น laggard ที่สุดในกลุ่มอาหาร

Top picks ไตรมาส 2/60 – Valuation Summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					16A	17F	18F	16A	17F	18F	16A	17F	18F	16A	17F	18F	16A	17F	18F	16A	17F	18F
ERW	Buy	4.50	6.5	45.7	32.2	27.1	23.9	77	19	13	2.2	2.1	2.0	7	8	8	1.3	1.3	1.5	11.8	11.3	11.2
GFPT	Buy	18.00	22.0	24.1	14.2	11.9	11.0	34	19	8	2.1	1.8	1.6	16	16	16	1.7	1.9	2.1	9.7	8.3	7.9
HANA	Buy	45.75	51.0	15.8	18.2	13.5	11.9	(13)	35	13	1.8	1.7	1.6	10	13	14	4.4	4.4	4.8	8.1	6.8	5.6
KCE	Buy	104.50	132.0	28.6	20.9	17.1	14.4	31	22	19	6.1	5.0	4.1	32	32	31	2.1	2.3	2.6	16.0	13.6	11.4
MINT	Buy	36.25	42.0	17.1	34.8	28.4	25.2	(1)	22	13	3.9	3.6	3.3	12	13	14	1.0	1.2	1.4	19.1	16.7	15.1
TU	Buy	21.20	26.0	25.7	19.6	16.4	14.1	(14)	20	16	2.1	2.0	1.9	11	13	14	3.0	3.1	3.5	15.1	13.0	11.6
Average					23.3	19.1	16.8	19	23	14	3.1	2.7	2.4	15	16	16	2.2	2.4	2.6	13.3	11.6	10.5

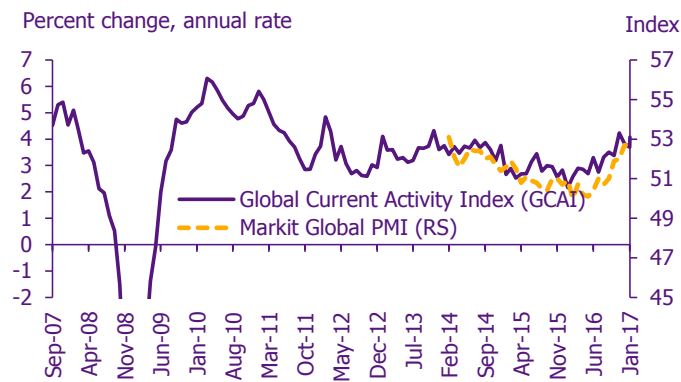
Source: SCBS Investment Research

ภาพรวมเศรษฐกิจโลก

เศรษฐกิจโลกกลับมา
เติบโตอย่างแข็งแกร่งมาก
ขึ้น...

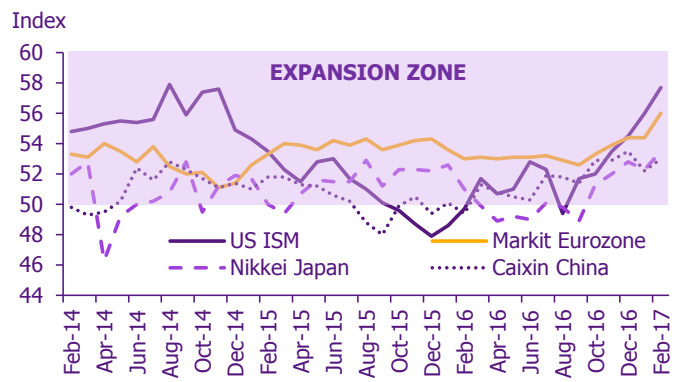
เศรษฐกิจโลกที่เติบโตอย่างแข็งแกร่งมากขึ้นและอัตราเงินเฟ้อที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นเป็นปัจจัยสำคัญที่ทำให้เรามอง
แนวโน้มตลาดเชิงบวกย้อนกลับไปเมื่อปลายปี 2559 และตั้งแต่นั้นมาตัวเลขเศรษฐกิจ (ทั้ง Markit Global PMI
และ GCAI) ก็บ่งชี้ถึงเศรษฐกิจที่เติบโตอย่างแข็งแกร่งมากขึ้นอย่างต่อเนื่องดังแสดงใน Figure 1 ในขณะที่เรา
ค่อนข้างพอใจกับพัฒนาการทางเศรษฐกิจในสหรัฐฯ และญี่ปุ่นในตอนนั้น แต่แนวโน้มสำหรับยูโรโซนค่อนข้าง
สั่นคลอน โดยมีสาเหตุหลักมาจากปัจจัยเสี่ยงทางการเมือง อย่างไรก็ตาม โมเมนตัมทางเศรษฐกิจโดยรวมภายใน
ตลาดที่พัฒนาแล้ว (DM) ดูเหมือนจะแข็งแกร่งมากกว่าที่คาดการณ์ก่อนหน้านี้อย่างมาก Figure 2 แสดงให้เห็นว่า
วัฏจักรธุรกิจของสหรัฐฯ ยุโรป และญี่ปุ่น ขยายตัวในอัตราที่ต่อเนื่อง เนื่องจากดัชนี PMI ของประเทศ
เหล่านี้ปรับตัวเพิ่มขึ้นสูงกว่าระดับ 50 ในส่วนของคาดการณ์เศรษฐกิจ กองทุนการเงินระหว่างประเทศ (IMF)
ยังคงคาดการณ์อัตราการขยายตัวของเศรษฐกิจโลกในปี 2560 ไว้ที่ 3.4% ในรายงานคาดการณ์แนวโน้ม
เศรษฐกิจโลกฉบับล่าสุด (มกราคม 2560) การปรับเพิ่มคาดการณ์หลักๆ เกิดขึ้นที่สหราชอาณาจักรที่ 0.4% และ
จีนที่ 0.3% ในขณะที่อินเดียและเม็กซิโกถูกปรับลดคาดการณ์อัตราการขยายตัวของเศรษฐกิจลงมากถึง -0.4%
และ -0.6% ตามลำดับ (Figure 5)

Figure 1: ทั้ง Markit และ GCAI* บ่งชี้ถึงเศรษฐกิจโลกที่เติบโตอย่าง
แข็งแกร่งมากขึ้น...



Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

Figure 2: ...โดยได้รับปัจจัยหนุนจากการเติบโตอย่างสมดุลมากขึ้นของ
เศรษฐกิจหลักๆ

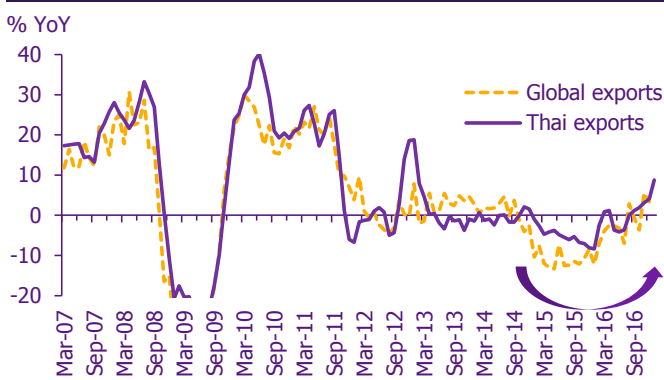


Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

...ควบคู่ไปกับการส่งออก
โลกที่แข็งแกร่งมากขึ้น

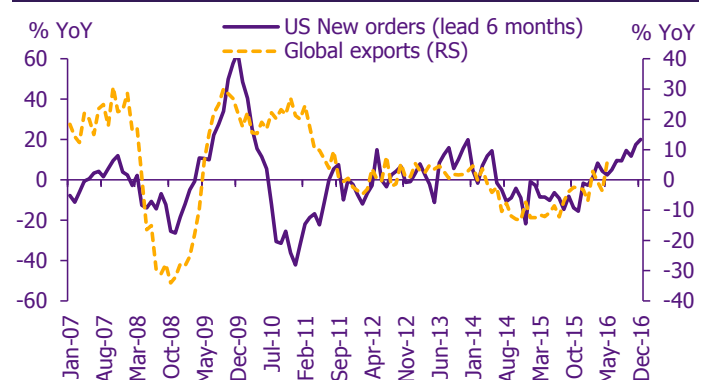
ทั้งนี้เป็นเรื่องที่น่าสนใจที่พบว่าวัฏจักรธุรกิจทั่วโลกที่แข็งแกร่งมากขึ้นเริ่มกระตุ้นให้การค้าระหว่าง
ประเทศปรับตัวเพิ่มขึ้น ข้อมูลล่าสุดจากองค์การการค้าโลก (WTO) แสดงให้เห็นอย่างชัดเจนว่าการส่งออกทั่ว
โลกเร่งตัวขึ้น (Figure 3) ยอดส่งออกสินค้าของประเทศไทยเริ่มได้รับประโยชน์จากการค้าระหว่างประเทศที่เพิ่ม
สูงขึ้น สำหรับแนวโน้มระยะกลาง ข้อมูลคำสั่งซื้อใหม่จากกลุ่มประเทศ G3 (สหรัฐฯ, ยุโรป และญี่ปุ่น) บ่งชี้ถึง
แนวโน้มที่เป็นบวกมากขึ้นในระยะ 3-6 เดือนข้างหน้า

Figure 3: การส่งออกทั่วโลกเร่งตัวขึ้น...



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

Figure 4:ด้วยแนวโน้มที่สดใสอย่างมาก



Source: Bloomberg, CEIC, SCBS Investment Research

Figure 5: ประมาณการ GDP โลก

	Year over Year			
	Estimates 2015	2016	Projections 2017	2018
World Output	3.2	3.1	3.4	3.6
Advanced Economies	2.1	1.6	1.9	2
United States	2.6	1.6	2.3	2.5
Euro Area	2	1.7	1.6	1.6
Germany	1.5	1.7	1.5	1.5
France	1.3	1.3	1.3	1.6
Italy	0.7	0.9	0.7	0.8
Spain	3.2	3.2	2.3	2.1
Japan 3/	1.2	0.9	0.8	0.5
United Kingdom	2.2	2	1.5	1.4
Canada	0.9	1.3	1.9	2
Other Advanced Economies 4/	2	1.9	2.2	2.4
Emerging Market and Developing Economies	4.1	4.1	4.5	4.8
Commonwealth of Independent States	-2.8	-0.1	1.5	1.8
Russia	-3.7	-0.6	1.1	1.2
Excluding Russia	-0.5	1.1	2.5	3.3
Emerging and Developing Asia	6.7	6.3	6.4	6.3
China	6.9	6.7	6.5	6
India 5/	7.6	6.6	7.2	7.7
ASEAN-5 6/	4.8	4.8	4.9	5.2
Emerging and Developing Europe	3.7	2.9	3.1	3.2
Latin America and the Caribbean	0.1	-0.7	1.2	2.1
Brazil	-3.8	-3.5	0.2	1.5
Mexico	2.6	2.2	1.7	2
Middle East, North Africa, Afghanistan, and Pakistan	2.5	3.8	3.1	3.5
Saudi Arabia 7/	4.1	1.4	0.4	2.3
Sub-Saharan Africa	3.4	1.6	2.8	3.7
Nigeria	2.7	-1.5	0.8	2.3
South Africa	1.3	0.3	0.8	1.6
<i>Memorandum</i>				
Low-Income Developing Countries	4.6	3.7	4.7	5.4
World Growth Based on Market Exchange Rates	2.6	2.4	2.8	3
World Trade Volume (goods and services)8/	2.7	1.9	3.8	4.1
Advanced Economies	4	2	3.6	3.8
Emerging Market and Developing Economies	0.3	1.9	4	4.7
Commodity Prices (U.S. dollars)				
Oil 9/	-47	-16	19.9	3.6
Nonfuel (average based on world commodity export weights)	-17	-2.7	2.1	-0.9
Consumer Prices				
Advanced Economies	0.3	0.7	1.7	1.9
Emerging Market and Developing Economies 10/	4.7	4.5	4.5	4.4
London Interbank Offered Rate (percent)				
On U.S. Dollar Deposits (six month)	0.5	1	1.7	2.8
On Euro Deposits (three month)	0	-0.3	-0.3	-0.2
On Japanese Yen Deposits (six month)	0.1	0	0	0

Source: IMF World Economic Outlook (January 2017)

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

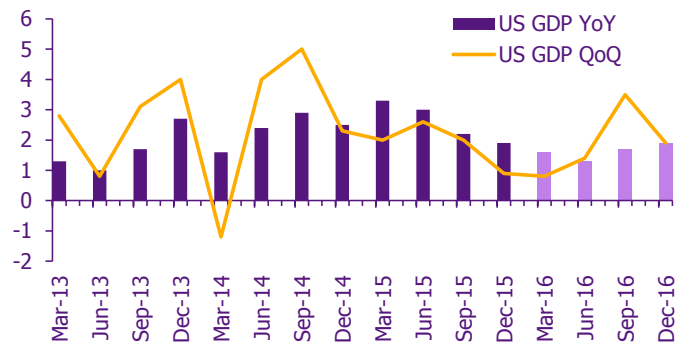
สหรัฐฯ

ยังคงมีแนวโน้มเติบโต
อย่างแข็งแกร่ง...

แม้ในไตรมาส 4/59 เศรษฐกิจสหรัฐฯ ขยายตัวเพียง 1.9% QoQ (อัตรารายปีปรับฤดูกาล) (ตลาดคาด 2.1%) แต่สหรัฐฯ สามารถรายงานอัตราการขยายตัวทางเศรษฐกิจเทียบปีต่อปีแข็งแกร่งมากที่สุดที่ 1.9% เทียบกับ 1.5% ในช่วง 9 เดือนแรกปี 59 (Figure 6) ในแง่ของแหล่งที่มาของการขยายตัวของ GDP (contribution to GDP growth) ปัจจัยเพียงอย่างเดียวที่เป็นตัวจุดประกายการเติบโตในไตรมาส 4/59 คือ การส่งออกสุทธิ เพราะดอลลาร์สหรัฐฯ (ดัชนี DXY) แข็งค่าขึ้นมา 4.2% จากไตรมาส 3/59 (Figure 7) ในทางกลับกัน องค์ประกอบภายในประเทศขยายตัวดี เนื่องจากสามารถสร้าง contribution to GDP growth เป็นบวก ปัจจัยที่แข็งแกร่งมากที่สุด คือ การใช้จ่ายอุปโภคบริโภค (+2%) ตามด้วยการลงทุนถาวร (+0.5%) ในขณะที่การใช้จ่ายภาครัฐดูค่อนข้างทรงตัว เพราะช่วยสนับสนุนให้เศรษฐกิจขยายตัวเพียง 0.6% ซึ่งน่าจะเป็นปัจจัยระยะสั้นโดยมีสาเหตุมาจากการเลือกตั้งประธานาธิบดีในเดือนพฤศจิกายนปีที่ผ่านมา

Figure 6: แม้ชะลอตัวลง QoQ แต่อัตราการขยายตัว YoY ยังแข็งแกร่ง...

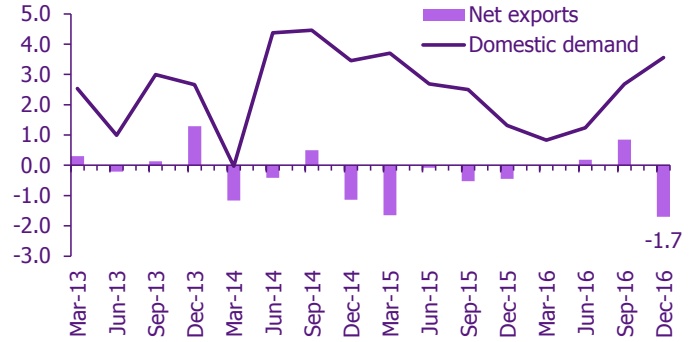
% YoY, QoQ saar



Source: CEIC, SCBS Investment Research

Figure 7: ...โดยองค์ประกอบสำคัญที่ช่วยหนุนให้เศรษฐกิจขยายตัวเกิดจากปัจจัยเกี่ยวกับอุปสงค์ภายในประเทศทั้งหมด

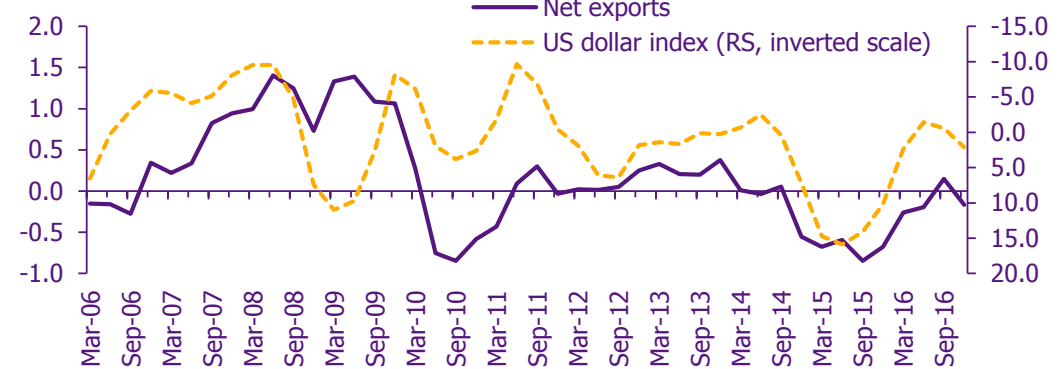
% of GDP growth



Source: CEIC, SCBS Investment Research

Figure 8: การแข็งค่าของดอลลาร์สหรัฐฯส่งผลกระทบต่อสถานะการค้าของสหรัฐฯ

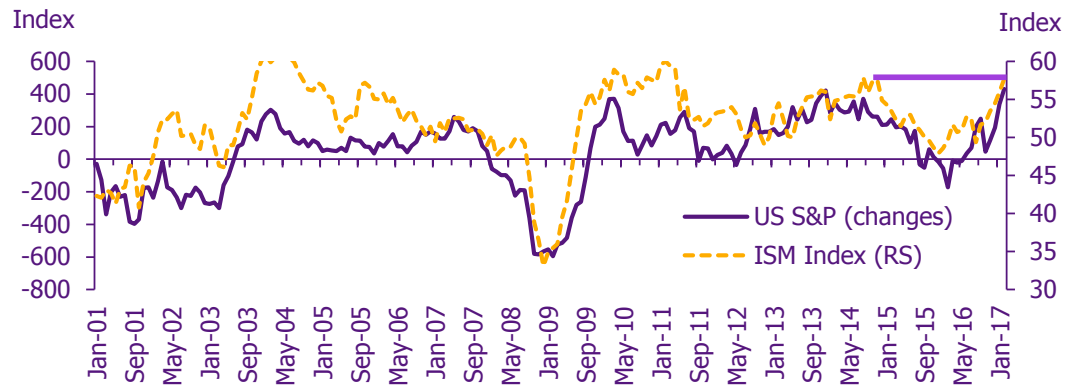
% GDP growth



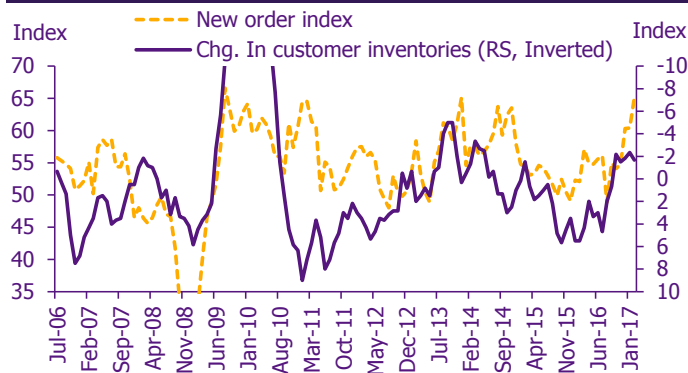
Source: CEIC, SCBS Investment Research

เครื่องชี้เศรษฐกิจส่ง
สัญญาณที่ดี...

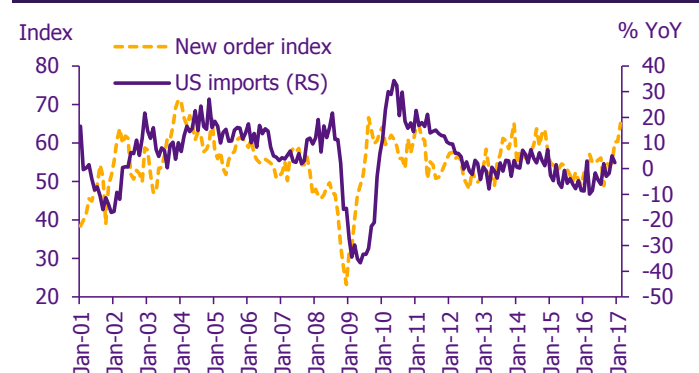
เครื่องชี้เศรษฐกิจที่เชื่อถือได้อย่างหนึ่ง คือ ดัชนี ISM ของสหรัฐฯ อยู่ในระดับที่แข็งแกร่งมากที่สุดที่ 57.7 ในเดือนกุมภาพันธ์ ซึ่งเป็นอัตราการขยายตัวเร็วที่สุดนับตั้งแต่เดือนกันยายน 2557 เมื่อดูในรายละเอียด เราพบว่าดัชนีย่อยเกือบทั้งหมดครอบคลุมตั้งแต่การผลิต, คำสั่งซื้อใหม่, คำสั่งส่งออกใหม่, และการนำเข้า อยู่ในระดับที่แข็งแกร่ง ประเด็นที่น่าสนใจอย่างหนึ่ง คือ ตัวเลขเกี่ยวกับสินค้าคงคลังของลูกค้านำเข้าปรับตัวลดลงอย่างมากในช่วง 5 เดือนที่ผ่านมา เรามองว่ามีกรณีหลักๆ 2 กรณีที่ทำให้สินค้าคงคลังลดลง กรณีแรก คือ ภาคธุรกิจมองว่าอุปสงค์จะลดลง กดดันให้ภาคธุรกิจปรับสินค้าคงคลัง อย่างไรก็ตาม เราไม่คิดว่าเหตุการณ์นี้จะเกิดขึ้นในสหรัฐฯ ในตอนนี้เมื่อพิจารณาจากโมเมนตัมทางเศรษฐกิจที่แข็งแกร่ง ความจริงแล้วเราเชื่อว่าภาคธุรกิจจะต้องเพิ่มสินค้าคงคลังเพื่อรองรับอุปสงค์ที่มีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้นภายในประเทศและต่างประเทศ ซึ่งหมายความว่าเราจะเห็นดัชนีคำสั่งซื้อใหม่รวมถึงการนำเข้าในสหรัฐฯ (Figure 10 และ 11) มีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้น

Figure 9: ความแข็งแกร่งของตลาดหุ้นสหรัฐฯ ได้รับการสนับสนุนจากวัฏจักรธุรกิจที่แข็งแกร่ง

Source: CEIC, SCBS Investment Research

Figure 10: สินค้าคงคลังในระดับที่น้อยเกินไปมีแนวโน้มที่จะกระตุ้นให้เกิดคำสั่งผลิตใหม่...

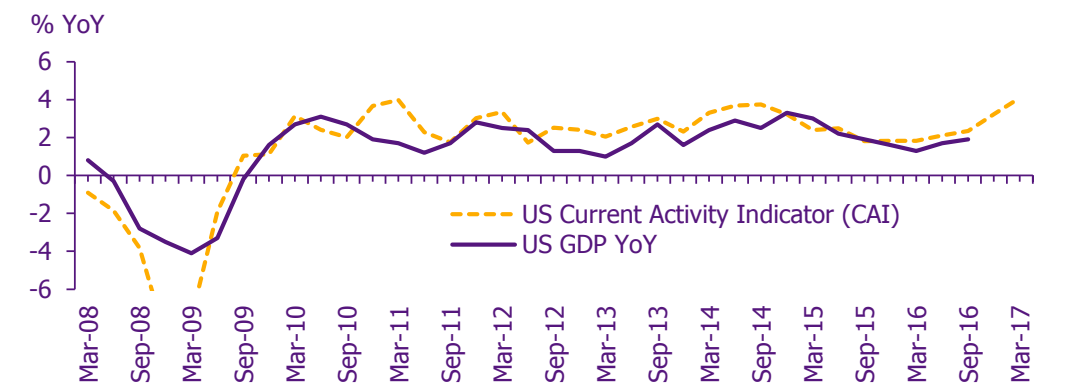
Source: CEIC, SCBS Investment Research

Figure 11: ...รวมถึงการนำเข้าในสหรัฐฯ

Source: CEIC, SCBS Investment Research

...สอดคล้องกับเครื่องชี้
กิจกรรมปัจจุบัน (US
CAI)

ทั้งนี้เพื่อเพิ่มน้ำหนักความเป็นไปได้ที่แนวโน้มเศรษฐกิจสหรัฐฯ จะเติบโตอย่างแข็งแกร่ง เราจึงรวมเอาดัชนี US Current Activity Index (US CAI) เข้ามาเป็นเครื่องชี้เศรษฐกิจอย่างหนึ่งสำหรับอัตราการขยายตัวของ GDP รายไตรมาสของสหรัฐฯ แม้มีการปรับลดคาดการณ์ GDPNow ของธนาคารกลางสหรัฐฯ (เฟด) สาขาแอตแลนตาลงอย่างมากเมื่อไม่นานนี้จาก 2.5% สู่ 1.0% แต่รายงานล่าสุดเกี่ยวกับข้อมูล US CAI และดัชนี ISM Index ยังคงบ่งชี้ว่าเศรษฐกิจจะเติบโตอย่างแข็งแกร่งมากขึ้นในไตรมาสที่กำลังจะมาถึง (Figure 12) ทั้งนี้เครื่องชี้ GDP มีแนวโน้มค่อนข้างผันผวน เนื่องจากได้รับอิทธิพลจากข้อมูลที่มีความถี่สูงจำนวนมาก โดยเฉพาะในช่วงต้นถึงกลางในแต่ละไตรมาส

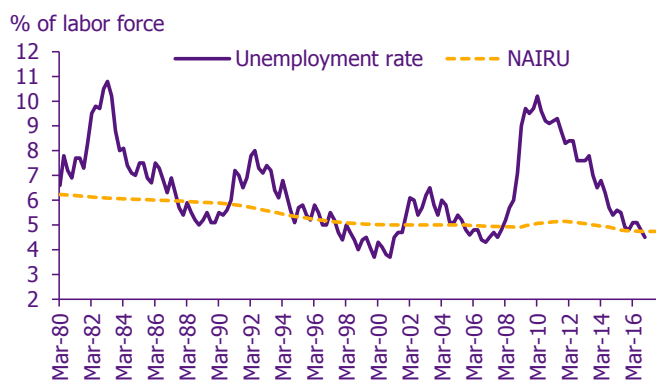
Figure 12: ข้อมูล US CAI บ่งชี้ว่า GDP จะขยายตัวเกือบ 4% ในระยะ 6 เดือนข้างหน้า

Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

เฟดบีไอแนวโน้มขึ้นอัตราดอกเบี้ยอีก แต่ระดับการปรับขึ้นยังคงมีความไม่แน่นอนสูง

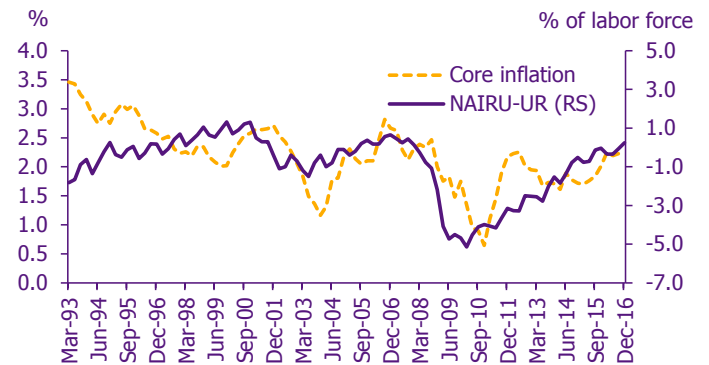
ผลที่ตามมาอย่างไม่สามารถหลีกเลี่ยงได้ของพื้นฐานเศรษฐกิจที่แข็งแกร่งมากขึ้น คือ สภาพแวดล้อมทางการเงินที่ตึงตัวมากขึ้น เฟดเลือกปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายอย่างค่อยเป็นค่อยไปนับถึงปัจจุบัน ต่างจากวัฏจักรที่ผ่านมาที่เฟดสามารถปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายอย่างต่อเนื่องจากจุดต่ำสุดไปจนถึงจุดสูงสุด ทั้งนี้เฟดขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายไปเพียง 3 ครั้ง รวม 0.75% นับตั้งแต่ปลายปี 2558 แม้ตลาดแรงงานสหรัฐปรับตัวดีขึ้นอย่างรวดเร็ว แต่อัตราเงินเฟ้อ (อัตราเงินเฟ้อพื้นฐาน) ปรับขึ้นช้าเกินไป ในขณะที่การฟื้นตัวในอัตราที่แตกต่างกันของเศรษฐกิจในแต่ละประเทศทำให้มีความเสี่ยงที่จะเกิดการเคลื่อนย้ายเงินทุนจำนวนมากซึ่งจะส่งผลกระทบต่อแนวโน้มการฟื้นตัวของเศรษฐกิจสหรัฐ อย่างไรก็ตาม ภูมิทัศน์เศรษฐกิจในปัจจุบันดูเหมือนจะเปลี่ยนแปลงไปอย่างมีนัยสำคัญ เนื่องจากเราสามารถสังเกตเห็นได้ใน Figure 13 และ 14 ว่าตลาดแรงงานสหรัฐ เข้าสู่ภาวะที่มีการจ้างงานเต็มที่แล้ว และอัตราเงินเฟ้อพื้นฐานก็ปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างเห็นได้ชัด ในเวลาเดียวกัน ความกังวลเกี่ยวกับความแตกต่างทางเศรษฐกิจของประเทศต่างๆ ทั่วโลกก็ลดน้อยลง เพราะเศรษฐกิจของประเทศอื่นๆ ที่พัฒนาแล้วและประเทศเศรษฐกิจเกิดใหม่ที่สำคัญๆ ปรับตัวดีขึ้นอย่างมาก แนวโน้มเช่นนี้ส่งสัญญาณว่าเฟดสามารถขึ้นอัตราดอกเบี้ยให้เหมาะสมกับภาวะเศรษฐกิจภายในประเทศ โดยปราศจากความกังวลเกี่ยวกับผลกระทบที่อาจเกิดขึ้นจากความผันผวนภายนอกประเทศ บทสรุปก็คือ เฟดน่าจะสามารถขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายอีกอย่างน้อย 2 ครั้งในปีนี้ ทั้งนี้เมื่อพิจารณาจากโมเมนตัมเศรษฐกิจของสหรัฐ ในปัจจุบัน รวมถึงมาตรการกระตุ้นทางการคลังที่จะเกิดขึ้น มีแนวโน้มสูงมากที่ความเสี่ยงเกี่ยวกับทิศทางอัตราดอกเบี้ยจะอยู่ในแนวโน้มขาขึ้น

Figure 13: อัตราการว่างงานของสหรัฐ ลดลงต่ำกว่าระดับ NAIRU*...



Note: *NAIRU is Non-Accelerating Inflation Rate of Unemployment
Source: CEIC, SCBS Investment Research

Figure 14: ...ซึ่งจะสร้างแรงกดดันขาขึ้นต่ออัตราดอกเบี้ยอย่างต่อเนื่อง

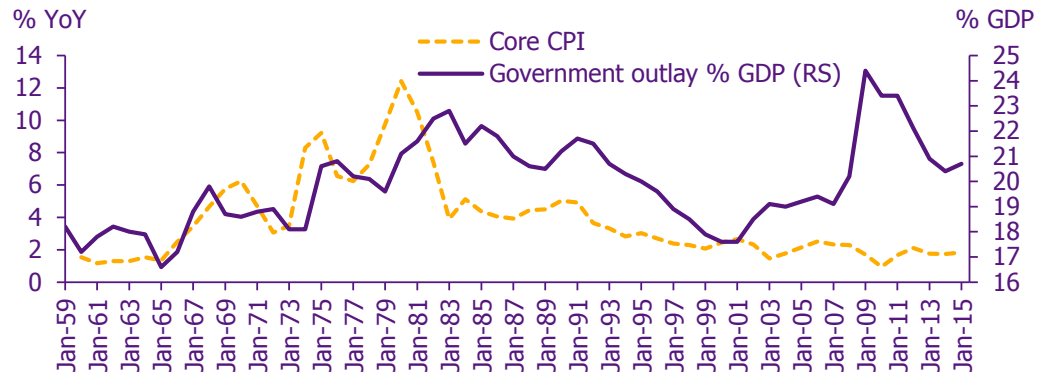


Source: CEIC, SCBS Investment Research

เพื่อไม่ให้นักลงทุนเกิดความวิตกกังวล เราคิดว่ามีโอกาสน้อยมากที่เฟดจะขึ้นอัตราดอกเบี้ยอย่างรวดเร็ว

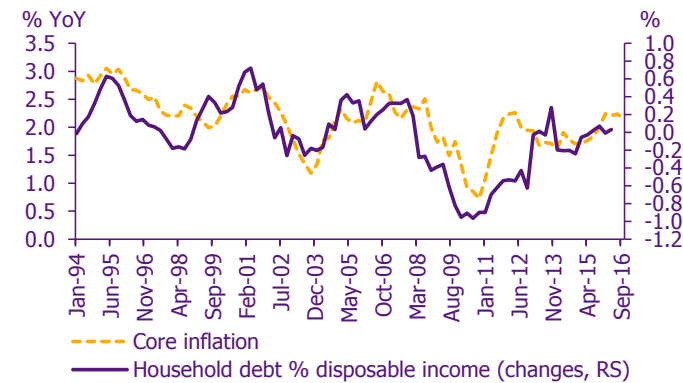
ความกังวลหลักๆ อย่างหนึ่งในหมู่นักลงทุน คือ แนวโน้มที่สหรัฐ จะดำเนินมาตรการกระตุ้นทางการคลังเชิงรุกอย่างมาก จะบีบบังคับให้เฟดต้องขึ้นอัตราดอกเบี้ยเพิ่มมากขึ้นในที่สุด ทั้งนี้นอกจากจะสร้าง sentiment เชิงลบแล้ว อัตราดอกเบี้ยที่ปรับขึ้นเร็วเกินไปยังจะไปลดทอนผลกระทบเชิงบวกของนโยบายการคลังต่อเศรษฐกิจสหรัฐ ด้วย อย่างไรก็ตาม เรามองว่านักลงทุนอาจมีความกังวลมากเกินไป เนื่องจาก Figure 15 แสดงให้เห็นว่าการผลักดันการใช้จ่ายภาครัฐ (เพียงอย่างเดียว) ไม่ได้สร้างแรงกดดันต่ออัตราเงินเฟ้อมากนักในทศวรรษที่ผ่านมา และเมื่อพิจารณาจากหนี้สินรัฐบาลในระดับปัจจุบัน โอกาสที่สภาคองเกรสจะอนุมัติมาตรการกระตุ้นทางการคลังเต็มรูปแบบดูเหมือนจะยังอยู่ค่อนข้างไกล ในทางกลับกัน เราเชื่อว่าปัจจัยที่จะช่วยกระตุ้นให้อัตราเงินเฟ้อปรับขึ้นเร็วกว่าคาด คือ การใช้จ่ายอุปโภคบริโภค (ผ่านรายได้ที่สูงขึ้น และโดยเฉพาะการกู้ยืมของผู้บริโภค) ดังแสดงใน Figure 17 แม้ข้อมูลใน Figure 17 ดูค่อนข้างน่าเป็นห่วงว่าอัตราเงินเฟ้ออาจจะปรับตัวเร่งขึ้นในเวลาใดก็ได้ แต่เราสามารถสังเกตเห็นได้ใน Figure 16 ว่าระดับสมบูรณ์ในการกู้ยืมของผู้บริโภคในสหรัฐยังอยู่ในระดับต่ำมาก ทั้งๆ ที่เศรษฐกิจฟื้นตัวดีขึ้นมาก ดังนั้นเราจึงไม่คิดว่าแรงกดดันด้านเงินเฟ้อจะเร่งตัวขึ้นอย่างคาดไม่ถึงอย่างน้อยในปีนี้

Figure 15: การใช้จ่ายของรัฐบาลสหรัฐ และอัตราเงินเฟ้อพื้นฐาน



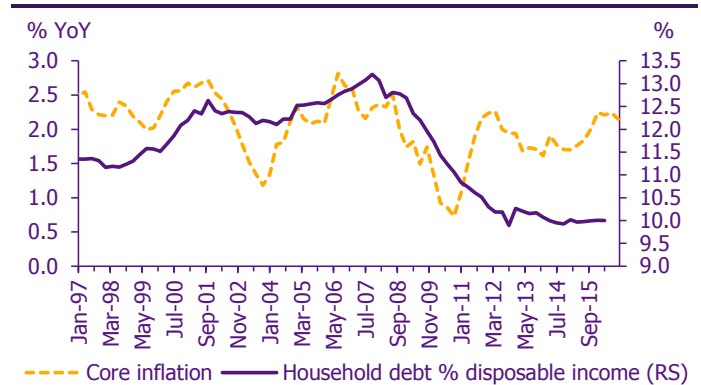
Source: CEIC, SCBS Investment Research

Figure 16: การเปลี่ยนแปลงในหนี้สินครัวเรือนดูเหมือนจะอยู่ในทิศทางเดียวกันกับอัตราเงินเฟ้อพื้นฐาน...



Source: CEIC, SCBS Investment Research

Figure 17: ...แต่ยังอยู่ในระดับต่ำมาก



Source: CEIC, SCBS Investment Research

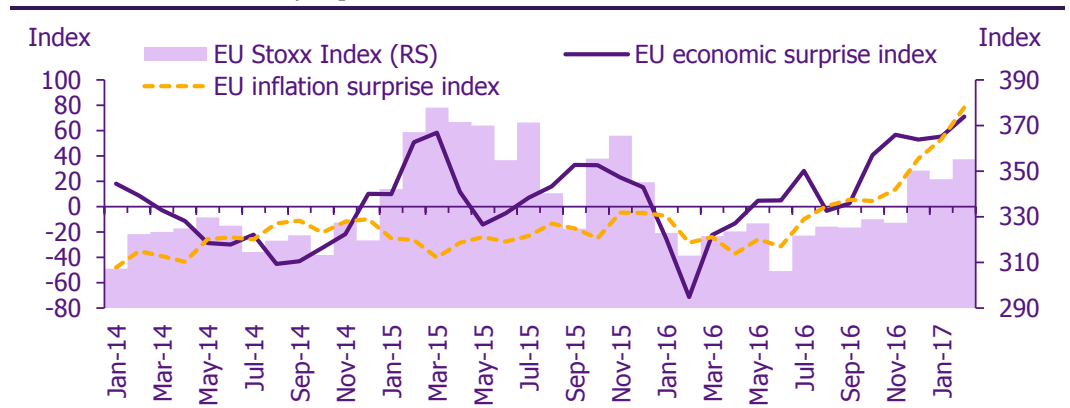
นโยบายการค้าสหรัฐ น่าจะส่งผลกระทบต่อข้างเป็นกลาง นักลงทุนต่างพูดถึงนโยบายการค้าของทรัมป์ตามที่ทรัมป์ได้ให้สัญญาไว้ในระหว่างการหาเสียง แต่นับถึงปัจจุบันมีเพียงเรื่องเดียวที่ทำได้จริง คือ การยกเลิกความตกลงหุ้นส่วนเศรษฐกิจภาคพื้นแปซิฟิก หรือ TPP ขณะที่เรื่องอื่นๆ ที่สัญญาไว้ยังคงเป็นแค่สัญญา และมีความเป็นไปได้มากขึ้นที่สหรัฐ จะเลือกใช้นโยบายที่ส่งผลกระทบต่อข้างเป็นกลางมากกว่ารุนแรง ทรัมป์เชื่อว่าสหรัฐ มีอำนาจต่อรองกับประเทศคู่ค้าสูงมาก แต่ผู้เชี่ยวชาญหลายรายมองว่าสหรัฐ ไม่ได้อยู่ในสถานะที่มีความได้เปรียบมากนัก ถ้าสหรัฐ ตัดสินใจเก็บภาษีนำเข้ากับประเทศอื่นๆ เช่น จีน ตลาดเกิดใหม่ในเอเชีย และเม็กซิโก ประเทศเหล่านี้ก็อาจจะออกมาตอบโต้ ซึ่งในที่สุดแล้วจะส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจสหรัฐ ยกตัวอย่างเช่น สินค้าส่งออกจากเม็กซิโกสู่สหรัฐ ใช้อัตราศุลกากรนำเข้า 45% จากสหรัฐ นอกจากนี้กรณีที่เกิดสงครามการค้ามีแนวโน้มที่จะส่งผลให้อัตราเงินเฟ้อในสหรัฐ เพิ่มขึ้น และอาจจะส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนเศรษฐกิจในปัจจุบัน ซึ่งเป็นสิ่งที่ทรัมป์ไม่ต้องการให้เกิดขึ้น เราเชื่อว่าข้อตกลงทางการค้าใดๆ ที่เกิดขึ้นจะเกิดจากการเจรจาตกลงกันใหม่ แทนที่จะเป็นมาตรการรุนแรง และจะใช้เวลานานกว่าจะได้ข้อสรุป

ยูโรโซน

ข้อมูลพึ่งอุปทานมากขึ้น...

แม้หนักลงทุนยังมีความกังวลอย่างต่อเนื่องเกี่ยวกับแนวโน้มทางการเมืองในยูโรโซนในปีถัดๆ ไป แต่ตัวเลขทางเศรษฐกิจที่สำคัญๆ ดูเหมือนจะปรับขึ้นได้ต่อเนื่อง Figure 18 แสดงให้เห็นว่าโมเมนตัมของทั้งเศรษฐกิจและอัตราเงินเฟ้อปรับตัวดีขึ้นมากหลังจากทำจุดต่ำสุดไปเมื่อต้นปี 2559 แนวโน้มเช่นนี้สอดคล้องกับแนวโน้มการปรับตัวเพิ่มขึ้นของดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อซึ่งเพิ่มขึ้นสู่ระดับสูงสุดในรอบ 6 ปีในเดือนกุมภาพันธ์ นำโดยการปรับตัวเพิ่มขึ้นของ 4 ประเทศใหญ่ ในขณะที่เยอรมนีและฝรั่งเศสรายงานดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อเพิ่มขึ้นสู่ระดับสูงสุดในรอบ 34 เดือน และ 69 เดือน อิตาลีและสเปนก็รายงานดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อในระดับสูงเช่นเดียวกัน โดยทำจุดสูงสุดในรอบ 18 เดือน และ 14 เดือน ข้อมูลดังกล่าวส่งสัญญาณว่าเศรษฐกิจยูโรโซนจะเติบโต 0.6% QoQ ในไตรมาสแรก (คาดการณ์ล่วงหน้า) ทั้งนี้ นอกเหนือจากการเติบโตอย่างแข็งแกร่งมากขึ้นแล้ว โมเมนตัมเศรษฐกิจ (ฝั่งอุปทาน) ก็ดูเหมือนจะปรับตัวดีขึ้นในวงกว้างมากขึ้นเมื่อพิจารณาจากตัวเลขเกี่ยวกับ 1) ผลผลิต, 2) คำสั่งซื้อใหม่ และ 3) การจ้างงาน

Figure 18: ภาพรวมนับถึงปัจจุบันดูดีกว่าที่คาดการณ์ไว้ก่อนหน้านี้

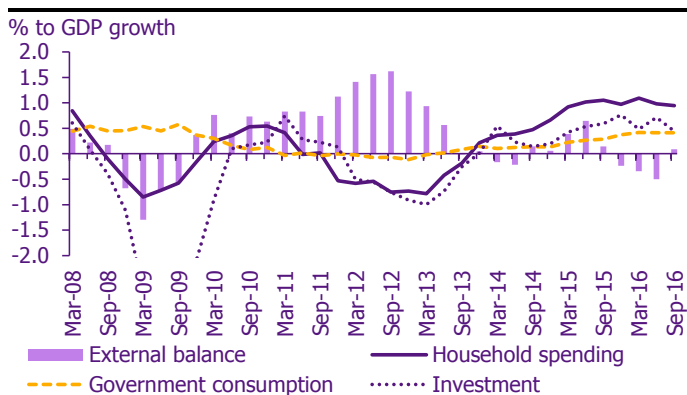


Source: CEIC, SCBS Investment Research

ฝั่งอุปสงค์มีความสมดุลมากขึ้น

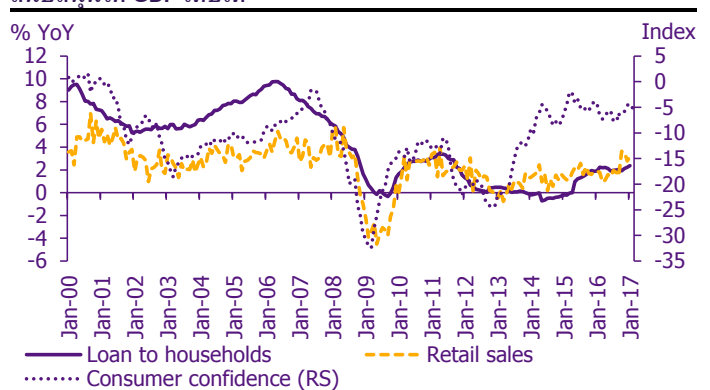
นอกเหนือจากตัวเลขฝั่งอุปทานที่แข็งแกร่งมากขึ้นแล้ว เศรษฐกิจยูโรโซนยังเติบโตอย่างสมดุลมากขึ้นเมื่อพิจารณาจากองค์ประกอบฝั่งอุปสงค์ Figure 19 แสดงให้เห็นว่า contribution to GDP growth จากองค์ประกอบภายในประเทศทั้งหมดเป็นบวก โดยการใช้จ่ายภาคครัวเรือนเป็นองค์ประกอบที่ช่วยสนับสนุนให้ GDP เติบโตมากที่สุด ความจริงแล้วแนวโน้มการอุปโภคบริโภคภายในประเทศปรับตัวขึ้นพอสมควร เนื่องจาก Figure 20 แสดงให้เห็นถึงโมเมนตัมที่เพิ่มสูงขึ้นของการปล่อยสินเชื่อให้แก่ภาคครัวเรือนและความเชื่อมั่นผู้บริโภค ส่งผลทำให้ความต้องการใช้จ่ายปรับตัวเพิ่มขึ้น ในขณะเดียวกัน สภาพแวดล้อมการค้าโลกที่ปรับตัวดีขึ้นในระยะหลังนี้ และการอ่อนค่าของเงินยูโรเปิดโอกาสให้การส่งออกสุทธิส่งผลบวกเล็กน้อยต่ออัตราการเติบโตของ GDP เป็นครั้งแรกนับตั้งแต่ไตรมาส 3/58 (Figure 21)

Figure 19: องค์ประกอบ GDP สมดุลมากขึ้น

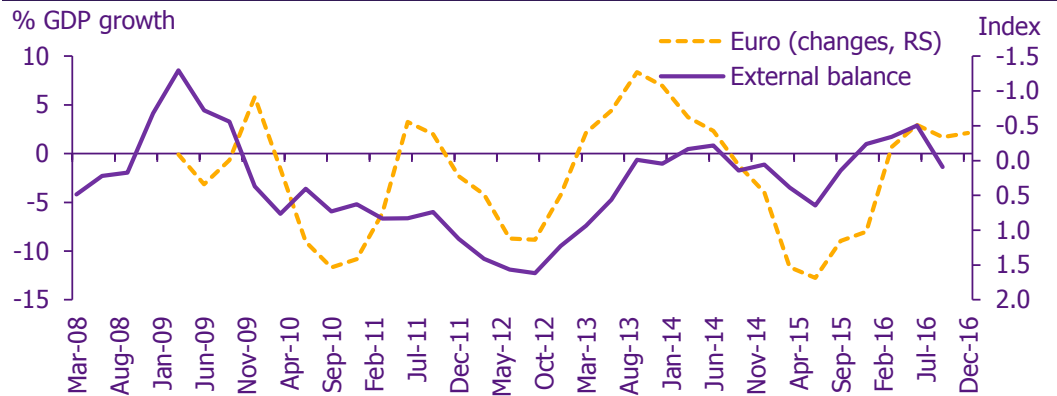


Source: CEIC, SCBS Investment Research

Figure 20: การใช้จ่ายภาคครัวเรือนเป็นองค์ประกอบหลักที่ช่วยสนับสนุนให้ GDP เติบโต



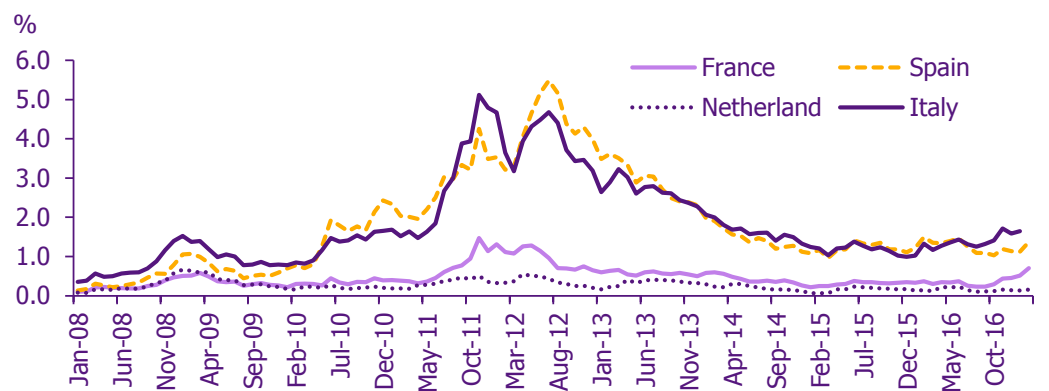
Source: CEIC, SCBS Investment Research

Figure 21: การปล่อยสินเชื่อให้แก่ภาคครัวเรือนเพิ่มมากขึ้นเป็นสัญญาณที่ดีสำหรับอุปสงค์ในประเทศ

Source: CEIC, SCBS Investment Research

ส่วนต่างอัตราดอกเบี้ย
พันธบัตร (เทียบกับ
พันธบัตรเยอรมัน) ให้นึก
ว่านักลงทุนมีความกังวล
เพิ่มมากขึ้น

แม้ไม่เมินต์การเติบโตของเศรษฐกิจอยู่ในระดับที่น่าพอใจ แต่นักลงทุนดูเหมือนจะตระหนักถึงภาวะความเสี่ยงที่เพิ่มสูงขึ้น ดังเห็นได้จากส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยพันธบัตร (เทียบกับพันธบัตรรัฐบาลเยอรมัน) ที่สูงขึ้นในฝรั่งเศส, สเปน, และอิตาลี เรามองว่าการคาดการณ์ถึงความผันผวนทางการเมืองเป็นเหตุผลสำคัญที่ทำให้ส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยพันธบัตรกว้างขึ้น เนื่องจากมีเสียงสนับสนุนพรรคที่ต่อต้าน EU ในอิตาลีและฝรั่งเศสเพิ่มมากขึ้น แม้ส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยพันธบัตรยังไม่ได้เพิ่มขึ้นถึงระดับที่น่าเป็นห่วงในปัจจุบัน แต่เราก็แนะนำให้นักลงทุนจับตาพัฒนาการเกี่ยวกับเรื่องนี้อย่างใกล้ชิด

Figure 22: ตลาดตราสารหนี้ส่งสัญญาณความเสี่ยงสูงขึ้น แต่ยังสามารถบริหารจัดการได้

Source: CEIC, SCBS Investment Research

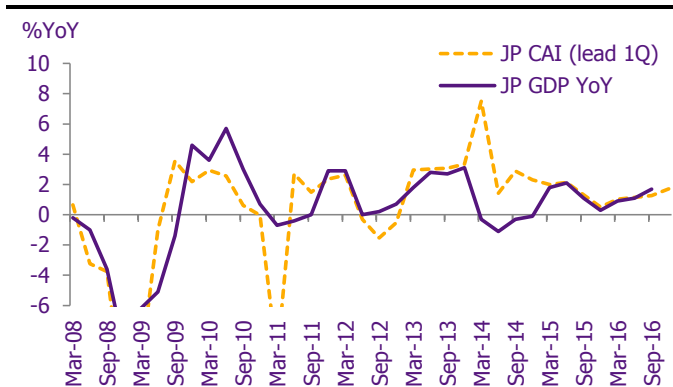
การเลือกตั้งในฝรั่งเศสจะสร้างความผันผวนแค่ช่วงสั้น ๆ ตัวเต็งผู้ชิงตำแหน่งประธานาธิบดีฝรั่งเศส 3 คนในการเลือกตั้งครั้งนี้ คือ เลอแปง, มาครง, และฟิลียง เลอแปงมีแนวคิดต่อต้านการรวมตัวเป็นสหภาพยุโรปและนโยบายหาเสียง “Frexit” โพลล์ล่าสุดระบุว่าเลอแปงมีคะแนนมาเป็นอันดับ 1 ตามด้วยมาครง ขณะที่ฟิลียงซึ่งเคยมีคะแนนนำ ร่วงลงมาเป็นที่ 3 หลังจากถูกศาลตั้งข้อหาในกรณีที่เขาให้รัฐจ่ายเงินให้สมาชิกครอบครัวโดยอ้างว่าเป็นค่าจ้าง แต่กลับไม่พบหลักฐานการทำงานของคนเหล่านั้นจริง การสำรวจพบว่ามาครงหรือฟิลียงจะได้รับชัยชนะการเลือกตั้งในกรณีที่หนึ่งในสองคนนี้เข้าไปชิงตำแหน่งกับเลอแปงในการเลือกตั้งรอบที่สอง การเลือกตั้งรอบแรกจะมีขึ้นในวันที่ 23 เมษายน และรอบที่สองจะมีขึ้นในวันที่ 7 พฤษภาคม

ญี่ปุ่น

พึ่งพาเงินที่อ่อนตัวลง
มากขึ้นไป

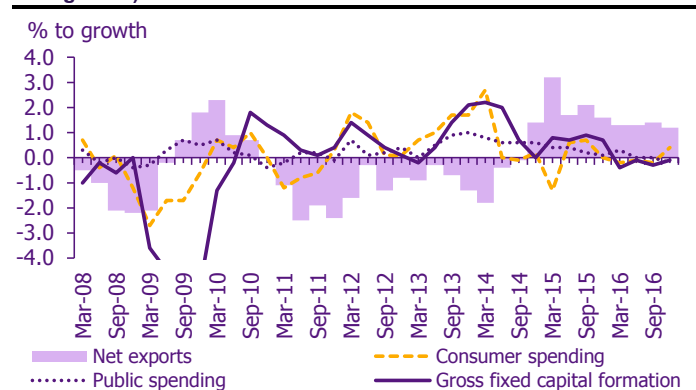
เศรษฐกิจญี่ปุ่นสามารถรักษาอัตราการขยายตัวทางเศรษฐกิจเป็นบวกเอาไว้ได้ตลอดทั้งปี 2559 ในขณะที่แนวโน้มเศรษฐกิจยังคงค่อนข้างเป็นบวก ดังเห็นได้จากแนวโน้มการปรับตัวเพิ่มขึ้นของดัชนี CAI (Figure 23) ซึ่งสอดคล้องกับรายงานดัชนี PMI ภาคการผลิต (Nikkei) ล่าสุดของญี่ปุ่น ซึ่งแสดงให้เห็นว่ากิจกรรมภาคการผลิตของญี่ปุ่นปรับตัวเพิ่มขึ้นทำจุดสูงสุดในรอบ 35 เดือนในเดือนกุมภาพันธ์ ทั้งนี้แม้เครื่องชี้เศรษฐกิจปรับตัวดีขึ้น แต่เรามองว่าโครงสร้างเศรษฐกิจยังคงเปราะบางและไม่สมดุลในเชิงเปรียบเทียบ Figure 24 แสดงให้เห็นว่าโมเมนตัมการเติบโตทางเศรษฐกิจส่วนใหญ่ได้รับการผลักดันจากการส่งออก ในขณะที่องค์ประกอบ GDP ภายในประเทศทั้งหมดอ่อนตัวลง โครงสร้างเศรษฐกิจในปัจจุบันซึ่งพึ่งพาการส่งออกค่อนข้างสูง หมายความว่าญี่ปุ่นมีความเสี่ยงอย่างมากที่จะได้รับผลกระทบจากความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยน (Figure 25) รัฐบาลญี่ปุ่นจะต้องผลักดันให้ค่าจ้างโดยรวม (1 ใน 3 ดอกของนโยบาย “อะเบะโนมิกส์”) ปรับตัวเพิ่มขึ้น เพื่อให้เศรษฐกิจของญี่ปุ่นเติบโตอย่างมีเสถียรภาพและยั่งยืน (Figure 26) ทั้งนี้การเจรจาต่อรองค่าจ้างในฤดูใบไม้ผลิระหว่างบริษัทกับสภาพแรงงานเริ่มขึ้นแล้วในช่วงต้นเดือนมีนาคม ณ จุดนี้ สภาพแรงงานผู้ผลิตรถยนต์เรียกร้องให้มีการปรับขึ้นค่าจ้างเท่ากับปีก่อน แต่ยังไม่ได้ข้อสรุป ณ เวลาที่เรา กำลังจัดทำรายงานฉบับนี้

Figure 23: เศรษฐกิจญี่ปุ่นมีแนวโน้มขยายตัวต่อเนื่อง...



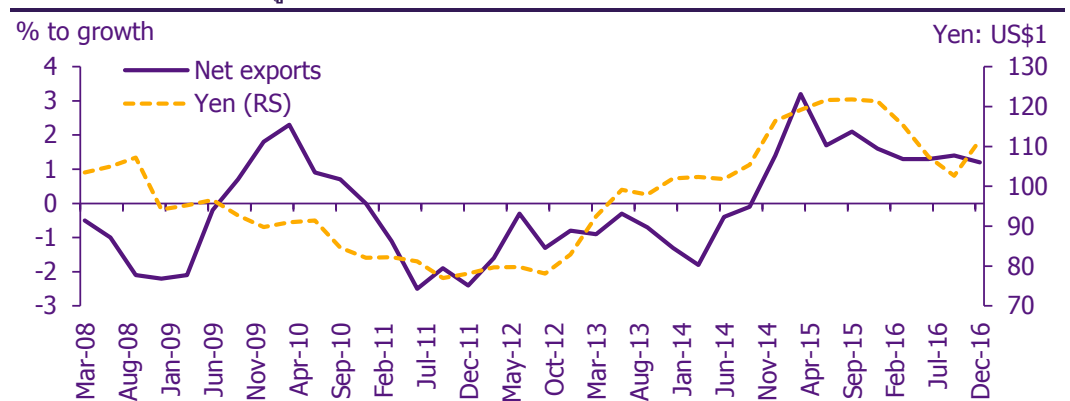
Source: Bloomberg, CEIC, SCBS Investment Research

Figure 24: ...โดยได้รับปัจจัยกระตุ้นจากการส่งออก (contribution to GDP growth)



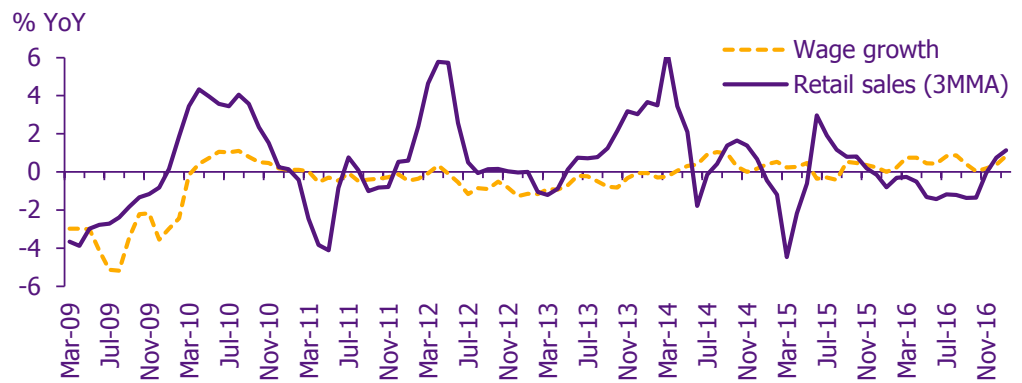
Source: CEIC, SCBS Investment Research

Figure 25: การส่งออกขึ้นอยู่กับค่าเงินเยน



Source: CEIC, SCBS Investment Research

Figure 26: ค่าจ้างยังเติบโตต่ำเกินไป

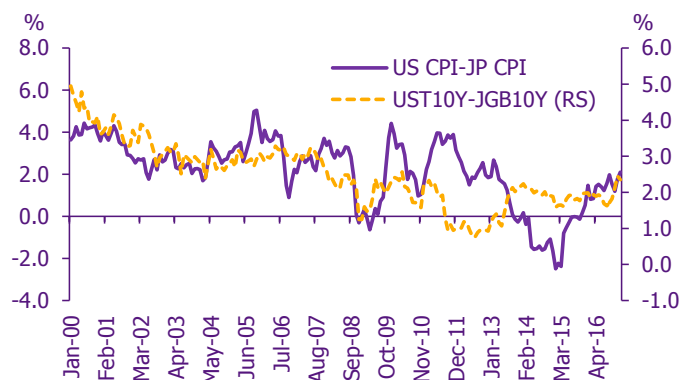


Source: CEIC, SCBS Investment Research

การคาดการณ์ว่าเงินเยน
จะอ่อนค่าส่งผลต่อ
เศรษฐกิจและตลาดหุ้น
ของญี่ปุ่น

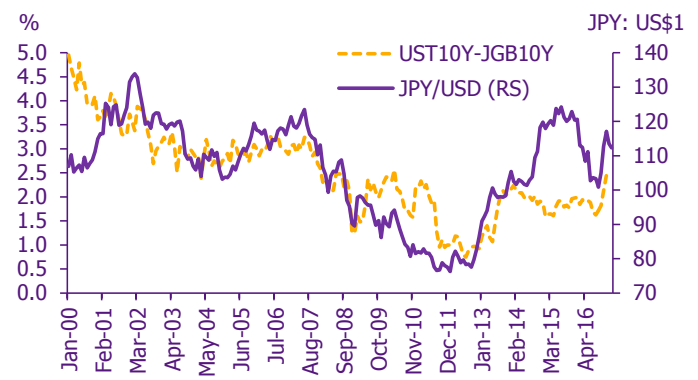
เนื่องจากค่าเงินเยนมีความสำคัญต่อการเติบโตของเศรษฐกิจญี่ปุ่น การประเมินแนวโน้มค่าเงินเยนด้วยความแม่นยำพอสมควรจะเป็นประโยชน์สำหรับนักลงทุน การใช้ส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยเป็นหนึ่งในเครื่องมือที่มีประสิทธิภาพมากที่สุดชนิดหนึ่งเพื่อใช้ในการคาดการณ์การเคลื่อนไหวของค่าเงิน เราทุกคนต่างทราบดีว่าอัตราเงินเฟ้อในสหรัฐฯ ปรับตัวเพิ่มขึ้นเร็วกว่าอัตราเงินเฟ้อในญี่ปุ่นอย่างมาก ซึ่งหมายความว่าส่วนต่างอัตราดอกเบี้ย (ผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปี) ระหว่างสหรัฐฯ กับญี่ปุ่น จะปรับตัวเพิ่มขึ้นต่อไปในอนาคต โดยเฉพาะอย่างยิ่งเมื่อเฟดมีแนวโน้มที่จะปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายอีกอย่างน้อย 2 ครั้งในปีนี้ ในขณะที่ธนาคารกลางญี่ปุ่นน่าจะตรึงอัตราดอกเบี้ยนโยบายไว้เท่าเดิมในระยะ 2-3 ปีข้างหน้า แนวโน้มเช่นนี้จะส่งผลทำให้เงินเยนอ่อนค่าลงในระยะถัดไป ข้อพึงระวังอย่างหนึ่ง คือ เงินเยนจัดเป็นสกุลเงินที่ปลอดภัยในหลายๆ โอกาส (หลีกเลี่ยงความเสี่ยง) โดยไม่คำนึงถึงภาวะเศรษฐกิจของญี่ปุ่นดังนั้นในหลายๆ ครั้งค่าเงินเยนอาจทำการปรับตัวในลักษณะที่ไม่สอดคล้องกับปัจจัยทางเศรษฐกิจและการเงิน

Figure 27: อัตราเงินเฟ้อในสหรัฐฯ ที่เพิ่มขึ้นเร็วกว่าอัตราเงินเฟ้อในญี่ปุ่นจะส่งผลทำให้ส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยพันธบัตรระหว่างสหรัฐฯ กับญี่ปุ่นกว้างขึ้น...



Source: CEIC, SCBS Investment Research

Figure 28: ...ซึ่งหมายความว่าเงินเยนของญี่ปุ่นน่าจะอ่อนค่าลงอีกในอนาคต

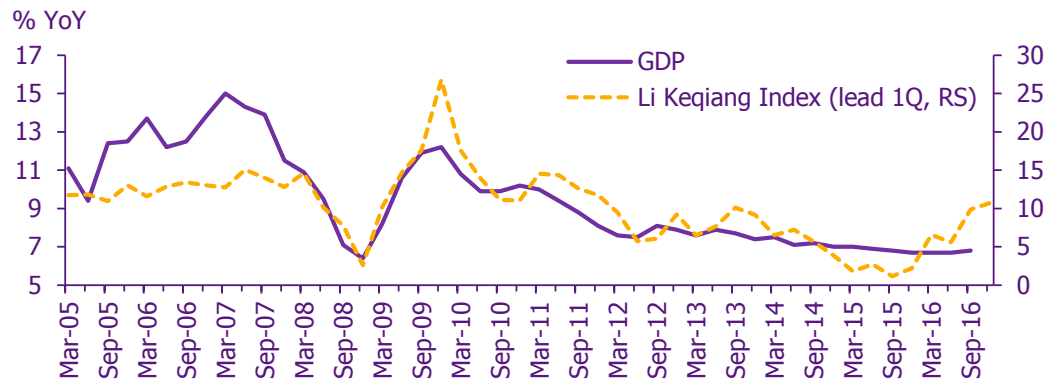


Source: CEIC, SCBS Investment Research

จีน

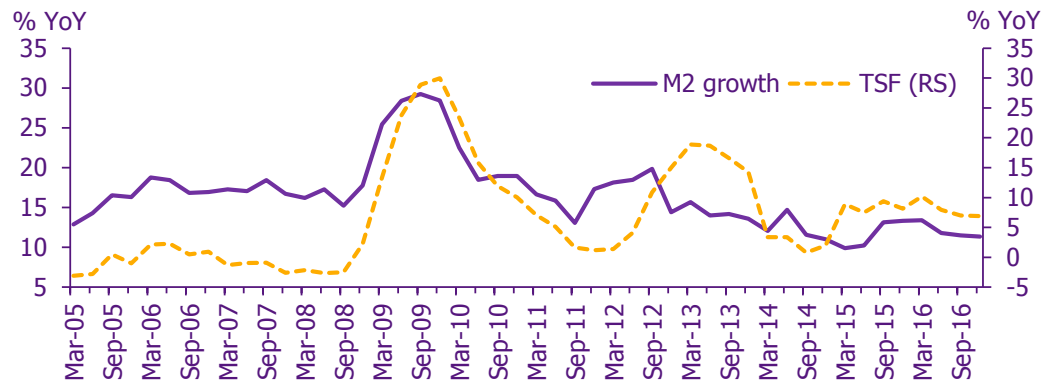
แม้ยังมีปัญหาทางเศรษฐกิจหลายด้านค้างคาอยู่ แต่เศรษฐกิจจีนก็สามารถขยายตัวในอัตราที่รัฐบาลจีนกำหนดไว้ นอกจากนี้แล้วเครื่องชี้เศรษฐกิจหลายตัว ซึ่งรวมถึงดัชนีหัตถ์เค่อเจียง ก็บ่งชี้ว่าเศรษฐกิจจีนมีแนวโน้มที่จะเติบโตอย่างแข็งแกร่งในระยะ 3 เดือนข้างหน้า (Figure 29) ในส่วนของเป้าหมายเศรษฐกิจ รัฐบาลจีนประกาศปรับลดเป้าอัตราการขยายตัวของ GDP ลงจาก 6.5-7% สู่ 6.5% ในการประชุมประจำปีของสมัชชาผู้แทนประชาชนแห่งชาติ (NPC) ซึ่งนักลงทุนส่วนใหญ่ได้คาดการณ์ไว้แล้ว ดังนั้นจึงส่งผลกระทบต่อภาวะเศรษฐกิจโดยรวม ในขณะเดียวกัน รัฐบาลจีนก็คงเป้าอัตราเงินเฟ้อไว้ที่ 3% และอัตราการว่างงานไม่เกิน 4.5% สำหรับการกักตุน รัฐบาลจีนได้ปรับเป้าทั้ง M2 และยอดการระดมทุนทางสังคมทั้งหมด (TSF) ลดลงสู่ 12% จาก 13% ในปีที่ผ่านมา

Figure 29: ตัวเลข GDP ดูแข็งแกร่ง



Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

Figure 30: ตั้งเป้าบริหารสถานะการกู้ยืม



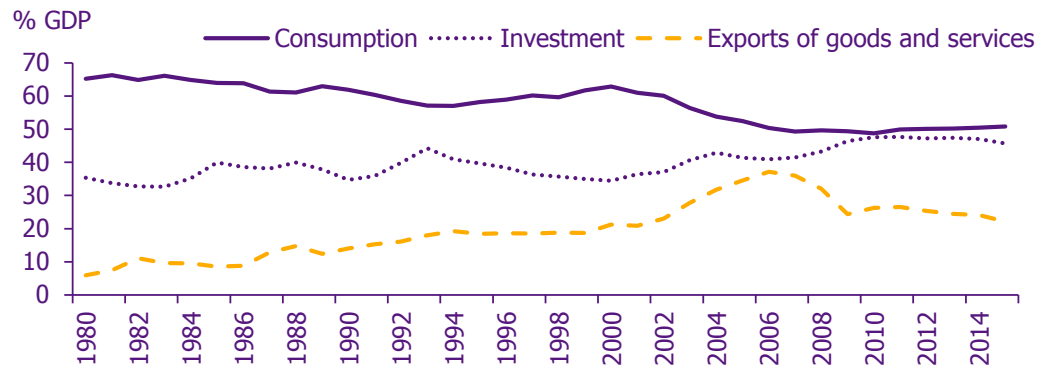
Note: TSF is the indicator that helps keep track on fund raising by Chinese non-state entities, including individuals and non-financial corporates.

Source: CEIC, SCBS Investment Research

แนวโน้มค่าเงินและระดับทุน
สำรองระหว่างประเทศ
ยังคงเป็นความกังวล
หลักๆ

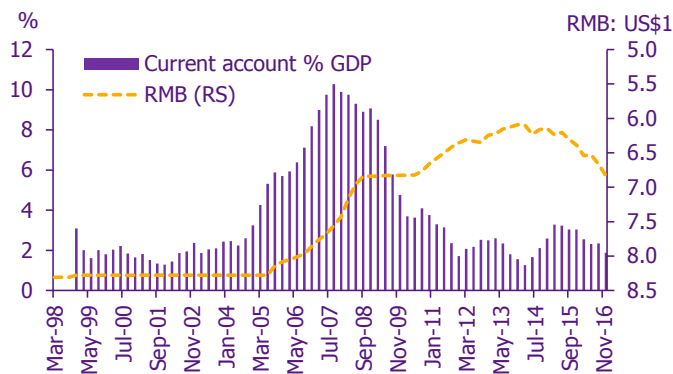
หนึ่งในความกังวลหลักๆ ต่อจีน คือ การอ่อนค่าเร็วเกินไปของเงินหยวน เรนมินบี (RMB) ซึ่งเกิดขึ้นสอดคล้องกับทุนสำรองระหว่างประเทศที่ปรับตัวลดลง การอ่อนค่าของเงิน RMB มีสาเหตุมาจากการเปลี่ยนแปลงทางพื้นฐาน Figure 31 แสดงให้เห็นว่าองค์ประกอบ GDP ภายในประเทศปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง ในขณะที่การส่งออกมีบทบาทลดน้อยลง เราพบว่าเกินดุลบัญชีเดินสะพัดในจีนปรับตัวลดลงตามคาด จากประมาณ 10% ของ GDP ในปี 2549-50 สู่เพียงประมาณ 2% ในปัจจุบัน สถานการณ์ดังกล่าวรวมกับการคาดการณ์ว่าเงิน RMB จะอ่อนค่าลงอย่างต่อเนื่อง ทำให้เงินทุนไหลออกมากยิ่งขึ้น ซึ่งส่งผลทำให้ทุนสำรองระหว่างประเทศปรับตัวลดลงอย่างรวดเร็วในช่วงหลายปีที่ผ่านมา ดังนั้นจึงมีแนวโน้มสูงมากที่รัฐบาลจีนจะใช้มาตรการควบคุมเงินทุนไหลออกที่เข้มงวดมากขึ้นในอนาคต

Figure 31: ปัจจัยสำคัญที่ช่วยกระตุ้นเศรษฐกิจจีน



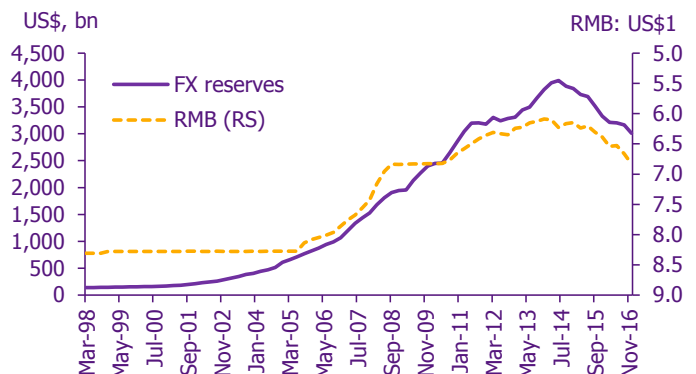
Source: CEIC, SCBS Investment Research

Figure 32: รายได้จากต่างประเทศลดลง...



Source: CEIC, SCBS Investment Research

Figure 33: ...สร้างแรงกดดันอย่างมากต่อทุนสำรองระหว่างประเทศและค่าเงิน



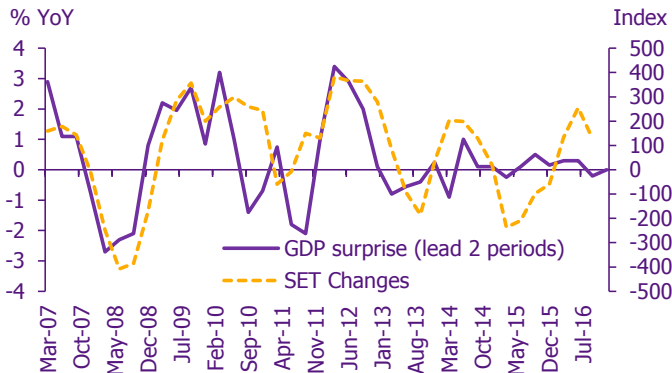
Source: CEIC, SCBS Investment Research

เศรษฐกิจไทย

อัตราการขยายตัวทาง
เศรษฐกิจดูเหมือนจะชะลอ
ตัวลง...

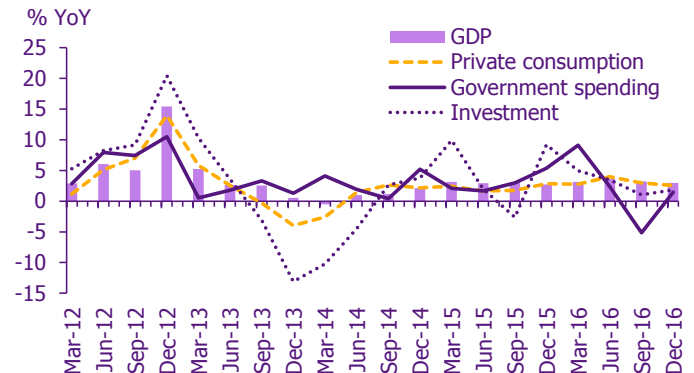
อัตราการขยายตัวของเศรษฐกิจไทยชะลอตัวลงเล็กน้อยสู่ 3% YoY ในไตรมาสสุดท้ายของปีที่ผ่านมา เทียบกับอัตราการขยายตัวเฉลี่ย 3.3% ในช่วง 9 เดือนแรกปี 59 อัตราการขยายตัวทางเศรษฐกิจที่ชะลอตัวลงมีสาเหตุหลักมาจากการอุปโภคบริโภคภาคเอกชนที่ชะลอตัวลงในช่วงเวลาแห่งการไว้อาลัยของประเทศไทย ในขณะที่การลงทุนและการใช้จ่ายภาครัฐปรับตัวเพิ่มขึ้นเล็กน้อยในไตรมาส 4/59 ประเด็นที่น่าสนใจอย่างหนึ่ง คือ ประเทศไทยรายงานสินค้าคงคลังที่ตุนนับตั้งแต่ไตรมาส 4/59 (Figure 36) ในขณะที่สินค้าคงคลังที่เพิ่มขึ้นอย่างมากอาจจะเป็นสัญญาณเริ่มแรกของการกลับมาเก็บสะสมสินค้าคงคลังรอบใหม่ (ซึ่งจะส่งผลทำให้อัตราการขยายตัวทางเศรษฐกิจฝั่งอุปทานแข็งแกร่ง) แต่เราเลือกที่จะรอดูอีก 1 หรือ 2 ไตรมาสก่อนที่จะสรุปว่าวัฏจักรการเก็บสะสมสินค้าคงคลังรอบใหม่มาถึงแล้ว

Figure 34: ขาดปัจจัยเซอร์ไพรส์สามารถกระตุ้นให้ตลาดปรับตัวเพิ่มขึ้น...



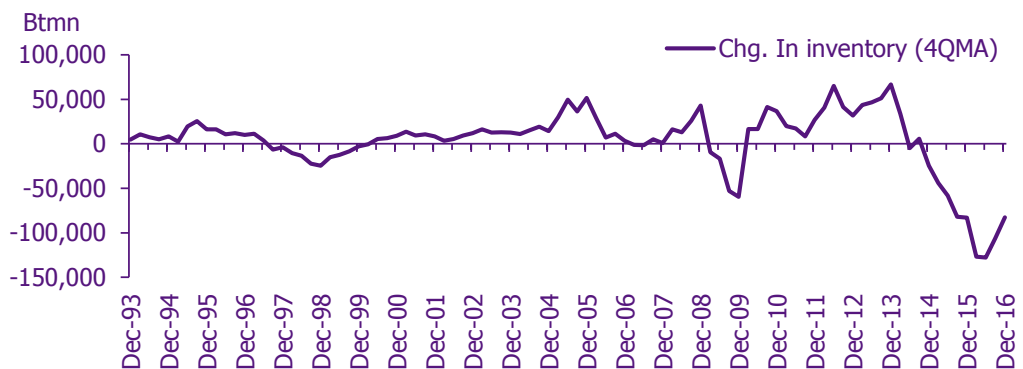
Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

Figure 35: ...ทั้ง ๆ ที่อุปสงค์ในประเทศเติบโตอย่างมีเสถียรภาพ



Source: CEIC, SCBS Investment Research

Figure 36: สัญญาณเริ่มแรกของวัฏจักรการเก็บสะสมสินค้าคงคลังรอบใหม่?



Source: CEIC, SCBS Investment Research

ผู้บริโภคยังไม่ต้องการใช้จ่าย...

การใช้จ่ายอุปโภคบริโภคที่ลดลงเป็นหนึ่งในเหตุผลสำคัญที่ทำให้เศรษฐกิจไทยเติบโตต่ำกว่าศักยภาพที่ควรจะเป็นในหลายปีที่ผ่านมา Figure 37 แสดงให้เห็นว่าการอุปโภคบริโภคภาคเอกชนเมื่อคิดเป็นเปอร์เซ็นต์ของ GDP ปรับตัวลดลงอย่างต่อเนื่องมาตั้งแต่ปี 2555 โดยมีเหตุผลหลายอย่างด้วยกันที่อยู่เบื้องหลังปรากฏการณ์ดังกล่าว ได้แก่ การขาดเสถียรภาพทางการเมือง, ความไม่แน่นอนของเศรษฐกิจโลก, รวมถึงระดับหนี้สินเพื่อการอุปโภคบริโภคที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็ว หนึ่งในเหตุผลสำคัญที่ทำให้หนี้สินเพื่อการอุปโภคบริโภคปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างมาก คือ การออกนโยบายรถยนต์คันแรก ทั้งนี้หลังจากนโยบายรถยนต์คันแรกส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจ (และกลุ่มยานยนต์) เป็นเวลาหลายปี สถานการณ์น่าจะปรับตัวดีขึ้นในช่วงครึ่งหลังปี 60 เนื่องจากผู้ที่เข้าร่วมโครงการนี้จะผ่อนชำระเงินกู้เพื่อซื้อรถยนต์คันแรกหมด นอกเหนือจากตัวจุดรั้งที่เกิดจากหนี้สินระดับสูงแล้ว ดูเหมือนว่าประชาชนได้ปรับเปลี่ยนพฤติกรรมโดยหันมาเก็บออมแทนที่จะใช้จ่าย ซึ่งสามารถเห็นได้อย่างชัดเจนใน Figure 37 ว่าระดับการออมของประเทศไทย (% ของ GDP) ปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างมาก แม้ดัชนีการอุปโภคบริโภคจะลดลงในช่วง 2-3 เดือนที่ผ่านมา (Figure 38) แต่รายได้เกษตรกรที่มีแนวโน้มเติบโตอย่างแข็งแกร่งและความเชื่อมั่นผู้บริโภคที่ปรับตัวดีขึ้นจะเป็นปัจจัยสำคัญที่ช่วยกระตุ้นให้การอุปโภคบริโภคภาคเอกชนฟื้นตัวอย่างรวดเร็ว นอกจากนี้ ตลาดแรงงานที่ตึงตัวก็อาจจะกดดันให้ค่าจ้างปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง ซึ่งจะกระตุ้นให้ผู้บริโภคใช้จ่ายเพิ่มมากขึ้นในอนาคต

Figure 37: ผู้บริโภคไทยยังมีภาระหนี้สินสูง

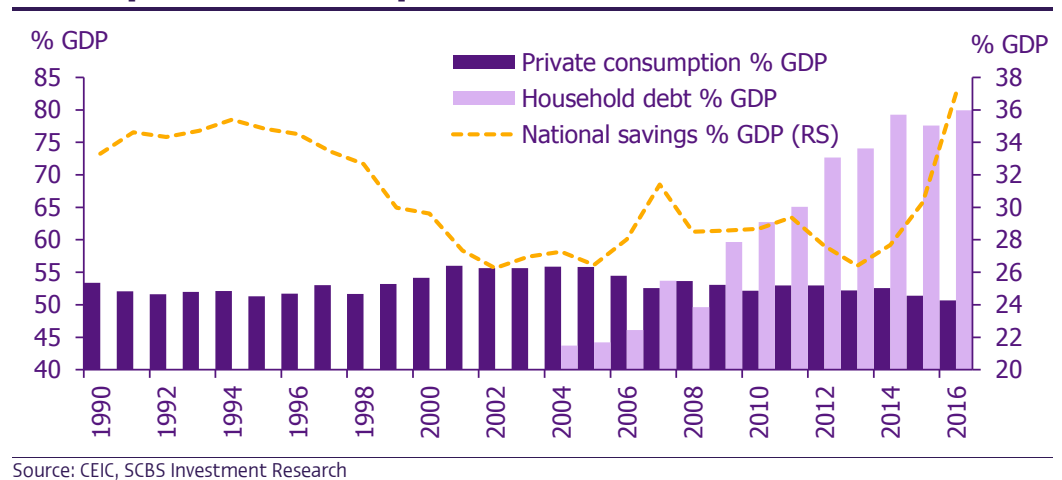


Figure 38: รายได้เกษตรกรปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง...

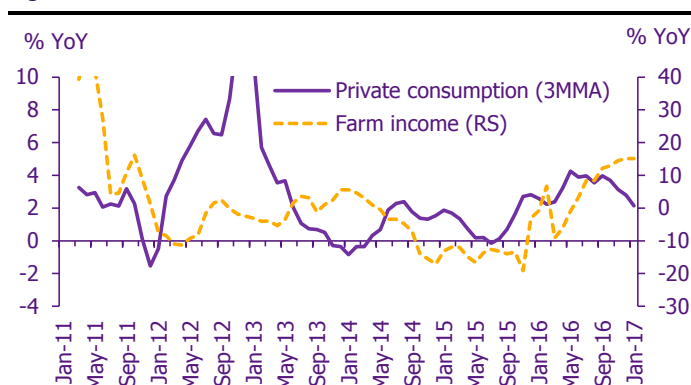
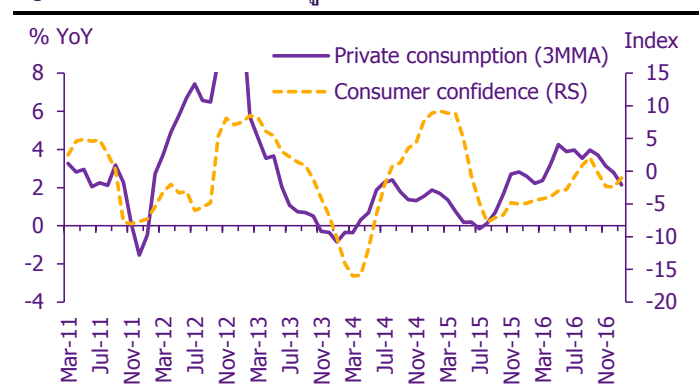


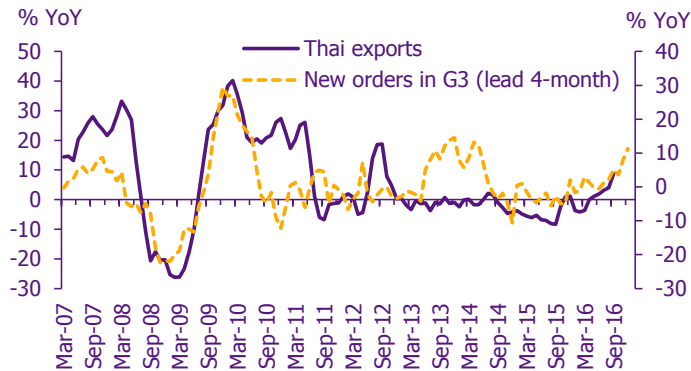
Figure 39: ...และความเชื่อมั่นผู้บริโภคเริ่มปรับตัวเพิ่มขึ้น



การส่งออกที่มีแนวโน้มที่สดใสมากขึ้น

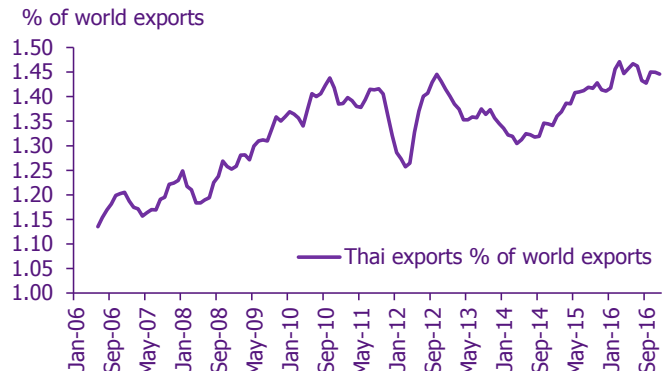
เราได้กล่าวไว้ก่อนหน้านี้ในรายงานฉบับนี้แล้วว่าโมเมนตัมเศรษฐกิจโลกปรับตัวดีขึ้นควบคู่กับการค้าระหว่างประเทศที่ปรับตัวเพิ่มขึ้น สถานการณ์เช่นนี้มีแนวโน้มสูงมากที่จะส่งผลดีต่อประเทศไทย ส่วนแบ่งตลาดระดับทรงตัวของการส่งออกไทยในตลาดโลกช่วยสร้างความมั่นใจว่าการส่งออกของไทยจะไม่ปรับตัวลดลง ในส่วนของแนวโน้มการส่งออก คำสั่งซื้อใหม่ที่ปรับตัวเร่งขึ้นมากจากเศรษฐกิจใหญ่สุด 3 ประเทศ จะส่งผลดีอย่างมากต่อแนวโน้มการส่งออก (Figure 40) และเพื่อให้สามารถสังเกตเห็นสัญญาณเริ่มแรกว่าการส่งออกไทยฟื้นตัว เราจึงแนะนำให้นักลงทุนจับตาการนำเข้าวัตถุดิบ ซึ่งเป็นเครื่องชี้วัดที่น่าเชื่อถือสำหรับการส่งออก เราสามารถสังเกตเห็นได้ใน Figure 42 ว่าการนำเข้าวัตถุดิบปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างมากในเดือนที่ผ่านมา ซึ่งเป็นสัญญาณที่ดีมากสำหรับแนวโน้มการส่งออก

Figure 40: การส่งออกไทยอยู่ในภาวะฟื้นตัว...



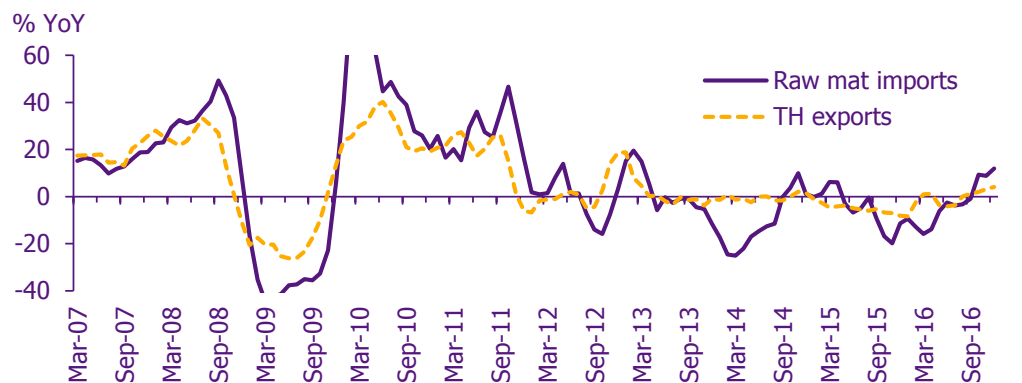
Source: CEIC, SCBS Investment Research

Figure 41: ...ด้วยส่วนแบ่งตลาดโลกในระดับที่น่าพอใจ



Source: CEIC, SCBS Investment Research

Figure 42: การนำเข้าวัตถุดิบเพิ่มมากขึ้นก็เป็นพัฒนาการเชิงบวกอย่างหนึ่ง

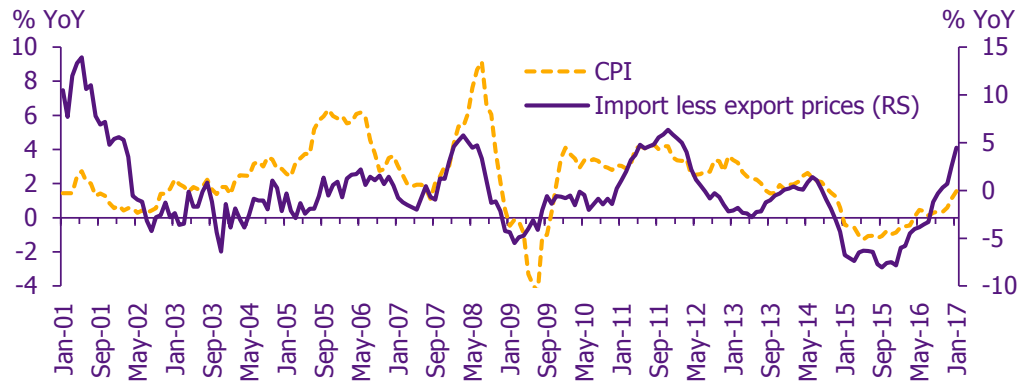


Source: CEIC, SCBS Investment Research

แนวโน้มการส่งออกในแง่รายยังไม่ค่อยมีความชัดเจน

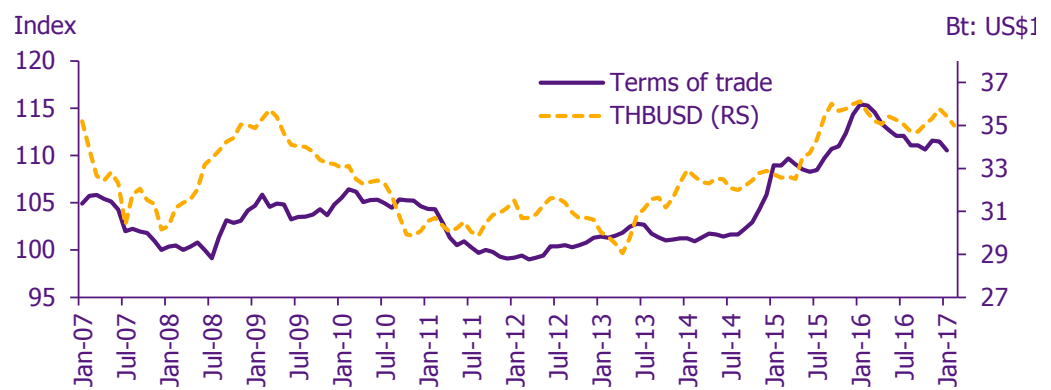
ในขณะที่แนวโน้มการส่งออกไทยดูเหมือนจะปรับตัวดีขึ้นในแง่ของอัตราการเติบโตของมูลค่า แต่ในแง่ของรายยังไม่ค่อยชัดเจน ถ้าเราดูที่ terms of trade (ราคาสินค้าส่งออก/ราคาสินค้านำเข้า) ของประเทศไทย เราจะเห็นว่าราคาสินค้าส่งออกไทยปรับตัวลดลงเมื่อเทียบกับราคาสินค้านำเข้า คำอธิบายอย่างง่าย ๆ คือ ผู้ส่งออกอาจจะต้องปรับราคายาลดลงในช่วงที่เงินบาทแข็งค่า เพื่อรักษาส่งออกในตลาดเอาไว้ ผลอย่างหนึ่งที่ตามในด้านเศรษฐกิจ คือ terms of trade ที่ลดลง (ราคาสินค้านำเข้าสูงขึ้น) ดูเหมือนจะสร้างแรงกดดันด้านเงินเพื่อต่อเศรษฐกิจไทยดังแสดงใน Figure 43

Figure 43: ราคาสินค้านำเข้าที่เพิ่มขึ้นเร็วกว่าราคาสินค้าส่งออกจะสร้างแรงกดดันด้านเงินเฟ้อเพิ่มมากขึ้น



Source: CEIC, SCBS Investment Research

Figure 44: ค่าเงินบาทเทียบกับ Terms of Trade



Source: CEIC, SCBS Investment Research

แนวโน้มค่าเงินบาท

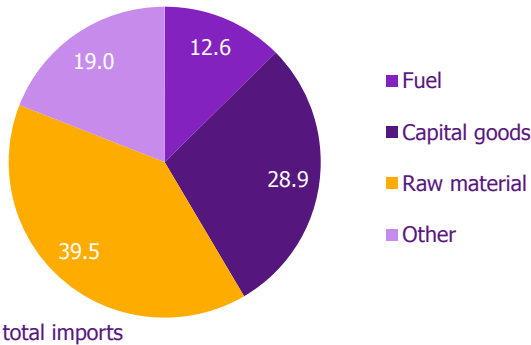
การแข็งค่าของเงินบาท
เมื่อไม่นานนี้เป็นการแข็งค่า
ผิดปกติและน่าจะเป็นเหตุ
ชั่วคราว

ดัชนีค่าเงินดอลลาร์สหรัฐ (DXY Index) สูญเสียโมเมนตัมไปค่อนข้างมากนับตั้งแต่การประชุม FOMC ครั้งล่าสุด (14-15 มีนาคม) ซึ่งเฟดคงทำที่และประมาณการ dot plot ไว้เหมือนเดิม ส่งผลทำให้เงินบาทแข็งค่าขึ้นอย่างรวดเร็ว สถานการณ์ดังกล่าวกระตุ้นให้นักลงทุนเกิดความกังวลเกี่ยวกับความผันผวนของค่าเงินรวมถึงหุ้นที่มีความอ่อนไหวต่อการเปลี่ยนแปลงในอัตราแลกเปลี่ยน โดยเฉพาะบริษัทที่พึ่งพารายได้จากการส่งออก เรามองว่าเงินบาทแข็งค่าขึ้นมากผิดปกติและไม่ได้รับการสนับสนุนจากปัจจัยพื้นฐาน ซึ่งหมายความว่าแนวโน้มเช่นนี้น่าจะเกิดขึ้นแค่ช่วงสั้นๆ SCB EIC คาดการณ์ว่าเงินบาทจะอ่อนค่าลงสู่ 37 บาท/ดอลลาร์สหรัฐภายในสิ้นปีนี้

ดุลบัญชีด้านต่างประเทศ
มีส่วนช่วยสนับสนุนค่าเงิน
บาทลดน้อยลงในอนาคต

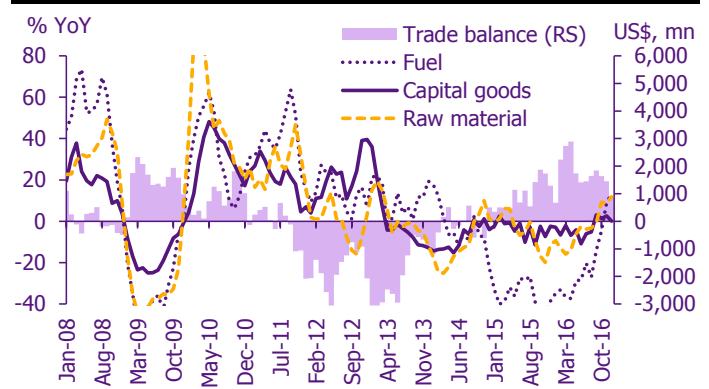
สถานะดุลบัญชีด้านต่างประเทศเป็นปัจจัยขึ้นพื้นฐานในการพิจารณาแนวโน้มค่าเงิน และดุลบัญชีเดินสะพัดจำนวนมากของประเทศไทย (10% ของ GDP ในปี 2559) เป็นตัวกระตุ้นให้เงินบาทแข็งค่า อย่างไรก็ตาม เราคาดว่าดุลบัญชีด้านต่างประเทศจะมีส่วนช่วยสนับสนุนค่าเงินบาทลดน้อยลง เนื่องจากประเทศไทยจะนำเข้าสินค้าเพิ่มมากขึ้นตามการฟื้นตัวทางเศรษฐกิจ เมื่อดูที่สินค้านำเข้าสำคัญ (Figure 45) เราจะเห็นว่าสินค้านำเข้าหลักๆ 3 รายการ (รวมกันคิดเป็น 71% ของการนำเข้าทั้งหมด) ซึ่งก็คือ วัตถุดิบ สินค้าทุน และน้ำมันดิบ มีแนวโน้มที่จะปรับตัวเพิ่มขึ้นในระยะถัดไป อันที่จริงแล้วเราพบว่าการนำเข้าวัตถุดิบและน้ำมันดิบฟื้นตัวอย่างรวดเร็ว แนวโน้มเช่นนี้จะส่งผลทำให้เกินดุลบัญชีด้านต่างประเทศของประเทศไทยค่อยๆ ปรับตัวลดลงตามทุนสำรองระหว่างประเทศ (Figure 47) ซึ่งจะสร้างแรงกดดันเพิ่มมากขึ้นต่อค่าเงินบาท

Figure 45: การนำเข้าวัตถุดิบคิดเป็นสัดส่วนสูงที่สุดของการนำเข้าสินค้าของประเทศไทย



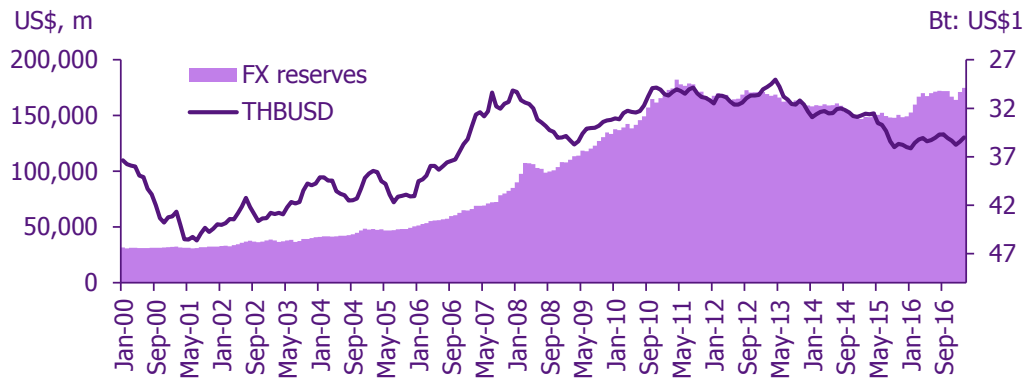
Source: CEIC, SCBS Investment Research

Figure 46: การนำเข้าเชื้อเพลิงและวัตถุดิบปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างมาก



Source: CEIC, SCBS Investment Research

Figure 47: ทุนสำรองระหว่างประเทศที่ลดลง (จากการนำเข้าเพิ่มขึ้น) จะเป็นตัวกระตุ้นให้เงินบาทอ่อนค่าลง

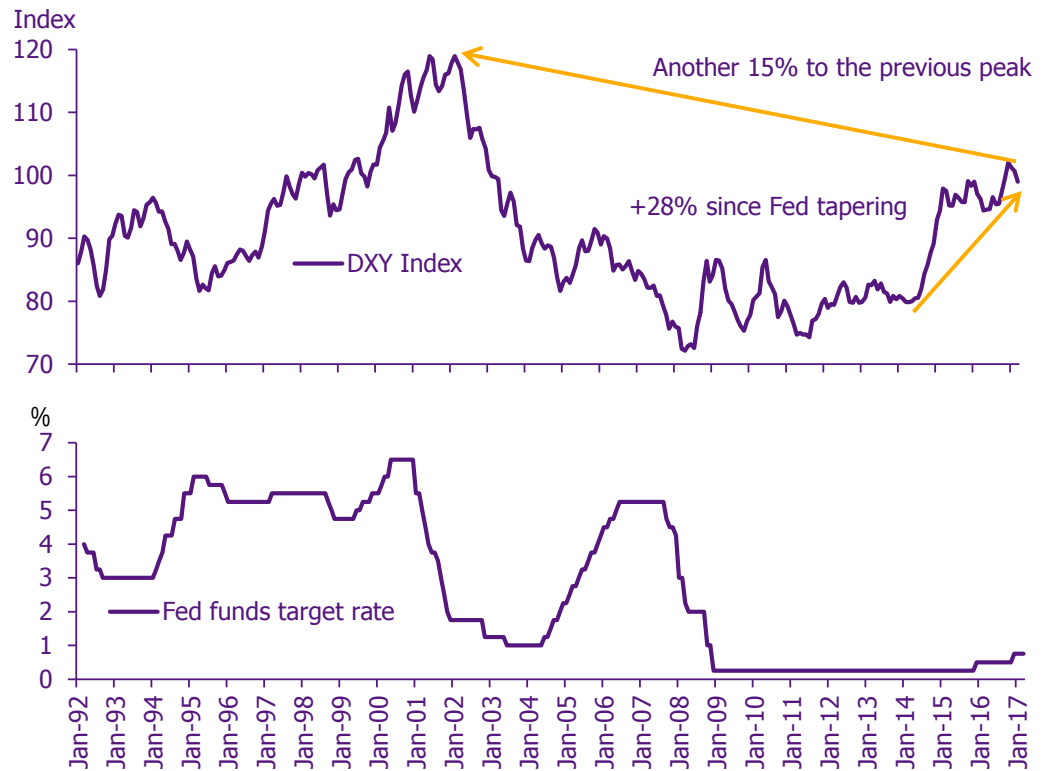


Source: CEIC, SCBS Investment Research

การอ่อนค่าของดอลลาร์สหรัฐในระยะหลังนี้น่าจะเป็นเพียงการปรับฐานที่ควระเกิดขึ้นแล้ว

ทั้งนี้ต้องยอมรับว่าการอ่อนค่าของดอลลาร์สหรัฐภายใต้สภาวะที่อัตราดอกเบี้ยปรับตัวสูงขึ้นในระยะหลังนี้ดูเหมือนจะเป็นเรื่องที่ค่อนข้างแปลกสำหรับนักลงทุนบางราย ถ้าเรามองย้อนกลับไปในอดีต เราจะพบว่าดอลลาร์สหรัฐแข็งค่าขึ้นอย่างต่อเนื่อง (+28%) นับตั้งแต่เฟดปรับลดวงเงินซื้อพันธบัตรเมื่อปลายปี 2556 ดังนั้นการปรับฐานในช่วงสั้นๆ น่าจะเป็นคำอธิบายที่สมเหตุสมผลสำหรับเหตุการณ์นี้ โดยเฉพาะอย่างยิ่งเมื่อปัจจัยพื้นฐานที่สำคัญๆ ยังคงบ่งชี้ว่าดอลลาร์สหรัฐมีแนวโน้มที่จะแข็งค่าขึ้นตามวัฏจักรการขึ้นดอกเบี้ย รวมถึงผลตอบแทนพันธบัตรระยะสั้น (UST2Y) เราจำเป็นต้องโฟกัสไปที่ปัจจัยที่เป็นตัวกระตุ้นให้อัตราเงินเฟ้อของสหรัฐมีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้น เพื่อติดตามดูแนวโน้มของอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นสหรัฐฯ ซึ่งเป็นปัจจัยสำคัญในการกำหนดทิศทางค่าเงินดอลลาร์สหรัฐ

Figure 48: การปรับฐานเป็นเหตุการรบกวนหลังจากดอลลาร์สหรัฐแข็งค่าขึ้นมาแล้วถึง 28% นับตั้งแต่เฟดปรับลดวงเงินซื้อพันธบัตร

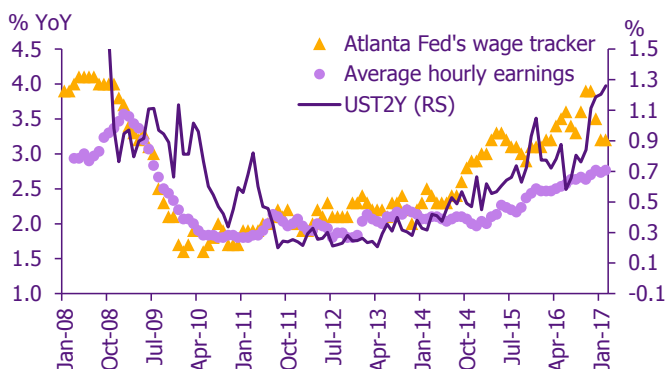


Source: CEIC, SCBS Investment Research

ค่าจ้างที่เติบโตเพิ่มขึ้นบ่งชี้ว่าผลตอบแทนพันธบัตรระยะสั้นของสหรัฐฯ จะปรับตัวเพิ่มขึ้นอีก

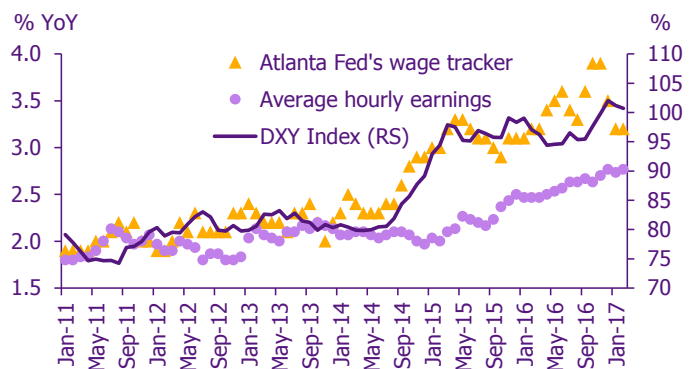
ในขณะที่มีหลายปัจจัยที่ช่วยสนับสนุนอัตราเงินเฟ้อของสหรัฐฯ แต่ปัจจัยที่โดดเด่นมากที่สุด คือ การเติบโตของค่าจ้าง อัตราค่าจ้างเฉลี่ยต่อชั่วโมงและ Atlanta Fed's wage tracker (Figure 49) เป็นเครื่องชี้วัดที่น่าเชื่อถือมากที่สุดในการประเมินอัตราการเติบโตของค่าจ้างในสหรัฐฯ โดยเครื่องชี้วัดทั้งสองตัวนี้มีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างชัดเจนกับผลตอบแทนพันธบัตรสหรัฐฯ อายุ 2 ปี และปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องเพราะตลาดแรงงานสหรัฐฯ แข็งแกร่งมากขึ้น นอกจากนี้ Figure 50 ยังแสดงให้เห็นว่าดอลลาร์สหรัฐก็แข็งค่าขึ้นตามค่าจ้างที่ปรับตัวเพิ่มขึ้น เมื่อพิจารณาจากแนวคิดดังกล่าว เราคาดว่าดอลลาร์สหรัฐจะยังมีแนวโน้มแข็งค่าขึ้นอีก อย่างไรก็ตาม วัฏจักรการแข็งค่าไม่น่าจะรุนแรงเหมือนในช่วง 2 ปีที่ผ่านมา

Figure 49: อัตราเติบโตของค่าจ้างและผลตอบแทนพันธบัตรอายุ 2 ปี



Source: Federal Reserve Bank of Atlanta, CEIC, SCBS Investment Research

Figure 50: อัตราเติบโตของค่าจ้างและดัชนีค่าเงินดอลลาร์สหรัฐ

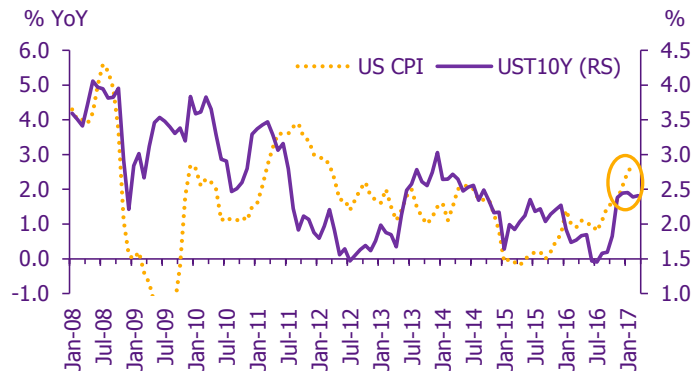


Source: Federal Reserve Bank of Atlanta, CEIC, SCBS Investment Research

ส่วนต่างผลตอบแทน
พันธบัตรสหรัฐฯ กับไทย
ที่คงลงจะกดดันให้เงิน
บาทอ่อนค่าลง

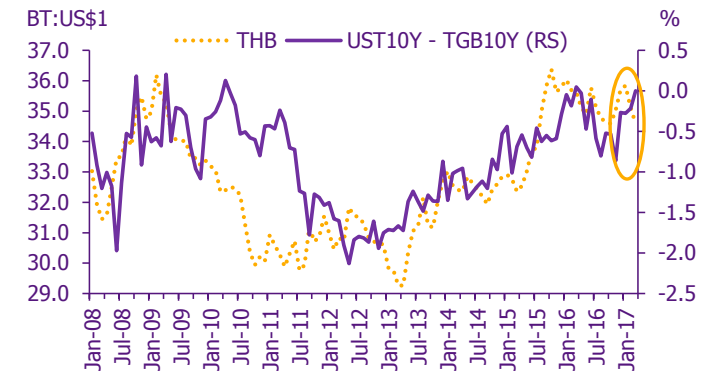
ทั้งนี้เพื่อให้การวิเคราะห์แนวโน้มค่าเงินบาทเสร็จสมบูรณ์ เราจะต้องพิจารณาถึงความแตกต่างของ yield curve ด้วย เนื่องจากโดยปกติแล้วความแตกต่างของ yield curve จะเป็นตัวกำหนดอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศ เนื่องจากเราทุกคนต่างทราบกันดีว่าฐานของ yield curve คือ อัตราเงินเฟ้อ (และคาดการณ์อัตราเงินเฟ้อ) เมื่ออิงกับข้อเท็จจริงดังกล่าว เราสามารถประเมินส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยระหว่างสองตลาด โดยเปรียบเทียบความแข็งแกร่งของอัตราเงินเฟ้อในสองตลาด ในกรณีของเรา เราสามารถเห็นได้ใน Figure 51 ว่า อัตราเงินเฟ้อ (ทั่วไป) ในสหรัฐฯ ปรับตัวเพิ่มขึ้นในอัตราที่เร็วกว่าอัตราเงินเฟ้อ (ทั่วไป) ในประเทศไทย ซึ่งหมายถึง curve ระยะสั้นที่มีความชันมากกว่าด้วย นอกจากนี้ Figure 52 ยังแสดงให้เห็นด้วยว่าผลตอบแทนพันธบัตรสหรัฐฯ ที่เพิ่มขึ้นมากกว่าผลตอบแทนพันธบัตรไทยจะสร้างแรงกดดันให้เงินบาทอ่อนค่าลง

Figure 51: อัตราเงินเฟ้อสหรัฐฯ ที่สูงขึ้น สะท้อนถึงส่วนต่างที่แคบลงระหว่างผลตอบแทนพันธบัตรสหรัฐฯ และไทย...



Source: CEIC, SCBS Investment Research

Figure 52: ...หมายความว่าเงินบาทจะอ่อนค่าลงเมื่อเทียบกับดอลลาร์สหรัฐฯ



Source: CEIC, SCBS Investment Research

Figure 53: ประมาณการตัวเลขเศรษฐกิจที่สำคัญโดย EIC

Key indicators	2015	Unit	Actual		EIC forecast						Consensus	
	Share (%)		2015	16Q3	16Q4	2016	17Q1	17Q2	17Q3	17Q4	2017	2017
Real GDP growth		% YOY	2.8%	3.2%	2.7%	3.2%	2.7%	2.8%	3.5%	4.2%	3.3%	3.1%
Demand-side												
Private consumption	51%	% YOY	2.1%	3.5%	1.3%	2.7%	2.0%	2.2%	2.7%	4.8%	2.9%	2.60%
Public consumption	16%	% YOY	2.2%	-5.8%	1.5%	1.0%	0.2%	1.5%	2.0%	3.0%	1.7%	
Private investment	19%	% YOY	-2.1%	-0.5%	0.2%	0.5%	0.1%	1.9%	2.5%	2.1%	1.6%	
Public investment	6%	% YOY	30.6%	6.3%	7.2%	9.5%	8.9%	9.4%	9.5%	12.9%	10.1%	
Supply-side												
Agriculture	7%	% YOY	-3.8%	0.9%	0.8%	-0.2%	1.2%	0.6%	0.6%	0.7%	0.8%	
Manufacturing and Services	93%	% YOY	3.6%	3.2%	2.8%	3.4%	2.9%	2.9%	3.7%	4.5%	3.5%	
Of which Manufacturing	28%	% YOY	0.9%			0.6%					0.7%	
Of which Services	65%	% YOY	5.1%			4.8%					3.9%	
External sector												
Export of Goods (USD)		% YOY	-5.6%	-0.7%	1.4%	-0.5%	1.3%	3.8%	0.7%	0.3%	1.5%	0.50%
Import of Goods (USD)		% YOY	-10.6%	-2.3%	0.2%	-6.3%	3.9%	4.5%	5.8%	0.1%	3.5%	3.50%
Current account		USD bn	32.1	10.3	8.8	44.9	11.6	4.8	3.2	9.2	28.7	32.8
Key rates												
Headline inflation		% YOY	-0.9%	0.3%	0.8%	0.2%	2.1%	2.2%	2.3%	2.6%	2.3%	1.60%
Core inflation		% YOY	1.0%	0.8%	0.8%	0.7%	0.8%	1.0%	1.0%	1.3%	1.0%	
Policy rate (RP-1D) (end period)		% p.a.	1.50%	1.50%	1.50%	1.50%	1.50%	1.50%	1.50%	1.50%	1.50%	
THB/USD (end period)		THB/USD	36.1	34.7	35.5	35.8	36.0	36.0	36.5	37.0	37.0	
Oil prices –Brent (period avg.)		USD/bbl	52.4	45.8	50.1	44.1	52.0	54.0	53.0	57.0	54.0	As of 4 Jan 17

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 2/60

การเลือกตั้งประธานาธิบดีสหรัฐฯ ในปีที่ผ่านมาเป็นช่วงที่เริ่มเห็นสัญญาณการฟื้นตัวของอัตราเงินเฟ้อ ในขณะที่รัฐบาลหลาย ๆ ประเทศหันมาออกมาตรการทางการคลังเพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจมากขึ้น และหลังจากผ่านไปไม่กี่เดือน ตัวเลขเศรษฐกิจที่ประกาศออกมาโดยเฉพาะในประเทศที่พัฒนาแล้ว ก็สะท้อนให้เห็นว่าเศรษฐกิจฟื้นตัวอย่างแข็งแกร่ง แนวโน้มเช่นนี้ช่วยสนับสนุนให้เฟดยืนยันท่าทีในการปรับขึ้นดอกเบี้ย

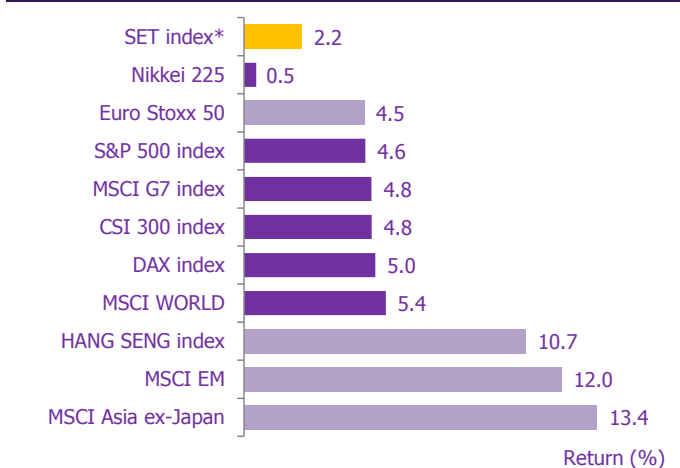
ประเทศไทยจะได้ประโยชน์จากแนวโน้มที่อุปสงค์จากต่างประเทศจะปรับตัวเพิ่มขึ้น ซึ่งเมื่อรวมกับปัจจัยเฉพาะกลุ่มอุตสาหกรรมจะสร้างโอกาสสำหรับการลงทุน

สำหรับ top picks ในไตรมาส 2/60 เราเลือกบริษัทที่ธุรกิจมีความสัมพันธ์กับอุปสงค์จากต่างประเทศและมีแนวโน้มได้ประโยชน์จากการอ่อนค่าของเงินบาทในอนาคต หุ้นเหล่านี้ คือ: ERW, GFPT, HANA, KCE, MINT และ TU

SET index ปรับตัว underperform ตลาดอื่น ๆ ในไตรมาส 1/60 ก่อนที่จะพุ่งถึงกลยุทธ์ไตรมาส 2/60 เราอยากย้อนกลับไปดูว่า SET เป็นอย่างไรในช่วง 3 เดือนแรกของปี 2560 โดยในช่วงดังกล่าว SET ปรับตัวเพิ่มขึ้น 2.2% underperform ตลาดอื่น ๆ อย่างมาก ทั้งตลาดเกิดใหม่ (ปรับขึ้น 11-13%) และตลาดพัฒนาแล้ว (ปรับขึ้น 4.5-6%) นอกจากนี้หุ้นขนาดใหญ่ก็ปรับตัว outperform ด้วยผลตอบแทน 3.6% ในขณะที่หุ้นขนาดกลางและเล็กปรับตัว underperform หลัก ๆ เกิดจากปัจจัยลบที่ส่งผลกระทบต่อหุ้นรายตัว เรามองว่าการปรับตัว underperform ในไตรมาส 1/60 ของ SET จะช่วยป้องกันความเสี่ยงของตลาดถ่วงตัวผันผวนในอนาคต

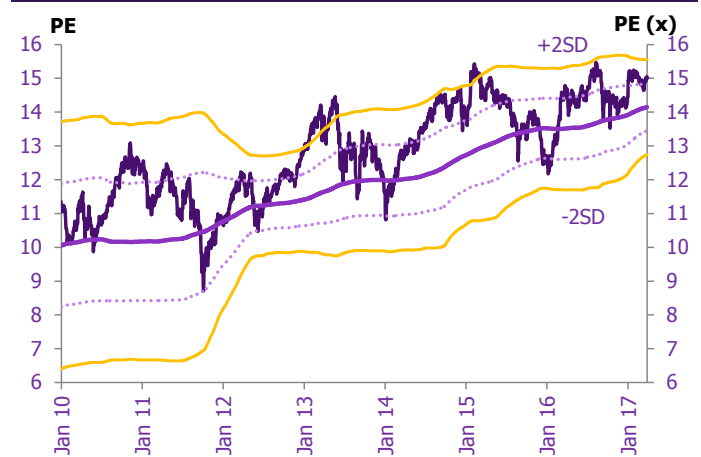
เรายังคงเป้า SET index สำหรับปี 2560 ไว้ที่ 1700 จุด การฟื้นตัวของเศรษฐกิจไทย สถานการณ์การเมืองภายในประเทศที่มีเสถียรภาพ และกำไรของบริษัทจดทะเบียนไทยที่ปรับตัวเพิ่มขึ้น น่าจะช่วยสนับสนุนให้ SET มี valuation สูงกว่าค่าเฉลี่ย ที่ระดับประมาณ +1SD (+1 z-score) ของค่าเฉลี่ยเคลื่อนที่ 3 ปีของ SET index ในช่วงอีกหนึ่งปีข้างหน้าได้ ทั้งนี้เมื่ออิงกับตัวเลขประมาณการ EPS ปี 2561 ของ SET จาก Bloomberg consensus ที่ 113 บาท/หุ้น SET index ที่ระดับ 1700 จุด สะท้อนถึง upside 7.7% และอัตราส่วน PE ระยะ 12 เดือนข้างหน้า 15 เท่า ซึ่งเท่ากับระดับ +1SD ของ PE band เฉลี่ยเคลื่อนที่ 3 ปี

Figure 54: เป้า SET index ปี 2560 ยังคงอยู่ที่ 1700 จุด, คิดเป็น forward PER ที่ 15.0 เท่า (ประมาณการ EPS ปี 2561: 113 บาท/หุ้น)



Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

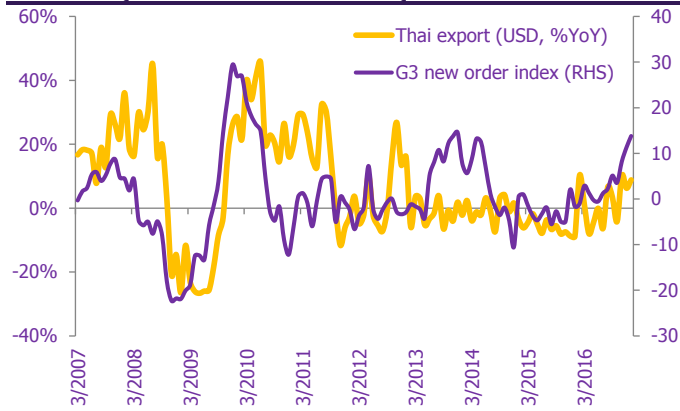
Figure 55: การปรับตัว underperform มาตั้งแต่ต้นปีน่าจะช่วยป้องกันความเสี่ยงจากตลาดถ่วงตัวผันผวนในอนาคต



Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

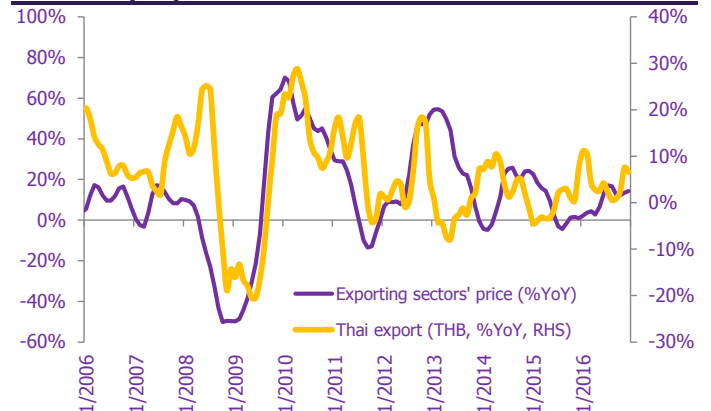
ผู้ส่งออกไทยจะได้ประโยชน์จากเศรษฐกิจโลกที่ฟื้นตัวมากขึ้น การฟื้นตัวของเศรษฐกิจโลกในปัจจุบันจะช่วยสนับสนุนให้การค่าโลกปรับตัวเพิ่มขึ้น และกระตุ้นให้การส่งออกไทยฟื้นตัว ซึ่งจะส่งผลทำให้การส่งออกกลับมาเป็นปัจจัยขับเคลื่อนเศรษฐกิจไทยอีกครั้ง แนวโน้มเช่นนี้น่าจะส่งผลดีต่อบริษัทจดทะเบียนใน SET index โดยเฉพาะกลุ่มหุ้นที่มีสัดส่วนรายได้จากการส่งออกสูง (หรือกลุ่มบริษัทที่มีรายได้จากอุปสงค์ภายนอกฟื้นตัว) เช่นกลุ่ม อาหาร ขนส่ง อิเล็กทรอนิกส์ โรงแรม และยานยนต์ ซึ่งราคาหุ้นกลุ่มดังกล่าวมักจะปรับตัวขึ้น-ลงตามวัฏจักรการส่งออกของไทย โดยแนวโน้มการฟื้นตัวของภาคการส่งออกไทยล่าสุด มีแนวโน้มส่งผลให้หุ้นกลุ่มเดียวกันสามารถปรับตัวเพิ่มขึ้นได้

Figure 56: อุปสงค์ที่แข็งแกร่งช่วยสนับสนุนให้การส่งออกเติบโต



Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

Figure 57: หุ่นกลุ่มส่งออกได้รับประโยชน์จากการฟื้นตัวของภาคส่งออก



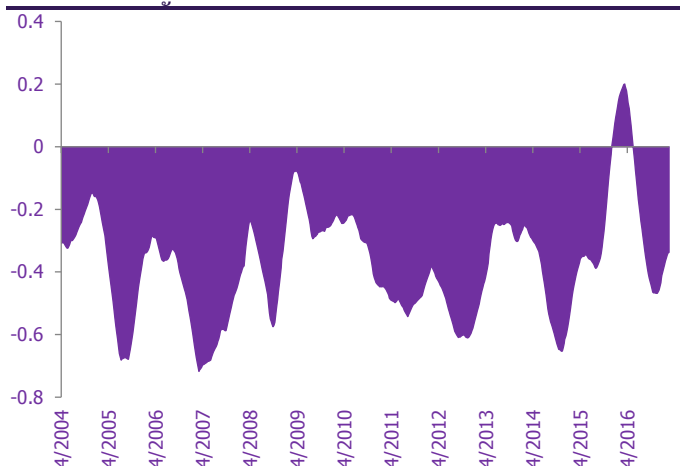
Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

ผู้ส่งออกจะได้รับประโยชน์จากการอ่อนค่าของเงินบาท บริษัทที่มีรายได้ในสกุลเงินต่างประเทศ โดยเฉพาะดอลลาร์สหรัฐ น่าจะได้รับประโยชน์จากแนวโน้มการอ่อนค่าของเงินบาท ซึ่งหมายความว่านักลงทุนควรจะเพิ่มการลงทุนในบริษัทที่เน้นการส่งออกและบริษัทที่มีรายได้จากธุรกิจภายนอกประเทศเพื่อเพิ่มผลตอบแทนให้กับพอร์ตลงทุนในไตรมาส 2/60

เงินบาทอ่อนค่าอาจจะส่งผลกระทบต่อเงินทุนไหลเข้า แต่สถาบันในประเทศเป็นผู้กุมบังเหียนทิศทางการเคลื่อนไหวของ SET นับตั้งแต่ปี 2547 เป็นต้นมา อัตราแลกเปลี่ยน USD/THB มีค่า correlation ติดลบกับเม็ดเงินต่างชาติที่เข้ามาลงทุนใน SET ซึ่งหมายความว่าทิศทางการอ่อนค่าของเงินบาทจะกระตุ้นให้เม็ดเงินต่างชาติไหลออก ดังนั้นเงินบาทที่มีแนวโน้มอ่อนค่าลงอาจจะส่งผลกระทบต่อ SET ถ้าเราตัดสินตามความเข้าใจแบบเดิมๆ เกี่ยวกับการเคลื่อนย้ายเม็ดเงินต่างชาติ และ SET เนื่องจากมีการกล่าวกันว่าเมื่อนักลงทุนต่างชาติซื้อสุทธิในตลาดหุ้นไทย SET index มีแนวโน้มที่จะปรับตัวเพิ่มขึ้น หรือกล่าวอีกนัยหนึ่งก็คือ นักลงทุนต่างชาติเป็นผู้กำหนดแนวโน้มตลาด Figure ด้านล่างแสดงให้เห็นว่าความเข้าใจดังกล่าวถูกต้อง แต่เป็นจริงแค่ในปี 2547-2552 เนื่องจากนับตั้งแต่เกิดวิกฤตการเงินในสหรัฐฯ สถาบันในประเทศก็กลายเป็นกลุ่มที่ครอบงำทิศทางการเคลื่อนไหวของ SET

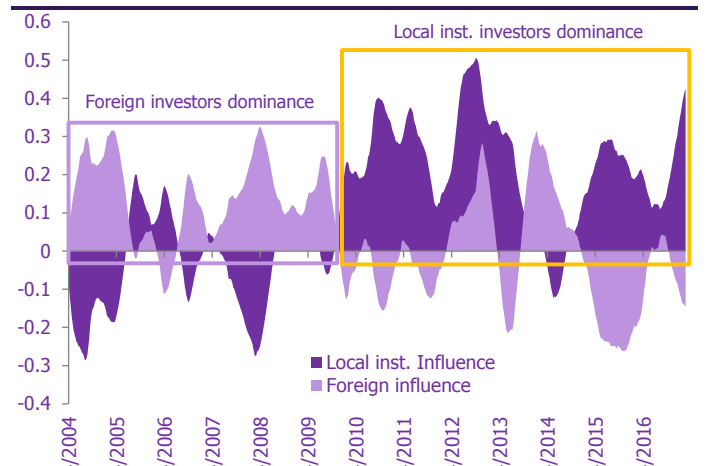
ในไตรมาส 2/60 และช่วงที่เหลือของปี 2560 เราเชื่อว่ามีโอกาสมากขึ้นที่เงินบาทจะอ่อนค่าลงอีก (SCB EIC คาดว่าเงินบาทจะอ่อนค่าลงสู่ 37 บาท/ดอลลาร์สหรัฐภายในสิ้นปีนี้) และเหตุการณ์ดังกล่าวอาจจะกระตุ้นให้เม็ดเงินต่างชาติไหลออกอีกรอบ อย่างไรก็ตาม เราไม่คิดว่า SET index จะต้องปรับตัวลดลงตามการไหลออกของเม็ดเงินต่างชาติ เนื่องจากปัจจุบันนักลงทุนสถาบันในประเทศเป็นผู้ครอบงำทิศทางการเคลื่อนไหวของ SET index

Figure 58: Correlation ระหว่าง USDTHB กับการเคลื่อนย้ายเม็ดเงินต่างชาติส่วนใหญ่มีค่าติดลบ...



Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

Figure 59: ปัจจุบันนักลงทุนสถาบันในประเทศเป็นผู้กุมบังเหียนทิศทางการเคลื่อนไหวของตลาด

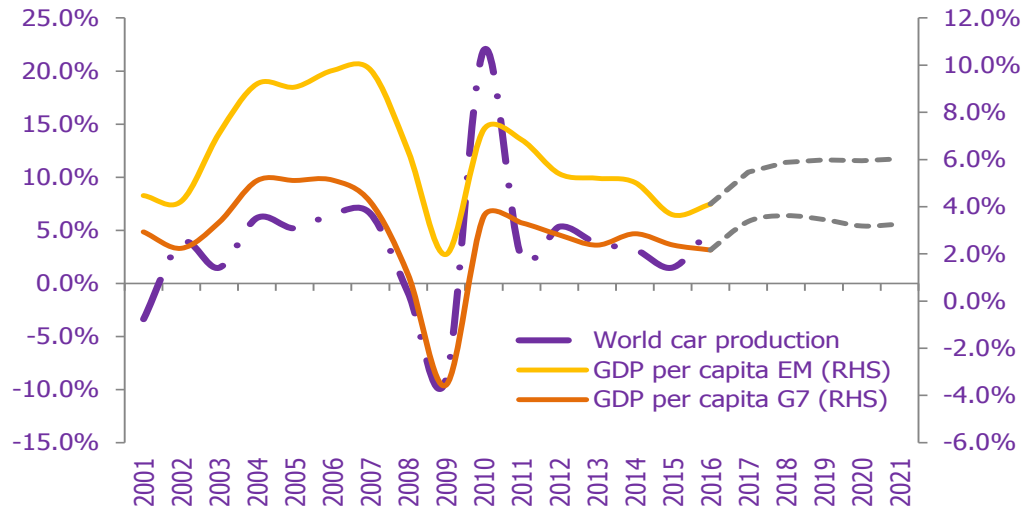


Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

กลุ่มอุตสาหกรรมใดจะได้ประโยชน์?

ชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์: มาตรฐานความเป็นอยู่สูงขึ้น, ปริมาณการผลิตรถยนต์ทั่วโลกเพิ่มขึ้น อัตราเติบโตของปริมาณการผลิตรถยนต์ทั่วโลกชะลอตัวลงตั้งแต่ปี 2554 เมื่อพิจารณาจากค่า correlation ระดับสูงระหว่างอัตราเติบโตของปริมาณการผลิตรถยนต์ทั่วโลกกับรายได้ต่อหัวประชากร มุมมองของ IMF ที่ว่ารายได้ต่อหัวประชากรทั้งในกลุ่มประเทศ G7 และกลุ่มตลาดเกิดใหม่จะเติบโตแบบเร่งตัวขึ้นน่าจะสะท้อนถึงปริมาณการผลิตรถยนต์ที่เติบโตแบบเร่งขึ้นตั้งแต่ปี 2560 เป็นต้นไป

Figure 60: ปริมาณการผลิตรถยนต์ทั่วโลกมีค่า correlation ระดับสูงกับรายได้ต่อหัวประชากร

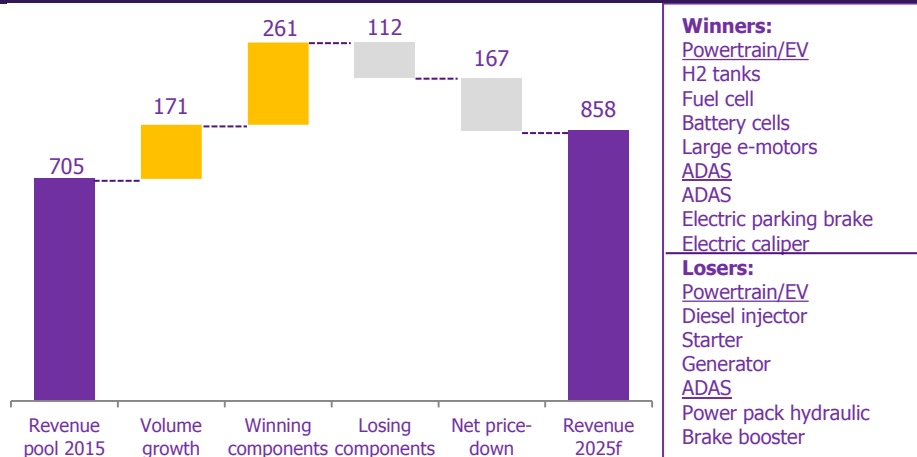


Source: Bloomberg, IMF and SCBS Investment Research

อุตสาหกรรมยานยนต์กำลังมีการเปลี่ยนแปลงทางเทคโนโลยี ผู้ผลิตรถยนต์จะใช้อุปกรณ์เซมิคอนดักเตอร์ในรถยนต์เพิ่มมากขึ้น แต่ละกลุ่มธุรกิจในการอุตสาหกรรมยานยนต์มีแนวโน้มเติบโตในอัตราที่แตกต่างกัน ประเมินจาก Roland Berger แสดงว่าผู้ผลิตชิ้นส่วนรถยนต์คอมพิวเตอร์เหมือนจะเติบโตได้ดี ในขณะที่ผู้ผลิตชิ้นส่วนรถยนต์หลักจะเติบโตน้อยลงในช่วงที่กำลังมีการเปลี่ยนแปลงทางเทคโนโลยียานยนต์ และระบบขับเคลื่อนไฟฟ้าดูเหมือนจะได้ประโยชน์จากเทรนด์ใหม่มากกว่าระบบสันดาปภายใน

ด้วยวิวัฒนาการทางเทคโนโลยียานยนต์ รถยนต์ที่ผู้คนจะขับในอีก 2-3 ปีข้างหน้าจะสร้างประสบการณ์ที่แตกต่างไปจากรถยนต์ในอดีตอย่างสิ้นเชิง ปัจจุบันมีวิวัฒนาการหลักๆ 4 อย่างในเทคโนโลยียานยนต์ คือ 1) รถยนต์ไร้คนขับ; 2) รถยนต์ไฟฟ้า; 3) การเชื่อมต่อ; และ 4) ความปลอดภัยขั้นสูง

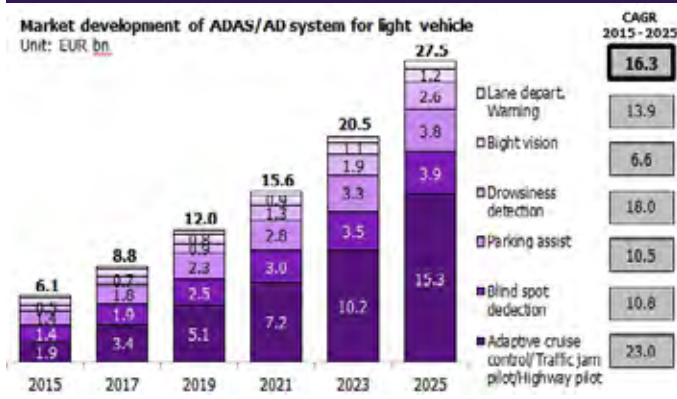
Figure 61: ชิ้นส่วนรถยนต์ที่ได้ประโยชน์/เสียประโยชน์ในช่วงที่มีการเปลี่ยนแปลงเทคโนโลยีตั้งแต่ปี 2558-2568



Source: Roland Berger, Lazard

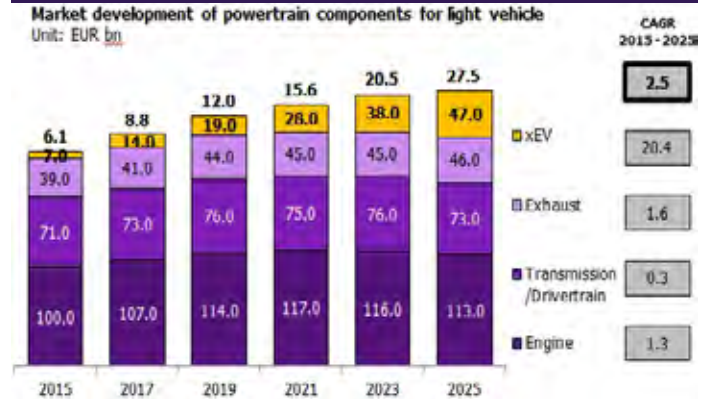
ธุรกิจเซมิคอนดักเตอร์จะได้ประโยชน์มากที่สุดจากการเปลี่ยนแปลงทางเทคโนโลยีเหล่านี้ แต่ละกลุ่มธุรกิจในอุตสาหกรรมยานยนต์มีปัจจัยขับเคลื่อนการเติบโตเป็นของตนเองและมีแนวโน้มเติบโตในอัตราที่แตกต่างกัน ธุรกิจที่มีทั้งปัจจัยขับเคลื่อนและแนวโน้มเติบโตที่ดีที่สุด คือ เซมิคอนดักเตอร์ การวิเคราะห์พบว่าธุรกิจอุปกรณ์เซมิคอนดักเตอร์สำหรับระบบ ADAS/AD และระบบ EV ในกลุ่มยานยนต์ มีแนวโน้มที่จะเติบโตอย่างมาก ยกตัวอย่างเช่น ในการเปลี่ยนรถยนต์เครื่องยนต์สันดาปภายในมาเป็นรถยนต์ไฟฟ้าขับเคลื่อนอัตโนมัติ จำเป็นต้องใช้หน่วยแปรรูปซิลิคอน – เซมิคอนดักเตอร์ เพิ่มขึ้นจำนวนมาก Figure ด้านล่างแสดงให้เห็นว่า ผู้ผลิตรถยนต์จะต้องใช้เงินลงทุนในอุปกรณ์เซมิคอนดักเตอร์เพิ่มเติมอีก 550 ดอลลาร์สหรัฐ/คันเพื่อติดตั้งระบบ ADAS ระดับ 4 และใช้เงินลงทุนในอุปกรณ์เซมิคอนดักเตอร์เพิ่มเติมอีก 710 ดอลลาร์สหรัฐ/คันเพื่อเปลี่ยนรถยนต์เครื่องยนต์สันดาปภายในเป็น PHEV ดังนั้นการฟื้นตัวของอุตสาหกรรมยานยนต์ทั่วโลกน่าจะส่งผลดีต่อกลุ่มผู้ผลิตเซมิคอนดักเตอร์สำหรับยานยนต์

Figure 62: ระบบ ADAS จะเติบโตอย่างมากด้วย CAGR 16.3% ตั้งแต่ปี 2558 ถึงปี 2568



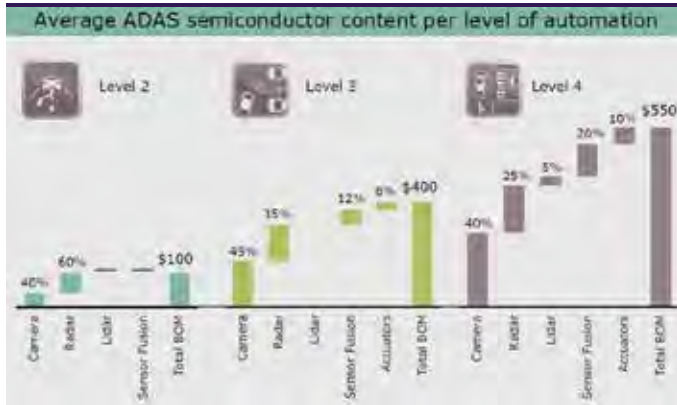
Source: Roland Berger, Lazard

Figure 63: ระบบ EV จะเติบโตอย่างมากด้วย CAGR 20.4% ตั้งแต่ปี 2558 ถึงปี 2568



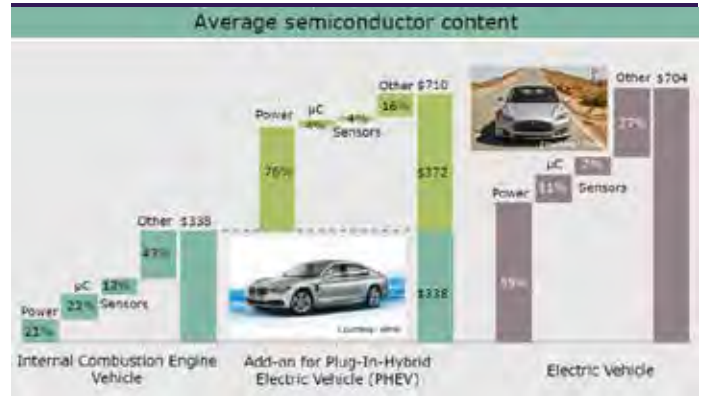
Source: Roland Berger, Lazard

Figure 64: ต้นทุนค่าอุปกรณ์เซมิคอนดักเตอร์เพิ่มเติมเพื่อติดตั้งระบบ ADAS ในรถยนต์ 1 คัน



Source: Infineon

Figure 65: ต้นทุนค่าอุปกรณ์เซมิคอนดักเตอร์เพิ่มเติมเพื่อเปลี่ยนรถยนต์เครื่องยนต์สันดาปภายในเป็น PHEV



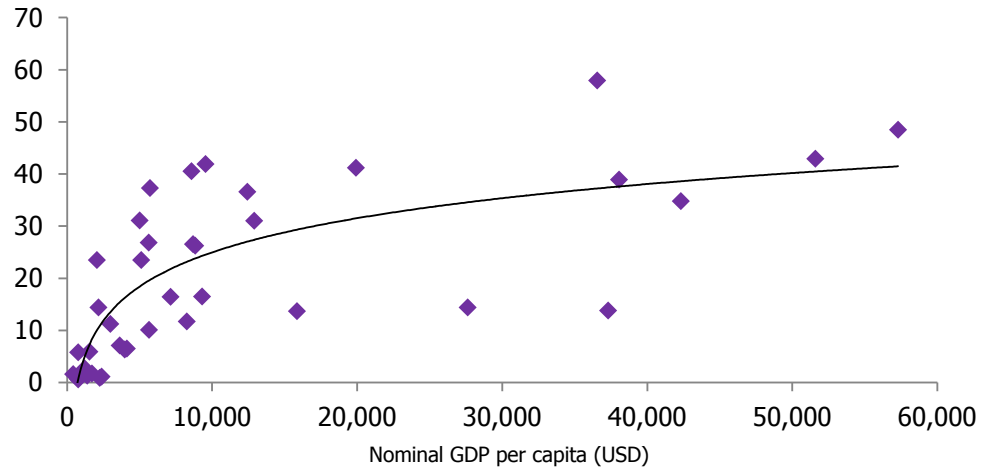
Source: Infineon

ธุรกิจการเกษตร: ประชาชนทานโปรตีนจากเนื้อสัตว์มากขึ้นเมื่อมีรายได้เพิ่ม นับตั้งแต่สงครามโลกครั้งที่ 2 สิ้นสุดลง มาตรฐานความเป็นอยู่ในหลายๆ ประเทศก็เปลี่ยนไป โดยกระแสโลกาภิวัตน์และความเป็นเมืองที่ขยายตัวมากขึ้นส่งผลทำให้มาตรฐานความเป็นอยู่ทั่วโลกปรับตัวสูงขึ้น เนื่องจากประชาชนหลุดพ้นจากความยากจน ดังนั้นจึงเริ่มบริโภคโปรตีนจากเนื้อสัตว์มากขึ้น เช่น ไก่ ซึ่งมีราคาถูกกว่าเนื้อสัตว์ประเภทอื่น Figure ด้านล่างแสดงให้เห็นว่า ในทันทีที่ประชาชนในประเทศพัฒนาแล้วมีรายได้เพิ่มขึ้น ก็จะเริ่มซื้อเนื้อสัตว์ทานมากขึ้น (ดูได้จาก curve ที่มีความชันตรงด้านล่างซ้ายมือของ chart) FAO คาดการณ์ว่าปริมาณการบริโภคเนื้อไก่ต่อหัวประชากรทั่วโลกต่อปี จะอยู่ที่ 14.2 กก.ภายในปี 2568 จากปัจจุบันที่ 13.7 กก. นอกจากนี้ธนาคารโลกก็คาดการณ์ว่าปริมาณการบริโภคเนื้อสัตว์จะเพิ่มขึ้นในอัตราคงที่ประมาณ 1% ต่อปี ดังนั้นในอนาคตเราเห็นการบริโภคเนื้อไก่เพิ่มมากขึ้นทั้งในแง่ของปริมาณการบริโภคต่อหัวประชากรและการเติบโตของประชากร

Figure 66: ประชาชนที่มีรายได้มากขึ้นหันมาบริโภคเนื้อไก่เพิ่มขึ้น แต่ในระดับที่ลดน้อยถอยลง

Poultry consumption per capita

Unit: Kg/year



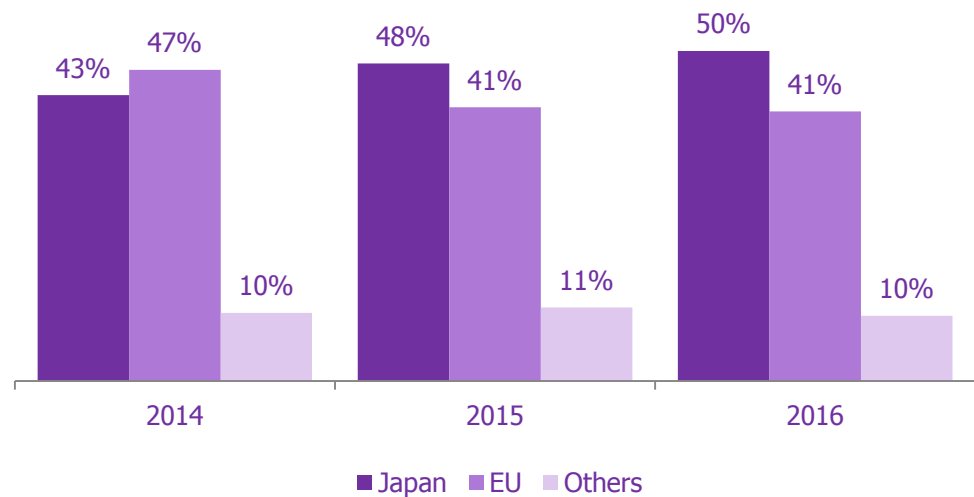
Source: OECD, IMF, SCBS Investment Research

ประเทศไทยมีส่วนแบ่งตลาดเพิ่มมากขึ้นในประเทศที่สำคัญ ๆ ญี่ปุ่นและ EU เป็นจุดหมายปลายทางสำคัญของการส่งออกไก่ไทยในปีที่ผ่านมา Figure ด้านล่างแสดงให้เห็นว่า ประเทศไทยมีส่วนแบ่งตลาดเพิ่มขึ้นในญี่ปุ่นและ EU ในปี 2558 และปี 2559 ทั้งนี้การค่อยๆ พ้นตัวของเศรษฐกิจในยูโรโซน และโมเมนตัมเศรษฐกิจที่แข็งแกร่งในญี่ปุ่น น่าจะช่วยสร้างสภาวะแวดล้อมที่สนับสนุนให้ปริมาณการส่งออกไก่เติบโตเพิ่มขึ้น

Figure 67: ญี่ปุ่น และ EU เป็นจุดหมายปลายทาง 2 อันดับแรกของการส่งออกไก่ไทย

Thailand's poultry exports destination

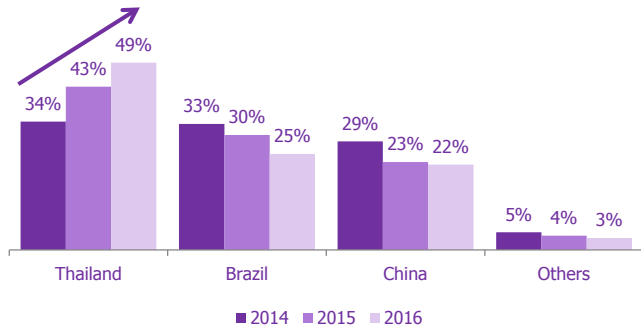
Unit: % of total poultry exports



Source: MoC, SCBS Investment Research

Figure 68: ประเทศไทยมีส่วนแบ่งตลาดในตลาดไก่ญี่ปุ่นเพิ่มมากขึ้น

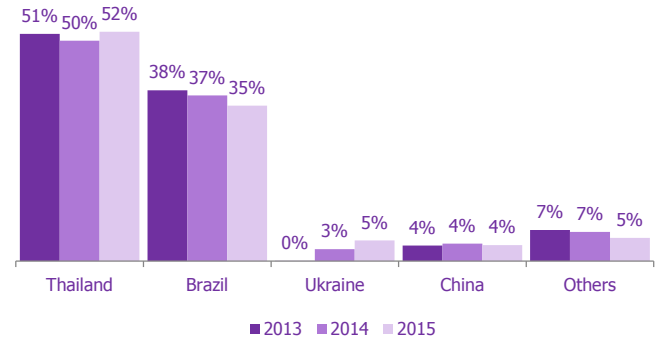
Japan's poultry imports by country of origin
Unit: % of total poultry imports



Source: UN comtrade, SCBS Investment Research

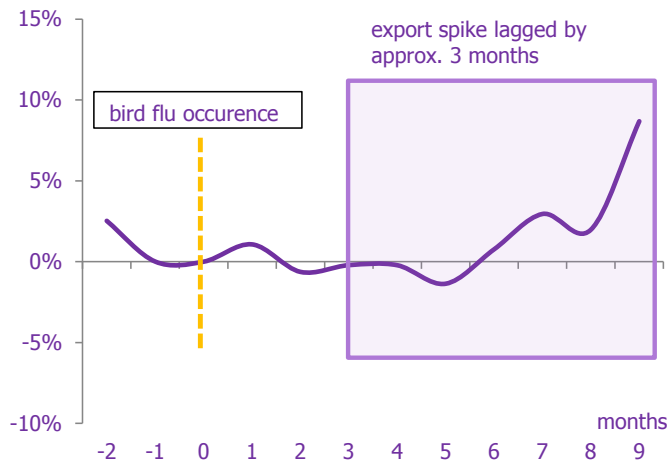
Figure 69: EU นำเข้าไก่จากประเทศไทยในสัดส่วนสูงมาก

EU's poultry imports by country of origin
Unit: % of total poultry imports

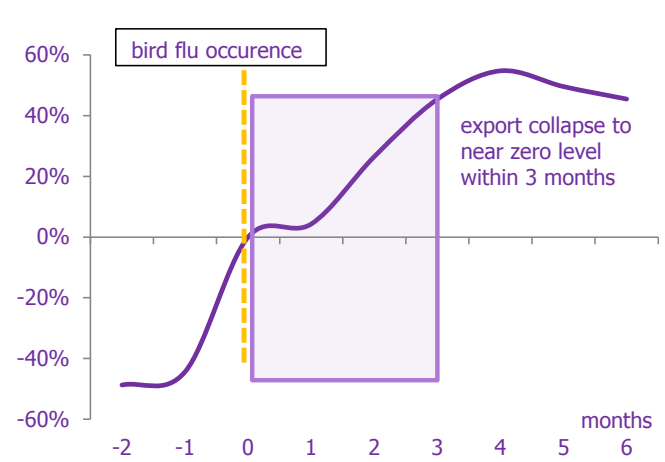


Source: UN comtrade, SCBS Investment Research

การแพร่ระบาดของโรคไข้หวัดนกส่งผลต่อผู้ส่งออกไก่ไทย ในทศวรรษที่ผ่านมา โรคไข้หวัดนกกลายเป็นหนึ่งในปัญหาหลักๆ ที่สร้างความวิตกกังวลให้กับฟาร์มไก่ทั่วโลก เรารวบรวมข้อมูลเพื่อศึกษาผลกระทบจากการแพร่ระบาดของโรคไข้หวัดนกต่อการส่งออกไก่ไทยในกรณีที่เกิดการแพร่ระบาดของโรคไข้หวัดนกในประเทศไทย และในกรณีที่เกิดการแพร่ระบาดของโรคไข้หวัดนกในประเทศอื่นๆ Chart ข้ามมีด้านล่างแสดงให้เห็นว่าปริมาณการส่งออกไก่ไทยเติบโตอย่างมากหลังจากโรคไข้หวัดนกแพร่ระบาดในประเทศอื่นๆ นาน 3 เดือน โดยอาจใช้สมมติฐานว่าสถานการณ์ขาดแคลนอุปทานไก่เกิดจากการจำกัดไก่ต้องสงสัยติดเชื้อในประเทศอื่นๆ ซึ่งจะส่งผลทำให้ประเทศไทยส่งออกไก่ได้เพิ่มมากขึ้น อย่างไรก็ตาม ในช่วงที่เกิดการแพร่ระบาดของโรคไข้หวัดนกในประเทศไทย ปริมาณการส่งออกไก่ไทยปรับลดลงสู่ระดับประมาณ 20% เมื่อเทียบกับปริมาณการส่งออกในปีก่อนๆ ปัจจุบันเกิดการแพร่ระบาดของโรคไข้หวัดนกในหลายๆ ประเทศ ได้แก่ ญี่ปุ่น เกาหลี จีน มาเลเซีย และสหรัฐฯ ซึ่งถือเป็นข่าวดีสำหรับการส่งออกไก่ไทย

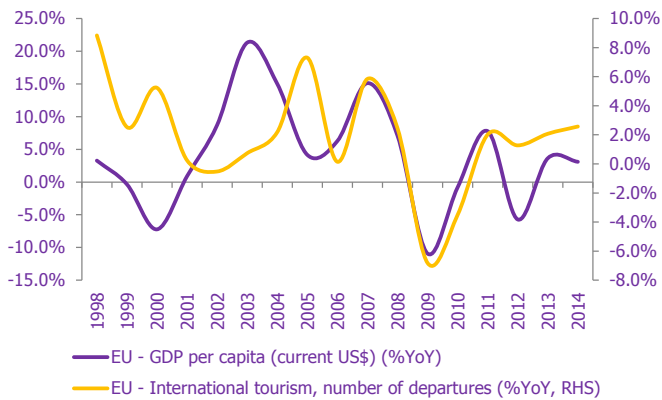
Figure 70: ปริมาณการส่งออกไก่ไทยในตลาดโลกเมื่อโรคไข้หวัดนกแพร่ระบาดในประเทศอื่น ๆ (normalized ที่ 0%)

Source: Bloomberg, MoC, SCBS Investment Research

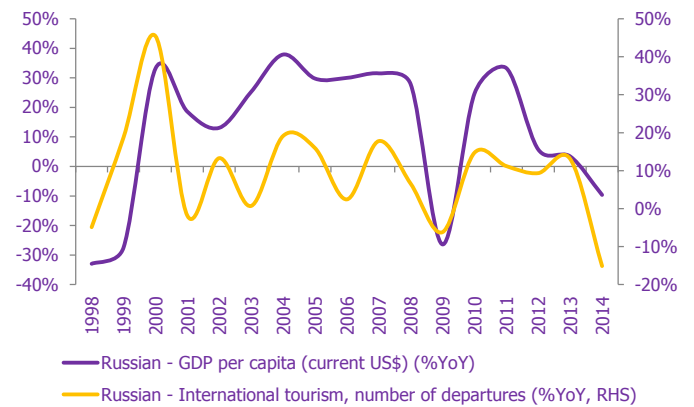
Figure 71: ปริมาณการส่งออกไก่ไทยในตลาดโลกเมื่อโรคไข้หวัดนกแพร่ระบาดในประเทศไทย (normalized ที่ 100%)

Source: Bloomberg, MoC, SCBS Investment Research

ท่องเที่ยว: อุตสาหกรรมท่องเที่ยวไทยยังแข็งแกร่ง ในช่วง 3 ปีที่ผ่านมา มีนักท่องเที่ยวจีนจำนวนมากเดินทางมาท่องเที่ยวในประเทศไทย แม้ในระยะหลังนี้จะชะลอตัวลงเล็กน้อยหลังจากรัฐบาลออกมาตรการปราบปรามทัวร์ศูนย์เหรียญ อย่างไรก็ตาม เราคาดว่าอุตสาหกรรมท่องเที่ยวไทยจะเติบโต 9% ในปีนี้ โดยได้รับปัจจัยหนุนจากมาตรการลดค่าธรรมเนียมวีซ่าของรัฐบาล และคาดว่าจะมีอัตราการเติบโตเป็นตัวเลขหลักเดียวด้านสูงอย่างต่อเนื่องในระยะ 2-3 ปีข้างหน้า โดยในปีนี้สถานการณ์น่าจะแตกต่างไปจากช่วง 2-3 ปีที่ผ่านมาเล็กน้อย เนื่องจากนักท่องเที่ยวจากประเทศพัฒนาแล้วบางประเทศ เช่น ยุโรป และรัสเซีย จะกลับคืนมาหลังจากเศรษฐกิจของประเทศเหล่านี้เริ่มฟื้นตัว นักท่องเที่ยวเหล่านี้ใช้งบประมาณส่วนใหญ่ไปกับโรงแรมและที่พัก

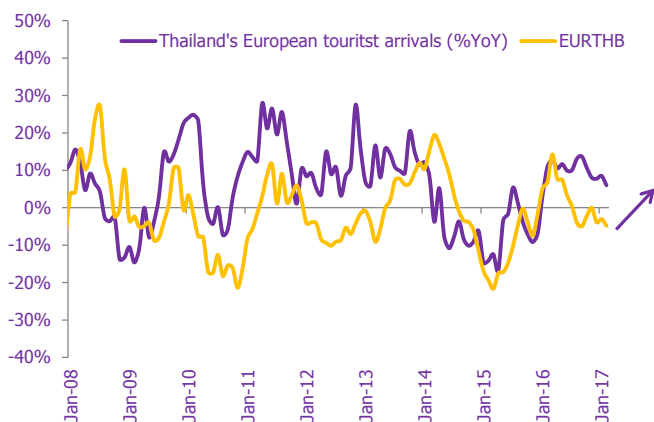
Figure 72: จำนวนนักท่องเที่ยว EU ขาออกมีค่า correlation ในระดับสูงกับรายได้ต่อหัวประชากร

Source: CEIC, SCBS Investment Research

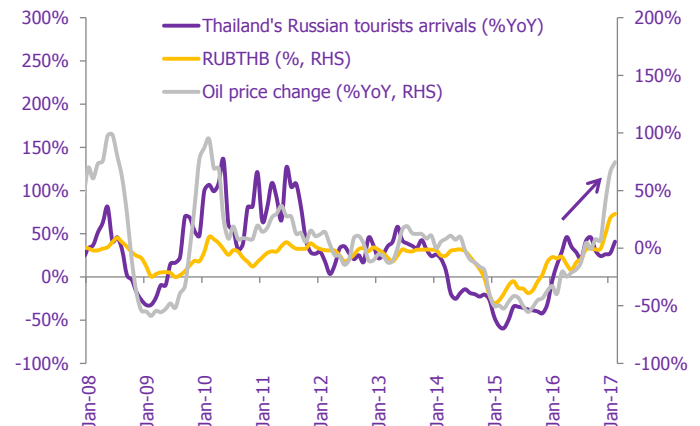
Figure 73: เช่นเดียวกับจำนวนนักท่องเที่ยวรัสเซียขาออก

Source: CEIC, SCBS Investment Research

ค่าเงินและราคาน้ำมันมีผลกระทบต่อนักท่องเที่ยวจากยุโรปและรัสเซีย นักท่องเที่ยวชาวตะวันตก (ยุโรปและรัสเซีย) มีความอ่อนไหวต่อวัฏจักรเศรษฐกิจและการแข็งค่าของสกุลเงิน ในช่วงเกือบ 10 ปีที่ผ่านมาเศรษฐกิจโลกผ่านมาทั้งช่วงขาขึ้นและขาลง เช่นเดียวกับค่าเงินสกุลต่างๆ และในระหว่างนี้ จำนวนนักท่องเที่ยวจากยุโรปและรัสเซียที่เดินทางเข้ามาในประเทศไทยก็แกว่งตัวตามระดับการแข็งค่าของเงินยูโรและเงินรูเบิลรัสเซียเทียบกับเงินบาท เมื่อเงินยูโรและเงินรูเบิลรัสเซียแข็งค่าเมื่อเทียบกับเงินบาท จำนวนนักท่องเที่ยวจากสองภูมิภาคนี้ก็ปรับตัวเพิ่มขึ้นในทิศทางเดียวกัน และในทางกลับกันก็เช่นกัน ทั้งนี้เมื่ออ้างอิงอัตราแลกเปลี่ยนจาก Bloomberg consensus อัตราแลกเปลี่ยนยูโร/บาท และรูเบิลรัสเซีย/บาท แสดงให้เห็นว่าเงินยูโรและเงินรูเบิลรัสเซียมีแนวโน้มแข็งค่าเมื่อเทียบกับเงินบาทในไตรมาส 2/60 ถึงไตรมาส 4/60 ดังนั้นอาจจะมีย่านนักท่องเที่ยวจากสองภูมิภาคนี้เดินทางเข้ามาในประเทศไทยเพิ่มมากขึ้น

Figure 74: การอ่อนค่าของเงินบาท (EUR:THB) น่าจะช่วยกระตุ้นให้นักท่องเที่ยวยุโรปเดินทางเข้ามาในไทยเพิ่มขึ้น

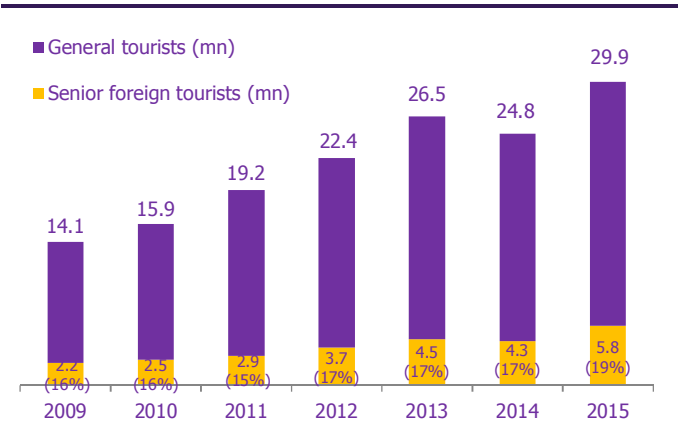
Source: CEIC, SCBS Investment Research

Figure 75: เงินรูเบิลรัสเซียที่แข็งค่า (RUB:THB) และการฟื้นตัวของราคาน้ำมันน่าจะหนุนให้นักท่องเที่ยวรัสเซียเดินทางเข้ามาในไทยเพิ่มขึ้น

Source: CEIC, SCBS Investment Research

นักท่องเที่ยวสูงอายุจะกระตุ้นการท่องเที่ยว เมื่ออ้างอิงข้อมูลจากบทวิเคราะห์อุตสาหกรรมท่องเที่ยวที่ SCB EIC เผยแพร่เมื่อไม่นานนี้ อุตสาหกรรมท่องเที่ยวน่าจะได้รับปัจจัยกระตุ้นจากผู้สูงอายุ (55 ปีขึ้นไป) จากประเทศพัฒนาแล้วเป็นส่วนใหญ่ เช่น สหรัฐอเมริกา เยอรมนี และสหราชอาณาจักร โดยในปี 2558 นักท่องเที่ยวสูงอายุชาวต่างชาติคิดเป็นสัดส่วนประมาณ 19% ของนักท่องเที่ยวต่างชาติทั้งหมดที่เดินทางเข้ามาในประเทศไทย เพิ่มขึ้นจาก 16% ในปี 2552 คิดเป็นอัตราการเติบโตเฉลี่ยสะสมต่อปี (CAGR) ที่ 18% นอกจากนี้ นักท่องเที่ยวต่างชาติกลุ่มนี้ยังใช้จ่ายเงินมากกว่าค่าเฉลี่ยประมาณ 4% และคิดเป็น 20% ของรายได้ทั้งหมดจากนักท่องเที่ยวต่างชาติ โดยปกติแล้วนักท่องเที่ยวกลุ่มนี้ยังพำนักอยู่ในประเทศไทยเป็นเวลานานกว่านักท่องเที่ยวกลุ่มอื่นๆ ด้วย ดังนั้นถ้าธุรกิจท่องเที่ยวสามารถใช้กลยุทธ์ราคากับนักท่องเที่ยวสูงอายุโดยตรง นักท่องเที่ยวกลุ่มนี้ก็จะเป็นส่วนสำคัญที่ช่วยสนับสนุนให้รายได้ของกลุ่มท่องเที่ยวเติบโต

Figure 76: สัดส่วนนักท่องเที่ยวสูงอายุในประเทศไทยเพิ่มขึ้น



Source: SCB EIC, Department of Tourism

Figure 77: นักท่องเที่ยวสูงอายุ 10 ประเทศแรกที่เดินทางเข้ามาในประเทศไทย

International Tourist	Number of senior tourists (mn)	Proportion (%)
China	1.3	16
Malaysia	1.05	31
Japan	0.38	27
South Korea	0.27	20
Laos	0.24	20
US	0.22	25
UK	0.18	21
Australia	0.18	23
Singapore	0.18	19
Germany	0.15	18

Source: SCB EIC, Department of Tourism

อุปสงค์จากต่างประเทศเป็นประเด็นการลงทุนสำหรับไตรมาส 2/60 เลือก ERW, GFPT, HANA, KCE, MINT และ TU เป็น top picks สำหรับไตรมาส 2/60 ในขณะที่เศรษฐกิจโลกมีแนวโน้มฟื้นตัวดีขึ้น การส่งออกก็กลับมาเป็นปัจจัยขับเคลื่อนเศรษฐกิจไทยอีกครั้ง ทั้งผู้ส่งออกไทยและ SET index น่าจะได้รับประโยชน์จากการส่งออกที่มีแนวโน้มขยายตัวเพิ่มขึ้น เมื่อประกอบกับเงินบาทที่มีแนวโน้มอ่อนค่าลง เราจึงเลือกบริษัทที่มีทั้งรายได้ในสกุลเงินต่างประเทศและมีความสัมพันธ์กับอุปสงค์จากต่างประเทศที่ปรับตัวเพิ่มขึ้น ซึ่งอยู่ในกลุ่มท่องเที่ยว อาหาร และชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์ หุ่น top picks ประจำไตรมาส 2/60 ของเราที่ตรงตามเกณฑ์ดังกล่าว คือ ERW GFPT HANA KCE MINT และ TU นอกจากนี้หุ้นบางตัวในนี้ยังมีปัจจัยสนับสนุนเฉพาะตัวอีกด้วย

Figure 78: รีมหลักกลยุทธ์การลงทุนไตรมาส 2/60

หุ้น	ได้ประโยชน์จาก...			สรุปมุมมองการลงทุน
	อุปสงค์ต่างประเทศ	บาทอ่อน	ราคา laggard	
KCE	✓	✓		หลังจากกำไรชะลอตัวลงในไตรมาส 4/59-ไตรมาส 1/60 กำไรจะกลับมาเติบโตตั้งแต่ไตรมาส 2/60 สุทธิตัวที่มีอัตราดอกเบี้ยตลอดทั้งปี 2560 ที่ 22% โดยได้รับปัจจัยหนุนจากความต้องการชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์สำหรับยานยนต์จำนวนมากและการขยายกำลังการผลิตในเฟส 3 ของ KCEL แม้อัตราต้นทุนวัตถุดิบสูงขึ้น
HANA	✓	✓		ธุรกิจเซมิคอนดักเตอร์อยู่ในวัฏจักรขาขึ้น ความต้องการเซ็นเซอร์จะกลายเป็นปัจจัยกระตุ้นการเติบโตของ HANA โดยได้รับปัจจัยหนุนจากตลาดสมาร์ตโฟนและยานยนต์ กำไรจะเติบโตอย่างแข็งแกร่งในช่วงครึ่งแรกปี 60 และคาดว่าจะฟื้นตัว 35% ในปี 2560
GFPT	✓	✓		GFPT จะได้ประโยชน์จากราคาไก่ที่สูงขึ้น และต้นทุนอาหารสัตว์ที่ลดลงตั้งแต่ต้นปี 2560 การระบาดของโรคไข้หวัดนกและปัญหาคุณภาพในประเทศอื่นๆ ถือเป็นข่าวดีสำหรับผู้ส่งออกไก่ไทย
TU	✓	✓	✓	TU มีแนวโน้มที่จะรายงานกำไรเติบโตอย่างแข็งแกร่งที่ 20% ในปี 2560 โดยได้รับปัจจัยกระตุ้นจากการปรับราคาผลิตภัณฑ์ทูน่าและแชลมอนได้ดีขึ้น นอกจากนี้เงินบาทอ่อนค่าน่าจะส่งผลดีต่อกำไรด้วย
MINT	✓	✓	✓	คาดกำไรฟื้นตัวอย่างแข็งแกร่งที่ +22% ในปี 2560 โดยได้รับปัจจัยหนุนจากการฟื้นตัวในธุรกิจที่พักอาศัย ราคาหุ้น MINT ปรับตัว underperform ตลาดอยู่ 11% และซื้อขายที่ valuation น่าสนใจ
ERW	✓	✓	✓	กำไรของ ERW จะเติบโต 19% YoY ในปี 2560 โดยได้รับปัจจัยกระตุ้นจาก ARR ที่เพิ่มขึ้นเพราะอัตราค่าเช่าที่พักสูง ราคาหุ้น ERW ปรับตัว underperform ตลาดอยู่ 7% ในช่วง 6 เดือนที่ผ่านมา

Source: SCBS Investment Research

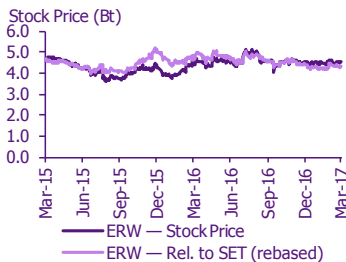
ชื่อ

Stock Data

Last close (Mar 27) (Bt)	4.50
12-m target price (Bt)	6.50
Upside (Downside) to TP (%)	44.44
Mkt cap (Btbn)	11.25
Mkt cap (US\$mn)	327

Bloomberg code	ERW TB
Reuters code	ERW.BK
Risk rating	H
Mkt cap (%) SET	0.07
Sector % SET	0.69
Shares issued (mn)	2,500
Par value (Bt)	1.00
12-m high / low (Bt)	5.3 / 3.9
Avg. daily 6m (US\$mn)	0.81
Foreign limit / actual (%)	49 / 16
Free float (%)	44.6
Dividend policy (%)	35

Price Performance



Source: SET, SCBS Investment Research

Share performance

	1M	3M	12M
Absolute	(3.0)	0.4	0.9
Relative to SET	(3.7)	(2.5)	(10.8)

Source: SET, SCBS Investment Research

เติบโตต่อเนื่อง

หลังจากปี 2559 ที่แข็งแกร่งซึ่งเป็นปีที่ ERW รายงานกำไรในช่วงโลว์ซีซั่นได้เป็นครั้งแรก เรายังคงชอบ ERW และคาดว่ากำไรจะเติบโตอย่างต่อเนื่องที่ 19% YoY ในปี 2560 โดยได้รับปัจจัยกระตุ้นจากอัตราการเข้าพักสูง ซึ่งจะเปิดโอกาสให้บริษัทขึ้นราคา (เพิ่ม ARR) แม้แนวโน้มกำไรดี แต่ราคาหุ้น ERW กลับปรับตัว underperform ตลาดอยู่ 7% ในช่วง 6 เดือนที่ผ่านมา เราแนะนำ "ซื้อ" ERW ด้วยราคาเป้าหมาย 6.5 บาท/หุ้น และเลือกเป็น top pick ในกลุ่มโรงแรม

อุตสาหกรรมท่องเที่ยวไทยกำลังฟื้นตัว ไตรมาส 4/59 เป็นช่วงไฮซีซั่นที่คึกคักน้อยกว่าปกติของอุตสาหกรรมท่องเที่ยวไทย เพราะจำนวนนักท่องเที่ยวจีนลดลงภายหลังการปราบปรามเอเยนต์ทัวร์ศูนย์เหรียญในประเทศไทยบวกกับช่วงเวลาแห่งการไว้อาลัย อย่างไรก็ตาม สถานการณ์ปรับตัวดีขึ้นหลังจากรัฐบาลขยายมาตรการกระตุ้นการท่องเที่ยว โดยยกเว้นค่าธรรมเนียมการตรวจลงตราที่สถานทูตไทย และปรับลดค่าธรรมเนียมการตรวจลงตรา ณ ช่องทางอนุญาตของด่านตรวจคนเข้าเมืองลงครึ่งหนึ่ง จนถึงวันที่ 31 สิงหาคม 2560 (จาก 28 กุมภาพันธ์ 2560) จำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติที่เดินทางเข้ามาในประเทศไทยในช่วง 2 เดือนแรกปี 60 เพิ่มขึ้น 2% YoY ดัชนี -1% YoY ในไตรมาส 4/59 โดยได้รับปัจจัยกระตุ้นจากตลาดจีนที่ปรับตัวดีขึ้น เนื่องจากนักท่องเที่ยวจากจีน (27% ของจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติทั้งหมดที่เดินทางเข้ามาในประเทศไทย) ลดลงเพียง 7% YoY ในช่วง 2 เดือนแรกปี 60 หลังจากลดลงถึง 21% YoY ในไตรมาส 4/59 และมีนักท่องเที่ยวจากรัสเซีย (5% ของจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติทั้งหมดที่เดินทางเข้ามาในประเทศไทย, +33% YoY) และอินเดีย (3% ของจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติทั้งหมดที่เดินทางเข้ามาในประเทศไทย, +20% YoY) เข้ามามากขึ้น ทั้งนี้ตลาดจีนคิดเป็น 14% ของรายได้ค่าห้องพักในปี 2559 ของ ERW, อินเดียที่ 5%, และรัสเซียที่ 3%

กำไรจะได้รับปัจจัยกระตุ้นจากการขึ้นราคา เราคาดว่าอุตสาหกรรมท่องเที่ยวไทยจะเติบโตตามปกติในปี 2560 โดยจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติที่เดินทางเข้ามาในประเทศไทยจะเพิ่มขึ้น +9% YoY สู่ 36 ล้านคน ทั้งนี้ไตรมาส 4/59 เป็นช่วงไฮซีซั่นที่คึกคักน้อยกว่าปกติ แต่ ERW ยังรายงานอัตราการเข้าพักสูงในปี 2559 ที่ 83% อุตสาหกรรมท่องเที่ยวไทยที่เติบโตอย่างต่อเนื่องจะช่วยสนับสนุนให้อัตราการเข้าพักยืนอยู่ในระดับสูง และจะเปิดโอกาสให้บริษัทขึ้นราคาห้องพักเฉลี่ย (ARR) ซึ่งเป็นปัจจัยที่ช่วยกระตุ้นให้รายได้เฉลี่ยต่อห้องพัก (RevPar) และกำไรปรับตัวเพิ่มขึ้นโดยไม่มีต้นทุนเพิ่ม สำหรับปี 2560 หากไม่รวมโรงแรมชั้นประหยัด HOP INN เราคาดว่า RevPar ของ ERW จะเติบโต 7.5% YoY เร่งตัวขึ้นจาก +5.5% ในปี 2559 โดยได้รับปัจจัยหนุนจากอัตราการเข้าพัก 84% (เพิ่มขึ้นเล็กน้อยจาก 83% ในปี 2559) และ ARR ที่เพิ่มขึ้น 6% YoY (เทียบกับ -2% YoY ในปี 2559) ทั้งนี้ในฐานะที่ประกอบธุรกิจโรงแรมเพียงอย่างเดียว กำไรของ ERW จึงมีความอ่อนไหวค่อนข้างสูงต่อการขึ้น ARR; ARR ที่สูงกว่าประมาณการของเราทุก ๆ 1% จะช่วยสนับสนุนให้กำไรของ ERW ปรับขึ้นได้อีก 12% เทียบกับ 4% สำหรับ CENTEL และ 3% สำหรับ MINT

การขยายธุรกิจจะเน้นไปที่ตลาดระดับกลางถึงล่าง แผนระยะ 5 ปี (ถึงปี 2563) ของ ERW ยังคงเหมือนเดิม ทั้งนี้ภายในปี 2563 ERW วางแผนประกอบกิจการโรงแรม 95 แห่ง จำนวนห้องพัก >10,000 ห้อง เพิ่มขึ้นจาก 41 แห่ง จำนวนห้องพัก 6,385 ห้องในปี 2559 การขยายธุรกิจจะเน้นไปที่ตลาดระดับกลางถึงล่าง: 1) โรงแรมชั้นประหยัด HOP INN ในประเทศไทยจะเพิ่มขึ้นอีก 28 แห่ง (จาก 22 แห่งในปี 2559 สู่ 50 แห่งในปี 2563), 2) โรงแรม HOP INN ในฟิลิปปินส์จะเพิ่มขึ้นอีก 19 แห่ง (จาก 1 แห่งในปี 2559), และ 3) โรงแรมลักซ์วอร์จันระดับกลางและชั้นประหยัดในประเทศไทยจะเพิ่มขึ้นอีก 7 แห่ง งบลงทุนรวมในปี 2560-2563 จะอยู่ที่ ~9.0 พันล้านบาท จากการคาดการณ์ของเรา อัตราส่วนหนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยต่อทุนของบริษัทจะต่ำสุดที่ 2.0 เท่าในปี 2562 (จาก 1.7 เท่าในปี 2559) แต่ยังคงต่ำกว่าข้อกำหนดเพดานหนี้ที่ 2.5 เท่า

กำไรอยู่ในแนวโน้มขาขึ้นอย่างต่อเนื่อง หลังจากปี 2559 ที่แข็งแกร่งซึ่งเป็นปีที่ ERW รายงานกำไรในช่วงโลว์ซีซั่นได้เป็นครั้งแรกผ่านพ้นไป เรายังคงชอบ ERW และคาดว่ากำไรจะเติบโตอย่างต่อเนื่องที่ 19% YoY ในปี 2560 โดยได้รับปัจจัยกระตุ้นจากอัตราการเข้าพักสูง ซึ่งจะเปิดโอกาสให้บริษัทขึ้นราคา (เพิ่ม ARR) โดยไม่มีต้นทุนเพิ่ม แม้แนวโน้มกำไรดีเป็นบวก แต่ราคาหุ้น ERW กลับปรับตัว underperform ตลาดอยู่ 7% ในช่วง 6 เดือนที่ผ่านมา เราแนะนำ "ซื้อ" ERW ด้วยราคาเป้าหมาย 6.5 บาท/หุ้น และเลือกเป็น top pick ในกลุ่มโรงแรม

Forecasts and valuation

Year to 31 Dec	Unit	2015	2016	2017F	2018F	2019F
Revenue	(Btmn)	5,255	5,571	6,193	6,527	6,870
EBITDA	(Btmn)	1,414	1,586	1,763	1,869	1,974
Core profit	(Btmn)	195	346	411	466	538
Reported profit	(Btmn)	195	367	411	466	538
Core EPS	(Bt)	0.08	0.14	0.17	0.19	0.22
DPS	(Bt)	0.04	0.06	0.06	0.07	0.08
P/E, core	(x)	57.0	32.2	27.1	23.9	20.7
EPS growth, core	(%)	n.m.	77.0	18.8	13.5	15.3
P/BV, core	(x)	2.3	2.2	2.1	2.0	1.9
ROE	(%)	4.1	6.9	7.9	8.5	9.2
Dividend yield	(%)	0.9	1.3	1.3	1.5	1.7
EV/EBITDA	(x)	13.2	11.8	11.3	11.2	11.1

Source: SCBS Investment Research

ระวิญญ์ ปิยะกรียงไกร

นักวิเคราะห์การลงทุนวิจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1002

raweenuch.piyakriengkai@scb.co.th

Financial statement

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	2015	2016	2017F	2018F	2019F
Total revenue	5,255	5,571	6,193	6,527	6,870
Cost of goods sold	(3,230)	(3,273)	(3,598)	(3,776)	(3,955)
Gross profit	2,025	2,298	2,595	2,752	2,916
SG&A	(1,374)	(1,482)	(1,615)	(1,689)	(1,773)
Other income	46	40	40	42	45
Interest expense	387	362	426	440	436
Pre-tax profit	310	494	594	664	751
Corporate tax	(99)	(122)	(163)	(177)	(190)
Equity a/c profits	19	15	24	25	27
Minority interests	(35)	(41)	(44)	(47)	(50)
Core profit	195	346	411	466	538
Extra-ordinary items	0	21	0	0	0
Net Profit	195	367	411	466	538
EBITDA	1,414	1,586	1,763	1,869	1,974
Core EPS (Bt)	0.08	0.14	0.17	0.19	0.22
Net EPS (Bt)	0.08	0.15	0.17	0.19	0.22
DPS (Bt)	0.04	0.06	0.06	0.07	0.08

Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	2015	2016	2017F	2018F	2019F
Total current assets	1,409	1,278	1,292	1,498	1,517
Total fixed assets	11,632	11,707	13,032	14,339	15,624
Total assets	14,820	14,911	16,268	17,784	19,091
Total loans	8,602	8,424	9,649	10,801	11,707
Total current liabilities	3,558	3,606	4,344	5,651	6,772
Total long-term liabilities	5,985	5,867	6,219	6,125	5,962
Total liabilities	9,903	9,839	10,928	12,141	13,099
Paid-up capital	2,498	2,498	2,498	2,498	2,498
Total equity	4,917	5,073	5,340	5,643	5,992
BVPS (Bt)	1.99	2.05	2.16	2.28	2.42

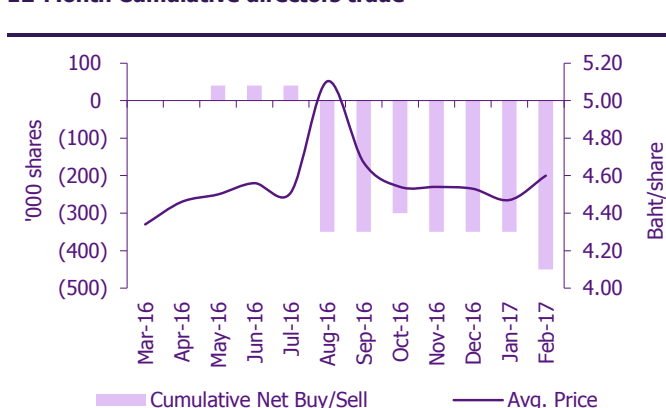
Cash Flow Statement (Btmn)

FY December 31	2015	2016	2017F	2018F	2019F
Core Profit	195	346	411	466	538
Depreciation and amortization	717	730	742	764	786
Operating cash flow	747	1,040	992	1,197	1,282
Investing cash flow	(670)	(818)	(2,000)	(2,000)	(2,000)
Financing cash flow	187	(386)	1,081	988	718
Net cash flow	374	(213)	60	182	(3)

Key Financial Ratios

	2015	2016	2017F	2018F	2019F
Gross margin(%)	38.5	41.2	41.9	42.2	42.4
Operating margin(%)	12.4	14.6	15.8	16.3	16.6
EBITDA margin(%)	26.9	28.5	28.5	28.6	28.7
EBIT margin(%)	13.3	15.4	16.5	16.9	17.3
Net profit margin(%)	3.7	6.6	6.6	7.1	7.8
ROE (%)	4.1	6.9	7.9	8.5	9.2
ROA (%)	1.3	2.3	2.6	2.7	2.9
Net D/E (x)	1.5	1.5	1.6	1.7	1.8
Interest coverage (x)	3.7	4.4	4.1	4.2	4.5
Debt service coverage (x)	0.7	0.5	0.6	0.5	0.4
Payout Ratio (%)	50.6	40.5	35.0	35.0	35.0

12-Month Cumulative directors trade



Source: SEC

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16
Total revenue	1,386	1,536	1,236	1,375	1,424
Cost of goods sold	(819)	(841)	(787)	(822)	(824)
Gross profit	566	695	449	553	600
SG&A	(348)	(379)	(357)	(368)	(377)
Other income	21	9	14	7	10
Interest expense	95	93	89	89	91
Pre-tax profit	145	232	17	103	142
Corporate tax	(33)	(44)	(16)	(30)	(32)
Equity a/c profits	2	8	5	(4)	5
Minority interests	(12)	(7)	(6)	(13)	(15)
Core profit	102	189	1	56	101
Extra-ordinary items	(1)	3	16	0	2
Net Profit	101	191	17	56	103
EBITDA	419	505	287	377	418
Core EPS (Bt)	0.04	0.08	0.00	0.02	0.04
Net EPS (Bt)	0.04	0.08	0.01	0.02	0.04

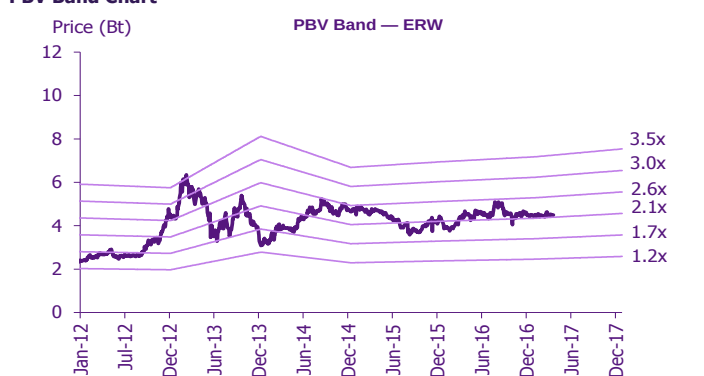
Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16
Total current assets	1,409	1,474	1,268	1,368	1,278
Total fixed assets	11,632	11,512	11,493	11,508	11,707
Total assets	14,820	14,828	14,601	14,814	14,911
Total loans	8,602	8,473	8,433	8,531	8,424
Total current liabilities	3,558	3,632	3,799	3,832	3,606
Total long-term liabilities	5,985	5,721	5,451	5,631	5,867
Total liabilities	9,903	9,715	9,605	9,826	9,839
Paid-up capital	2,498	2,498	2,498	2,498	2,498
Total equity	4,917	5,113	4,997	4,988	5,073
BVPS (Bt)	1.98	2.06	2.02	2.01	2.05

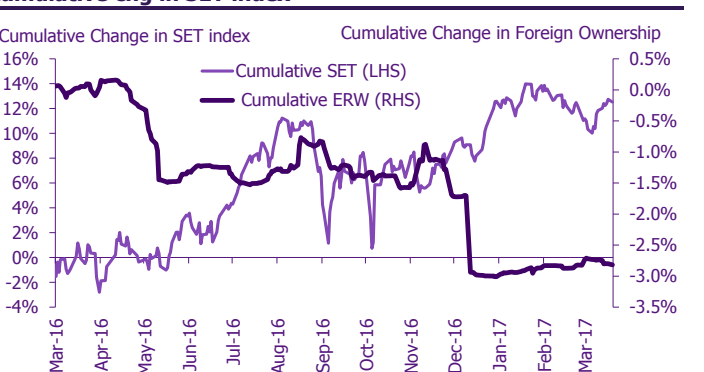
Main Assumptions

	2015	2016	2017F	2018F	2019F
No. of rooms	5,676	6,217	6,985	6,985	6,985
Hotel statistics (excluding HOP INN)					
Occupancy rate (percent)	77.0	83.0	83.9	83.9	83.9
ARR (Bt/room/night)	2,515	2,470	2,618	2,740	2,868
% YoY growth	(0.4)	(1.8)	6.0	4.7	4.7
(RevPar, Bt/room/night)	1,938	2,044	2,198	2,301	2,408
% YoY growth	13.9	5.5	7.5	4.7	4.7

PBV Band Chart

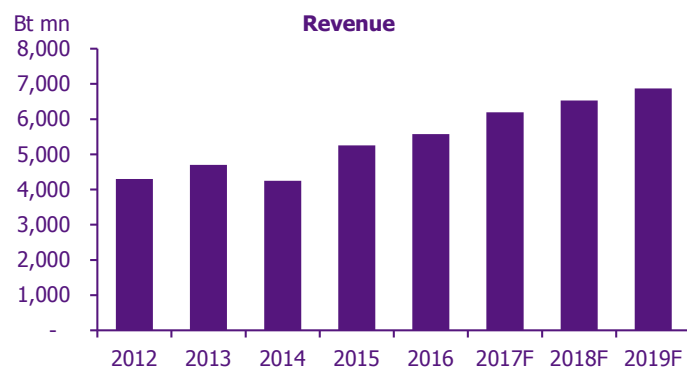


12 Month cumulative chg in foreign ownership versus cumulative chg in SET index



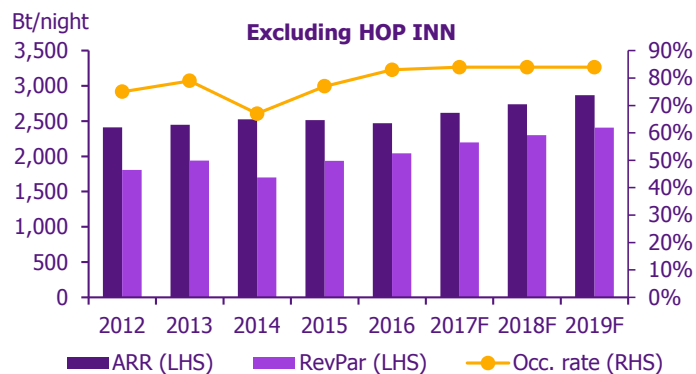
Source: SET, SCBS Investment Research

Figure 1: Revenue forecast



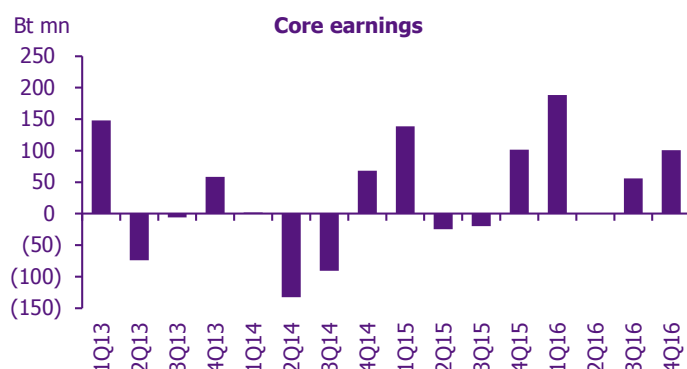
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 2: Hotel operational statistics



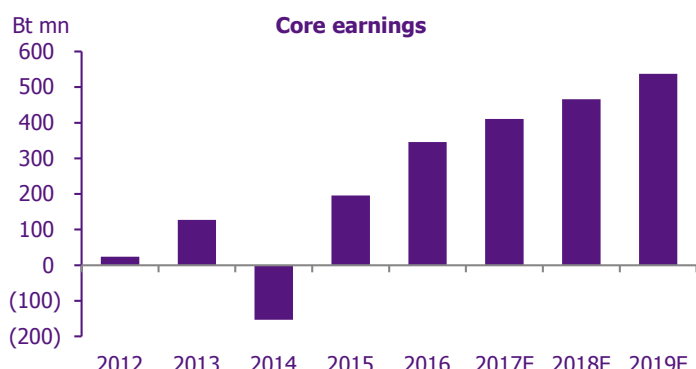
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 3: Quarterly earnings



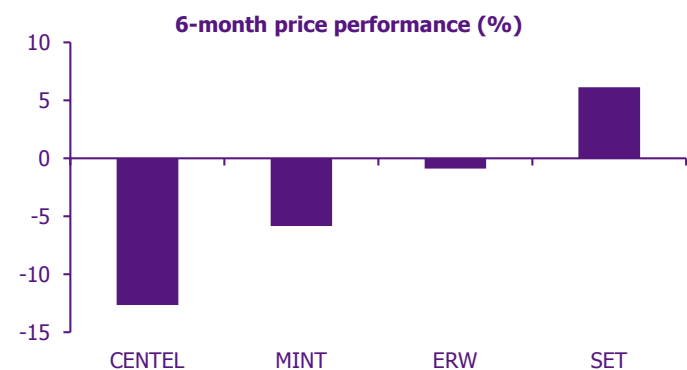
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 4: ERW's earnings forecast



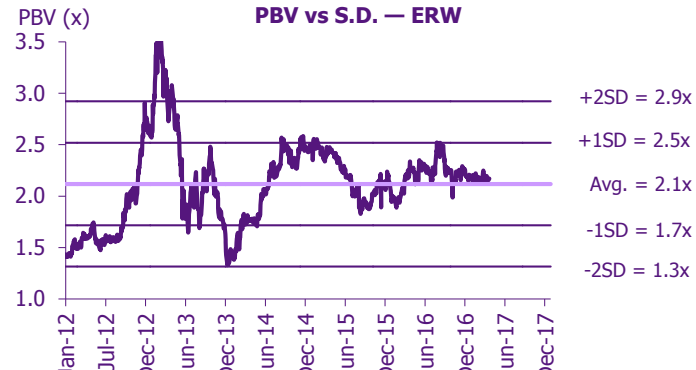
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 5: Share price performance



Source: SET and SCBS Investment Research

Figure 6: ERW PB band



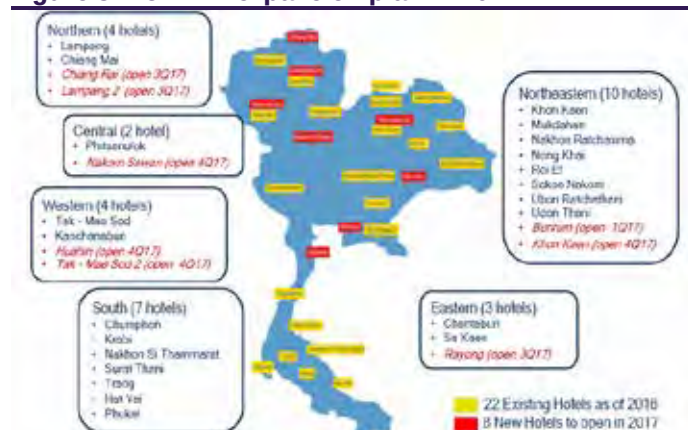
Source: SET and SCBS Investment Research

Figure 7: ERW's long-term expansion plan

	Before 2005	2005 - 2010	2011 - 2015	2016-2020
Luxury	GRAND HYATT JW MARRIOTT	RENAISSANCE The Ritz-Carlton		
Midscale		COURTYARD HOLIDAY INN HOLIDAY INN Mercure Mercure		Novotel Mercure Mercure
Economy		ibis ibis ibis ibis ibis ibis ibis	ibis ibis ibis ibis ibis	ibis ibis ibis ibis ibis
Budget			HOP INN	HOP INN ASEAN Thailand
Total	2 Hotels 821 Rooms	13 Hotels 3,355 Rooms	33 Hotels 5,676 Rooms	>90 Hotels >10,000 Rooms

Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 8: HOP INN expansion plan in 2017



Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 9: HOP INN expansion plan in Philippines



Source: Company data and SCBS Investment Research

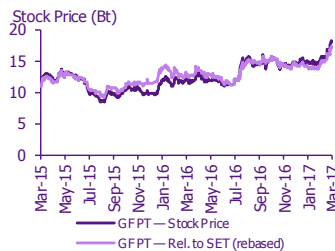
ชื่อ

Stock Data

Last close (Mar 27) (Bt)	18.80
12-m target price (Bt)	22.00
Upside (Downside) to TP (%)	17.02
Mkt cap (Btbn)	23.57
Mkt cap (US\$mn)	684

Bloomberg code	GFPT TB
Reuters code	GFPT.BK
Risk rating	M
Mkt cap (%) SET	0.15
Sector % SET	0.53
Shares issued (mn)	1,254
Par value (Bt)	1.00
12-m high / low (Bt)	18.2 / 10.7
Avg. daily 6m (US\$mn)	2.16
Foreign limit / actual (%)	49 / 15
Free float (%)	44.2
Dividend policy (%)	≤ 50

Price performance



Source: SET, SCBS Investment Research

Share performance

	1M	3M	12M
Absolute	16.9	22.4	51.3
Relative to SET	16.1	18.9	33.8

Source: SET, SCBS Investment Research

ศิริมา ดิสรสา, CFA

นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพ์

0-2949-1004

sirima.dissara@scb.co.th

ผู้ได้ประโยชน์รายใหญ่จากอุตสาหกรรมไก่ที่ปรับตัวดีขึ้น

ราคาหุ้น GFPT จะปรับตัว **outperform** SET อย่างต่อเนื่อง เพราะอุตสาหกรรมไก่มีแนวโน้มที่สดใสมากขึ้น โดยได้รับปัจจัยหนุนจากการส่งออกที่แข็งแกร่ง ราคาผลิตภัณฑ์สูง และต้นทุนอาหารสัตว์ต่ำตั้งแต่ต้นปี 2560 ตลาดใหม่ ๆ, การแพร่ระบาดของโรคไข้หวัดนก, และปัญหาคูณภาพในประเทศอื่น ๆ จะส่งผลต่อการส่งออกไก่ไทย ในฐานะที่ประกอบธุรกิจไก่อย่างเดียว GFPT จึงมีแนวโน้มที่จะรายงานกำไรเติบโตโดดเด่นกว่าหุ้นอื่น ๆ ในกลุ่มอาหาร โดยเฉพาะในช่วงครึ่งแรกปี 60 เราคาดว่ากำไรปี 2560 ของ GFPT จะทำจุดสูงสุดใหม่ที่ 1.9 พันล้านบาท (+19% YoY) สูงกว่าประมาณการของตลาดอยู่ 8% คงคำแนะนำ “ซื้อ” ด้วยราคาเป้าหมายปลายปี 60 อ้างอิงวิธี SOTP ที่ 22 บาท

ส่วนต่างราคาไก่กับต้นทุนอาหารสัตว์กว้างขึ้นในช่วง 2 เดือนแรกปี 60 ในช่วง 2 เดือนแรกปี 60 ส่วนต่างราคาไก่กับต้นทุนอาหารสัตว์เพิ่มขึ้น 18% จากไตรมาส 1/59 โดยได้รับปัจจัยหนุนจากราคาไก่ที่สูงขึ้นเพราะอุปสงค์ในตลาดส่งออกเพิ่มขึ้น ประกอบกับอุปทานเพิ่มขึ้นเพียงเล็กน้อยท่ามกลางต้นทุนอาหารสัตว์ที่ลดลง ทั้งนี้ในช่วง 2 เดือนแรกปี 60 ราคาไก่เพิ่มขึ้นสู่ 39 บาท/กก. (+4% จากไตรมาส 1/59) ในด้านต้นทุนอาหารสัตว์ ต้นทุนข้าวโพดและถั่วเหลืองปรับตัวลดลงอีกสู่ 8 บาท/กก. (-9% จากไตรมาส 1/59) และ 16 บาท/กก. (-3% จากไตรมาส 1/59)

ปริมาณการส่งออกจะปรับตัวเพิ่มขึ้นในปี 2560 ในปี 2560 ผู้เชี่ยวชาญในอุตสาหกรรมไก่คาดว่าปริมาณการส่งออกเนื้อไก่ไทยจะอยู่ที่ 760,000-780,000 ตัน (+3-5% YoY) และอาจจะมี upside จากอุปสงค์ที่แข็งแกร่งมากกว่าคาดในตลาดส่งออกใหม่ ๆ, อุปทานที่ลดลงทั่วโลกจากการแพร่ระบาดของโรคไข้หวัดนกเป็นเวลานาน, และปัญหาคูณภาพสำหรับผู้นำเข้าและผู้ส่งออกรายใหญ่ทั่วโลก ๆ เหตุการณ์แรก เกาหลีใต้ และสิงคโปร์ กลับมานำเข้าไก่สดจากไทยอีกครั้งในปี 2560 โดยแต่เดิมสองประเทศนี้นำเข้าไก่แช่เย็น 40,000 ตันต่อปี และไก่แช่แข็ง 5,000 ตันต่อปี (6% ของปริมาณการส่งออกไก่ไทย) จากประเทศไทย เหตุการณ์ที่สอง การแพร่ระบาดของโรคไข้หวัดนกในเกาหลีใต้และญี่ปุ่น (ตลาดส่งออกที่สำคัญของประเทศไทย) ส่งผลกระทบทำให้อุปทานไก่ในประเทศเหล่านี้ปรับตัวลดลงตั้งแต่เดือนพฤศจิกายน 2559 นอกจากนี้โรคไข้หวัดนกในสหรัฐฯ ก็ส่งผลทำให้ตลาดหลัก ๆ ส่งหามนำเข้าผลิตภัณฑ์ไก่จากสหรัฐฯ (ผู้ส่งออกไก่รายใหญ่อันดับสองของโลก) ในเดือนมีนาคม 2560 เหตุการณ์ล่าสุด การสอบสวนบริษัทผู้ผลิตไก่ในบราซิล (ผู้ส่งออกไก่รายใหญ่ที่สุดของโลก) พบว่ามีการติดสินบนเจ้าหน้าที่กระทรวงสาธารณสุขเพื่อปิดบังเรื่องเนื้อไก่เสื่อมคุณภาพและไม่ถูกสุขอนามัย ส่งผลทำให้ฮ่องกง, ญี่ปุ่น, จีน, สหภาพยุโรป, และเกาหลีใต้ ประกาศลดการนำเข้าเนื้อสัตว์หรือระงับการนำเข้าเนื้อสัตว์ทั้งหมดจากบราซิล เหตุการณ์เหล่านี้รวมกันส่งสัญญาณถึงความต้องการไก่จากไทยเพิ่มมากขึ้น

จีนเป็นกรณีศึกษาสำหรับบราซิล ในเดือนกรกฎาคม 2557 ทางกรจีนได้สั่งปิดโรงงานผลิตเนื้อสัตว์ Shanghai Hushi Food (OSI Group) หลังจากสถานีโทรทัศน์แห่งหนึ่งรายงานว่าการงานหยิบเนื้อที่หล่นกองกับพื้นใส่กลับลงไปในเครื่องจักร และนำเนื้อหมดยุมาผสมกับเนื้อใหม่ แม้ปริมาณการส่งออกไก่จากจีนอยู่ในระดับทรงตัวที่ 430,000 ตันในปี 2557 แต่หลังจากนั้นก็ลดลงสู่ 400,000 ตัน (-7% YoY) ในปี 2558 และ 390,000 ตัน (-1% YoY) ในปี 2559 สัดส่วนการส่งออกไก่จากจีนเทียบกับการส่งออกไก่ทั่วโลกลดลงจาก 4.1% ในปี 2557 สู่ 3.7% ในปี 2559 ซึ่งแสดงให้เห็นว่าประเด็นความปลอดภัยทางอาหารมีผลกระทบต่อความเชื่อมั่นของผู้ซื้อ ส่งผลทำให้มีการสั่งหามนำเข้าและโยกคำสั่งซื้อไปยังประเทศอื่นแทนในปีต่อ ๆ มา ทั้งนี้ภายหลังเกิดกรณีอื้อฉาวในอุตสาหกรรมอาหารของจีน ราคาหุ้น GFPT ก็ปรับตัวเพิ่มขึ้นแบบก้าวกระโดด และ outperform SET เกือบ 60% จากเดือนกรกฎาคม-พฤศจิกายน 2557

อัตรากำไรจะเพิ่มขึ้นในปี 2560 เราคาดว่าอัตรากำไรขั้นต้นของ GFPT จะเพิ่มขึ้นสู่ 16.5% (+1.5% YoY) ในปี 2560 โดยเกิดจาก: 1) ปริมาณขายส่งออกที่ให้อัตรากำไรสูงปรับตัวเพิ่มขึ้น โดยเกิดจากอุปสงค์ที่แข็งแกร่ง และฐานต่ำของช่วงครึ่งแรกปี 59; 2) ราคาผลิตภัณฑ์สูง; 3) ต้นทุนอาหารสัตว์ต่ำ ในด้านต้นทุนอาหารสัตว์ GFPT เก็บสต็อกวัตถุดิบในระดับปกติที่ 2-3 เดือน ซึ่งเมื่อรวมกับราคา spot price ระดับต่ำของข้าวโพดและถั่วเหลืองแล้ว หมายความว่าต้นทุนอาหารสัตว์ที่แท้จริงของบริษัทจะยืนอยู่ในระดับต่ำต่อไปอย่างน้อยในช่วงครึ่งแรกปี 60

Forecasts and valuation

Year to 31 Dec	Unit	2015	2016	2017F	2018F	2019F
Revenue	(Btmn)	16,467	16,693	17,291	17,917	18,570
EBITDA	(Btmn)	2,132	2,676	3,013	3,044	3,158
Core profit	(Btmn)	1,189	1,594	1,891	2,050	2,222
Reported profit	(Btmn)	1,195	1,644	1,891	2,050	2,222
Core EPS	(Bt)	0.95	1.27	1.51	1.63	1.77
DPS	(Bt)	0.25	0.30	0.35	0.37	0.41
P/E, core	(x)	18.99	14.16	11.94	11.01	10.16
EPS growth, core	(%)	-32.33	34.11	18.60	8.42	8.40
P/BV, core	(x)	2.39	2.09	1.84	1.62	1.44
ROE	(%)	13.08	15.77	16.39	15.64	15.03
Dividend yield	(%)	1.39	1.67	1.92	2.08	2.25
EV/EBITDA	(x)	12.25	9.74	8.33	7.91	7.26

Source: SCBS Investment Research

Financial statement

Profit and Loss Statement (Bt mn)

FY December 31	2015	2016	2017F	2018F	2019F
Total revenue	16,467	16,693	17,291	17,917	18,570
Cost of goods sold	-14,463	-14,191	-14,438	-15,050	-15,599
Gross profit	2,003	2,502	2,853	2,867	2,971
SG&A	-1,170	-1,243	-1,297	-1,335	-1,384
Other income	229	280	277	296	316
Interest expense	-123	-98	-94	-70	-43
Pre-tax profit	938	1,441	1,739	1,757	1,859
Corporate tax	20	-206	-243	-211	-204
Equity a/c profits	249	371	408	517	582
Minority interests	-18	-13	-13	-14	-14
Core profit	1,189	1,594	1,891	2,050	2,222
Extra-ordinary items	6	50	0	0	0
Net Profit	1,195	1,644	1,891	2,050	2,222
EBITDA	2,132	2,676	3,013	3,044	3,158
Core EPS (Bt)	0.95	1.27	1.51	1.63	1.77
Net EPS (Bt)	0.95	1.31	1.51	1.63	1.77
DPS (Bt)	0.25	0.30	0.35	0.37	0.41

Balance Sheet (Bt mn)

FY December 31	2015	2016	2017F	2018F	2019F
Total current assets	4,809	4,915	5,285	5,658	6,070
Total fixed assets	10,167	11,245	11,740	12,220	12,684
Total assets	14,976	16,160	17,025	17,878	18,754
Total loans	4,145	3,806	3,117	2,289	1,351
Total current liabilities	2,953	3,198	2,738	2,163	1,474
Total long-term liabilities	2,581	2,183	1,994	1,805	1,617
Total liabilities	5,533	5,381	4,732	3,968	3,091
Paid-up capital	1,254	1,254	1,254	1,254	1,254
Total equity	9,443	10,779	12,294	13,910	15,663
BVPS (Bt)	7.53	8.60	9.80	11.09	12.49

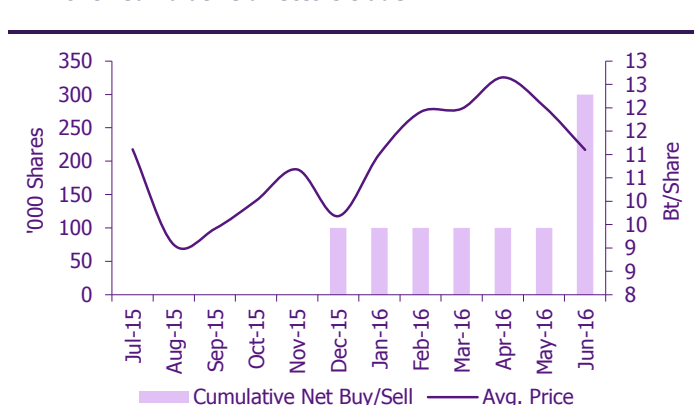
Cash Flow Statement (Bt mn)

FY December 31	2015	2016	2017F	2018F	2019F
Core Profit	1,189	1,594	1,891	2,050	2,222
Depreciation and amortization	1,070	1,137	1,181	1,217	1,256
Operating cash flow	2,205	2,580	3,014	3,137	3,361
Investing cash flow	(1,969)	(2,215)	(1,675)	(1,697)	(1,720)
Financing cash flow	79	(647)	(1,066)	(1,261)	(1,407)
Net cash flow	315	(282)	273	179	234

Key Financial Ratios

	2015	2016	2017F	2018F	2019F
Gross margin(%)	12.2	15.0	16.5	16.0	16.0
Operating margin(%)	5.1	7.5	9.0	8.6	8.5
EBITDA margin(%)	12.9	16.0	17.4	17.0	17.0
EBIT margin(%)	6.4	9.2	10.6	10.2	10.2
Net profit margin(%)	7.3	9.8	10.9	11.4	12.0
ROE (%)	12.7	15.2	15.4	14.7	14.2
ROA (%)	8.0	10.2	11.1	11.5	11.8
Net D/E (x)	0.4	0.3	0.2	0.1	0.0
Interest coverage (x)	17.3	27.3	32.1	43.4	72.7
Payout Ratio (%)	26.2	22.9	22.9	22.9	22.9

12-Month Cumulative directors trade



Source: SEC

Profit and Loss Statement (Bt mn)

FY December 31	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16
Total revenue	4,340	3,901	3,902	4,411	4,479
Cost of goods sold	-3,721	-3,453	-3,363	-3,662	-3,713
Gross profit	619	448	539	748	766
SG&A	-319	-294	-307	-310	-332
Other income	56	60	92	69	60
Interest expense	-30	-27	-25	-25	-21
Pre-tax profit	326	187	299	483	472
Corporate tax	6	-19	-29	-80	-77
Equity a/c profits	134	106	108	81	76
Minority interests	-6	-3	-2	-5	-8
Core profit	460	271	376	479	463
Extra-ordinary items	-10	4	5	17	24
Net Profit	451	275	381	496	487
EBITDA	625	494	609	792	781
Core EPS (Bt)	0.37	0.22	0.30	0.38	0.37
Net EPS (Bt)	0.36	0.22	0.30	0.40	0.39

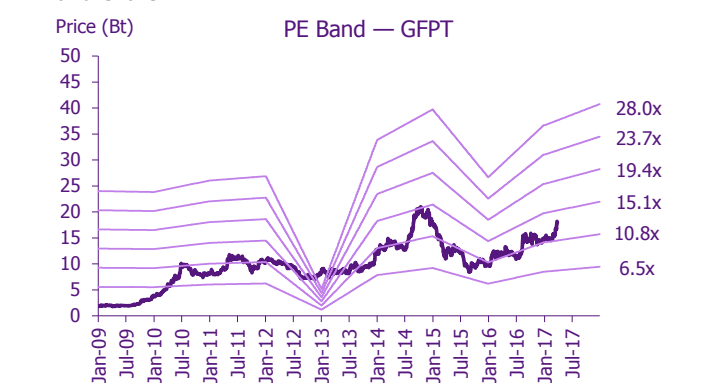
Balance Sheet (Bt mn)

FY December 31	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16
Total current assets	4,809	4,542	4,525	4,484	4,915
Total fixed assets	10,167	10,385	10,629	10,971	11,245
Total assets	14,976	14,927	15,154	15,455	16,160
Total loans	4,145	3,802	3,812	3,502	3,806
Total current liabilities	2,953	2,894	3,135	2,961	3,198
Total long-term liabilities	2,581	2,313	2,236	2,210	2,183
Total liabilities	5,533	5,207	5,371	5,171	5,381
Paid-up capital	1,254	1,254	1,254	1,254	1,254
Total equity	9,443	9,720	9,784	10,284	10,779
BVPS (Bt)	7.53	7.75	7.80	8.20	8.60

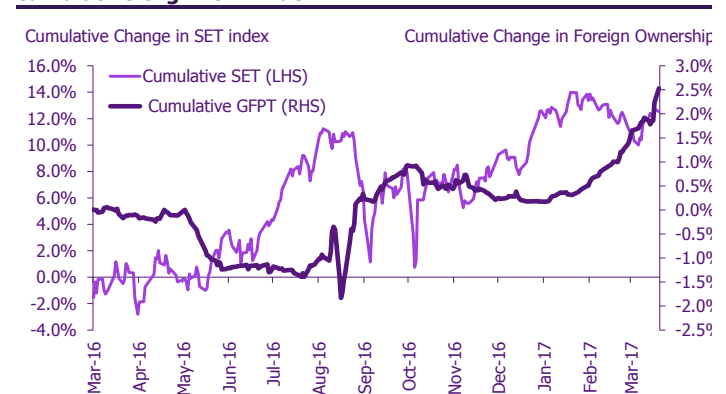
Main Assumptions

	2015	2016	2017F	2018F	2019F
Feed sales volume (K tons)	587	553	544	550	556
Chicken meat volume (K tons)	104.9	106.9	109.9	113.0	116.2
- Export volume	22.1	28.3	29.7	31.2	32.8
- Indirect export volume	17.4	15.9	16.2	16.5	16.9
- Domestic volume	65.4	62.7	64.0	65.2	66.5
FX (Bt/US\$)	34.2	35.3	36.5	36.5	36.5

PE Band Chart

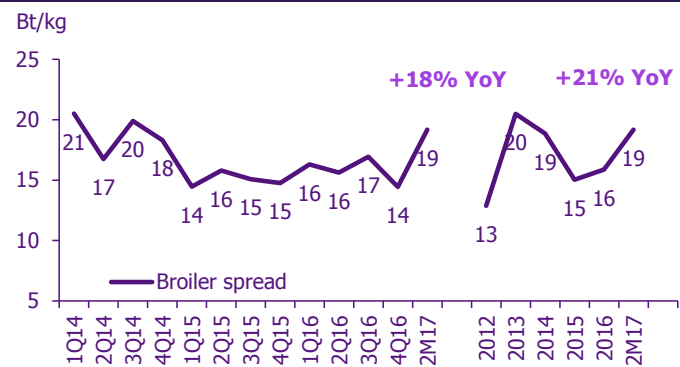


12 Month cumulative chg in foreign ownership versus cumulative chg in SET index



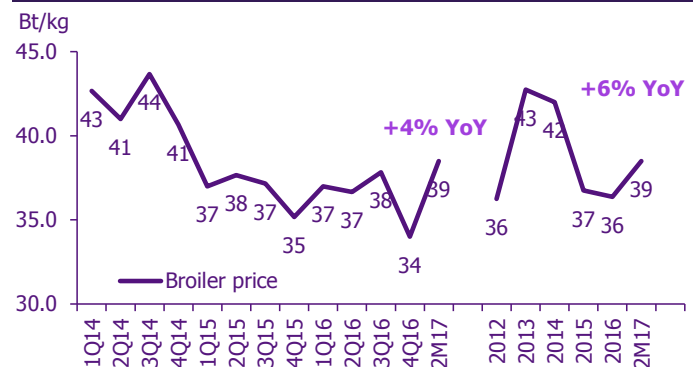
Source: SET, SCBS Investment Research

Figure 1: In 2M17, broiler spreads picked up



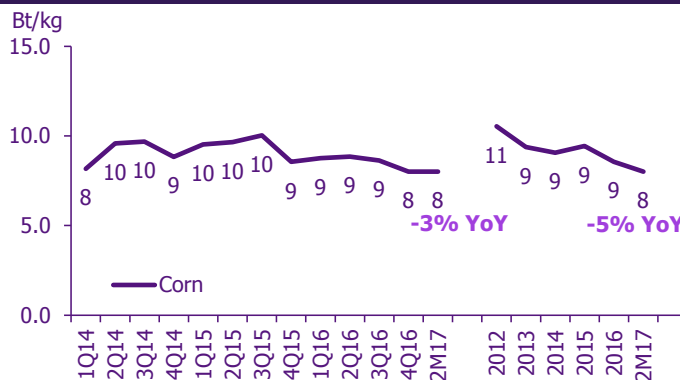
Source: Industry sources and SCBS Investment Research

Figure 2: In 2M17, broiler prices edged up



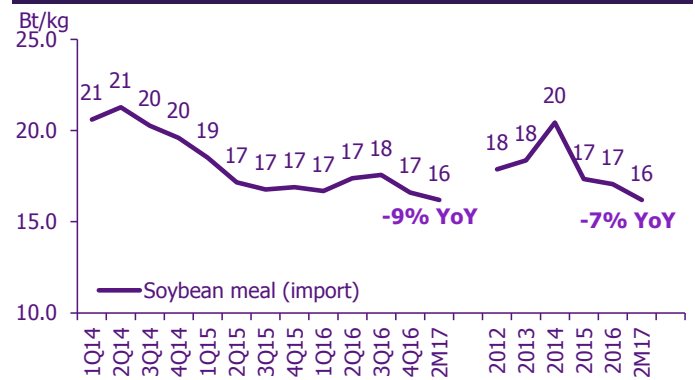
Source: Industry sources and SCBS Investment Research

Figure 3: In 2M17, corn costs dropped



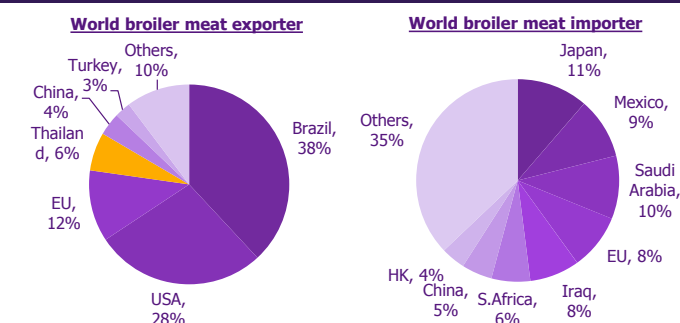
Source: Industry sources and SCBS Investment Research

Figure 4: In 2M17, soybean meal costs declined further



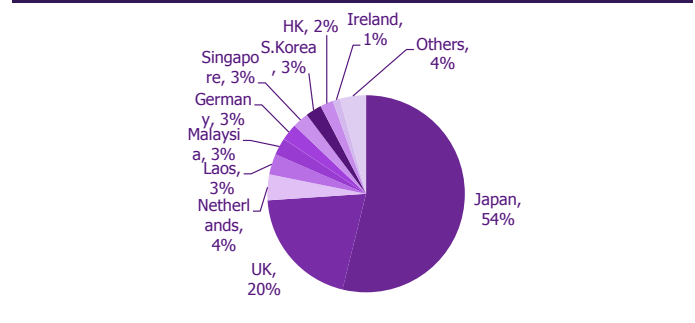
Source: Industry sources and SCBS Investment Research

Figure 5: World broiler exporters/importers in 2016



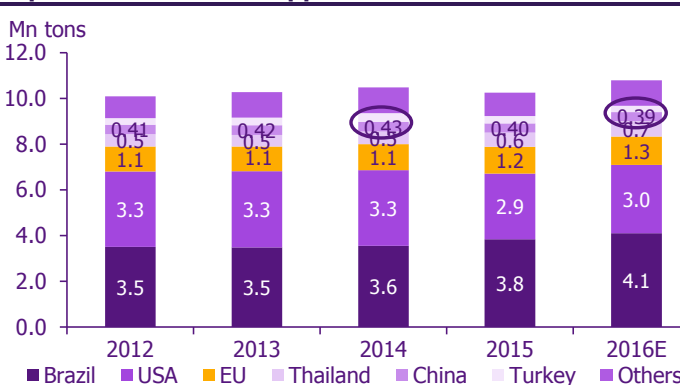
Source: OAE, USDA and SCBS Investment Research

Figure 6: Thai broiler export market in 2M17



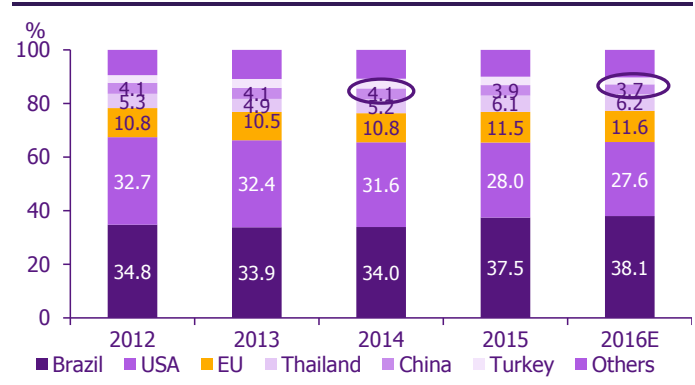
Source: MOC and SCBS Investment Research

Figure 7: After food scandal in China in 2014, broiler exports from China dropped 7% in 2015 and 1% in 2016



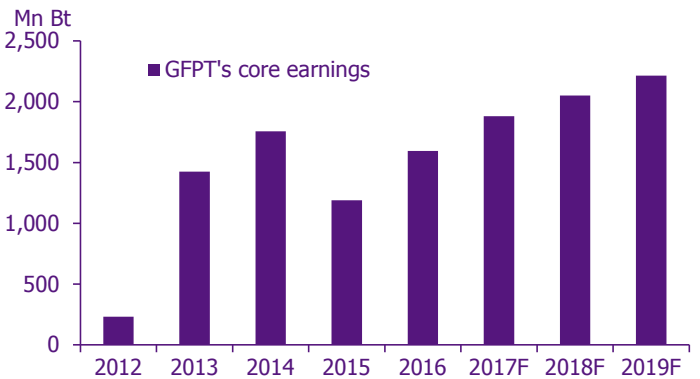
Source: OAE, USDA and SCBS Investment Research

Figure 8: Of global broiler exports, portion from China declined from 4.1% in 2014 to 3.7% in 2016



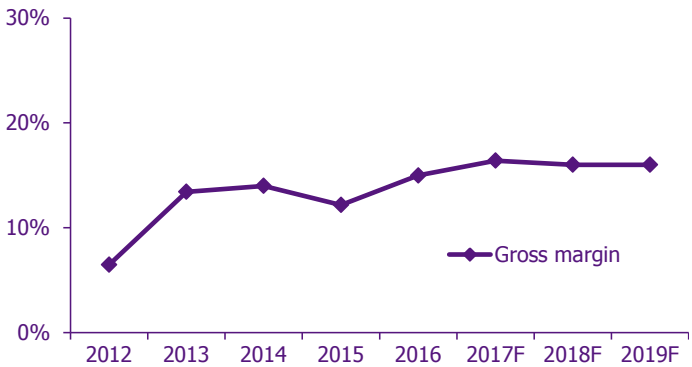
Source: OAE, USDA and SCBS Investment Research

Figure 9: GFPT's earnings to reach record high in 2017F



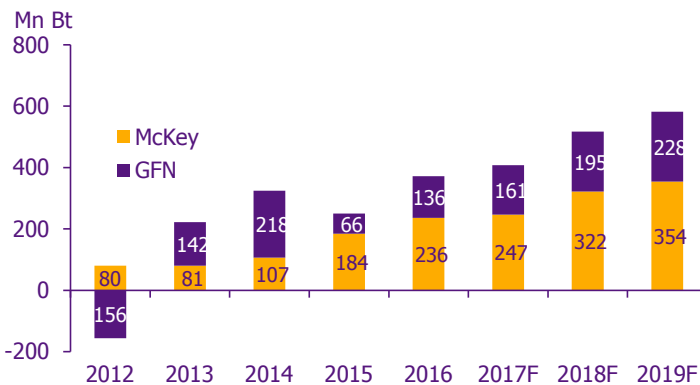
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 10: GFPT's gross margin



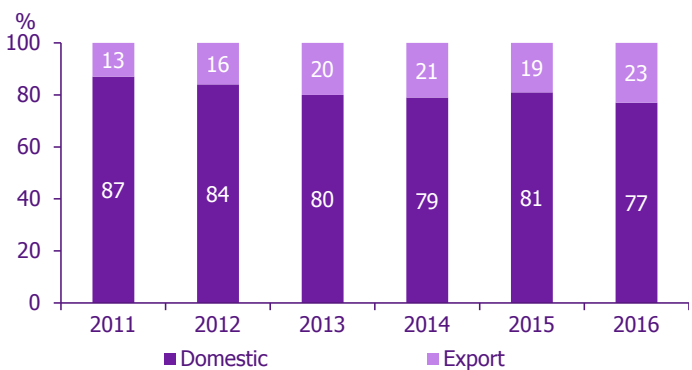
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 11: Equity income (GFN and McKey) to grow



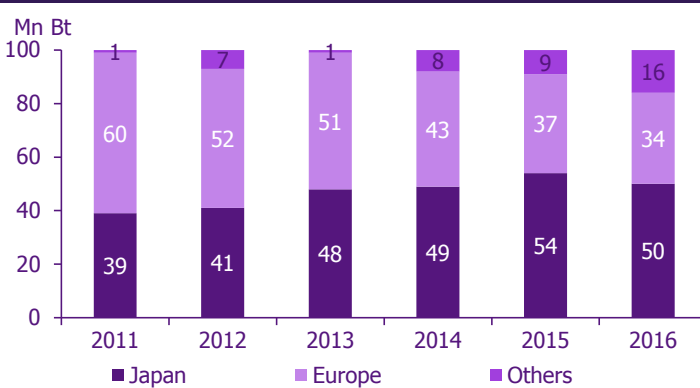
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 12: Sales breakdown by market



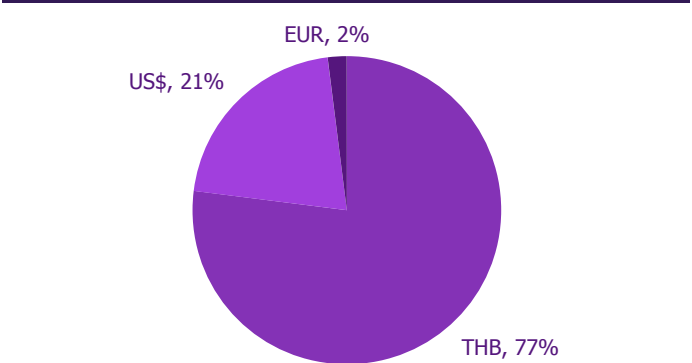
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 13: GFPT's export destination breakdown



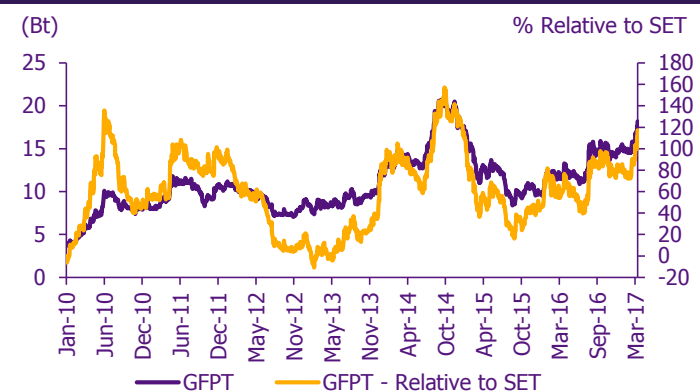
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 14: Sales breakdown by currencies in 2016



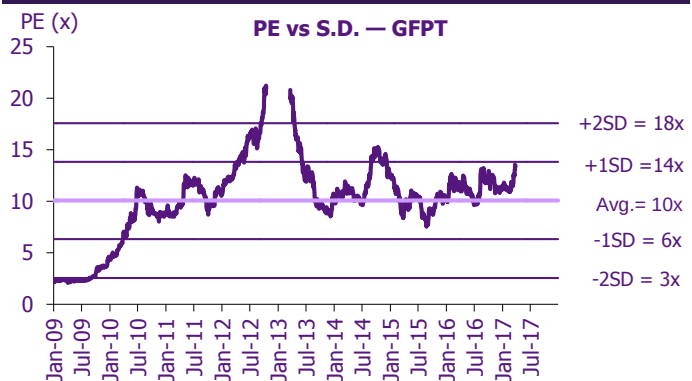
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 15: Price performance relative to SET



Source: SCBS Investment Research

Figure 16: GFPT's historical PE band



Source: SCBS Investment Research

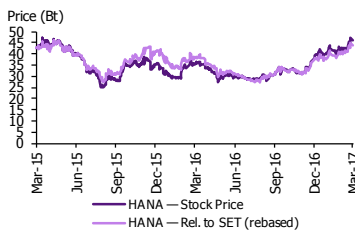
ข้อ

Stock Data

Last close (Mar 27) (Bt)	45.75
12-m target price (Bt)	51.00
Upside (Downside) to TP (%)	11.48
Mkt cap (Btbn)	36.82
Mkt cap (US\$mn)	1,068

Bloomberg code	HANA TB
Reuters code	HANA.BK
Risk rating	L
Mkt cap (%) SET	0.24
Sector % SET	1.59
Shares issued (mn)	805
Par value (Bt)	1.00
12-m high / low (Bt)	48.5 / 27
Avg. daily 6m (US\$mn)	2.91
Foreign limit / actual (%)	100 / 70
Free float (%)	46.5
Dividend policy (%)	~ 30-100

Price Performance



Source: SET, SCBS Investment Research

Share performance

	1M	3M	12M
Absolute	7.6	19.6	29.8
Relative to SET	6.9	16.1	14.8

Source: SET, SCBS Investment Research

ศลยา ณ สงขลา

นักวิเคราะห์การลงทุนวิจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1006

solaya.na_songkhla@scb.co.th

ฟื้นตัวครั้งใหญ่

เรามิมองเชิงบวกต่อ HANA เนื่องจากมีสัญญาณที่บ่งชี้ว่าอุตสาหกรรมเซมิคอนดักเตอร์เริ่มเข้าสู่แนวโน้มขาขึ้น, แนวโน้มการเติบโตที่สดใสของกลุ่มสมาร์ตโฟนและยานยนต์ ประกอบกับไม่มีตัวฉุดรั้งจากกลุ่ม PC อีกต่อไป ทั้งนี้แม้ราคาหุ้น HANA ปรับตัวขึ้นมาแล้ว 20% ในช่วง 3 เดือนที่ผ่านมา แต่เรายังคงมองว่าราคาหุ้นมีแนวโน้มที่จะปรับขึ้นได้อีกโดยได้รับปัจจัยหนุนจากโมเมนตัมอุตสาหกรรมที่ดี, การคาดการณ์ถึงกำไรช่วงครึ่งแรกปี 60 ที่แข็งแกร่ง, และกำไรที่คาดว่าจะเติบโต 35% ในปี 2560 เราแนะนำ "ซื้อ" HANA ด้วยราคาเป้าหมาย 51 บาท อ้างอิง PE 15 เท่า ซึ่งเท่ากับ PE เฉลี่ยในอดีต 10 ปี +1SD

อุตสาหกรรมเซมิคอนดักเตอร์เริ่มเข้าสู่แนวโน้มขาขึ้น อุตสาหกรรมเซมิคอนดักเตอร์เริ่มต้นปี 2560 ได้ดีมาก เนื่องจาก Semiconductor Industry Association (SIA) เปิดเผยข้อมูลเมื่อไม่นานนี้ว่ายอดขายอุปกรณ์เซมิคอนดักเตอร์ทั่วโลกเติบโตอย่างโดดเด่นที่ 14% YoY สู่ 3.06 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐในเดือน ม.ค. 2560 (ลดลงตามฤดูกาลที่ 1% QoQ) ซึ่งนับเป็นอัตราการเติบโต YoY สูงที่สุดในรอบเกือบ 6 ปี (ตั้งแต่ พ.ย. 2553) เมื่ออุตสาหกรรมเซมิคอนดักเตอร์ฟื้นตัวจากวิกฤตแฮมเบอร์เกอร์ ทั้งนี้เรามองว่ามีโอกาสสูงที่ SIA จะปรับเพิ่มประมาณการปี 2560 ที่จัดทำไว้ในปีเดือน ธ.ค. 2559 ว่ายอดขายอุปกรณ์เซมิคอนดักเตอร์ปี 2560 จะเติบโต 2.1% สู่ 3.46 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐ

ตลาดเซ็นเซอร์จะเติบโตที่ CAGR 14% ในปี 2559-2564 BCC Research คาดว่าตลาดเซ็นเซอร์ทั่วโลกจะเติบโตจาก 1.24 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐในปี 2559 สู่ 2.40 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐในปี 2564 ที่ CAGR 14% ปัจจัยกระตุ้นที่สำคัญ คือ กลุ่มเซ็นเซอร์ลายนิ้วมือ, internet of things, สมาร์ตโฟน, แท็บเล็ต, และยานยนต์

ตลาดสมาร์ตโฟนจะกลับมาเติบโตได้ดี หลังจากอัตราการเติบโตชะลอตัวลงสู่ 2.5% ในปี 2559 สถาบันวิเคราะห์และวิจัยการตลาดของสหรัฐอเมริกา IDC คาดการณ์ว่าตลาดสมาร์ตโฟนทั่วโลกจะกลับมาเติบโตได้ดีอีกครั้งที่ระดับ 4.2% สู่ 1.53 พันล้านเครื่องในปี 2560 และ 4.4% สู่ 1.60 พันล้านเครื่องในปี 2561 และจะเติบโตที่ CAGR 3.8% ในปี 2559-2563 สู่ 1.77 พันล้านเครื่องในปี 2563 โดยได้รับปัจจัยหนุนจากการเติบโตอย่างต่อเนื่องในกลุ่มโทรศัพท์มือถือแอนดรอยด์ และการฟื้นตัวของ iPhone หลังจากมีข่าวลือว่าจะมีการเปลี่ยนแปลงทางเทคนิคหลายอย่างด้วยกันในโมเดลใหม่ของปี

ธุรกิจ IC packaging นำการเติบโต โดยได้รับปัจจัยหนุนจากเครื่องใช้ไฟฟ้าอุตสาหกรรมทั้งหมด ธุรกิจ IC packaging (คิดเป็น 39% ของยอดขายทั้งหมดในปี 2559 เทียบกับ 61% จากธุรกิจ PCBA) ของ HANA น่าจะเป็นผู้นำในปีนี้ ปัจจัยกระตุ้นการเติบโตคาดว่าจะเกิดจากกลุ่มเซ็นเซอร์ เพราะอุปสงค์จากอุตสาหกรรมยานยนต์ (เซ็นเซอร์เครื่องยนต์, เซ็นเซอร์เบรก, เซ็นเซอร์น้ำมันเชื้อเพลิง, เซ็นเซอร์วัดแรงดันที่นิ่ง, โมดูล GPS) และสมาร์ตโฟนปรับตัวสูงขึ้น อุปสงค์ที่แข็งแกร่งอย่างมากส่งผลทำให้ HANA วางแผนขยายกำลังการผลิต IC packaging ในอยุธยาอีก 20% ในไตรมาส 2/60 เราคาดว่ายอดขายในธุรกิจนี้จะเติบโต 15% สู่ 262 ล้านดอลลาร์สหรัฐ สร้างสถิติใหม่ในปี 2560

ยอดขาย PCBA ทำจุดต่ำสุดในรอบ 5 ปีไปแล้วในปี 2559 หลังจากยอดขาย PCBA ลดลงที่ CAGR 11% ในระหว่างปี 2557-2559 สู่จุดต่ำสุดในรอบ 5 ปีในปี 2559 (หลักๆ เกิดจากอุตสาหกรรม PC ที่หดตัวลง) เราคาดว่ายอดขายจะฟื้นตัว 13% สู่ 400 ล้านดอลลาร์สหรัฐในปี 2560 (ยังต่ำกว่าสถิติที่ 445 ล้านดอลลาร์สหรัฐในปี 2557) อุตสาหกรรม PC ดูเหมือนจะเริ่มมีเสถียรภาพ โดย Gartner ซึ่งเป็นบริษัทวิจัยและที่ปรึกษาด้านเทคโนโลยีสารสนเทศระดับโลกคาดการณ์ว่า ยอดจัดส่ง PC ทั่วโลกจะเติบโตที่ CAGR 0.7% ในปี 2559-2561 หลังจากหดตัวลง 5 ปีติดต่อกันที่ CAGR -6% ในปี 2554-2559 ทั้งนี้ผลิตภัณฑ์หลักในกลุ่มนี้ของ HANA คือ laptop touchpad นอกจากนี้ผลิตภัณฑ์หลายอย่างของบริษัทก็มีแนวโน้มที่สดใส เช่น โมดูลแฟลชสำหรับโทรศัพท์มือถือ, โมดูลถ่ายภาพแบบตรวจจับความร้อน, และระบบ RFID tire-tag

Forecasts and valuation

Year to 31 Dec	Unit	2015	2016	2017F	2018F	2019F
Revenue	(Btmn)	20,521	20,523	24,004	26,546	28,881
EBITDA	(Btmn)	3,544	3,341	4,089	4,597	5,053
Core profit	(Btmn)	2,328	2,027	2,732	3,091	3,471
Reported profit	(Btmn)	2,066	2,105	2,732	3,091	3,471
Core EPS	(Bt)	2.89	2.52	3.39	3.84	4.31
DPS	(Bt)	2.00	2.00	2.00	2.20	2.20
P/E, core	(x)	15.82	18.17	13.48	11.91	10.61
EPS growth, core	(%)	38.87	-12.95	34.80	13.15	12.30
P/BV, core	(x)	1.90	1.84	1.75	1.63	1.52
ROE	(%)	12.32	10.29	13.31	14.16	14.82
Dividend yield	(%)	4.37	4.37	4.37	4.81	4.81
EV/EBITDA	(x)	7.91	8.14	6.84	5.65	4.94

Source: SCBS Investment Research

Financial statement

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	2015	2016	2017F	2018F	2019F
Total revenue	20,521	20,523	24,004	26,546	28,881
Cost of goods sold	17,491	17,647	20,443	22,616	24,551
Gross profit	3,030	2,876	3,560	3,930	4,330
SG&A	1,115	1,167	1,248	1,301	1,357
Other income	0	0	0	0	0
Interest expense	8	7	8	8	8
Pre-tax profit	2,375	2,164	2,846	3,220	3,616
Corporate tax	47	137	114	129	145
Equity a/c profits	0	0	0	0	0
Minority interests	0	0	0	0	0
Core profit	2,328	2,027	2,732	3,091	3,471
Extra-ordinary items	-262	79	0	0	0
Net Profit	2,066	2,105	2,732	3,091	3,471
EBITDA	3,544	3,341	4,089	4,597	5,053
Core EPS (Bt)	2.89	2.52	3.39	3.84	4.31
Net EPS (Bt)	2.57	2.62	3.39	3.84	4.31
DPS (Bt)	2.00	2.00	2.00	2.20	2.20

Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	2015	2016	2017F	2018F	2019F
Total current assets	15,670	17,038	17,667	19,979	22,261
Total fixed assets	7,453	6,743	7,327	7,024	6,467
Total assets	23,123	23,781	24,994	27,002	28,728
Total loans	0	0	0	0	0
Total current liabilities	3,165	3,364	3,456	3,982	4,008
Total long-term liabilities	534	455	455	455	455
Total liabilities	3,699	3,819	3,910	4,437	4,462
Paid-up capital	805	805	805	805	805
Total equity	19,424	19,962	21,084	22,565	24,266
BVPS (Bt)	24.13	24.80	26.20	28.04	30.15

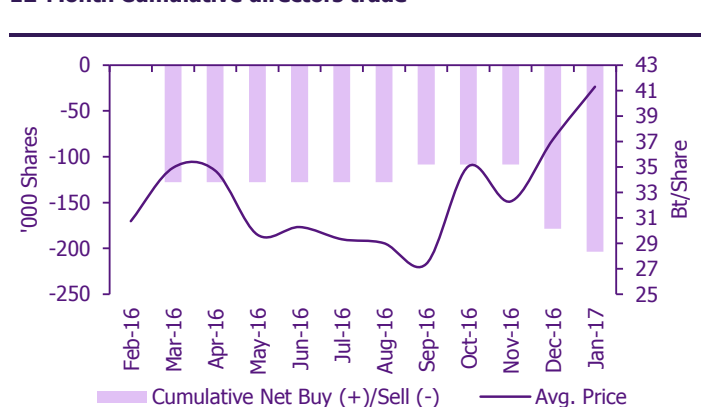
Cash Flow Statement (Btmn)

FY December 31	2015	2016F	2017F	2018F	2019F
Core Profit	2,328	2,027	2,732	3,091	3,471
Depreciation and amortization	1,161	1,170	1,235	1,369	1,429
Operating cash flow	2,956	3,008	2,642	4,674	3,678
Investing cash flow	(2,182)	(232)	(1,885)	(1,133)	(941)
Financing cash flow	(1,610)	(1,610)	(1,610)	(1,610)	(1,771)
Net cash flow	(836)	1,166	(853)	1,931	967

Key Financial Ratios

	2015	2016	2017F	2018F	2019F
Gross margin(%)	14.8	14.0	14.8	14.8	15.0
Operating margin(%)	9.3	8.3	9.6	9.9	10.3
EBITDA margin(%)	17.3	16.3	17.0	17.3	17.5
EBIT margin(%)	11.6	10.5	11.9	12.1	12.5
Net profit margin(%)	10.1	10.3	11.4	11.6	12.0
ROE (%)	10.6	10.5	13.0	13.7	0.0
ROA (%)	8.9	8.9	10.9	11.4	0.0
Net D/E (x)	(0.45)	(0.48)	(0.42)	(0.48)	(0.49)
Interest coverage (x)	298.0	294.1	356.7	403.5	0.0
Debt service coverage (x)	443.2	452.5	511.1	574.6	631.6
Payout Ratio (%)	77.9	76.5	58.9	57.3	51.0

12-Month Cumulative directors trade



Source: SEC

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16
Total revenue	5,125	4,742	4,764	5,290	5,726
Cost of goods sold	4,206	4,160	4,177	4,542	4,768
Gross profit	918	582	587	749	958
SG&A	287	325	267	289	287
Other income	108	104	114	129	116
Interest expense	2	2	2	2	2
Pre-tax profit	756	354	432	587	790
Corporate tax	5	4	25	88	21
Equity a/c profits	0	0	0	0	0
Minority interests	0	0	0	0	0
Core profit	751	350	408	500	770
Extra-ordinary items	71	128	9	70	-129
Net Profit	822	478	417	569	641
EBITDA	1,055	650	726	883	1,082
Core EPS (Bt)	0.93	0.43	0.51	0.62	0.96
Net EPS (Bt)	1.02	0.59	0.52	0.71	0.80

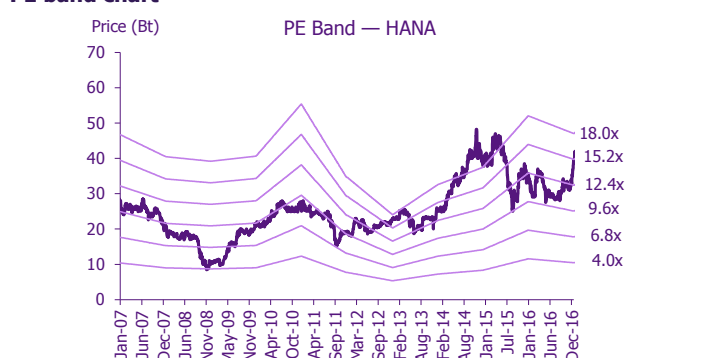
Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16
Total current assets	15,670	16,294	16,322	17,319	17,038
Total fixed assets	7,453	6,964	6,779	6,488	6,743
Total assets	23,123	23,258	23,101	23,807	23,781
Total loans	0	0	0	0	0
Total current liabilities	3,165	2,930	3,159	3,359	3,364
Total long-term liabilities	534	545	561	578	455
Total liabilities	3,699	3,475	3,720	3,937	3,819
Paid-up capital	805	805	805	805	805
Total equity	19,424	19,783	19,381	19,870	19,962
BVPS (Bt)	24.13	24.58	24.08	24.69	24.80

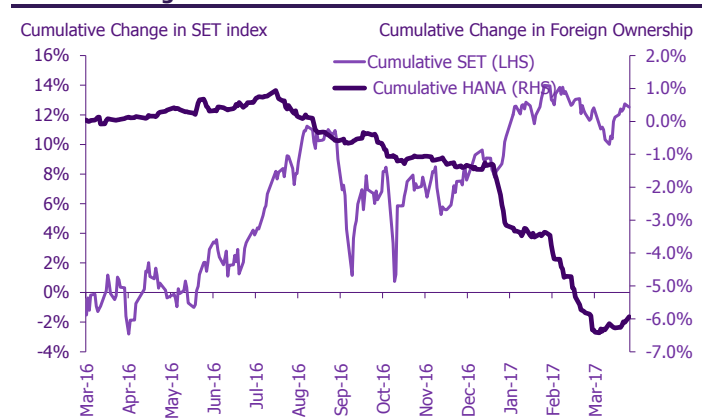
Main Assumptions

	2015	2016	2017F	2018F	2019F
Exchange rate (Bt/US\$)	34.0	35.0	36.5	36.5	36.5
Sales in US\$ term (mn)	600	581	658	727	791
% sales growth (US\$ term)	(8)	(3)	13	11	9
% PCBA sales	63	61	60	61	60
% IC sales	37	39	40	39	40

PE band chart

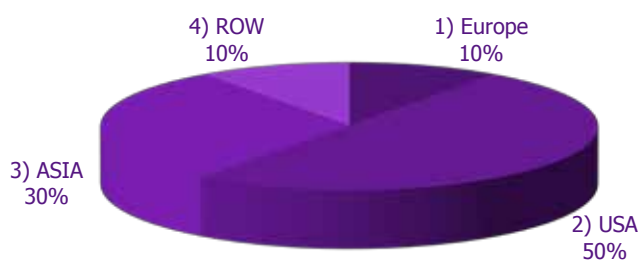


12 Month cumulative chg in foreign ownership versus cumulative chg in SET index



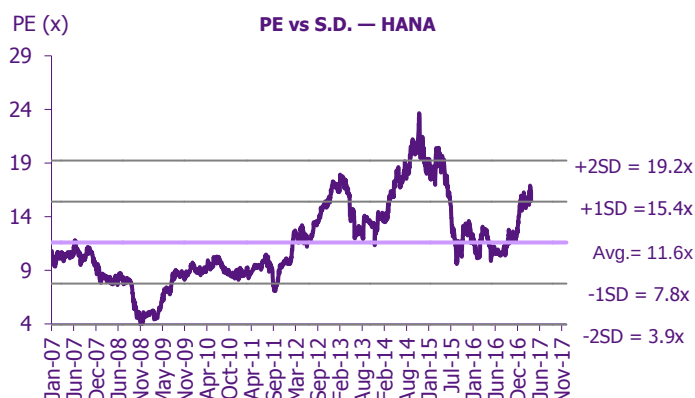
Source: SET, SCBS Investment Research

Figure 1: Sales breakdown by markets



Source: Company reports and SCBS Investment Research

Figure 2: PE Band



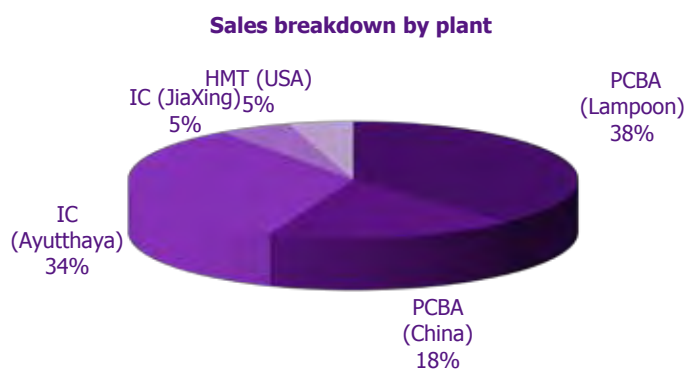
Source: Company reports and SCBS Investment Research

Figure 3: Sensors in smartphones



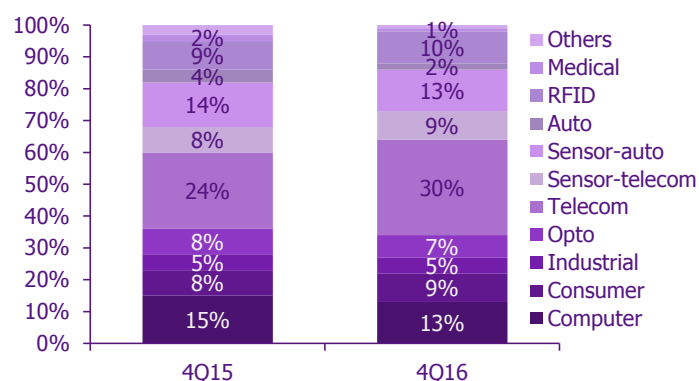
Source: Yole Development, June 2016

Figure 4: Sales breakdown by plant (2016)



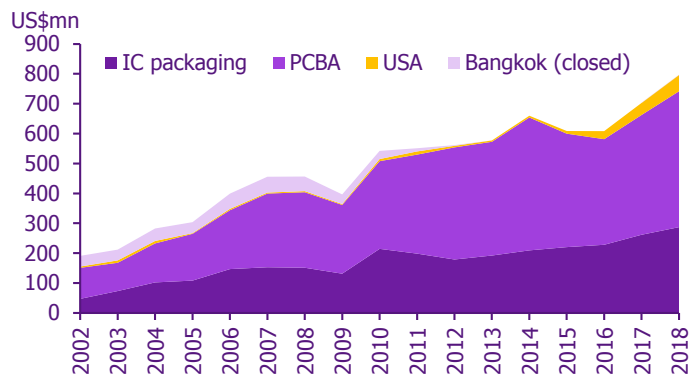
Source: Company reports

Figure 5: HANA's end-product applications



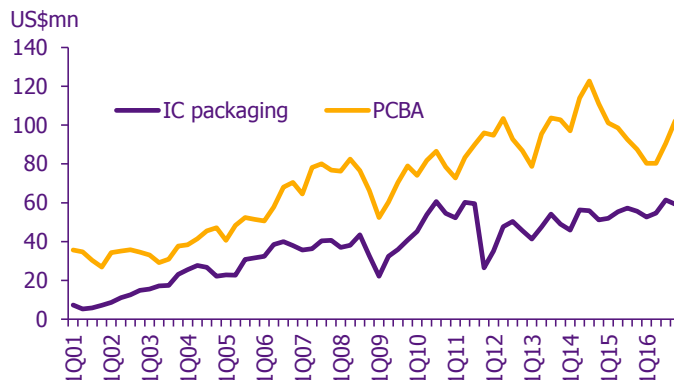
Source: Company reports

Figure 6: HANA sales breakdown



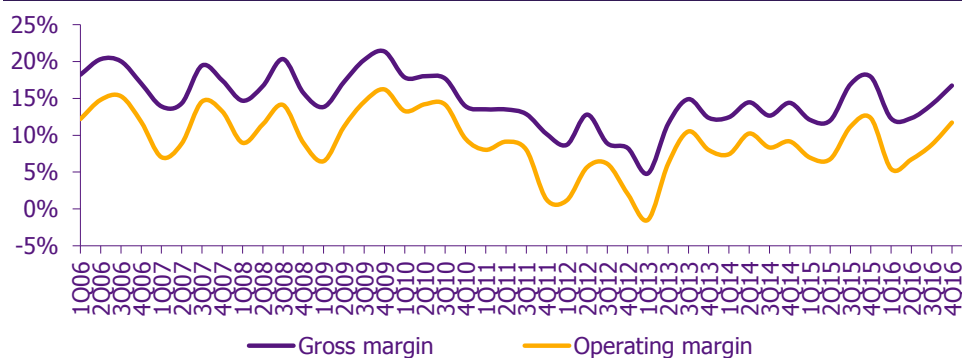
Source: Company reports and SCBS Investment Research

Figure 7: Quarter IC packaging and PCBA sales



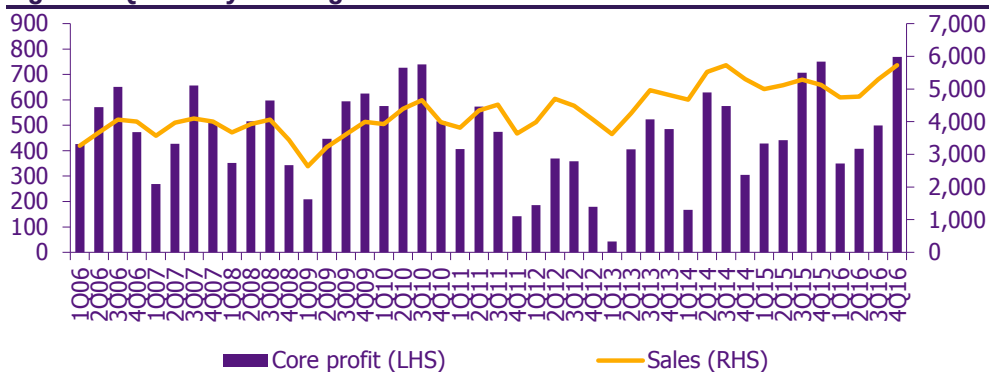
Source: Company reports and SCBS Investment Research

Figure 8: Gross margin and operating margin trends



Source: Company reports and SCBS Investment Research

Figure 9: Quarterly earnings



Source: Company reports and SCBS Investment Research

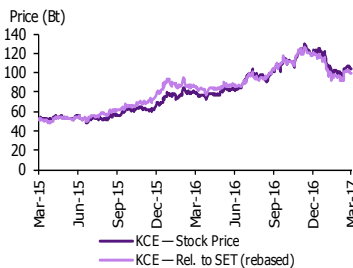
ชื่อ

Stock Data

Last close (Mar 27) (Bt)	104.50
12-m target price (Bt)	132.00
Upside (Downside) to TP (%)	26.32
Mkt cap (Btbn)	61.28
Mkt cap (US\$mn)	1,778

Bloomberg code	KCE TB
Reuters code	KCE.BK
Risk rating	M
Mkt cap (%) SET	0.40
Sector % SET	1.59
Shares issued (mn)	586
Par value (Bt)	1.00
12-m high / low (Bt)	130 / 71.8
Avg. daily 6m (US\$mn)	10.95
Foreign limit / actual (%)	49 / 30
Free float (%)	58.3
Dividend policy (%)	NA

Price Performance



Source: SET, SCBS Investment Research

Share performance

	1M	3M	12M
Absolute	6.4	(14.7)	32.3
Relative to SET	5.6	(17.2)	17.0

Source: SET, SCBS Investment Research

ศลยา ณ สงขลา

นักวิเคราะห์การลงทุนวิจัยพื้นฐาน
ด้านหลักทรัพย์
0-2949-1006
solaya.na_songkhla@scb.co.th

ประเด็น copper foil เป็นปัญหาชั่วคราว; กำจุดต่ำสุดในไตรมาส 1

หลังจากได้รับผลกระทบจากต้นทุนวัตถุดิบที่สูงขึ้นในไตรมาส 4/59-ไตรมาส 1/60 เรามองว่าไตรมาส 2/60 เป็นช่วงเวลาที่เหมาะสมในการกลับมาซื้อ KCE ด้วยราคาเป้าหมาย 132 บาท เนื่องจากเราเชื่อว่าแรงกดดันด้านต้นทุนจากสถานการณ์ขาดแคลนแผ่นทองแดงบาง (copper foil) จะลดน้อยลงอย่างต่อเนื่องในปี 2561-2562 และกำไรจะทำจุดต่ำสุดในไตรมาส 1/60 นอกจากนี้เรายังคาดการณ์ถึงแนวโน้มที่สดใสของตลาด PCB สำหรับยานยนต์ โดยได้รับปัจจัยกระตุ้นจากระบบช่วยเหลือผู้ขับขี่ขั้นสูง (Advanced Driver Assistance Systems หรือ ADAS), รถยนต์ไร้คนขับ, และรถยนต์ไฟฟ้า

แรงกดดันด้านอัตรากำไรจากประเด็น copper foil จะถึงขีดสุดในปี 2560 แผ่นทองแดงบาง (copper foil) ซึ่งเป็นวัตถุดิบสำคัญอย่างหนึ่งในการผลิต PCB และแบตเตอรี่ลิเธียม ตกอยู่ในภาวะขาดแคลนมาตั้งแต่ปลายปี 2559 เนื่องจากอุปสงค์จากรถยนต์ไฟฟ้า (EV) ปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างมาก KCE ในฐานะที่เป็นผู้บริโภคมุ่งเน้นรายใหญ่ ไม่มีปัญหาในการจัดหา copper foil ที่บริษัทจำเป็นต้องใช้ แต่เผชิญกับภาวะที่ต้นทุนเพิ่มขึ้นอย่างมาก สถานการณ์เช่นนี้ส่งผลกระทบทำให้อัตรากำไรขั้นต้นของ KCE ปรับลดลง 1.93% QoQ ในไตรมาส 4/59 เราเชื่อว่าแรงกดดันด้านอัตรากำไรจากประเด็นนี้จะลดน้อยลงตั้งแต่ต้นปี 2561 ด้วยเหตุผลดังต่อไปนี้

- ปี 2560 จะเป็นจุดต่ำสุด ในสถานการณ์ที่การผลิตรถยนต์ไฟฟ้า (EV) ปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง และการขยายกำลังการผลิต copper foil จำเป็นต้องใช้เวลา 1-2 ปี สถานการณ์ขาดแคลน copper foil จึงมีแนวโน้มที่จะเกิดขึ้นต่อไปจนถึงปี 2561 ดังนั้นต้นทุน copper foil จึงมีแนวโน้มที่จะยังอยู่ในระดับสูงในปี 2560
- ปี 2561: ส่งผ่านต้นทุน เนื่องจากสถานการณ์ขาดแคลน copper foil (และต้นทุนสูง) ส่งผลกระทบต่ออุตสาหกรรมโดยรวม ดังนั้นถ้าสถานการณ์ยังไม่ปรับตัวดีขึ้นในไตรมาส 4/60 ซึ่งเป็นช่วงที่มักจะมีการเจรจาต่อรองราคาเกิดขึ้น เราเชื่อว่าผู้ผลิต PCB ทุกราย (รวมถึง KCE) จะใช้โอกาสนี้ส่งผ่านภาระต้นทุนที่สูงขึ้นด้วยการปรับราคาขึ้น ในทางกลับกัน ถ้ามีอุปทานใหม่จำนวนมากพอที่จะทำให้สถานการณ์ขาดแคลน copper foil คลี่คลายลง ราคาก็น่าจะปรับลดลง
- ปี 2562: เปลี่ยนเป็นอุปทานล้นตลาด เมื่ออ้างอิงข้อมูลจาก UFO Energy สถานการณ์ขาดแคลนอุปทาน copper foil น่าจะเปลี่ยนมาเป็นอุปทานล้นตลาดในปี 2562 หลังจากการขยายกำลังการผลิตใหม่แล้วเสร็จ

กำไรจะทำจุดต่ำสุดในไตรมาส 1/60 หลังจากนั้นจะเติบโตดี ถ้าไตรมาส 1/60 น่าจะลดลง QoQ และ YoY เนื่องจากจะเป็นไตรมาสแรกที่แรงกดดันด้านต้นทุนจากราคา copper foil สูงและเงินบาทที่แข็งค่ามากขึ้นเกิดขึ้นตลอดทั้งไตรมาส เราเชื่อว่าไตรมาส 1/60 จะเป็นจุดต่ำสุดของปีนี้ และหลังจากนั้นคาดว่าจะกำไรจะฟื้นตัวอย่างแข็งแกร่ง โดยได้รับปัจจัยหนุนจาก: 1) ออเดอร์ที่ไหลเข้ามาจำนวนมาก โดยเฉพาะอย่างยิ่งจากกลุ่มยานยนต์, 2) การขยายกำลังการผลิต 16% ผ่านเฟส 3 ของโรงงาน KCEL ซึ่งเป็นโรงงานที่มีประสิทธิภาพมากที่สุดของ KCE, และ 3) การคาดการณ์ว่าเงินบาทจะอ่อนค่าลงเมื่อเทียบกับดอลลาร์สหรัฐ

กำไรจะเติบโตอย่างโดดเด่นที่ CAGR 20% ในปี 2559-2562 เราคาดว่ากำไรของ KCE จะเติบโตอย่างโดดเด่น โดยได้รับปัจจัยหนุนจาก 1) การเติบโตอย่างต่อเนื่องของธุรกิจชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์สำหรับยานยนต์ทั้งในระยะสั้นและระยะยาว โดยได้รับปัจจัยกระตุ้นจากระบบช่วยเหลือผู้ขับขี่ขั้นสูง (ADAS), รถยนต์ไร้คนขับ (บริษัทผลิตรถยนต์หลายแห่งตั้งเป้าเปิดตัวในปี 2563) และรถยนต์ไฟฟ้า (EV), 2) การปรับปรุงประสิทธิภาพการผลิตอย่างต่อเนื่อง, และ 3) ประเด็น copper foil จะคลี่คลายลงภายในปี 2562

แนะนำ "ซื้อ" ด้วยราคาเป้าหมายปลายปี 2560 ที่ 132 บาท เรามองว่าประเด็น copper foil เป็นปัญหาชั่วคราว และสถานการณ์จะกลับคืนสู่ภาวะปกติในปี 2562 เป็นอย่างช้า เราใช้ประมาณการ EPS ปี 2562 เพื่อสะท้อน valuation ของ KCE ในสถานการณ์ปกติ เมื่อใช้ PE 18 เท่า ซึ่งเท่ากับ PE เฉลี่ยในอดีต 10 ปีของบริษัท +1SD ราคาเหมาะสมของ KCE จะอยู่ที่ 157 บาท/หุ้นในปี 2562 เมื่อใช้ discount 8.7% (COE) สำหรับปี 2560 เราได้ราคาเป้าหมายที่ 132 บาท

Forecasts and valuation

Year to 31 Dec	Unit	2015	2016	2017F	2018F	2019F
Revenue	(Btmn)	12,449	13,797	16,238	18,390	20,372
EBITDA	(Btmn)	3,192	4,054	4,735	5,463	6,349
Core profit	(Btmn)	2,240	2,935	3,586	4,251	5,104
Reported profit	(Btmn)	2,270	3,039	3,586	4,251	5,104
Core EPS	(Bt)	3.82	5.01	6.12	7.25	8.71
DPS	(Bt)	1.50	2.20	2.40	2.70	3.30
P/E, core	(x)	27.34	20.87	17.08	14.41	12.00
EPS growth, core	(%)	24.58	31.01	22.20	18.54	20.08
P/BV, core	(x)	7.59	6.13	4.98	4.08	3.34
ROE	(%)	30.98	32.49	32.20	31.14	30.59
Dividend yield	(%)	1.44	2.11	2.30	2.58	3.16
EV/EBITDA	(x)	20.94	16.00	13.62	11.40	9.36

Source: SCBS Investment Research

Financial statement

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	2015	2016	2017F	2018F	2019F
Total revenue	12,449	13,797	16,238	18,390	20,372
Cost of goods sold	8,535	8,985	10,576	11,895	12,980
Gross profit	3,914	4,813	5,662	6,495	7,392
SG&A	1,520	1,695	1,914	2,078	2,139
Other income	0	0	0	0	0
Interest expense	153	171	155	151	124
Pre-tax profit	2,322	3,001	3,657	4,341	5,214
Corporate tax	91	76	77	95	115
Equity a/c profits	21	28	30	32	34
Minority interests	(12)	(18)	(24)	(26)	(29)
Core profit	2,240	2,935	3,586	4,251	5,104
Extra-ordinary items	30	104	0	0	0
Net Profit	2,270	3,039	3,586	4,251	5,104
EBITDA	3,192	4,054	4,735	5,463	6,349
Core EPS (Bt)	3.82	5.01	6.12	7.25	8.71
Net EPS (Bt)	3.87	5.18	6.12	7.25	8.71
DPS (Bt)	1.50	2.20	2.40	2.70	3.30

Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	2015	2016	2017F	2018F	2019F
Total current assets	6,936	7,296	9,743	12,165	14,715
Total fixed assets	9,894	10,032	10,170	9,964	9,726
Total assets	16,830	17,328	19,913	22,130	24,440
Total loans	6,263	4,506	4,526	3,668	2,629
Total current liabilities	5,026	4,944	4,693	4,961	4,705
Total long-term liabilities	3,704	2,356	2,919	2,167	1,416
Total liabilities	8,730	7,300	7,612	7,128	6,121
Paid-up capital	575	586	586	586	586
Total equity	8,073	9,990	12,287	15,014	18,360
BVPS (Bt)	13.77	17.05	20.96	25.62	31.33

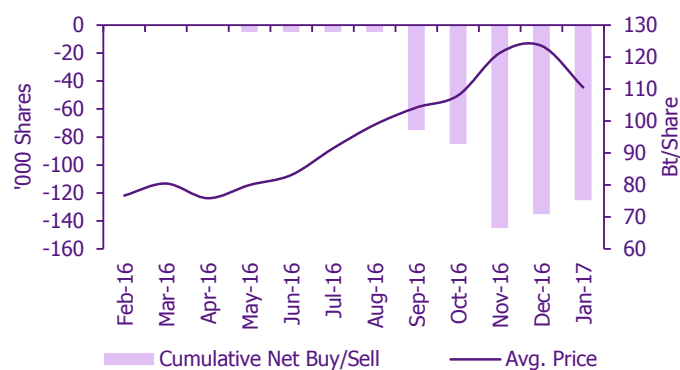
Cash Flow Statement (Btmn)

FY December 31	2015	2016	2017F	2018F	2019F
Core Profit	2240	2935	3586	4251	5104
Depreciation and amortization	716	882	923	971	1011
Operating cash flow	2590	4374	2767	4496	5404
Investing cash flow	(1808)	(1032)	(1060)	(766)	(773)
Financing cash flow	(584)	(3122)	(1293)	(2408)	(2826)
Net cash flow	198	219	414	1322	1805

Key Financial Ratios

	2015	2016	2017F	2018F	2019F
Gross margin(%)	31.4	34.9	34.9	35.3	36.3
Operating margin(%)	19.2	22.6	23.1	24.0	25.8
EBITDA margin(%)	25.6	29.4	29.2	29.7	31.2
EBIT margin(%)	18.7	21.7	22.5	23.6	25.6
Net profit margin(%)	18.2	22.0	22.1	23.1	25.1
ROE (%)	28.1	30.4	29.2	28.3	27.8
ROA (%)	13.5	17.5	18.0	19.2	20.9
Net D/E (x)	0.69	0.36	0.26	0.07	(0.10)
Interest coverage (x)	16.1	18.5	24.6	29.8	43.1
Debt service coverage (x)	1.0	1.4	1.9	2.8	3.5
Payout Ratio (%)	38.7	42.4	39.2	37.2	37.9

12-Month Cumulative directors trade



Source: SEC

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16
Total revenue	3,218	3,529	3,579	3,515	3,174
Cost of goods sold	2,131	2,331	2,309	2,251	2,094
Gross profit	1,087	1,198	1,270	1,264	1,080
SG&A	359	423	454	437	381
Other income	17	9	17	12	16
Interest expense	48	46	46	42	37
Pre-tax profit	697	738	787	797	679
Corporate tax	18	10	20	25	21
Equity a/c profits	2	6	7	10	6
Minority interests	(3)	(6)	(5)	(4)	(3)
Core profit	679	728	768	778	661
Extra-ordinary items	17	23	43	8	29
Net Profit	695	751	812	786	690
EBITDA	953	995	1,052	1,039	968
Core EPS (Bt)	1.18	1.26	1.31	1.33	1.13
Net EPS (Bt)	1.21	1.30	1.39	1.34	1.18

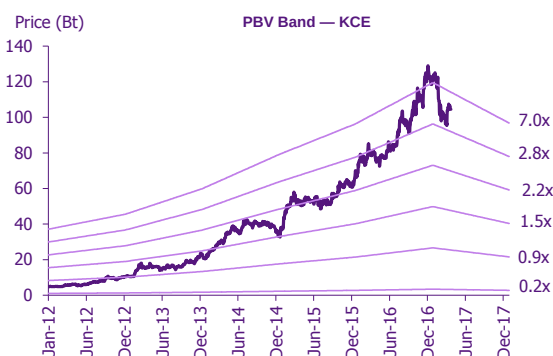
Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16
Total current assets	6,936	7,362	7,548	7,364	7,296
Total fixed assets	9,894	9,804	9,756	9,788	10,032
Total assets	16,830	17,167	17,304	17,152	17,328
Total loans	6,263	5,508	5,502	5,005	4,506
Total current liabilities	5,026	4,857	4,793	4,667	4,944
Total long-term liabilities	3,704	3,432	3,387	3,161	2,356
Total liabilities	8,730	8,289	8,180	7,829	7,300
Paid-up capital	575	576	586	586	586
Total equity	8,073	8,845	9,089	9,291	9,990
BVPS (Bt)	14.05	15.35	15.51	15.85	17.05

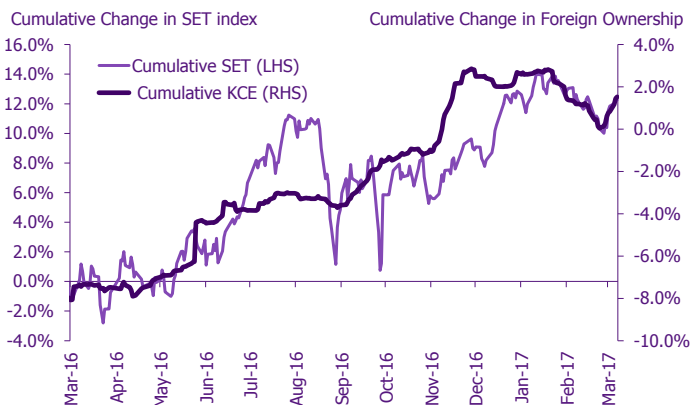
Main Assumptions

	2015	2016	2017F	2018F	2019F
Exchange rate (Bt/US\$)	34.0	35.0	36.5	36.5	36.5
Total sales in US\$ term (mn)	363	394	445	504	558
% sales growth (US\$ term)	6	9	13	13	11
Capacity mn sqft per month	2.95	3.25	3.75	4.15	4.15

PBV band chart

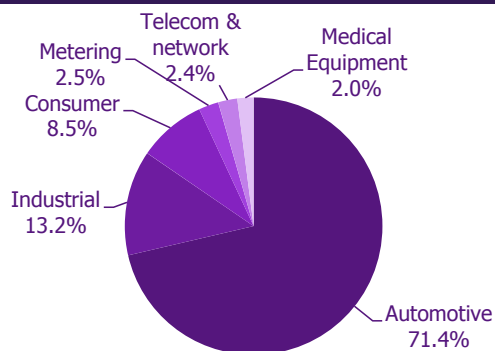


12 Month cumulative chg in foreign ownership versus cumulative chg in SET index



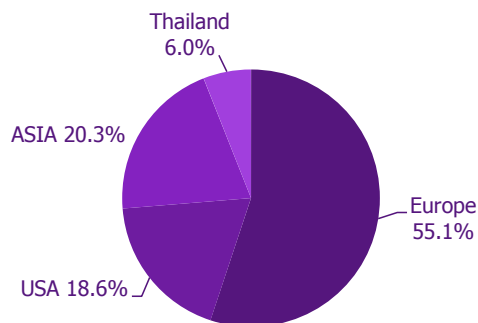
Source: SET, SCBS Investment Research

Figure 1: Revenue breakdown by segment (2015)



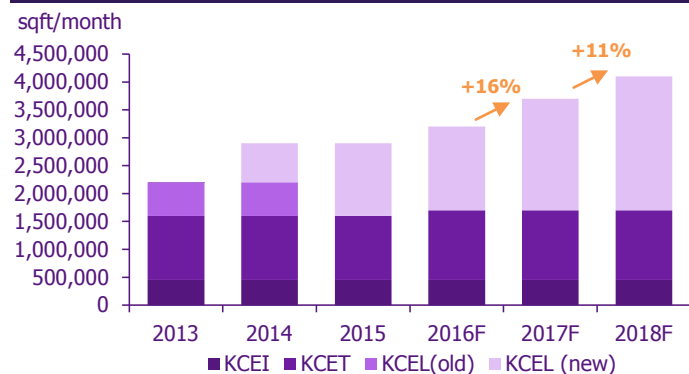
Source: Company reports

Figure 2: Revenue breakdown by market (2015)



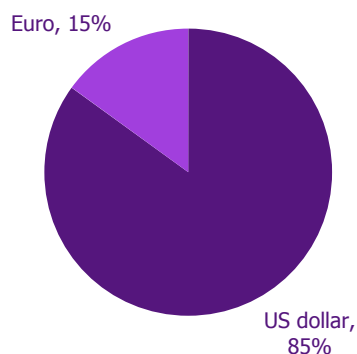
Source: Company reports

Figure 3: PCB capacity



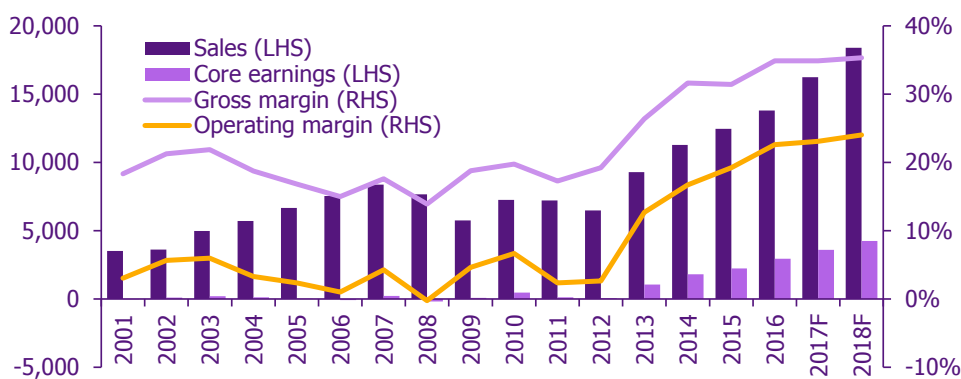
Source: Company reports and SCBS Investment research

Figure 4: Sales breakdown by currency



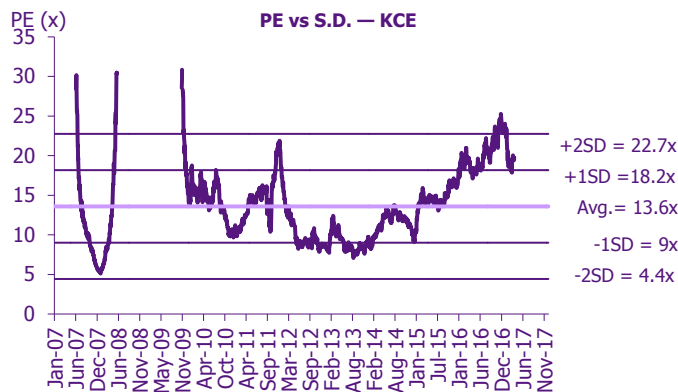
Source: Company reports

Figure 5: Earnings developments



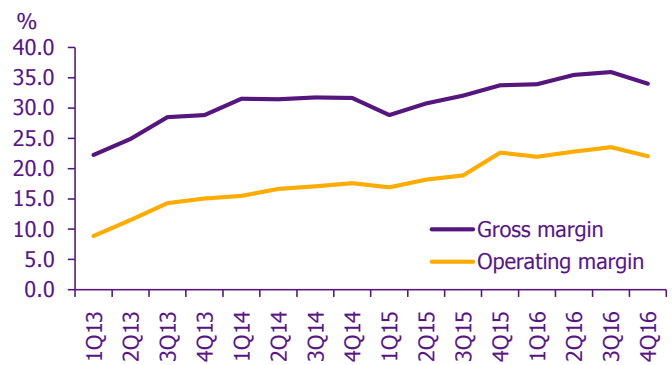
Source: Company reports and SCBS Investment research

Figure 6: PE band



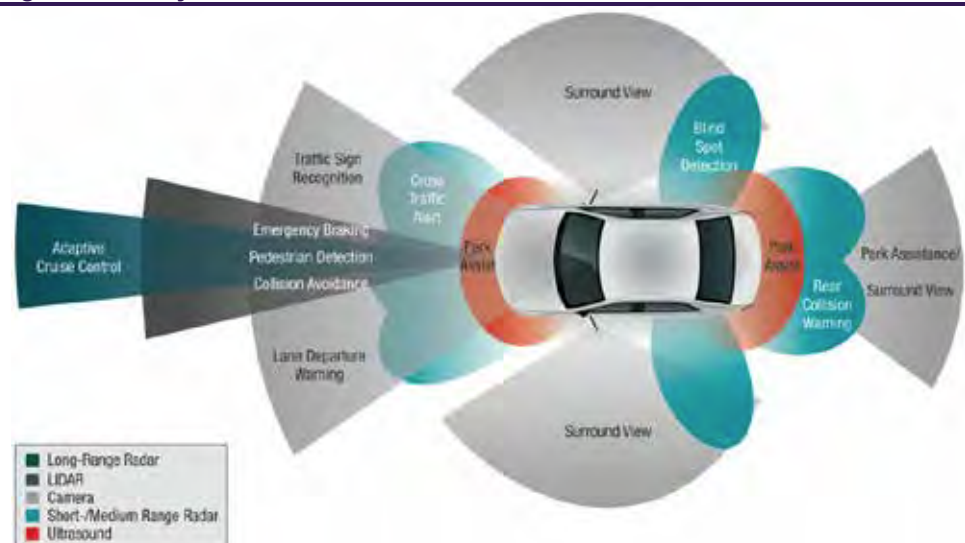
Source: Company reports

Figure 7: Profit margin



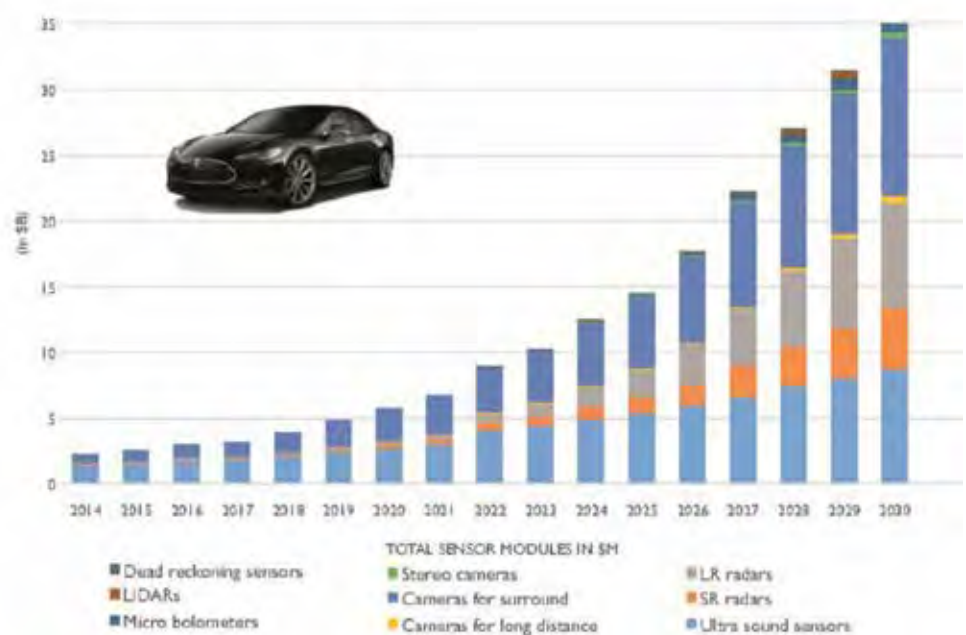
Source: Company reports

Figure 8: Safety features in ADAS



Source: APACmarket

Figure 9: Sensor modules market value for autonomous cars (US\$,bn)



Source: Sensors & Data Management for Autonomous Vehicles report, Yole Développement

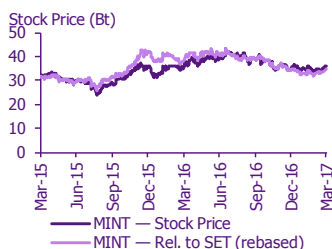
ซื้อ

Stock Data

Last close (Mar 27) (Bt)	36.25
12-m target price (Bt)	42.00
Upside (Downside) to TP (%)	15.86
Mkt cap (Btbn)	159.88
Mkt cap (US\$mn)	4,648

Bloomberg code	MINT TB
Reuters code	MINT.BK
Risk rating	H
Mkt cap (%) SET	1.04
Sector % SET	0.69
Shares issued (mn)	4,410
Par value (Bt)	1.00
12-m high / low (Bt)	43.3 / 33.3
Avg. daily 6m (US\$mn)	11.21
Foreign limit / actual (%)	49 / 38
Free float (%)	50.8
Dividend policy (%)	NA

Price Performance



Source: SET, SCBS Investment Research

Share performance

	1M	3M	12M
Absolute	5.8	2.8	3.6
Relative to SET	5.1	(0.2)	(8.4)

Source: SET, SCBS Investment Research

ระวีบุษ ปิยะกรียงไกร

นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1002

raweenuch.piyakriengkai@scb.co.th

กลับมาน่าสนใจ

ในช่วง 6 เดือนที่ผ่านมา ราคาหุ้น MINT ปรับตัว underperform ตลาดอยู่ 11% เพราะถูกกดดันโดยผลประกอบการปี 2559 ที่อ่อนแอ โดยเฉพาะในไตรมาส 4/59 จากยอดขายที่ชะลอตัวลงในธุรกิจที่พักอาศัยและช่วงไฮซีซั่นที่คึกคักน้อยกว่าปกติของอุตสาหกรรมท่องเที่ยวไทย แต่เนื่องจากธุรกิจที่พักอาศัยจะเปลี่ยนจากตัวถ่วงมาเป็นตัวกระตุ้น ดังนั้นเราคาดว่ากำไรจะฟื้นตัวอย่างแข็งแกร่งที่ +22% YoY ในปี 2560 ราคาหุ้น MINT ซื้อขายที่ PER ปี 2560 ระดับ 28 เท่า ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยในอดีต 5 ปีของบริษัท และเรามองว่าตอนนี้เป็นโอกาสเข้าซื้อ เราแนะนำ “ซื้อ” MINT ด้วยราคาเป้าหมาย 42 บาท/หุ้น และเป็นหุ้นเด่นของเราในกลุ่มโรงแรม

ธุรกิจที่พักอาศัยจะปรับตัวดีขึ้น MINT รายงานกำไรปกติลดลง 1% YoY ในปี 2559 หลักๆ เกิดจากผลประกอบการที่อ่อนแอในไตรมาส 4/59 โดยมีสาเหตุมาจากยอดขายที่ลดลงของธุรกิจที่พักอาศัย เพราะไม่มีการโอนหลักขั้ววิลล่าในภูเก็ต เราคาดว่าธุรกิจที่พักอาศัย (6% ของรายได้ทั้งหมด) จะปรับตัวดีขึ้นในปีนี้ ด้วยรายได้ 3.7 พันล้านบาท เพิ่มขึ้น 18% YoY (เทียบกับ -15% YoY ในปี 2559) สำหรับปี 2560 เราคาดว่าบริษัทจะขายวิลล่าได้ 4 หลัง (เทียบกับ 3 หลังในปี 2559) โดยบริษัทได้ขายและโอนแล้ว 2 หลังในเดือนมกราคม รายได้จากโครงการ time-share คือ Anantara Vacation Club (AVC) อยู่ในระดับต่ำในปี 2559 โดยมีสาเหตุมาจากการเปลี่ยนแปลงโมเดลธุรกิจมาขายแพ็คเกจที่เล็กลง อย่างไรก็ตาม MINT กล่าวว่าผลการดำเนินงานของ AVC กำลังฟื้นตัว โดยรายได้กลับมามีอัตราเติบโต YoY เป็นบวกแล้วตั้งแต่ไตรมาส 4/59 เรามองว่าปัจจัยสำคัญอีกอย่างหนึ่งที่จะช่วยกระตุ้นให้ธุรกิจ AVC ปรับตัวดีขึ้น คือ การเพิ่มจำนวนวิลล่า โดย MINT ตั้งเป้าหมายวิลล่า 450 หลังใน 10 จุดหมายปลายทาง จากปัจจุบันที่มีวิลล่า 160 หลังใน 7 จุดหมายปลายทาง

อุตสาหกรรมท่องเที่ยวไทยกำลังฟื้นตัว, โรงแรมในประเทศกำลังเติบโต เราคาดว่ารายได้จากธุรกิจโรงแรมของ MINT จะเติบโต 10% YoY ในปี 2560 โรงแรมในประเทศไทย (~15% ของรายได้ทั้งหมด) เป็นปัจจัยกระตุ้นที่สำคัญ เนื่องจากผลการดำเนินงานปรับตัวดีขึ้นหลังจากช่วงไว้อาลัย: จำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติที่เดินทางเข้ามาในประเทศไทยในช่วง 2 เดือนแรกปี 60 เติบโต 2% YoY (เทียบกับ -1% YoY ในไตรมาส 4/59) อัตราการเข้าพักโรงแรมในประเทศไทยของ MINT อยู่ในระดับสูงที่ 73% ในปี 2559 ซึ่งเราคาดว่าจะเปิดโอกาสให้บริษัทขึ้นอัตราค่าห้องพักเฉลี่ย (ARR) สำหรับโปรตุเกส (~6% ของรายได้ทั้งหมด) MINT กำลังปรับปรุงโรงแรมและคาดว่าห้องพักที่ปรับปรุงใหม่ของโรงแรม 3 แห่งจาก 12 แห่ง ซึ่งมี ARR สูงขึ้นจะพร้อมให้บริการในช่วงไฮซีซั่นในไตรมาส 2-3/60 การแข่งขันในมัลดีฟส์ยังคงเป็นเรื่องที่สร้างความกังวล แต่โรงแรมที่นั่นสร้างรายได้น้อยเพียง 2% ของรายได้ทั้งหมด

ธุรกิจอาหารในไทยปรับตัวดีขึ้น ยอดขายสาขาเดิมสำหรับธุรกิจอาหารในประเทศไทย (~25% ของรายได้ทั้งหมด) เติบโตเพิ่มขึ้นสู่ระดับ +2.4% ในเดือนมกราคม ดีกว่า -1.1% ในไตรมาส 4/59 ซึ่งเป็นช่วงไว้อาลัย ธุรกิจอาหารในจีน (~6% ของรายได้ทั้งหมด) มีการดำเนินงานที่ดีต่อเนื่องโดยรายงานยอดขายสาขาเดิมเติบโตเป็นบวกได้ในปี 2559 ซึ่งฟื้นตัวจากที่หดตัวลงในปี 2557-58 สำหรับปี 2560 เราคาดการณ์ยอดขายสาขาเดิมเติบโต +3% เพิ่มขึ้นจาก +1.3% ในปี 2559 เนื่องจากเศรษฐกิจไทยจะเติบโตดีขึ้นและบรรยากาศการใช้จ่ายปรับตัวดีขึ้น

กำไรฟื้นตัว แนะนำ “ซื้อ” เราคาดว่ากำไรก่อนภาษีของ MINT จะฟื้นตัวอย่างแข็งแกร่งที่ 22% YoY ในปี 2560 ทั้งนี้ในช่วง 6 เดือนที่ผ่านมา ราคาหุ้น MINT ปรับตัว underperform ตลาดอยู่ 11% และซื้อขายที่ PER ปี 2560 ระดับ 28 เท่า ซึ่งต่ำกว่าค่าเฉลี่ยในอดีต 5 ปีของบริษัท เรามองว่าตอนนี้เป็นโอกาสเข้าซื้อ MINT เพราะกำไรมีแนวโน้มฟื้นตัวอย่างแข็งแกร่ง

Forecasts and valuation

Year to 31 Dec	Unit	2015	2016	2017F	2018F	2019F
Revenue	(Btmn)	42,345	51,152	56,428	61,899	65,907
EBITDA	(Btmn)	8,499	10,705	12,185	13,311	13,976
Core profit	(Btmn)	4,655	4,590	5,612	6,328	6,992
Reported profit	(Btmn)	7,040	6,590	5,612	6,328	6,992
Core EPS	(Bt)	1.06	1.04	1.27	1.44	1.59
DPS	(Bt)	0.35	0.35	0.45	0.50	0.56
P/E, core	(x)	34.3	34.8	28.4	25.2	22.8
EPS growth, core	(%)	7.4	(1.4)	22.3	12.8	10.5
P/BV, core	(x)	4.3	3.9	3.6	3.3	3.0
ROE	(%)	14.0	11.8	13.2	13.6	13.8
Dividend yield	(%)	1.0	1.0	1.2	1.4	1.5
EV/EBITDA	(x)	23.7	19.1	16.7	15.1	14.1

Source: SCBS Investment Research

Financial statement

Profit and Loss Statement (Btmn)

Profit and Loss Statement (Bunny)					
FY December 31	2015	2016	2017F	2018F	2019F
Total revenue	42,345	51,152	56,428	61,899	65,907
Cost of goods sold	(17,781)	(21,761)	(24,495)	(26,652)	(28,059)
Gross profit	24,564	29,390	31,933	35,246	37,848
SG&A	(21,386)	(25,765)	(27,224)	(29,777)	(31,864)
Other income	2,227	3,229	3,386	3,590	3,691
Interest expense	1,301	1,606	1,709	1,615	1,429
Pre-tax profit	4,104	5,249	6,386	7,444	8,246
Corporate tax	(411)	(1,032)	(1,277)	(1,489)	(1,649)
Equity a/c profits	1,057	592	734	619	659
Minority interests	(94)	(219)	(230)	(246)	(264)
Core profit	4,655	4,590	5,612	6,328	6,992
Extra-ordinary items	2,385	2,000	0	0	0
Net Profit	7,040	6,590	5,612	6,328	6,992
EBITDA	8,499	10,705	12,185	13,311	13,976
Core EPS (Bt)	1.06	1.04	1.27	1.44	1.59
Net EPS (Bt)	1.60	1.50	1.27	1.44	1.59
DPS (Bt)	0.35	0.35	0.45	0.50	0.56

Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	2015	2016	2017F	2018F	2019F
Total current assets	19,823	16,016	17,307	19,865	20,081
Total fixed assets	35,014	48,699	51,029	53,198	55,179
Total assets	98,382	108,453	115,183	119,489	121,404
Total loans	45,443	49,812	49,688	47,999	44,059
Total current liabilities	13,580	18,009	24,326	32,366	31,372
Total long-term liabilities	41,350	41,999	37,999	29,359	27,143
Total liabilities	61,670	67,656	70,738	70,931	68,301
Paid-up capital	4,402	4,410	4,410	4,410	4,410
Total equity	36,711	40,797	44,445	48,558	53,103
BVPS (Bt)	8.34	9.27	10.10	11.03	12.06

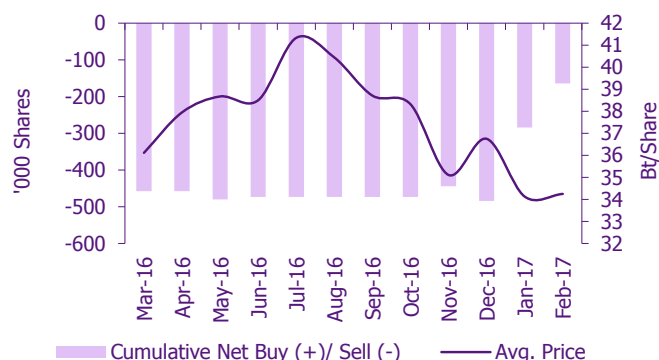
Cash Flow Statement (Btmn)

FY December 31	2015	2016	2017F	2018F	2019F
Core Profit	4,655	4,590	5,612	6,328	6,992
Depreciation and amortization	3,095	3,850	4,090	4,252	4,301
Operating cash flow	10,101	10,360	9,702	10,579	11,293
Investing cash flow	(20,347)	(17,649)	(9,529)	(6,000)	(6,000)
Financing cash flow	10,900	1,864	(2,088)	(3,904)	(6,387)
Net cash flow	5,372	4,003	4,399	5,191	6,848

Key Financial Ratios

	2015	2016	2017F	2018F	2019F
Gross margin(%)	58.0	57.5	56.6	56.9	57.4
Operating margin(%)	7.5	7.1	8.3	8.8	9.1
EBITDA margin(%)	20.1	20.9	21.6	21.5	21.2
EBIT margin(%)	12.8	13.4	14.3	14.6	14.7
Net profit margin(%)	16.6	12.9	9.9	10.2	10.6
ROE (%)	14.0	11.8	13.2	13.6	13.8
ROA (%)	5.4	4.4	5.0	5.4	5.8
Net D/E (x)	1.1	1.1	1.0	0.8	0.7
Interest coverage (x)	6.5	6.7	7.1	8.2	9.8
Debt service coverage (x)	1.1	1.9	1.3	1.0	0.7
Payout Ratio (%)	21.9	23.4	35.0	35.0	35.0

12-Month Cumulative directors trade



Source: SEC

Profit and Loss Statement (Btmn)

Profit and Loss Statement (\$Bn)					
FY December 31	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16
Total revenue	12,067	13,152	12,029	13,097	12,873
Cost of goods sold	(5,059)	(5,413)	(5,158)	(5,563)	(5,627)
Gross profit	7,007	7,740	6,871	7,533	7,246
SG&A	(5,757)	(6,094)	(6,363)	(6,707)	(6,018)
Other income	546	578	599	791	679
Interest expense	344	406	386	399	415
Pre-tax profit	1,452	1,818	722	1,219	1,491
Corporate tax	(210)	(298)	(102)	(244)	(388)
Equity a/c profits	529	183	30	85	293
Minority interests	(18)	(60)	(55)	(56)	(49)
Core profit	1,754	1,643	596	1,004	1,348
Other-ordinary items	1,665	1,932	136	(14)	(54)
Net Profit	3,419	3,575	732	990	1,294
EBITDA	2,610	3,043	2,140	2,632	2,890
Core EPS (Bt)	0.40	0.37	0.14	0.23	0.31
Net EPS (Bt)	0.78	0.81	0.17	0.22	0.29

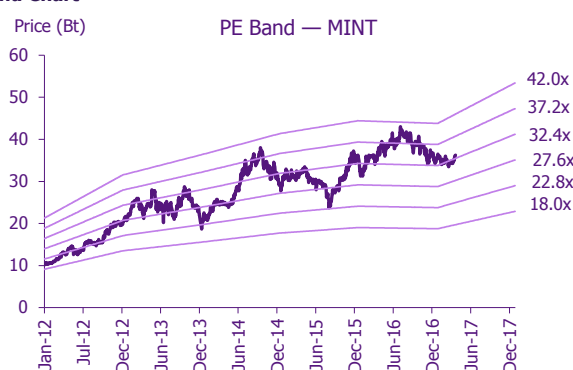
Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16
Total current assets	19,823	16,787	14,460	15,367	16,016
Total fixed assets	35,014	46,557	46,446	48,004	48,699
Total assets	98,382	104,524	101,287	104,865	108,453
Total loans	45,443	49,848	48,842	49,673	49,812
Total current liabilities	13,580	14,449	11,068	13,156	18,009
Total long-term liabilities	41,350	44,717	46,236	46,063	41,999
Total liabilities	61,670	65,629	63,514	66,015	67,565
Paid-up capital	4,402	4,402	4,408	4,410	4,410
Total equity	36,711	38,895	37,773	38,850	40,797
BVPS (Bt)	8.34	8.84	8.58	8.83	9.27

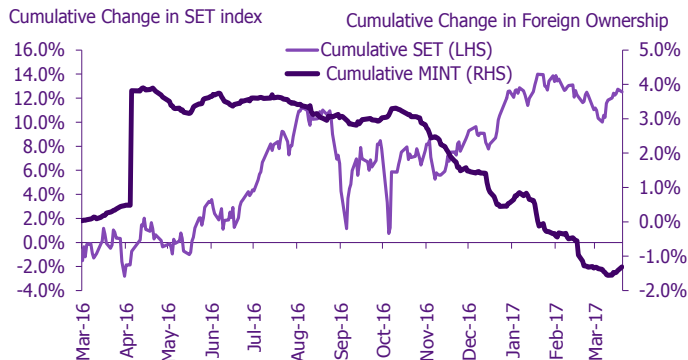
Main Assumptions

	2015	2016	2017F	2018F	2019F
Owned hotels					
Occupancy rate (percent)	66.0	64.0	66.0	66.0	66.0
ARR (Bt/room/night)	6,553	5,788	6,193	6,689	7,224
% YoY growth	(6.8)	(11.7)	7.0	8.0	8.0
RevPar (Bt/room/night)	4,293	3,685	4,087	4,414	4,768
% YoY growth	3.0	(14.2)	10.9	8.0	8.0
QSR business					
Same store sale growth (SSS)	(0.2)	1.3	3.0	3.0	3.0
Additional stores	143	145	150	150	150

PE Band Chart

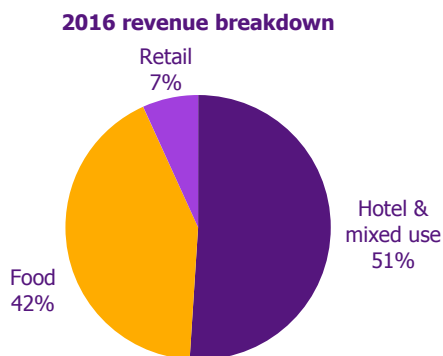


12 Month cumulative chg in foreign ownership versus cumulative chg in SET index



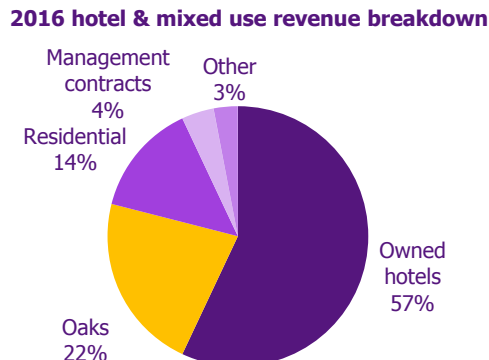
Source: SET, SCBS Investment Research

Figure 1: MINT revenue breakdown



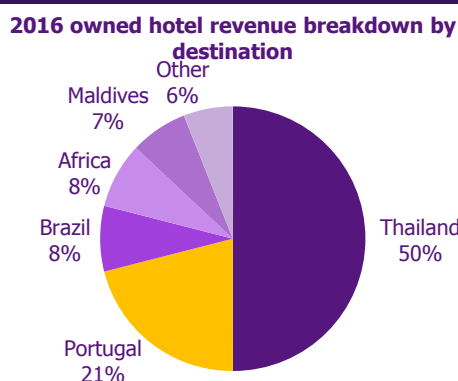
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 2: Hotel & mixed use revenue breakdown



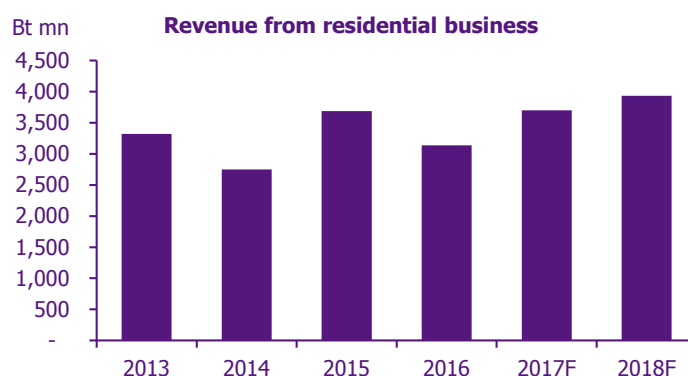
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 3: Owned hotel revenue breakdown



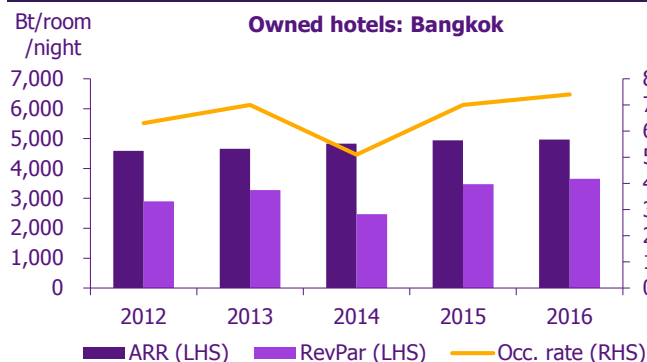
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 4: Recovery of revenue from residential business



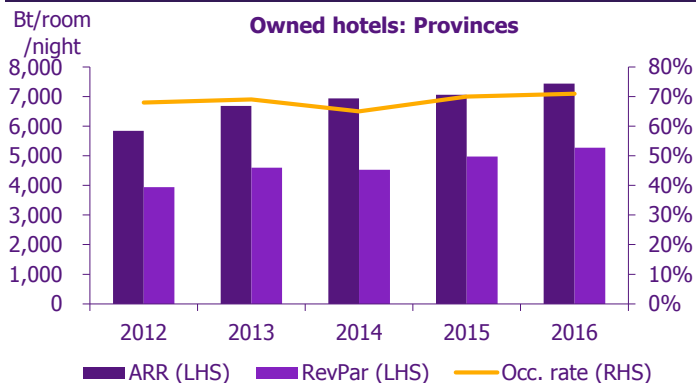
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 5: Statistics: owned hotels in Bangkok



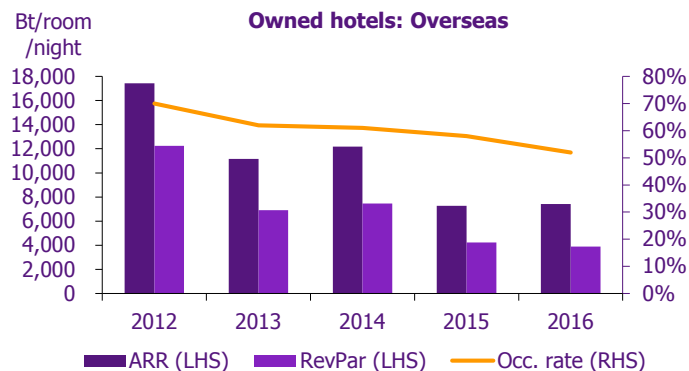
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 6: Statistics: owned hotels in provinces



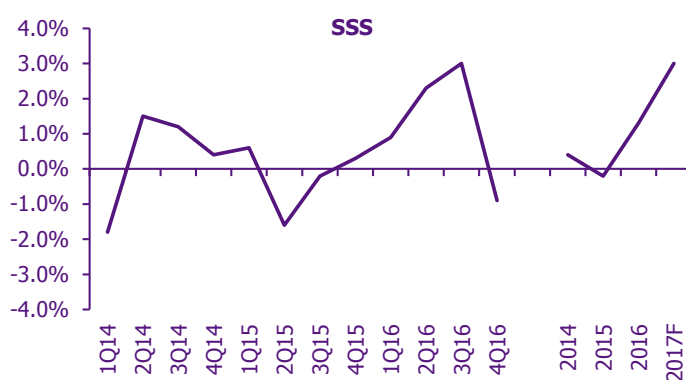
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 7: Statistics: owned hotels overseas



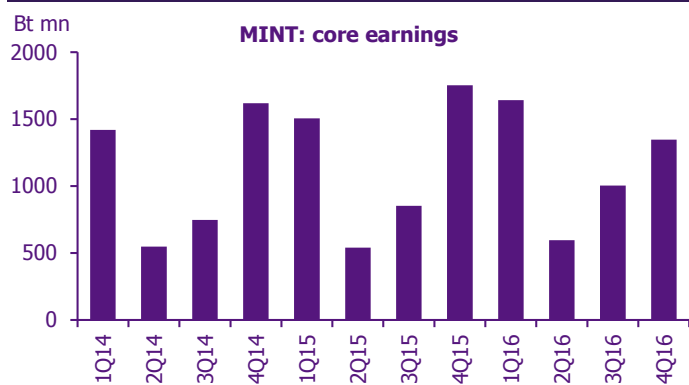
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 8: Food business to improve



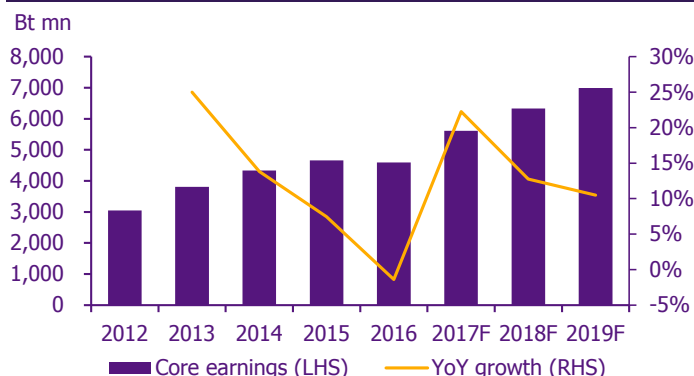
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 9: MINT's quarterly earnings



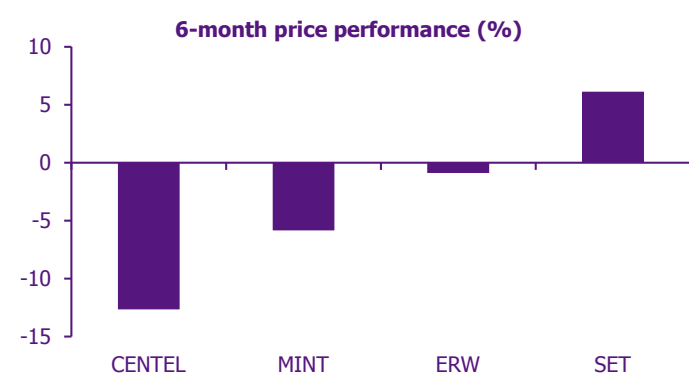
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 10: Strong core earnings turnaround in 2017



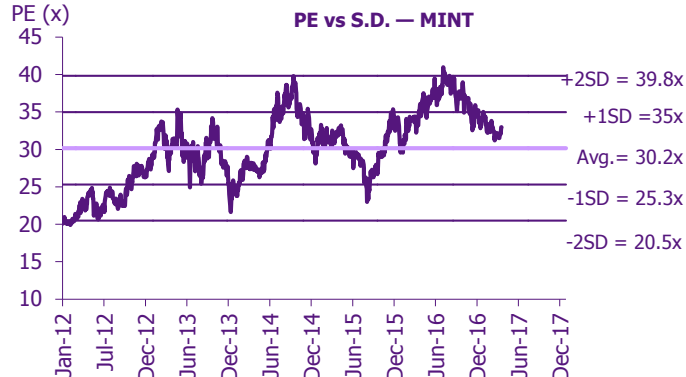
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 11: Share price performance



Source: SET and SCBS Investment Research

Figure 12: MINT PE band



Source: SET and SCBS Investment Research

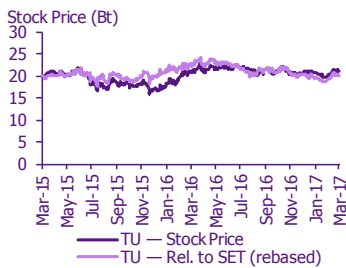
ชื่อ

Stock Data

Last close (Mar 27) (Bt)	21.20
12-m target price (Bt)	26.00
Upside (Downside) to TP (%)	22.64
Mkt cap (Btbn)	101.16
Mkt cap (US\$mn)	2,941

Bloomberg code	TU TB
Reuters code	TU.BK
Risk rating	M
Mkt cap (%) SET	0.66
Sector % SET	0.53
Shares issued (mn)	4,772
Par value (Bt)	0.25
12-m high / low (Bt)	23 / 19.5
Avg. daily 6m (US\$mn)	8.66
Foreign limit / actual (%)	45 / 34
Free float (%)	64.8
Dividend policy (%)	≥ 50

Price Performance



Source: SET, SCBS Investment Research

Share performance

	1M	3M	12M
Absolute	4.4	1.9	1.4
Relative to SET	3.7	(1.1)	(10.3)

Source: SET, SCBS Investment Research

ศิริมา ดิสรสา, CFA

นักวิเคราะห์การลงทุนวิจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1004

sirima.dissara@scb.co.th

ราคาจะฟื้นตัวอย่างช้าๆ ในระยะสั้น; ปรับตัวดีขึ้นในปี 2560

ราคาหุ้น TU ปรับตัวขึ้นช้าที่สุดในกลุ่มอาหารในช่วง 1 ปีที่ผ่านมา สะท้อนต้นทุนแชลมอนและหนี้ที่ปรับขึ้นอย่างรวดเร็ว แต่หากมองไกลออกไปจากไตรมาส 1/60 การปรับราคาให้ครอบคลุมต้นทุนที่สูงขึ้นได้ดีขึ้นสนับสนุนให้เราคาดว่า TU จะรายงานกำไรเติบโตโดดเด่นกว่าบริษัทอื่นๆ ในกลุ่มอาหาร ทั้งนี้กำไรที่คาดว่าจะเติบโต 10% จากทั้งหมด 20% ในปี 2560 จะเกิดจากธุรกิจแชลมอนที่ฟื้นตัวดีขึ้น, 5% เกิดจากการเข้าซื้อกิจการของ Red Lobster, และที่เหลือเกิดจากธุรกิจอื่นๆ ที่ปรับตัวดีขึ้นและประโยชน์จากเงินบาท/ดอลลาร์สหรัฐอ่อนค่า คงคำแนะนำ “ซื้อ” ด้วยราคาเป้าหมายปลายปี 60 ที่ 26 บาท อ้างอิง PE 20 เท่า

ธุรกิจกุ้ง (28% ของยอดขาย): ปรับตัวดีขึ้นในปี 2560 ในช่วง 2 เดือนแรกปี 60 ราคากุ้งในประเทศเพิ่มขึ้นสู่ 208 บาท/กก. +12% จากไตรมาส 1/59 โดยได้รับปัจจัยหนุนจากอุปสงค์ทั่วโลกที่แข็งแกร่งและอุปทานทั่วโลกที่ไม่ค่อยเปลี่ยนแปลงมากนัก เพราะเกิดปัญหาโรคกุ้งในประเทศผู้ผลิตกุ้งรายใหญ่อื่นๆ (อินเดีย, เวียดนาม, และจีน) ราคาที่เพิ่มขึ้นน่าจะกระตุ้นให้เกษตรกรผู้เลี้ยงกุ้งเพิ่มการผลิต ซึ่งเมื่อรวมกับอัตราการรอดชีวิตที่สูงขึ้นของกุ้งแล้ว จะช่วยสนับสนุนให้ผลผลิตกุ้งไทยเติบโต 10-17% YoY สู่ 330,000-350,000 ตันในปี 2560 สูงที่สุดนับตั้งแต่เกิดการแพร่ระบาดของโรค EMS ในปี 2555

ธุรกิจทูน่า (35% ของยอดขาย): ปรับราคาให้ครอบคลุมต้นทุนระดับสูง ในช่วง 2 เดือนแรกปี 60 ราคาทูน่าปรับขึ้นสู่ 1,700 ดอลลาร์สหรัฐ/ตัน +35% จากไตรมาส 1/59 โดยเกิดจากการจับปลาทูน่าในมหาสมุทรแปซิฟิกตะวันตกและมหาสมุทรอินเดียได้น้อย ตามรายงานข่าวระบุว่าราคาทูน่าปรับตัวลดลงสู่ 1,600 ดอลลาร์สหรัฐ/บาร์เรล (ทรงตัว YoY) ในเดือนมีนาคม และมีแนวโน้มปรับตัวลดลงอีกในเดือนเมษายน เนื่องจากสถานการณ์ประมงในมหาสมุทรอินเดียปรับตัวดีขึ้น และอุปสงค์ลดลงเพราะตลาดมองว่าราคาสูงเกินไป ราคาทูน่าที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็วอาจจะส่งผลกระทบต่อธุรกิจทูน่าแบรนด์ของ TU ในระยะสั้น เนื่องจากจะต้องใช้เวลาระยะหนึ่งในการส่งผ่านต้นทุนด้วยการปรับราคาผลิตภัณฑ์เพิ่มขึ้น เมื่อราคาผลิตภัณฑ์คงที่ ธุรกิจทูน่าของ TU น่าจะปรับตัวดีขึ้นในเวลาต่อมา

ธุรกิจแชลมอน (10% ของยอดขาย): จะพลิกจากขาดทุนมาถึงจุดคุ้มทุนในปี 2560 ปรากฏการณ์ algae bloom (การขยายพันธุ์อย่างรวดเร็วของสาหร่าย) ในซิดนีย์ตั้งแต่ต้นปี 2559 ส่งผลทำให้ราคาแชลมอนปรับตัวสูงขึ้นอย่างมากสู่ 63 โครนเนอร์เวย์/กก. (+53% YoY) ในปี 2559 และราคาเพิ่มขึ้นในอัตราที่ชะลอตัวลงสู่ 67 โครนเนอร์เวย์/กก. (+14% YoY) ตั้งแต่ต้นปี 2560 ถึงปัจจุบัน เมื่ออิงกับสัญญาล่วงหน้า ราคาแชลมอนมีแนวโน้มที่จะอยู่ในระดับค่อนข้างทรงตัวเป็นเวลา 1 ปี จากการคาดการณ์ถึง การปรับอุปทานทั่วโลกที่ดีขึ้น ทั้งนี้หลังจากต้นทุนที่ปรับขึ้นอย่างรวดเร็วส่วนทางกับราคาที่ตกลงไว้ภายใต้สัญญาระยะยาวส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงาน TU ก็ดำเนินการจัดทำแผนฟื้นฟูตั้งแต่กลางปี 2559 ผ่านการปรับราคาใหม่ และทำสัญญาระยะสั้นลง ส่งผลทำให้ผลขาดทุนจากธุรกิจแชลมอนปรับลดลงสู่ 130 ล้านบาทในช่วงครึ่งหลังปี 59 (เทียบกับ -370 ล้านบาทในช่วงครึ่งแรกปี 59) แผนฟื้นฟูที่ TU นำมาใช้ท่ามกลางต้นทุนที่มีเสถียรภาพมากขึ้น ทำให้เราคาดว่าบริษัทจะพลิกธุรกิจแชลมอนจากขาดทุน 500 ล้านบาทในปี 2559 มาถึงจุดคุ้มทุนในปี 2560

ส่วนแบ่งกำไรจาก Red Lobster ในช่วงปลายเดือนต.ค. ปีที่ผ่านมา TU ได้เข้าลงทุนใน Red Lobster (ภัตตาคารอาหารทะเลในสหรัฐฯ) คิดเป็นมูลค่า 575 ล้านดอลลาร์สหรัฐ ผ่านการเข้าซื้อหน่วยลงทุนสามัญสัดส่วน 25% และหน่วยลงทุนบุริมสิทธิที่แปลงสภาพได้ ระยะเวลาไถ่ถอน 10 ปี (ผลตอบแทน 8% ต่อปี) Red Lobster สร้างส่วนแบ่งกำไรสุทธิให้กับ TU จำนวน 58 ล้านบาทในปี 2559 เราคาดว่า Red Lobster จะช่วยสนับสนุนให้กำไรของ TU ปรับเพิ่มได้อีก 300 ล้านบาทในปี 2560 ตามสัดส่วนการลงทุนและรายได้อื่น (ผลประโยชน์ทางภาษี ค่าธรรมเนียมการบริหาร และรายได้ทางการเงินจากหน่วยลงทุนบุริมสิทธิแปลงสภาพ) ซึ่งรวมกันแล้วจะมีจำนวนมากเกินพอชดเชยดอกเบี้ยจ่าย

ได้ประโยชน์จากเงินบาท/ดอลลาร์สหรัฐอ่อนค่าและการลดภาษีของสหรัฐฯ TU มีแนวโน้มที่จะได้รับประโยชน์มากที่สุดจากเงินบาท/ดอลลาร์สหรัฐอ่อนค่า (ยอดขาย 70% ของบริษัทอยู่ในสกุลดอลลาร์สหรัฐ) และการลดภาษีเงินได้นิติบุคคลในสหรัฐฯ (ยอดขาย 28% ของบริษัทมาจากกิจการในสหรัฐฯ) เราคาดว่าเงินบาทที่อ่อนค่าลงทุกๆ 1% เมื่อเทียบกับดอลลาร์สหรัฐ จะช่วยสนับสนุนให้กำไรของ TU ปรับขึ้นได้อีก 1% ในขณะเดียวกัน เราคาดว่าจะการลดอัตราภาษีเงินได้นิติบุคคลในสหรัฐฯ ลงทุกๆ 10% (จากปัจจุบันที่ 35%) จะช่วยสนับสนุนให้กำไรของ TU ปรับขึ้นได้อีก +2-4%

Forecasts and valuation

Year to 31 Dec	Unit	2015	2016	2017F	2018F	2019F
Revenue	(Btmn)	124,904	134,375	147,147	154,791	162,865
EBITDA	(Btmn)	11,646	11,023	13,113	14,544	16,009
Core profit	(Btmn)	5,993	5,170	6,182	7,156	8,388
Reported profit	(Btmn)	5,373	5,254	6,182	7,156	8,388
Core EPS	(Bt)	1.26	1.08	1.30	1.50	1.76
DPS	(Bt)	0.63	0.63	0.65	0.75	0.88
P/E, core	(x)	16.88	19.57	16.36	14.14	12.06
EPS growth, core	(%)	3.78	(13.74)	19.58	15.75	17.22
P/BV, core	(x)	2.11	2.13	2.00	1.85	1.70
ROE	(%)	12.56	10.84	12.61	13.59	14.70
Dividend yield	(%)	2.97	2.97	3.06	3.54	4.15
EV/EBITDA	(x)	11.80	15.06	13.00	11.58	10.35

Source: SCBS Investment Research

Financial statement

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	2015	2016	2017F	2018F	2019F
Total revenue	124,904	134,375	147,147	154,791	162,865
Cost of goods sold	(104,937)	(114,272)	(124,733)	(130,841)	(137,273)
Gross profit	19,967	20,103	22,415	23,950	25,592
SG&A	(11,749)	(13,138)	(14,200)	(14,550)	(14,902)
Other income	702	1,075	1,740	1,810	1,884
Interest expense	(1,356)	(1,440)	(2,187)	(2,270)	(2,156)
Pre-tax profit	7,564	6,600	7,768	8,940	10,418
Corporate tax	(1,290)	(1,019)	(1,165)	(1,341)	(1,563)
Equity a/c profits	336	194	315	331	348
Minority interests	(616)	(606)	(736)	(774)	(814)
Core profit	5,993	5,170	6,182	7,156	8,388
Extra-ordinary items	(621)	84	-	-	-
Net Profit	5,373	5,254	6,182	7,156	8,388
EBITDA	11,646	11,023	13,113	14,544	16,009
Core EPS (Bt)	1.26	1.08	1.30	1.50	1.76
Net EPS (Bt)	1.13	1.10	1.30	1.50	1.76
DPS (Bt)	0.63	0.63	0.65	0.75	0.88

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16
Total revenue	33,055	31,257	34,441	35,128	33,550
Cost of goods sold	(27,859)	(26,409)	(29,012)	(30,102)	(28,749)
Gross profit	5,196	4,848	5,428	5,025	4,801
SG&A	(2,867)	(3,394)	(3,366)	(3,147)	(3,230)
Other income	93	279	333	86	377
Interest expense	(216)	(329)	(263)	(361)	(488)
Pre-tax profit	2,206	1,404	2,132	1,604	1,460
Corporate tax	(232)	(352)	(494)	(183)	10
Equity a/c profits	147	56	35	153	(51)
Minority interests	(219)	(142)	(178)	(159)	(126)
Core profit	1,902	967	1,495	1,415	1,294
Extra-ordinary items	(1,168)	264	32	180	(391)
Net Profit	734	1,231	1,527	1,594	902
EBITDA	3,175	2,435	3,113	2,750	2,724
Core EPS (Bt)	0.40	0.20	0.31	0.30	0.27
Net EPS (Bt)	0.15	0.26	0.32	0.33	0.19

Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	2015	2016	2017F	2018F	2019F
Total current assets	57,097	60,079	68,636	71,984	75,637
Total fixed assets	53,814	82,287	84,170	84,388	84,470
Total assets	110,911	142,365	152,806	156,372	160,107
Total loans	39,118	65,841	70,375	68,175	65,325
Total current liabilities	38,674	59,242	47,839	56,310	52,234
Total long-term liabilities	24,267	35,688	54,327	45,252	48,159
Total liabilities	62,941	94,930	102,166	101,561	100,393
Paid-up capital	1,193	1,193	1,193	1,193	1,193
Total equity	47,970	47,436	50,612	54,677	59,487
BVPS (Bt)	10.05	9.94	10.61	11.46	12.47

Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16
Total current assets	56,855	51,702	56,609	57,865	60,079
Total fixed assets	54,622	57,406	57,703	60,950	82,287
Total assets	111,477	109,108	114,312	118,815	142,365
Total loans	39,118	34,994	38,471	44,342	65,841
Total current liabilities	38,567	33,989	37,432	37,029	59,242
Total long-term liabilities	24,285	25,889	28,083	35,121	35,688
Total liabilities	62,851	59,879	65,515	72,150	94,930
Paid-up capital	24,389	25,736	25,784	25,803	26,678
Total equity	48,626	49,229	48,797	46,666	47,436
BVPS (Bt)	10.19	10.32	10.23	9.78	9.94

Cash Flow Statement (Btmn)

FY December 31	2015	2016	2017F	2018F	2019F
Core Profit	5,993	5,170	6,182	7,156	8,388
Depreciation and amortization	2,726	2,983	3,159	3,334	3,435
Operating cash flow	15,604	5,926	6,332	8,821	10,092
Investing cash flow	(2,488)	(31,456)	(5,042)	(3,552)	(3,517)
Financing cash flow	(12,423)	20,936	1,527	(5,291)	(6,428)
Net cash flow	693	(4,595)	2,817	(35)	87

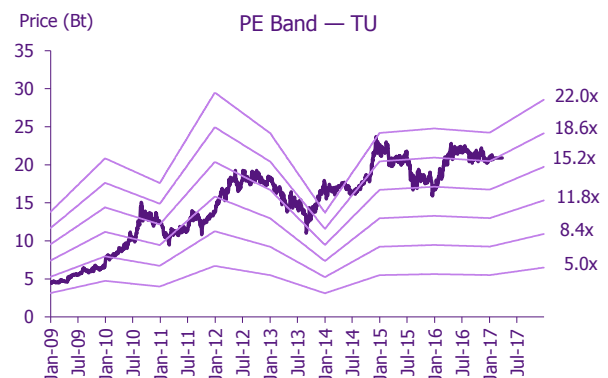
Main Assumptions

	2015	2016	2017F	2018F	2019F
Sales value (mn US\$)	3,656	3,807	4,031	4,241	4,462
Sales volume ('000 tons)	705.7	754.7	769.8	785.2	800.9
GPM (%)	16.0%	15.0%	15.2%	15.5%	15.7%
FX (Bt/US\$)	34.24	35.30	36.50	36.50	36.50

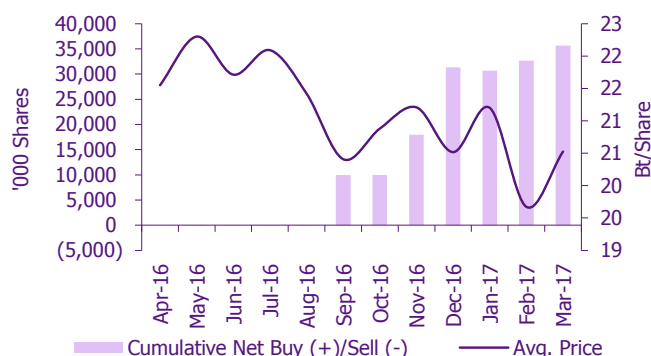
Key Financial Ratios

	2015	2016	2017F	2018F	2019F
Gross margin(%)	16.0	15.0	15.2	15.5	15.7
Operating margin(%)	6.6	5.2	5.6	6.1	6.6
EBITDA margin(%)	9.3	8.2	8.9	9.4	9.8
EBIT margin(%)	7.1	6.0	6.8	7.2	7.7
Net profit margin(%)	4.3	3.9	4.2	4.6	5.2
ROE (%)	11.2	11.1	12.2	13.1	14.1
ROA (%)	4.8	3.7	4.1	4.7	5.3
Net D/E (x)	0.8	1.4	1.4	1.2	1.1
Interest coverage (x)	8.6	7.7	6.0	6.4	7.4
Payout Ratio (%)	56.0	57.2	50.0	50.0	50.0

PE Band Chart

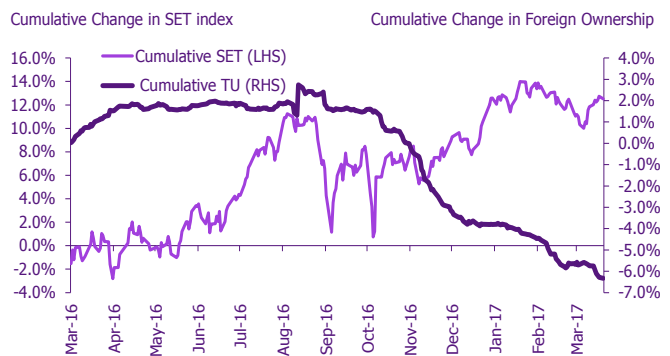


12-Month Cumulative directors trade



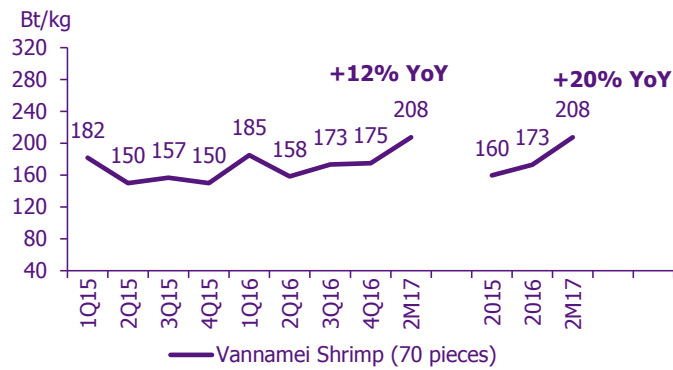
Source: SEC

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



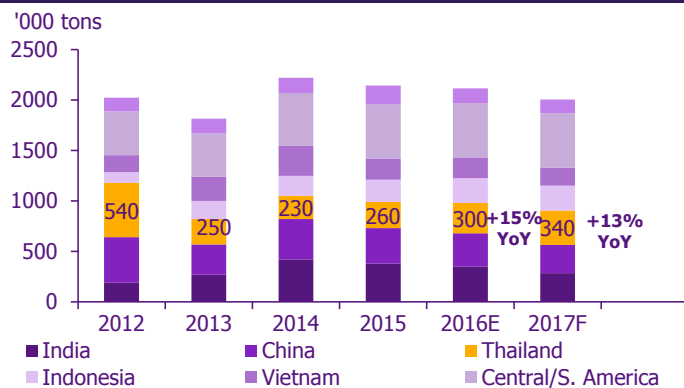
Source: SET, SCBS Investment Research

Figure 1: In 2M17, shrimp price increased



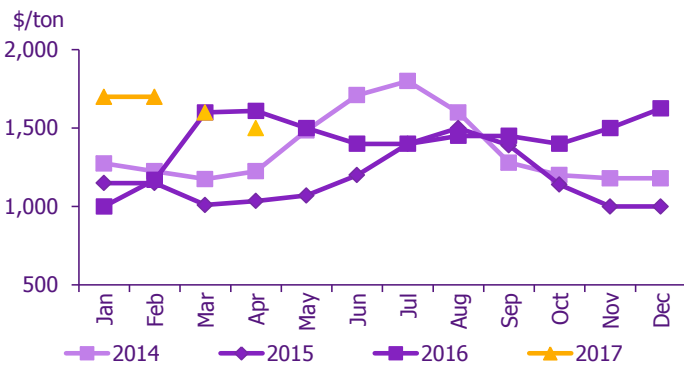
Source: Industry sources and SCBS Investment Research

Figure 3: In 2017F, Thai shrimp production is set to rise and global shrimp production will tend to be stable



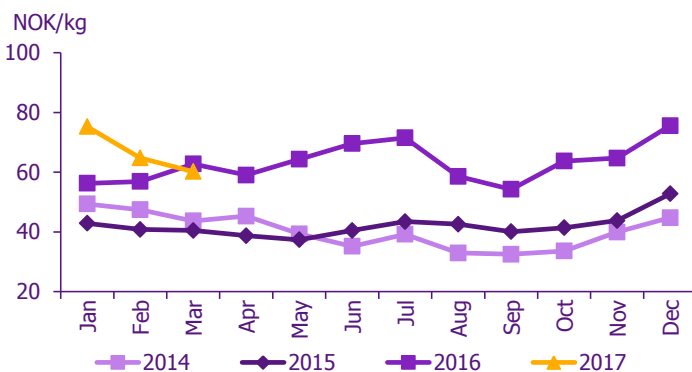
Source: Industry sources and SCBS Investment Research

Figure 5: Based on news reports, tuna price is coming down in Mar-Apr 2017



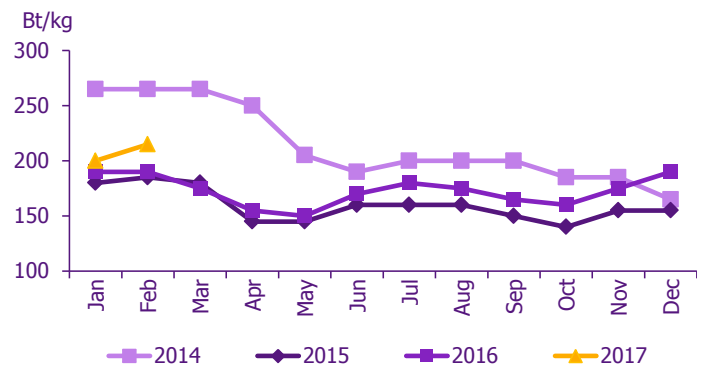
Source: Industry sources and SCBS Investment Research

Figure 7: In March, salmon price stayed high but softened from earlier in the year



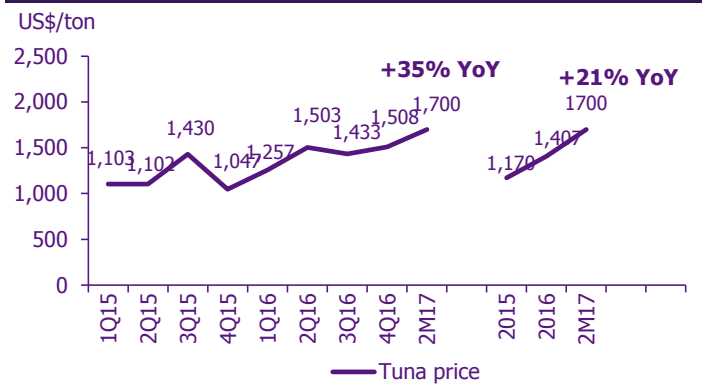
Source: Fishpool and SCBS Investment Research

Figure 2: Shrimp price in 2M17 still below 2014's level



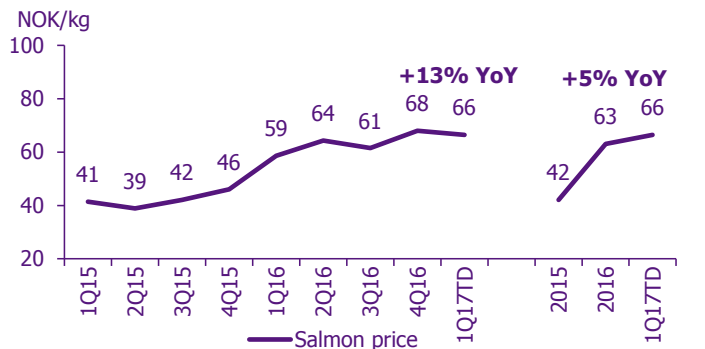
Source: OAE and SCBS Investment Research

Figure 4: In 2M17, tuna price spiked



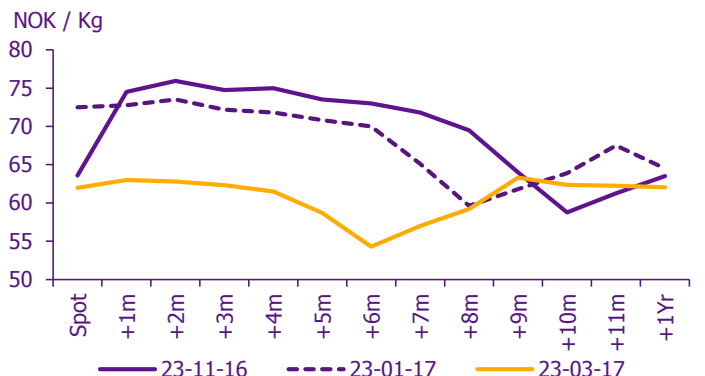
Source: Industry sources and SCBS Investment Research

Figure 6: In 2M17, salmon price continued to rise, but at a slower pace than in 2016



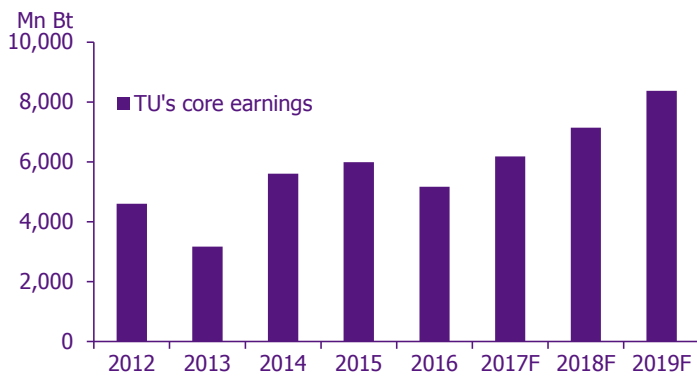
Source: Fishpool and SCBS Investment Research

Figure 8: Based on forward contracts, salmon price looks to be stabilizing over the next few months



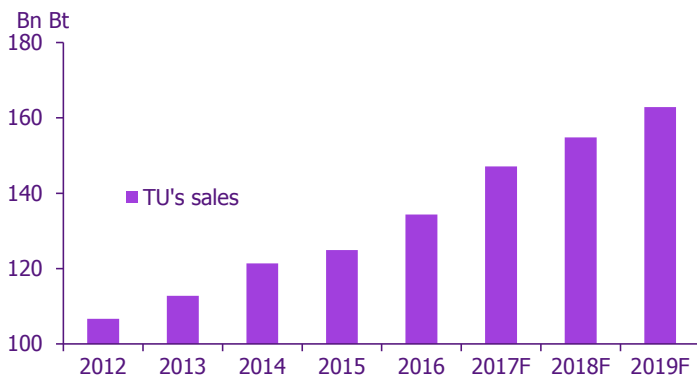
Source: Bloomberg and SCBS Investment Research

Figure 9: TU's earnings to hit new high in 2017F



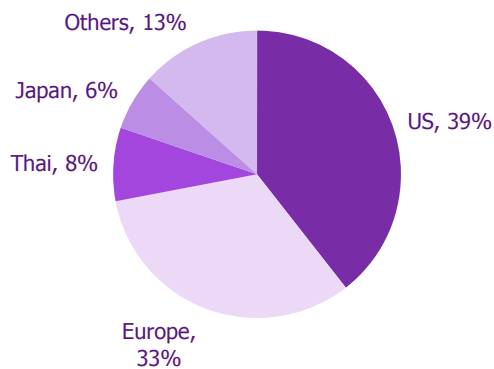
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 11: Sales to grow in 2017-19F



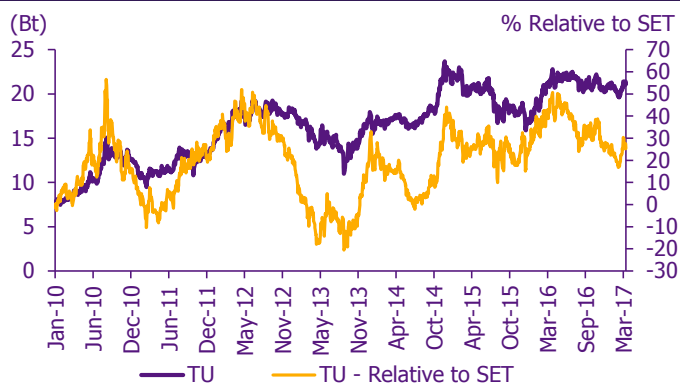
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 13: Sales breakdown by market in 2016



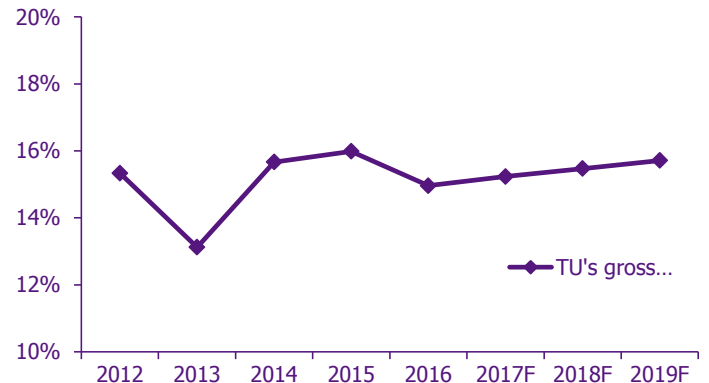
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 13: Price performance relative to SET



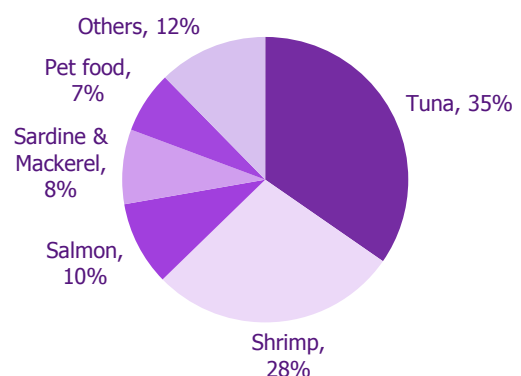
Source: SCBS Investment Research

Figure 10: TU's gross margin to widen in 2017-19F



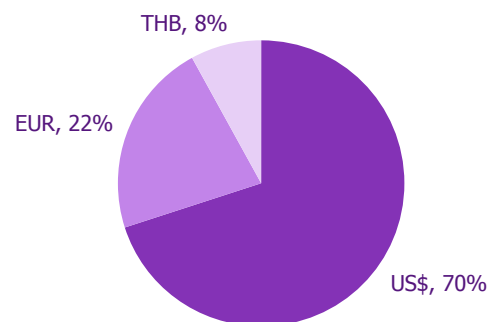
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 12: Sales breakdown by product in 2016



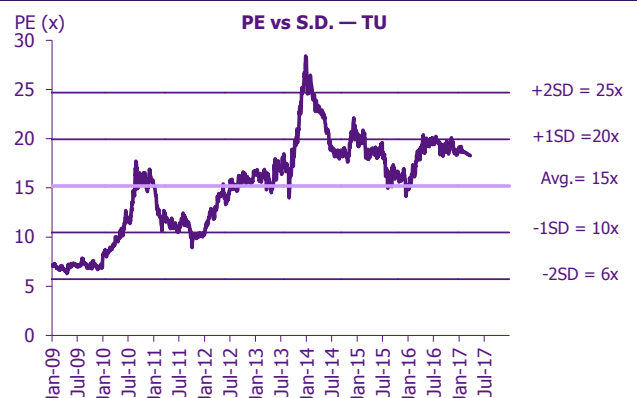
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 14: Sales breakdown by currency in 2016



Source: SCBS Investment Research

Figure 14: TU's historical PE band



Source: SCBS Investment Research

เร็วเกินไปที่จะขาย

ระวีบุษ ปิยะกรียงไกร

นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1002

raweenuch.piyakriengkai@scb.co.th

■ ราคาหุ้นกลุ่มยานยนต์ไทยปรับตัวขึ้นมาแล้ว 13-45% เทียบกับ SET ที่ +9% ตั้งแต่กลางปี 2559 หลังจากเราคาดการณ์ว่าอุตสาหกรรมยานยนต์จะฟื้นตัวดีขึ้นและมองว่าราคาหุ้นปรับตัวลดลงมากเกินไป แม้ตอนนี้ราคาหุ้นปรับตัวขึ้นมามาก แต่เราไม่คิดว่าราคาหุ้นกลุ่มยานยนต์ไทยสะท้อนอุตสาหกรรมยานยนต์ไทยที่มีแนวโน้มปรับตัวดีขึ้นอย่างเต็มที่แล้ว และเชื่อว่าราคาหุ้นจะปรับตัวขึ้นต่อ โดยได้รับปัจจัยหนุนจากกำไรที่มีแนวโน้มเติบโตอย่างแข็งแกร่งในปีนี้ รวมถึงความเสี่ยง/ผลตอบแทนที่น่าดึงดูด

■ Top picks ของเรา คือ SAT และ PCSGH ซึ่งมีแนวโน้มรายงานกำไรปี 2560 เติบโตอย่างแข็งแกร่งมากที่สุดในกลุ่มยานยนต์

ปี 2560 จะเป็นปีที่ยอดผลิตรถยนต์ฟื้นตัว เรายังคงประมาณการยอดผลิตรถยนต์ในปี 2560 ไว้ที่ 2.1 ล้านคัน เติบโต 6% YoY หลังจากเติบโตน้อยมากในปี 2558-59 ปัจจัยกระตุ้นที่สำคัญ คือ ตลาดรถยนต์ในประเทศที่คาดว่าจะเติบโต 8% YoY ในปี 2560 (835,000 คัน) ฟื้นตัวขึ้นหลังจากหดตัวลงมาตั้งแต่ปี 2556 โดยได้รับปัจจัยหนุนจากเศรษฐกิจที่ปรับตัวดีขึ้น ความต้องการซื้อรถยนต์ในประเทศที่ฟื้นตัวขึ้น เห็นได้จากยอดขายรถยนต์ที่เพิ่มขึ้น +15% YoY ในช่วง 2 เดือนแรกปี 60 ในขณะที่ยอดส่งออกรถยนต์ลดลง 10% YoY ในช่วง 2 เดือนแรกปี 60 หลักๆ ถูกฉุดลงโดยตลาดตะวันออกกลางที่แยลง (-62% YoY, 7% ของยอดส่งออกรถยนต์) แต่เราคาดว่าวัฏจักรขาลงในตลาดตะวันออกกลางที่เกิดขึ้นตั้งแต่ปี 2558 จะกลับคืนสู่ภาวะปกติในไม่ช้านี้ และเมื่อผนวกกับการเติบโตอย่างแข็งแกร่งในตลาดหลักๆ เช่น ออสเตรเลีย และนิวซีแลนด์ (+7% YoY, 31% ของยอดส่งออกรถยนต์) ส่งผลทำให้เราคาดว่ายอดขายรถยนต์จะเติบโต 5% YoY ในปี 2560 (1.2 ล้านคัน)

กำไรไตรมาส 4/59 ที่ออกมาดีกว่าคาดหนุนให้ปรับประมาณการกำไรเพิ่มขึ้น ไตรมาส 4/59 เป็นไตรมาสที่อ่อนแอ เพราะยอดผลิตรถยนต์ลดลง 3% YoY ในช่วงไตรมาสแรกๆ อย่างไรก็ดี กลุ่มยานยนต์รายงานผลประกอบการที่สร้างเซอร์ไพรส์เชิงบวก โดยได้รับปัจจัยกระตุ้นจากยอดขายที่แข็งแกร่งมากกว่าคาด, อัตรากำไรที่ดีกว่าคาด, และส่วนแบ่งกำไรที่สูงขึ้น ซึ่งชี้ให้เห็นว่าตลาดมีการคาดการณ์และความคาดหวังต่ำต่อกำลังการผลิต กลุ่มยานยนต์ไทยมีแนวโน้มที่จะรายงานกำไรเติบโตแบบก้าวกระโดดในปี 2560: PCSGH จะรายงานกำไรเติบโตแข็งแกร่งที่สุดที่ 50% YoY ตามด้วย SAT ที่ 29% YoY, AH ที่ 20% YoY, และ STANLY ที่ 17% YoY (ปีบัญชี 2561, เดือนเมษายน 2560 – มีนาคม 2561)

คาดการณ์ราคาหุ้นปรับตัวขึ้นต่อ หุ้นกลุ่มยานยนต์ไทยปรับตัวขึ้นมามากแล้วตั้งแต่กลางปี 2559: +13% สำหรับ PCSGH, +18% สำหรับ STANLY, +21% สำหรับ SAT, และ +45% สำหรับ AH ดีกว่า SET ที่ +9% หลังจากเราพบโอกาสลงทุนในกลุ่มยานยนต์โดยได้รับปัจจัยหนุนจากการฟื้นตัวของอุตสาหกรรมและราคาหุ้นที่ลดลงมากเกินไป (ดูรายละเอียดเพิ่มเติมได้ในรายงานกลุ่มยานยนต์ “ใกล้ฟื้นตัว” วันที่ 4 กรกฎาคม 2559) อย่างไรก็ตาม เราไม่คิดว่าราคาหุ้นกลุ่มยานยนต์ไทยสะท้อนแนวโน้มอุตสาหกรรมยานยนต์ไทยที่ปรับตัวดีขึ้นไปหมดแล้ว เนื่องจากราคาหุ้น SAT ซื้อขายที่ PE ปี 2560 ระดับ 8.8 เท่า และราคาหุ้น AH ซื้อขายที่ PE ปี 2560 ระดับ 8.6 เท่า ซึ่งต่ำกว่าค่าเฉลี่ยในอดีตของทั้งสองบริษัท และราคาหุ้น PCSGH ยังต่ำกว่าจุดสูงสุดในปี 2557 อยู่ 45% ในขณะที่ STANLY ซื้อขายใกล้เคียงกับค่าเฉลี่ยในอดีตที่ PE ปี 2560 ระดับ 11 เท่า เราเชื่อว่าราคาหุ้นกลุ่มยานยนต์ไทยจะปรับตัวขึ้นต่อโดยได้รับปัจจัยหนุนจากกำไรที่จะกลับมาเติบโตอย่างแข็งแกร่งในปีนี้

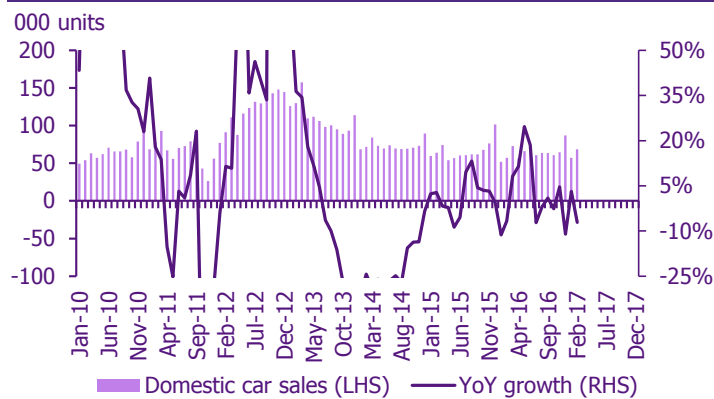
Top picks คือ SAT และ PCSGH SAT และ PCSGH เป็น top picks ของเรา หุ้นสองตัวนี้มีความเสี่ยง/ผลตอบแทนที่น่าดึงดูด และมีแนวโน้มรายงานกำไรฟื้นตัวอย่างแข็งแกร่งในปีนี้ที่ 29% YoY สำหรับ SAT และ 50% YoY สำหรับ PCSGH เรายังคงคำแนะนำ “ซื้อ” AH และแนะนำ “Neutral” สำหรับ STANLY

Valuation summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					16A	17F	18F	16A	17F	18F	16A	17F	18F	16A	17F	18F	16A	17F	18F	16A	17F	18F
AH	Buy	17.30	22.0	31.7	10.3	8.6	7.2	73	20	19	0.9	0.8	0.7	9	10	11	3.8	4.6	5.4	6.4	5.7	4.6
PCSGH	Buy	5.95	7.4	28.7	24.1	16.0	13.6	(28)	50	18	1.9	1.8	1.7	8	12	13	2.0	4.4	5.2	8.8	6.8	5.6
SAT	Buy	16.10	22.0	41.2	11.3	8.8	7.5	(6)	29	18	1.2	1.1	1.0	11	13	14	3.7	4.6	5.4	4.9	4.0	3.3
STANLY	Neutral	208.00	240.0	18.1	12.8	10.9	9.8	22	17	11	1.2	1.1	1.0	10	10	11	2.4	2.7	3.1	4.5	3.7	3.1
Average					14.6	11.1	9.5	15	29	16	1.3	1.2	1.1	9	11	12	3.0	4.1	4.8	6.2	5.1	4.2

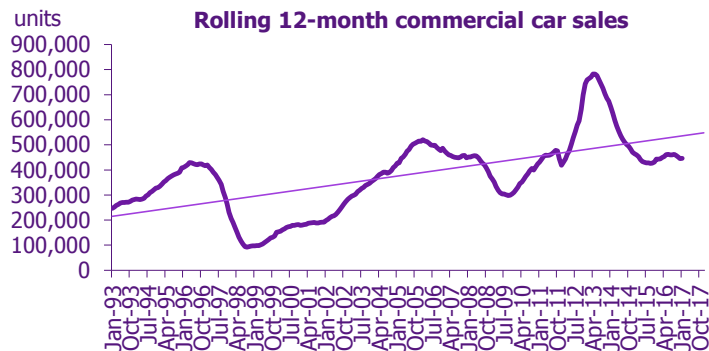
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: Domestic auto market is picking up



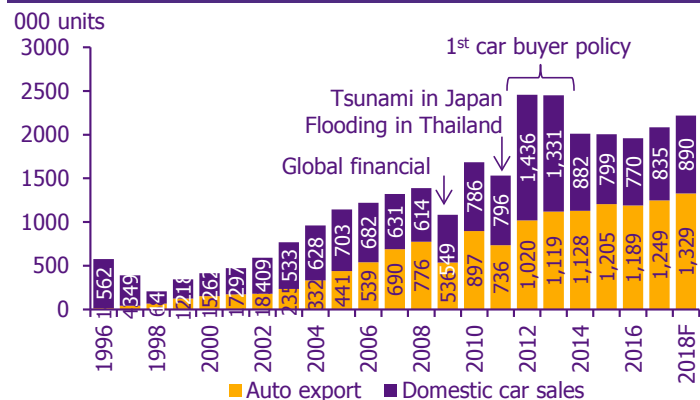
Source: Thailand Automotive Institute and SCBS Investment Research

Figure 3: Commercial vehicle segment is in early stages of recovery



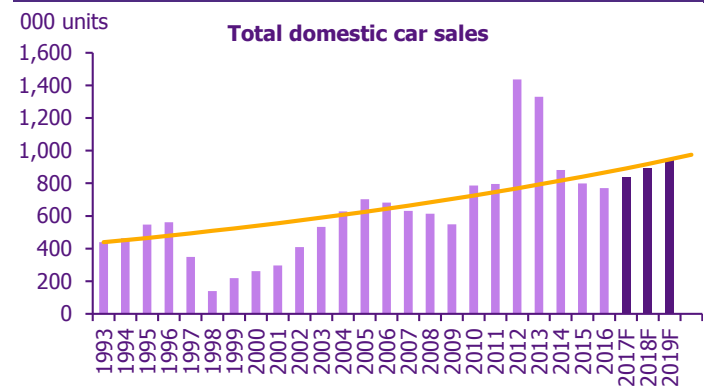
Source: Thailand Automotive Institute and SCBS Investment Research

Figure 5: Thai auto production to get back to an uptrend in 2017



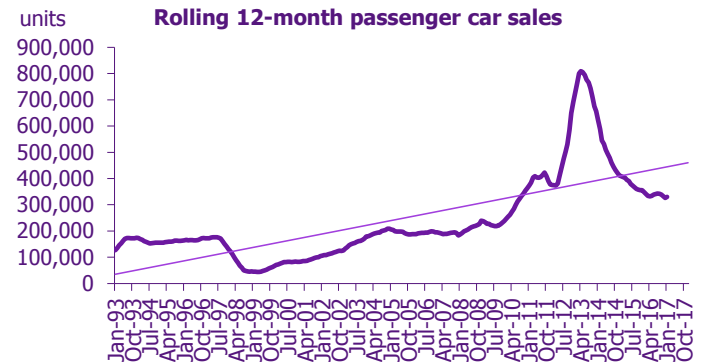
Source: Thailand Automotive Institute and SCBS Investment Research

Figure 2: Domestic auto market to return to an uptrend with 8% YoY growth in 2017



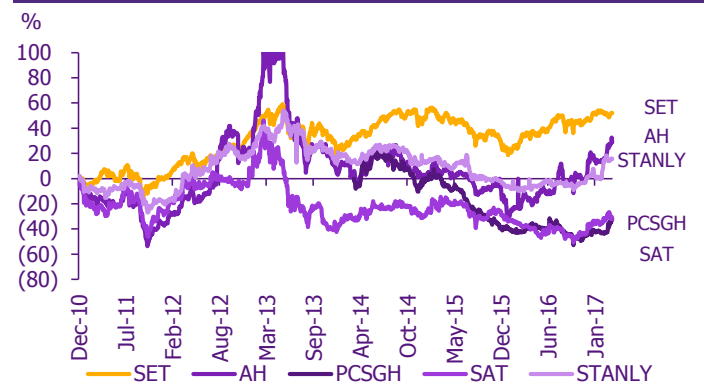
Source: Thailand Automotive Institute and SCBS Investment Research

Figure 4: Passenger car demand beginning to stabilize



Source: Thailand Automotive Institute and SCBS Investment Research

Figure 6: Share price performance



Source: SET and SCBS Investment Research

รวิญญ์ ปิยะกรียงไกร

นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1002

raweenuch.piyakriengkai@scb.co.th

ถูกปกคลุมด้วยปัจจัยลบ

- แนวโน้มธุรกิจสายการบินยังคงถูกปกคลุมโดยปัจจัยลบจากการได้รับประโยชน์น้อยลงจากราคาน้ำมันที่ลดลง, ภาษีสรรพสามิตน้ำมันเครื่องบินเพิ่มขึ้น, และความกังวลประเด็น ICAO
- เรามองว่าราคาหุ้น AOT จะถูกกดดันโดยความกังวลเกี่ยวกับการต่ออายุสัญญาการใช้ประโยชน์ที่ราชพัสดุกับกรมธนารักษ์

ได้ประโยชน์น้อยลงจากราคาน้ำมันที่ลดลง ต้นทุนน้ำมันเครื่องบินที่ลดลงเป็นปัจจัยสำคัญที่ช่วยหนุนให้ผลการดำเนินงานของผู้ประกอบการสายการบินปรับตัวดีขึ้นในปี 2559 โดยหลักๆ เกิดขึ้นในช่วงครึ่งแรกปี 59 อย่างไรก็ตาม ราคาน้ำมันน่าจะทำจุดต่ำสุดไปแล้วในไตรมาส 1/59 ดังนั้นประโยชน์จากราคาน้ำมันที่ลดลงจะลดน้อยลง และต้นทุนน้ำมันจะสูงขึ้น ดังที่ปรากฏให้เห็นแล้วจากต้นทุนน้ำมัน/ASK ที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นในช่วงครึ่งหลังปี 59 ราคาเครื่องบิน (spot price) โดยเฉลี่ย QTD อยู่ที่ 64.5 ดอลลาร์สหรัฐ/บาร์เรล เพิ่มขึ้น 52% YoY และ 7% QoQ

ภาษีสรรพสามิตสูงขึ้น, ขึ้นค่าโดยสารภายในประเทศ กรม.มิตเห็นชอบขึ้นอัตราภาษีสรรพสามิตน้ำมันเครื่องบินสำหรับเที่ยวบินภายในประเทศ สู่ 4 บาท/ลิตร (จาก 0.20 บาท/ลิตร) มีผลวันที่ 25 มกราคม โดยให้เหตุผลว่าเพื่อให้เกิดความเป็นธรรมในเรื่องค่าโดยสารเมื่อเทียบกับการเดินทางประเภทอื่นที่ใช้น้ำมันดีเซลหรือน้ำมันเบนซิน ดังนั้นเพื่อให้ครอบคลุมต้นทุนที่เพิ่มขึ้น AAV, NOK, และไทยไลอ้อนแอร์ จึงประกาศขึ้นค่าโดยสารในอัตรา 150 บาท/คน/เที่ยวบิน และ BA ประกาศขึ้นค่าโดยสาร 200 บาท/คน/เที่ยวบินสำหรับเส้นทางบินภายในประเทศ คิดเป็นอัตราค่าโดยสารเฉลี่ยที่เพิ่มขึ้น 10-15% THAI (รวมถึงไทยสมายล์) ยังไม่ได้ประกาศขึ้นค่าโดยสารภายในประเทศ แต่จะรวมต้นทุนที่เพิ่มขึ้นเข้ามาไว้ในอัตราค่าโดยสารของบริษัท เรามองว่าการขึ้นค่าโดยสารครั้งนี้อาจจะส่งผลกระทบต่อความต้องการเดินทางโดยเครื่องบินภายในประเทศ โดยเฉพาะสายการบินต้นทุนต่ำอย่าง AAV, NOK, และไทยไลอ้อนแอร์ เนื่องจากโดยปกติแล้วธุรกิจนี้มีความอ่อนไหวสูงต่อการเปลี่ยนแปลงของราคาค่าโดยสาร โดยรายได้จากเส้นทางบินในประเทศคิดเป็น 15% ของรายได้ทั้งหมดสำหรับ THAI, 40% สำหรับ AAV, 70% สำหรับ BA, และ 80% สำหรับ NOK

ความกังวลประเด็น ICAO สำนักงานการบินพลเรือนแห่งประเทศไทย (กพท.) เปิดเผยว่า กพท.วางแผนเชิญองค์การการบินพลเรือนระหว่างประเทศ (ICAO) เข้ามาตรวจสอบมาตรฐานการบินของไทย (หลังจากปกรณแดงในเดือนมิถุนายน 2558) ภายในวันที่ 30 มิถุนายน อย่างไรก็ตาม ICAO มีเงื่อนไขว่า: 1) ในระหว่างการตรวจสอบ สายการบินสัญชาติไทยที่ยังไม่ได้ใบรับรองผู้ดำเนินการเดินอากาศ (AOC) ใหม่จาก กพท. จะต้องหยุดบินในเส้นทางระหว่างประเทศชั่วคราวเริ่มตั้งแต่วันที่ 1 กรกฎาคม จนกว่า ICAO จะตรวจสอบมาตรฐานเสร็จ และประกาศปลดตรงแดง และ 2) ในการปลดตรงแดงประเทศไทย ต้องมีสายการบินได้รับ AOC ใหม่อย่างน้อย 10 ราย โดย กพท.คาดว่า ICAO จะประกาศผลการปลดตรงแดงในเดือนพฤศจิกายน เรามองว่าเรื่องนี้เป็นประเด็นที่สร้างความกังวลต่อกลุ่มสายการบิน ประเทศไทยมีสายการบินสัญชาติไทย 23 รายที่บินในเส้นทางระหว่างประเทศ ปัจจุบัน BA เป็นสายการบินเพียงรายเดียวที่ได้รับ AOC ใหม่ในเดือนกุมภาพันธ์ที่ผ่านมา กพท.กำลังดำเนินการออก AOC ใหม่ให้กับ THAI และ AAV (คืบหน้าแล้ว 80%, คาดว่าจะออก AOC ใหม่ในเดือนเมษายน) และ NOK, NokScoot, Thai AirAsia X, Thai Smile, K-Mile Air และ Orient Thai (คืบหน้าแล้ว 60%) สายการบินที่เหลืออีก 14 ราย (ส่วนใหญ่เป็นผู้ประกอบการสายการบินเช่าเหมาลำ) ก็กำลังดำเนินการตามขั้นตอนดังกล่าว เราเชื่อว่า กพท.จะเร่งกระบวนการออก AOC ใหม่ เนื่องจากการท่องเที่ยวไทย (ปัจจัยสำคัญที่เป็นตัวกระตุ้นเศรษฐกิจไทย) จะได้รับผลกระทบถ้าสายการบินต้องหยุดบินในเส้นทางระหว่างประเทศ

AOT: ยังคงอยู่ภายใต้แรงกดดัน กำไรของ AOT จะเติบโตอย่างต่อเนื่อง แต่ในอัตราที่ชะลอตัวลงจาก +31% YoY ในปีบัญชี 2558 สู่ +22% YoY ในปีบัญชี 2559 และ +19% YoY ในปีบัญชี 2561 พร้อมกับปริมาณผู้โดยสารที่เติบโตตามปกติ ความกังวลที่จะสร้างแรงกดดันต่อราคาหุ้น AOT คือ การกำหนดมูลค่าของพื้นที่ที่ไม่เกี่ยวข้องกับการบินสำหรับสนามบินสุวรรณภูมิ (คาดได้ข้อสรุปในไตรมาส 3/60) เพื่อนำมาคำนวณอัตราผลตอบแทนจากการใช้ประโยชน์ที่ราชพัสดุ, แนวโน้มการเก็บค่าตอบแทนย้อนหลัง, และการต่ออายุสัญญาการใช้ประโยชน์ที่ราชพัสดุในสนามบินที่เหลือของ AOT

AAV เป็น top pick เรายังคงมุมมองของเราว่าปี 2560 จะเป็นปีที่ท้าทายสำหรับธุรกิจสายการบิน เราชอบ AAV (ราคาเป้าหมาย 8 บาท/หุ้น) เนื่องจากบริษัทมีเครือข่ายการบินที่แข็งแกร่งและมีกลยุทธ์ที่จะขยายเส้นทางบินสู่ตลาดที่มีแนวโน้มเติบโตสูงอย่างอินเดีย และตลาด CLMV ทั้งนี้ในปี 2560 AAV ทำสัญญาซื้อน้ำมันเครื่องบินล่วงหน้าไว้ในสัดส่วนสูงถึง 69-78% ที่ต้นทุนเฉลี่ย 60 ดอลลาร์สหรัฐ/บาร์เรล ซึ่งจะช่วยลดความเสี่ยงจากราคาน้ำมันเครื่องบินที่สูงขึ้น

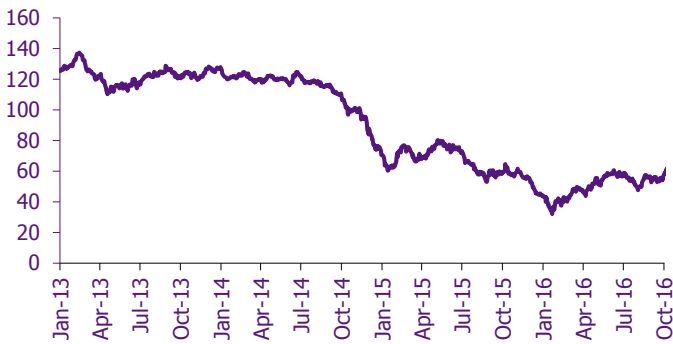
Valuation summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					16A	17F	18F	16A	17F	18F	16A	17F	18F	16A	17F	18F	16A	17F	18F	16A	17F	18F
AOT	Neutral	39.75	42.0	7.7	29.1	24.8	23.8	24	17	4	4.7	4.2	3.9	17	18	17	1.7	2.0	2.1	16.8	15.0	14.8
AAV	Buy	6.30	8.0	29.3	16.0	15.1	13.9	61	6	9	1.4	1.4	1.3	9	9	9	2.4	2.3	2.5	9.4	8.1	7.4
THAI	Sell	18.10	15.5	(12.5)	11.7	13.3	11.9	n.m.	(12)	12	1.2	1.1	1.0	10	8	9	0.0	1.9	2.1	6.7	5.7	5.5
Average					18.9	17.8	16.5	42	4	8	2.4	2.2	2.1	12	12	12	1.4	2.1	2.2	11.0	9.6	9.2

Source: SCBS Investment Research

Figure 1: Jet fuel spot price trend

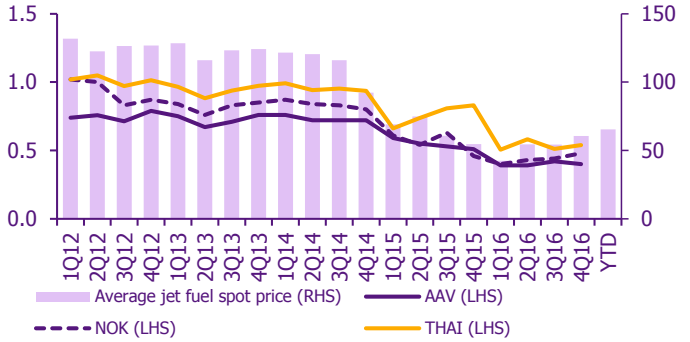
Jet fuel spot price (US\$/bbl)



Source: Bloomberg and SCBS Investment Research

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

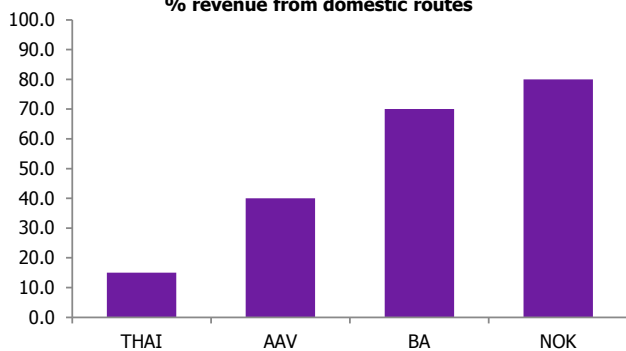
Jet fuel cost (Bt/ASK)



Source: Bloomberg, company data and SCBS Investment Research

Figure 3: Revenue from domestic routes

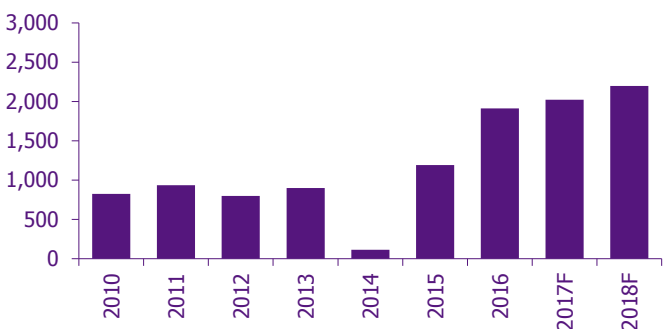
% revenue from domestic routes



Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 4: AAV's earnings forecast

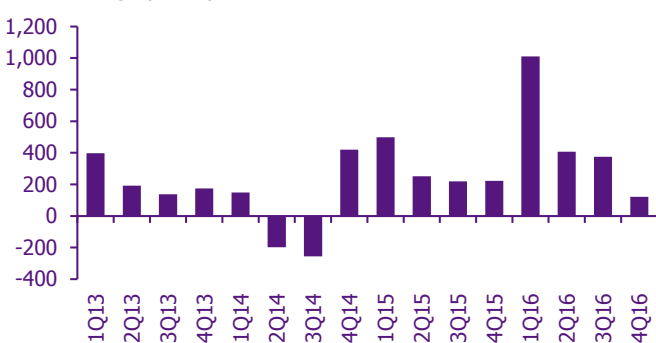
AAV's core profit (Bt mn)



Source: SCBS Investment Research

Figure 5: Quarterly earnings: AAV

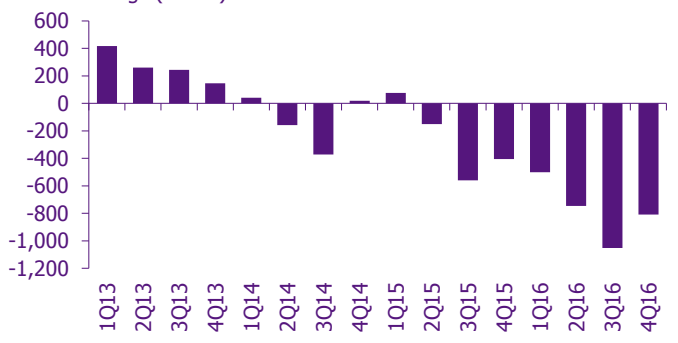
Core earnings (Bt mn)



Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 6: Quarterly earnings: NOK

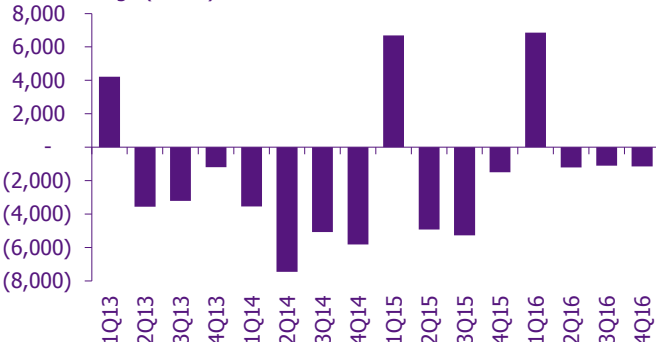
Core earnings (Bt mn)



Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 7: Quarterly earnings: THAI

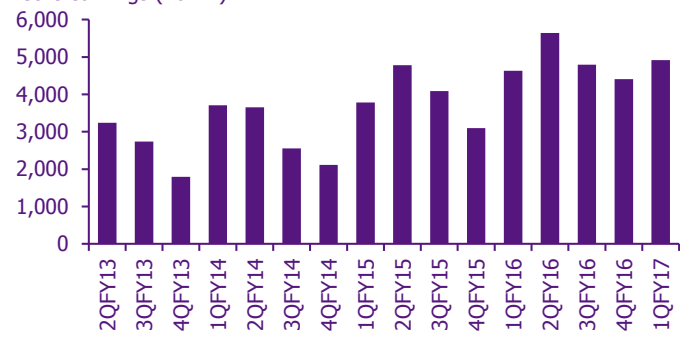
Core earnings (Bt mn)



Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 8: Quarterly earnings: AOT

Core earnings (Bt mn)



Source: Company data and SCBS Investment Research

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

จุดเปลี่ยนอยู่ข้างหน้า

- เราคาดว่าผลประกอบการไตรมาส 1/60 ของกลุ่มธนาคารจะฟื้นตัวเล็กน้อย...
-แต่การฟื้นตัวจะมีโมเมนตัมดีขึ้นในเวลาต่อมาด้วยสภาพแวดล้อมที่ดีขึ้นในการขยายสินเชื่อและ NPL ไหลเข้าลดลง
- เรายังคงเลือก KBANK และ KTB เป็น top picks

คาดการณ์ผลประกอบการไตรมาส 1/60 ฟื้นตัวเล็กน้อย เราคาดว่าผลประกอบการไตรมาส 1/60 ของกลุ่มธนาคารจะฟื้นตัวเล็กน้อย เพราะ 1) NPL ไหลเข้าลดลง, 2) สินเชื่อขยายตัวอย่างต่อเนื่อง, 3) ส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยสุทธิทรงตัว และ 4) รายได้ค่าธรรมเนียมชะลอตัวหลังจากเปิดให้บริการ “พร้อมเพย์” ในขณะที่เราสามารถสรุปผลประกอบการไตรมาส 4/59 ได้ดังนี้: 1) NPL ลดลงเล็กน้อย (หลักๆ เกิดจากการจัดชั้นสินเชื่อ SSI ใหม่พ้นจาก NPL มาเป็นสินเชื่อจัดชั้นกล่าวถึงเป็นพิเศษ) พร้อมกับการตั้งสำรองลดลง และ LLR coverage เพิ่มขึ้นสู่ 139% จาก 130% ณ ไตรมาส 3/59, 2) สินเชื่อขยายตัวเพิ่มขึ้นตามฤดูกาลที่ 1.4% QoQ และ 3% YoY (2% จากธุรกิจปกติ), 3) NIM เพิ่มขึ้น 0.03% QoQ, 4) รายได้ที่มีขีดดอกเบี้ยลดลง 6% QoQ นำผิดหวัง เพราะรายได้จากธุรกิจประกันชีวิตและกำไรจากเงินลงทุนและ NPA ลดลง, และ 5) ค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานเพิ่มขึ้นตามฤดูกาล 8% QoQ

NPL ไหลเข้าทำจุดสูงสุดแล้ว NPL ของกลุ่มธนาคารลดลงเล็กน้อย 2% QoQ ในไตรมาส 4/59 เนื่องจาก NPL ไหลออกเร่งตัวขึ้นมาก (+102% QoQ ส่วนหนึ่งเกิดจากการจัดชั้นสินเชื่อ SSI ใหม่เป็น “สินเชื่อจัดชั้นกล่าวถึงเป็นพิเศษ”) ซึ่งมากเกินไปขอชดเชย NPL ที่ไหลเข้าเพิ่มขึ้น (+31% QoQ) NPL ที่ไหลเข้าเพิ่มขึ้นในไตรมาส 4/59 ส่วนใหญ่เกิดจากภาคการผลิตและบริการ เราเชื่อว่า NPL ไหลเข้าทำจุดสูงสุดแล้วในไตรมาส 4/59 และจะลดลงในปี 2560 โดยได้รับปัจจัยหนุนจากการฟื้นตัวของภาคค้าส่งและค้าปลีกและภาคการผลิต ซึ่งเป็นส่วนสำคัญที่ทำให้ NPL ปรับตัวเพิ่มขึ้นในรอบนี้ การใช้จ่ายอุปโภคบริโภคที่เพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องจะช่วยสนับสนุนให้ภาคค้าส่งและค้าปลีกฟื้นตัวต่อไปอีก การส่งออกที่กลับมาฟื้นตัวการเติบโตเป็นบวกน่าจะช่วยให้ NPL ไหลเข้าของภาคการผลิตปรับตัวลดลง เราคาดว่าอัตราส่วนค่าเผื่อหนี้สงสัยจะสูญต่อสินเชื่อรวมจะลดลงจาก 1.4% ในปี 2559 สู่ 1.3% ในปี 2560 และ 1.2% ในปี 2561

สินเชื่อจะกลับมาขยายตัวเพิ่มขึ้น อัตราการขยายตัวของสินเชื่อของกลุ่มธนาคารปรับตัวเพิ่มขึ้นเล็กน้อยในเดือนกุมภาพันธ์ที่ 0.4% MoM (หลักๆ เกิดจากสินเชื่อธุรกิจขนาดใหญ่) หลังจากหดตัวลง 0.7% MoM ในเดือนมกราคม เรายังคงประมาณการของเราว่าอัตราการขยายตัวของสินเชื่อจะฟื้นตัวจากระดับต่ำสุดในรอบ 7 ปีที่ 3% ในปี 2559 สู่ 6% (7% ถ้ารวมการเติบโตจากเข้าซื้อกิจการของ TISCO) ในปี 2560 โดยได้รับปัจจัยหนุนจาก: 1) อัตราเงินเฟ้อที่เริ่มส่งสัญญาณฟื้นตัวดีขึ้น (reflation), 2) การลงทุนเพิ่มของภาคเอกชนตามการลงทุนด้านโครงสร้างพื้นฐานขนาดใหญ่ที่เพิ่มขึ้นอย่างมาก, 3) ภาคธุรกิจชะลอการออกหุ้นกู้เนื่องจากผลตอบแทนพันธบัตรปรับตัวขึ้นเร็วกว่าอัตราดอกเบี้ยเงินกู้, 4) การกลับมาขยายสินเชื่อรถยนต์, และ 5) การส่งออกที่ฟื้นตัวดีขึ้น

ค่าธรรมเนียมการโอนที่ลดลงจะได้รับการชดเชยจากการปิดสาขา ในปี 2560 ระบบ National e-payment จะทำให้รายได้ค่าธรรมเนียมการโอนลดลง แต่น่าจะได้รับการชดเชยจากรายได้จากธุรกิจประกันที่ฟื้นตัวดีขึ้น เพราะได้รับประโยชน์จากผลตอบแทนพันธบัตรที่ปรับตัวเพิ่มขึ้น สืบเนื่องจากการปรับโครงสร้างสู่ธนาคารดิจิทัล ธนาคารพาณิชย์จึงเริ่มปิดสาขาในช่วงครึ่งหลังปี 59 และจะปิดเพิ่มมากขึ้นในปี 2560 จำนวนสาขาของกลุ่มธนาคารลดลง 36 สาขาในช่วง 2 เดือนแรกปี 60 หลังจากลดลง 44 สาขาในช่วงครึ่งหลังปี 59 การประหยัดต้นทุนจากการปิดสาขาจะช่วยชดเชยรายได้ค่าธรรมเนียมการโอนที่ลดลง

ยังคงเลือก KBANK และ KTB เป็น top picks เรายังคงเลือก KTB และ KBANK เป็น top picks ของกลุ่มธนาคาร เนื่องจาก KTB และ KBANK มี valuation น่าสนใจมากที่สุด และการฟื้นตัวทางเศรษฐกิจมีแนวโน้มที่จะส่งผลทำให้คุณภาพสินทรัพย์ของธนาคารสองแห่งนี้ปรับตัวดีขึ้นได้มากที่สุด หลังจากได้รับผลกระทบมากที่สุดจากภาวะเศรษฐกิจชะลอตัว

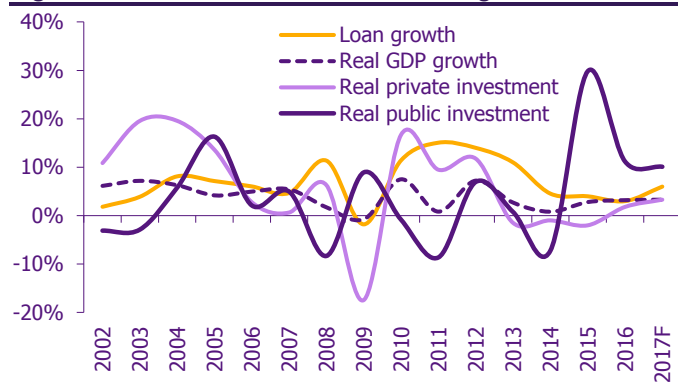
Valuation Summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)		
					16A	17F	18F	16A	17F	18F	16A	17F	18F	16A	17F	18F	16A	17F	18F
BAY	Neutral	39.00	40.0	5.2	13.4	11.4	9.7	15	17	18	1.4	1.3	1.2	11	12	12	2.2	2.6	3.1
BBL	Buy	181.50	215.0	22.4	10.9	9.1	7.9	(7)	20	15	0.9	0.9	0.8	9	10	10	3.3	4.0	4.6
KBANK	Buy	191.00	225.0	20.2	11.4	10.6	7.9	2	7	35	1.4	1.3	1.1	13	13	15	2.1	2.4	2.6
KKP	Neutral	69.50	65.0	1.8	10.6	10.8	10.7	67	(2)	1	1.5	1.4	1.4	14	13	13	8.6	8.3	8.4
KTB	Buy	20.60	23.0	16.2	8.9	8.1	6.8	13	11	19	1.1	1.0	0.9	12	13	14	4.1	4.6	5.4
LHBANK	Sell	1.78	1.7	(2.1)	9.0	12.5	10.9	63	(28)	15	1.2	1.0	0.9	14	10	9	3.3	2.4	2.7
TCAP	Neutral	48.25	50.0	7.4	9.7	8.9	9.0	17	9	(2)	1.0	0.9	0.9	11	11	10	3.7	3.7	3.7
TISCO	Neutral	69.00	72.0	9.5	11.0	9.7	9.2	18	13	6	1.8	1.6	1.5	17	17	17	5.1	5.1	5.4
TMB	Neutral	2.38	2.3	(0.8)	12.7	11.6	9.3	(12)	9	25	1.2	1.2	1.1	10	10	12	2.4	2.6	3.2
Average					10.9	10.3	9.0	6	11	17	1.3	1.2	1.1	13	12	13	3.8	3.9	4.4

Source: SCBS Investment Research

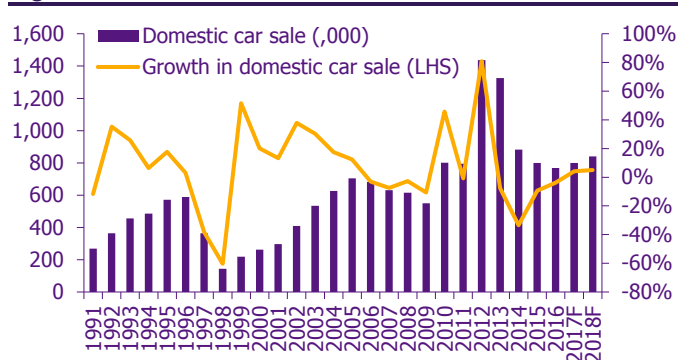
หมายเหตุสำคัญ: บริษัทหลักทรัพย์ ไทยพาณิชย์ จำกัด (SCBS) เป็นบริษัทย่อยที่ธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) (SCB) ถือหุ้นทั้งหมด ข้อมูลใด ๆ ที่เกี่ยวข้องกับ SCB มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ในการเปรียบเทียบเท่านั้น

Figure 1: Loans vs. GDP & investment growth



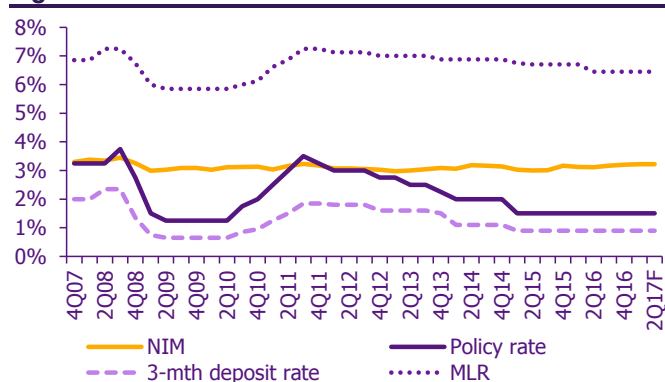
Source: NESDB, SCB EIC and SCBS Investment Research

Figure 2: Domestic car sales



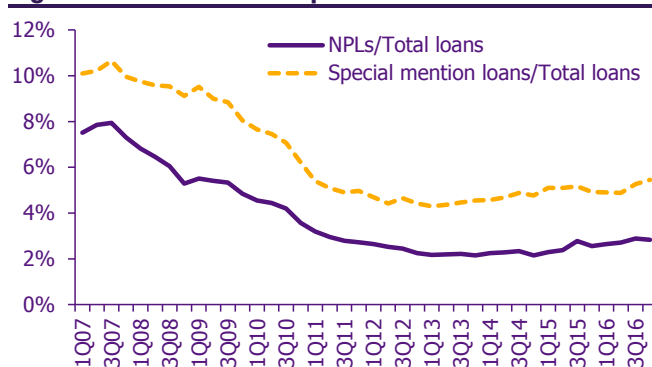
Source: Toyota (Thailand) and SCBS Investment Research

Figure 3: NIM and interest rates



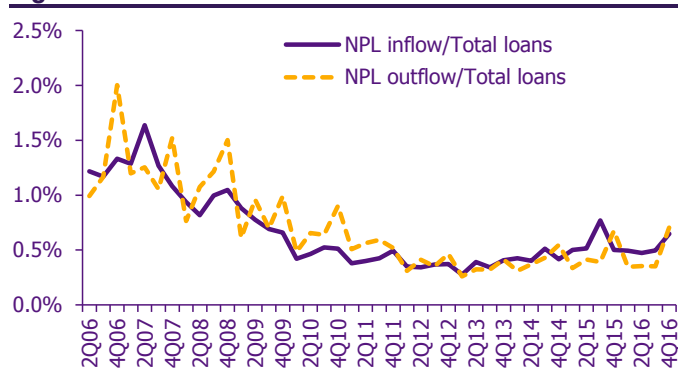
Source: SCBS Investment Research

Figure 4: NPL ratio and special-mention loans



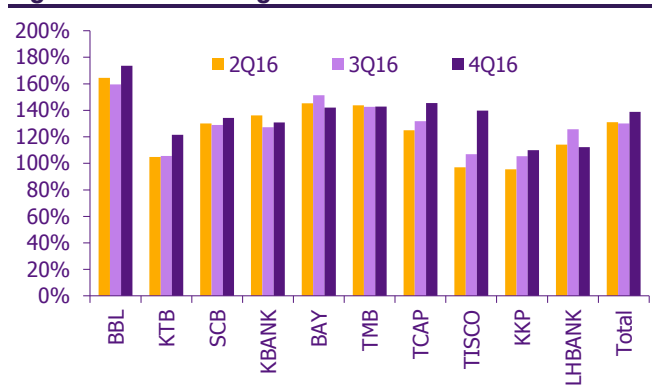
Source: BoT and SCBS Investment Research

Figure 5: NPL inflow and outflow



Source: BoT and SCBS Investment Research

Figure 6: LLR coverage



Source: BoT and SCBS Investment Research

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

ยอดขายจะฟื้นตัวอย่างช้าๆ; อัตรากำไรที่ดีขึ้นเป็นปัจจัยสำคัญ

■ ความเชื่อมั่นและกำลังซื้อปรับตัวดีขึ้น แต่ยอดขายสาขาเดิมดูเหมือนจะเติบโตต่ำ โดยมีสาเหตุมาจากฐานสูงจากมาตรการกระตุ้นการใช้จ่าย อัตรากำไรที่ดีขึ้นยังคงเป็นปัจจัยสำคัญที่จะช่วยกระตุ้นให้กำไรของกลุ่มพาณิชย์เติบโตในระยะสั้น

■ Top picks คือ GLOBAL และ CPALL เพราะกำไรมีแนวโน้มเติบโตสูงกว่าบริษัทอื่น ๆ ในกลุ่มพาณิชย์

(+) ความเชื่อมั่นค่อย ๆ ปรับตัวดีขึ้น หลังจากบรรยากาศความโศกเศร้าในเดือนค.พ.ย. ส่งผลทำให้ดัชนีความเชื่อมั่นผู้บริโภค (CCI) ปรับตัวลดลง CCI ก็กลับมาปรับตัวเพิ่มขึ้น 3 เดือนติดต่อกัน สู่ 75.8 จุดในเดือนก.พ. ซึ่งเป็นตัวบ่งชี้เชิงบวกสำหรับการอุปโภคบริโภคภาคเอกชนในอนาคต

(+) รายได้เกษตรกรมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง ดัชนีรายได้เกษตรกรเริ่มปรับตัวเพิ่มขึ้นในช่วงกลางปี 2559 และเพิ่มขึ้น 19% YoY ในเดือนม.ค. โดยได้รับปัจจัยหนุนจากผลผลิตการเกษตรที่เพิ่มขึ้น 3% (ผลผลิตยาง, ผลผลิตพืชไร่, และผลผลิตพืชประมง เพิ่มขึ้นในอัตราที่สูงกว่าผลผลิตข้าวเปลือกที่ลดลง) และราคาผลผลิตทางการเกษตรที่เพิ่มขึ้นถึง 16% (ราคาข้าว, ผลไม้, เมล็ดพืชไร่, และผลผลิตพืชประมง เพิ่มขึ้นในอัตราที่สูงกว่าราคาข้าวเปลือกที่ลดลง) ระดับน้ำที่สูงขึ้นในเขื่อนหลัก ๆ และราคาสินค้าโภคภัณฑ์ทั่วโลกที่สูงขึ้นน่าจะช่วยสนับสนุนให้ผลผลิตและราคาผลผลิตทางการเกษตรปรับตัวดีขึ้นในปี 2560

(+) กำลังซื้อกลับคืนมาหลังจากได้รับผลกระทบจากโครงการลดหนี้ ผู้ที่กู้เงินมาซื้อรถยนต์ในโครงการรถคันแรกตั้งแต่เดือนก.ย. 2554 จนถึงสิ้นปี 2555 จะทยอยผ่อนชำระคืนเงินกู้หมดตั้งแต่เดือนก.ย. 2559 จนถึงสิ้นปี 2560 ซึ่งจะช่วยให้ภาระหนี้ครัวเรือนลดลงและส่งผลทำให้กำลังซื้อกลับคืนมา การผ่อนชำระเงินกู้รถยนต์คันแรกหมดจะช่วยทำให้กำลังซื้อปรับตัวเพิ่มขึ้น ~10,000 ล้านบาท/เดือน (ค่าผ่อนชำระ 8,000 บาท/เดือน คูณด้วยรถยนต์จำนวน 1.25 ล้านคันที่ยื่นขอคืนภาษี) คิดเป็น 0.8% ของ GDP

(+) การลดภาษีเงินได้บุคคลธรรมดาในปี 2560 โครงสร้างภาษีเงินได้บุคคลธรรมดาใหม่มีผลบังคับใช้ในปี 2560 โดยหักค่าใช้จ่ายและค่าลดหย่อนได้มากขึ้น และปรับเพิ่มเงินได้พึงประเมินขั้นต่ำที่ผู้มีเงินได้ต้องยื่นแบบแสดงรายการภาษี โครงสร้างภาษีใหม่จะทำให้ผู้มีเงินได้มีเงินสำหรับใช้จ่ายเพิ่มอีกกว่า 3 หมื่นล้านบาทในปี 2560 (0.2% ของ GDP) ซึ่งจะช่วยกระตุ้นการใช้จ่าย

(-) ฐานสูงจากมาตรการกระตุ้นการใช้จ่ายของรัฐบาล ครม.มีมติเห็นชอบลดหย่อนภาษีไม่เกิน 15,000 บาท สำหรับค่าใช้จ่ายในการกินและเที่ยวในวันที่ 9-17 เมษายน 2559 และลดหย่อนภาษีไม่เกิน 15,000 บาทสำหรับค่าใช้จ่ายในการซื้อสินค้าช่วงปลายปี รวมถึงลดหย่อนภาษีอีก 15,000 บาทสำหรับค่าใช้จ่ายในการท่องเที่ยวในเดือนธ.ค. 2559 ทั้งนี้หากไม่มีการอนุมัติมาตรการกระตุ้นใหม่ในช่วงครึ่งแรกปี 60 การใช้จ่ายอุปโภคบริโภคอาจจะชะลอตัวลง

แนวโน้มของกลุ่มพาณิชย์ ไตรมาส 4/59 ยอดขายสาขาเดิมของกลุ่มพาณิชย์หดตัวลง -0.6% YoY (ไม่รวม BIGC ซึ่งเปลี่ยนนโยบายมาลดสัดส่วนยอดขายสินค้าที่ให้อัตรากำไรต่ำตั้งแต่เดือนมิ.ย. 2559) ตัวชี้วัดนับตั้งแต่ไตรมาส 3/58 หลัก ๆ เป็นเพราะอยู่ในช่วงไว้อาลัย ทั้งนี้มองไปข้างหน้า ความเชื่อมั่นและกำลังซื้อปรับตัวดีขึ้น แต่ยอดขายสาขาเดิมดูเหมือนจะมีแนวโน้มเติบโตต่ำ โดยมีสาเหตุมาจากฐานสูงของปีก่อน (มาตรการกระตุ้นการใช้จ่าย) และจำนวนวันที่ลดลง (29 วันในเดือนก.พ. 2559 เทียบกับ 28 วันในเดือนก.พ. 2560) แต่ยังคงดีกว่าไตรมาส 4/59 อัตรากำไรที่ดีขึ้นยังคงเป็นปัจจัยสำคัญที่จะช่วยกระตุ้นให้กำไรเติบโตในระยะสั้น

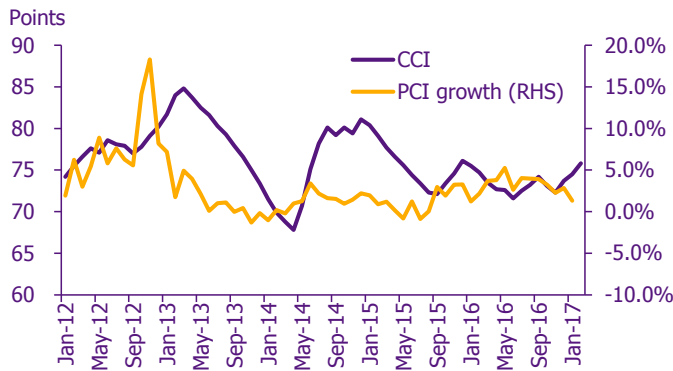
ในปี 2560 เราคาดว่ายอดขายสาขาเดิมของกลุ่มพาณิชย์ (ไม่รวม BIGC) จะเติบโต 1.8% (เทียบกับ 1.6% ในปี 2559) อ้างอิงการอุปโภคบริโภคภาคเอกชนที่คาดว่าจะเติบโต 3% ซึ่งเมื่อรวมกับ EBIT margin ที่สูงขึ้น (+0.6% YoY) จากการบริหารผลผลิตที่ดีให้อัตรากำไรสุทธิดีขึ้นและการขยายสาขาเพิ่ม (+9% YoY) จะช่วยสนับสนุนให้กำไรของกลุ่มพาณิชย์เติบโต 17% ในปี 2560

Top picks: GLOBAL และ CPALL GLOBAL มีแนวโน้มที่จะรายงานกำไรปี 2560 เติบโตดีที่สุดในกลุ่มพาณิชย์ที่ 28% โดยการเติบโต 13% จะเกิดจากค่าเสื่อมราคาที่สูงขึ้นหลังจากบริษัทเปลี่ยนแปลงนโยบายบัญชี และ 15% จะเกิดจากการขยายสาขาเชิงรุกและการบริหารอัตรากำไรที่ดีขึ้น ราคาเหล็กที่เพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องจะเป็นปัจจัยกระตุ้นอีกอย่างหนึ่ง นอกจากนี้เรายังชอบ CPALL เพราะคาดว่าจะกำไรปี 2560 จะเติบโตสูงเป็นอันดับสองในกลุ่มพาณิชย์ที่ 19% โดยการเติบโต 14% จะเกิดจากธุรกิจร้านสะดวกซื้อที่แข็งแกร่งมากขึ้น และ 5% จะเกิดจากธุรกิจ cash&carry ที่ปรับตัวดีขึ้น โดยจะปรับตัวขึ้นอย่างมากในช่วงครึ่งแรกปี 60 จากฐานยอดขายสาขาเดิมและอัตรากำไรระดับต่ำในปีก่อน

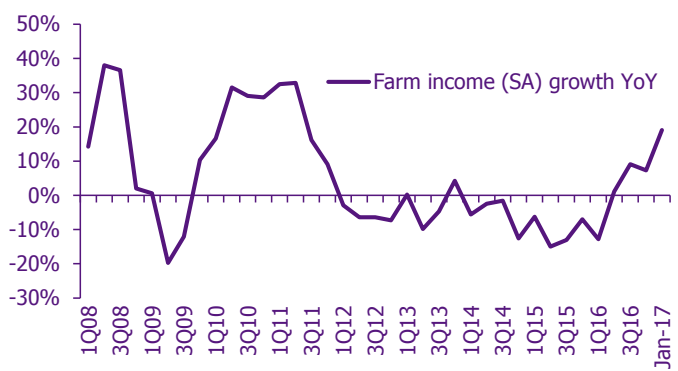
Valuation summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					16A	17F	18F	16A	17F	18F	16A	17F	18F	16A	17F	18F	16A	17F	18F	16A	17F	18F
BIGC	Neutral	206.00	220.0	7.8	26.9	23.9	20.8	(9)	13	15	3.4	3.0	2.7	13	13	14	0.9	1.0	1.2	15.2	13.8	12.2
CPALL	Buy	59.00	72.0	23.9	31.9	26.8	22.6	21	19	19	8.9	7.5	6.3	33	30	30	1.7	1.9	2.2	18.6	16.4	14.4
GLOBAL	Buy	16.60	21.0	27.4	42.9	33.6	28.4	71	28	18	3.9	3.6	3.3	10	11	12	6.3	0.9	1.1	25.3	21.6	18.6
HMPRO	Neutral	9.55	11.0	18.2	30.4	26.7	23.5	18	14	13	7.2	6.7	6.2	24	26	27	2.8	3.0	3.2	16.3	14.9	13.5
MAKRO	Buy	33.50	42.0	27.9	29.7	25.5	22.1	1	17	15	10.2	8.9	7.6	36	37	37	2.5	2.6	2.6	18.2	16.1	14.0
ROBINS	Buy	63.25	80.0	28.5	28.0	23.9	20.1	17	17	19	4.3	4.0	3.6	16	17	19	1.8	2.1	2.5	14.6	13.7	12.2
Average					31.6	26.7	22.9	20	18	17	6.3	5.6	5.0	22	23	23	2.7	1.9	2.1	18.0	16.1	14.1

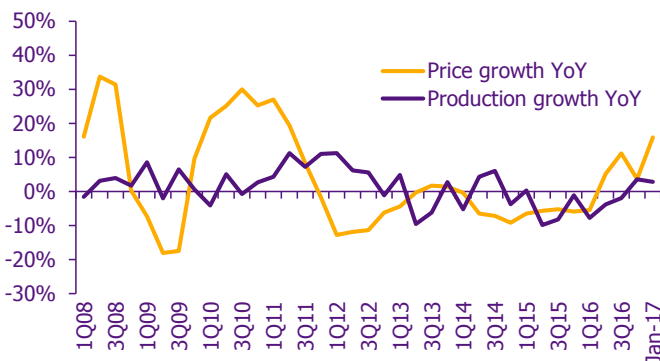
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: Consumer confidence index (CCI) picked up in Dec-Feb, positive for private consumption ahead

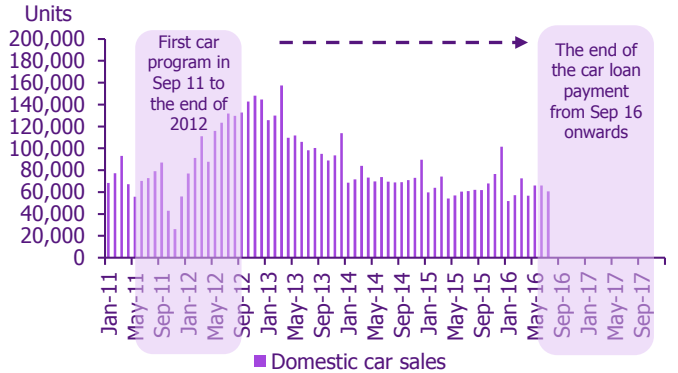
Source: UTCC, BOT and SCBS Investment Research

Figure 2: Farm income turned up since mid-2016 and grew 19% YoY in Jan

Source: OAE and SCBS Investment Research

Figure 3: The rise in farm income was supported by better agricultural production and price growth

Source: OAE and SCBS Investment Research

Figure 4: Pay-off of loans for first-car program to drive private consumption from Sep 2016 onwards

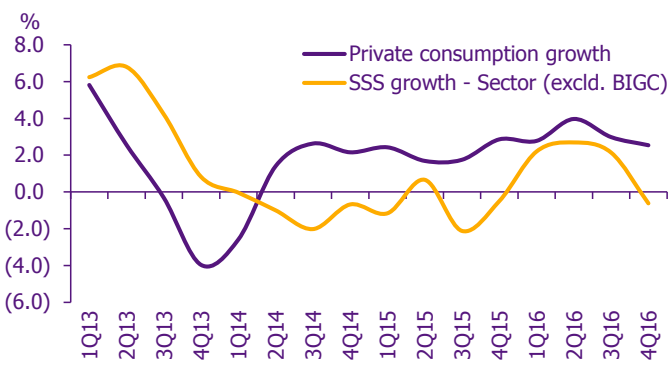
Source: SCBS Investment Research

Figure 5: New personal income tax in 2017F, raising disposable income

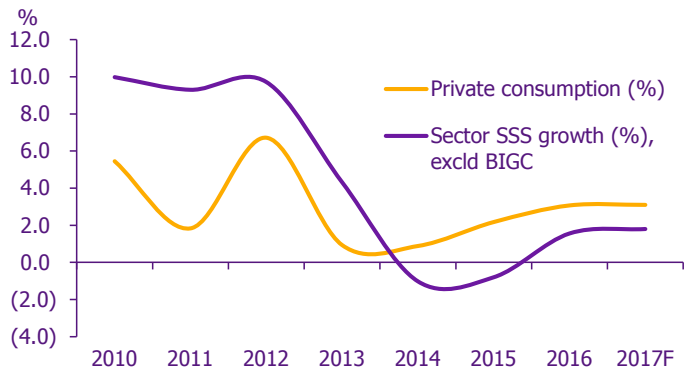
Tax rate	Current taxable income (Bt/year)	New Taxable income (Bt/year)
Exempt	0-150,000	0-150,000
5%	150,001-300,000	150,001-300,000
10%	300,001-500,000	300,001-500,000
15%	500,001-750,000	500,001-750,000
20%	750,001-1,000,000	750,001-1,000,000
25%	1,000,001-2,000,000	1,000,001-2,000,000
30%	2,000,001-4,000,000	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

Figure 6: Quarterly private consumption growth vs. sector SSS growth

Source: NESDB and SCBS Investment Research

Figure 7: Yearly private consumption growth vs. sector SSS growth

Source: NESDB, SCB EIC and SCBS Investment Research

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

สรุปย่อปัจจัยพื้นฐาน

- อุปสงค์จะปรับตัวดีขึ้นอย่างช้า ๆ ในระยะสั้น แต่จะดีขึ้นในช่วงครึ่งหลังปี 60 เนื่องจากจะมีโครงการโครงสร้างพื้นฐานเพิ่มมากขึ้น และจะช่วยหนุนให้การลงทุนภาคเอกชนปรับตัวเพิ่มขึ้น
- ราคาหน้ามันและถ่านหินที่สูงขึ้นจะส่งผลทำให้ต้นทุนเชื้อเพลิงเพิ่มขึ้นตอนกลางปี 2560 ซึ่งน่าจะส่งผ่านด้วยการปรับราคาขายเพิ่มขึ้น โดยได้รับปัจจัยหนุนจากอุปสงค์ที่ค่อย ๆ เพิ่มขึ้น
- **Top pick** ของเรา คือ **SCC** เพราะโมเมนตัมกำไรดีที่สุดในกลุ่ม โดยเกิดจากธุรกิจเคมีภัณฑ์ที่แข็งแกร่ง

สรุปผลประกอบการไตรมาส 4/59 SCC เป็นบริษัทที่รายงานผลประกอบการดีที่สุดในกลุ่มวัสดุก่อสร้าง โดยกำไรปกติเติบโต 8% YoY โดยเกิดจากธุรกิจเคมีภัณฑ์ที่ปรับตัวดีขึ้น (ส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์กว้างขึ้นและส่วนแบ่งกำไรสูงขึ้น) ซึ่งมากเกินพอชดเชยธุรกิจปูนซีเมนต์และธุรกิจวัสดุก่อสร้างที่อ่อนแอ (ปริมาณขายและราคาลดลง) ในขณะที่ DCC รายงานกำไรปกติลดลง 11% YoY เพราะต้นทุนการขนส่งสูงขึ้นและรายได้ลดลง SCCC เป็นบริษัทที่รายงานผลประกอบการอ่อนแอที่สุดในกลุ่มวัสดุก่อสร้าง โดยกำไรปกติลดลง 38% YoY โดยเกิดจาก EBIT margin จากกิจการในประเทศไทยปรับตัวลดลง และการเข้าซื้อธุรกิจซีเมนต์ใหม่ในศรีลังกา รวมถึงดอกเบี้ยจ่ายที่สูงขึ้น

อุปสงค์จะยังคงเปราะบางในช่วงต้นปี 2560... อุปสงค์ในประเทศจะยังคงเติบโตช้าในระยะสั้น โดยจะมีการเบิกจ่ายงบประมาณรัฐบาลบางส่วน แต่การลงทุนภาคเอกชนน้อย รัฐบาลเบิกจ่ายงบประมาณลงทุน 1.11 แสนล้านบาทในเดือนม.ค. (+26% YoY) จากงบประมาณลงทุนทั้งหมดสำหรับปีงบประมาณ 2560 ที่ 5.46 แสนล้านบาท (+10% YoY) ด้วยอัตราการเบิกจ่ายที่ดีขึ้น (20% ของงบประมาณในช่วง 4 เดือนแรกของปีงบประมาณ 2560 เทียบกับ 16% ในช่วง 4 เดือนแรกของปีงบประมาณ 2559) สำหรับภาคเอกชน พื้นที่ที่ได้รับใบอนุญาตก่อสร้าง (เครื่องซีเมนต์ก่อสร้างในระยะ 1-2 ไตรมาสข้างหน้า) ปรับตัวลดลง 5% YoY ในปี 2559 ทั้งนี้เมื่ออ้างอิงแผนธุรกิจของบริษัทพัฒนาโครงการที่อยู่อาศัยจดทะเบียนรายใหญ่ โครงการเปิดใหม่จะเพิ่มขึ้น 19% ในปี 2560 หลังจากเลื่อนกำหนดเปิดตัวโครงการใหม่ช่วงสิ้นปี 2559 ออกไปสืบเนื่องจากบรรยากาศแห่งความโศกเศร้า โครงการเปิดใหม่มีแนวโน้มที่จะเพิ่มขึ้นปานกลางในไตรมาส 1/60 และจะเร่งตัวขึ้นตั้งแต่ไตรมาส 2/60 จากคอนโดมิเนียมที่เพิ่มขึ้น

...แต่จะดีขึ้นในช่วงครึ่งหลังปี 60 ในช่วงครึ่งหลังปี 60 ปริมาณขายในประเทศมีแนวโน้มที่จะปรับตัวเพิ่มขึ้น โดยได้รับปัจจัยหนุนจากความต้องการที่มากขึ้นของโครงการโครงสร้างพื้นฐานและการฟื้นตัวของการลงทุนภาคเอกชน 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 (ยังไม่รวมรถไฟความเร็วสูงที่กำลังศึกษาความเป็นไปได้และจัดหาเงินทุน) ทั้งนี้การก่อสร้างโครงการเหล่านี้ไม่เพียงแต่จะช่วยกระตุ้นการลงทุนภาครัฐเท่านั้น แต่การอนุมัติและการลงทุนในโครงการโครงสร้างพื้นฐานขนาดใหญ่ยังจะช่วยสนับสนุนความเชื่อมั่นและกระตุ้นการลงทุนภาคเอกชนให้ปรับตัวเพิ่มขึ้นตามไปด้วย

เราคาดว่าอุปสงค์ปูนซีเมนต์และกระเบื้องเซรามิกจะเติบโต 3% YoY ในปี 2560 โดยเกิดจากฐานต่ำ, การลงทุนภาครัฐคาดว่าจะเติบโตสูงถึง 10%, และการลงทุนภาคเอกชนที่คาดว่าจะค่อย ๆ เติบโตเพิ่มขึ้นที่ 1.4%

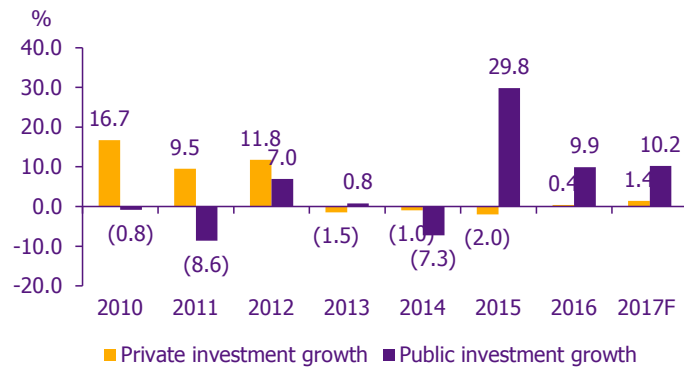
จับตาอัตราค่าใช้ช่วงกลางปี 2560 ในช่วง 2 เดือนแรกปี 60 ราคากระเบื้องเซรามิกในประเทศอยู่ในระดับทรงตัว YoY ในขณะที่ราคาปูนซีเมนต์ในประเทศลดลง 6% YoY โดยเกิดจากการแข่งขันทางราคาในประเทศจากอุปทานใหม่ ในขณะที่อุปสงค์เปราะบาง ทั้งนี้หลังจากราคาน้ำมันลดลง 16% YoY ในปี 2559 ราคาน้ำมันก็กลับมาปรับตัวเพิ่มขึ้น 24% YoY ตั้งแต่ต้นปี 2560 ในขณะเดียวกัน ต้นทุนถ่านหินก็กลับมาปรับตัวเพิ่มขึ้นในช่วงครึ่งหลังปี 59 ส่งผลทำให้ต้นทุนถ่านหิน (spot price) เพิ่มขึ้น 11% YoY ในปี 2559 และ 26% ตั้งแต่ต้นปี 2560 โดยปกติแล้วต้นทุนก๊าซมักจะปรับตัวตามหลังราคาน้ำมันอยู่ประมาณ 6 เดือน และผู้ผลิตปูนซีเมนต์มักจะถือครองถ่านหินล่วงหน้า 6-12 เดือน ดังนั้นเราคาดว่าจะเห็นต้นทุนเชื้อเพลิงปรับตัวเพิ่มขึ้นในช่วงกลางปี 2560 เราคาดว่าอุปสงค์ที่ค่อย ๆ เพิ่มขึ้นน่าจะเปิดโอกาสให้ผู้ผลิตส่งผ่านต้นทุนเชื้อเพลิงที่สูงขึ้นด้วยการปรับราคาผลิตภัณฑ์เพิ่มขึ้นในปี

Top pick คือ SCC ในสถานการณ์ที่อุปสงค์จะฟื้นตัวอย่างช้า ๆ ในระยะสั้น เราชอบ SCC มากที่สุด เพราะโมเมนตัมกำไรไตรมาส 1/60 ดีที่สุด (เพิ่มขึ้น YoY และ QoQ) ทั้งนี้นอกเหนือจากช่วงไฮซีซั่นของปริมาณขายในทุกธุรกิจแล้ว กำไรของ SCC ยังจะได้รับปัจจัยหนุนจากผลการดำเนินงานที่แข็งแกร่งของธุรกิจเคมีภัณฑ์ จาก: 1) ส่วนต่างราคา PP และ PVC ที่กว้างขึ้น (+8-40% YoY ตั้งแต่ต้นปี 2560); 2) ส่วนแบ่งกำไรที่ดีขึ้น เพราะส่วนต่างราคา MMA และ BD กว้างขึ้น (+47-420% YoY ตั้งแต่ต้นปี 2560) จากการหยุดซ่อมบำรุงโรงงานในตลาดภูมิภาคและราคาขายธรรมชาติสูง; 3) การกลับมาเดินเครื่องโรงแคแรกเกอร์ ROC หลังจากหยุดเดินเครื่องนาน 40 วันในไตรมาส 4/59

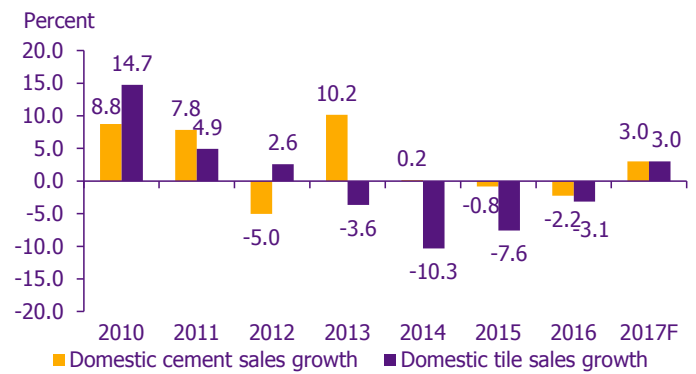
Valuation summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)	EPS growth (%)	P/BV (x)	ROE (%)	Div. Yield (%)	EV/EBITDA (x)
					16A	17F	18F	16A	17F	18F
DCC	Buy	4.20	5.0	24.9	19.3	17.1	15.6	4	13	10
SCC	Buy	536.00	640.0	23.3	11.8	10.7	9.8	25	11	9
SCCC	Neutral	280.00	305.0	13.7	16.9	15.6	14.6	(17)	8	7
Average					16.0	14.5	13.4	4	11	8

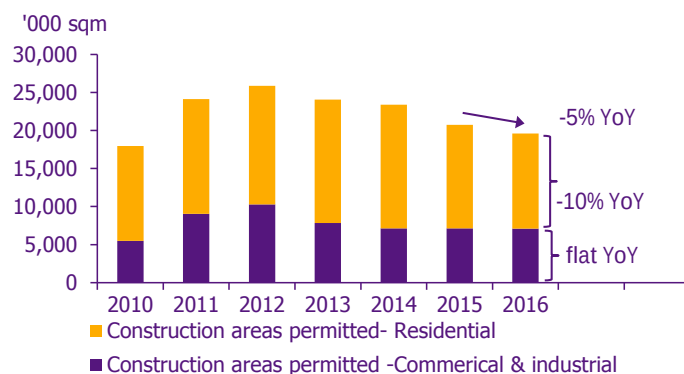
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: Public and private investment in 2017F

Source: NESDB, SCB EIC and SCBS Investment Research

Figure 2: Local sales volume growth in 2017F

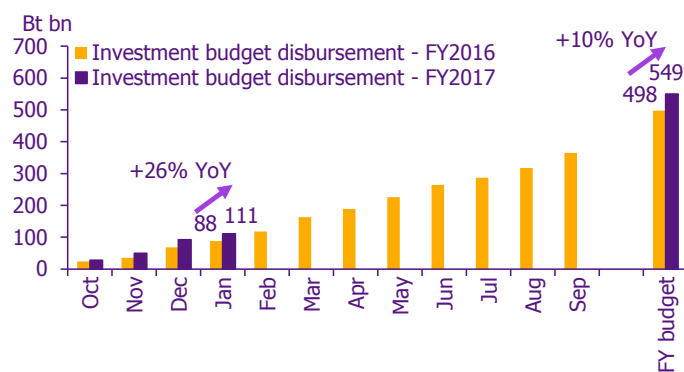
Source: BOT and SCBS Investment Research

Figure 3: Construction area permits, leading indicator for demand from private segment, fell 5% YoY in 2016

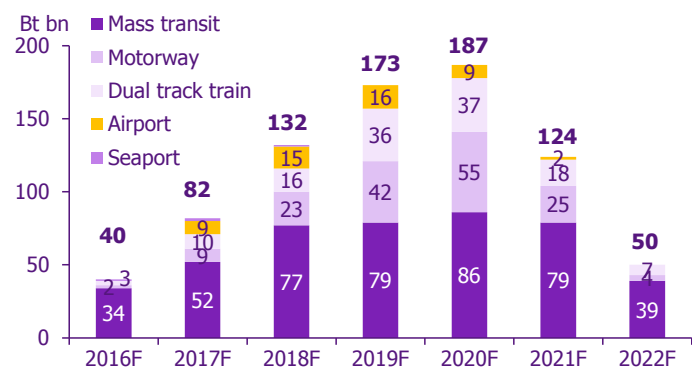
Source: BOT and SCBS Investment Research

Figure 4: Listed residential developers target new launches to grow 19% in 2017F, off low base in 2016

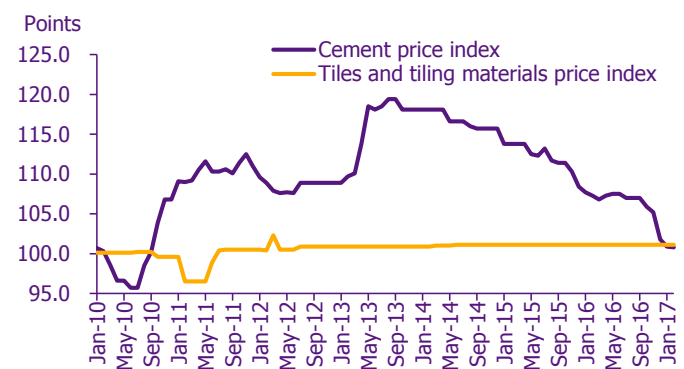
Source: AP, LH, LPN, PSH, QH, SIRI, SPALI, and SCBS Investment Research

Figure 5: Disbursement of the gov't investment budget continued to rise at 26% YoY in Oct 2016-Jan 2017

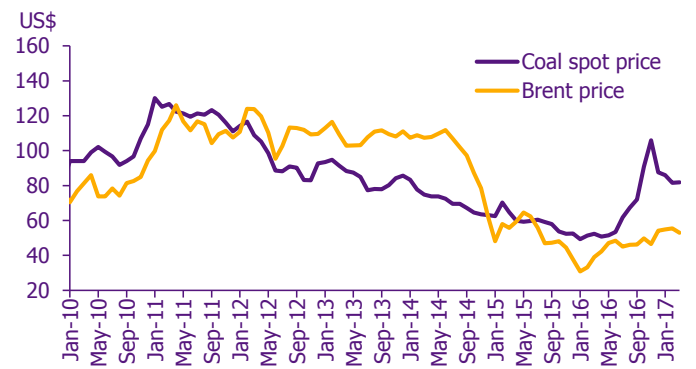
Source: FPO and SCBS Investment Research

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

ชณันธร พิชญะพานพัฒน์
นักวิเคราะห์การลงทุนวิจัยพื้นฐาน
ด้านหลักทรัพย์
0-2949-1016
chananthorn.pichayapanupat@scb.co.th

โครงการล่าช้าสร้างความกังวลแก่ช่วงสั้นๆ

- เรายังคงมุมมองเชิงบวกต่อแนวโน้มของกลุ่มบริการรับเหมาก่อสร้าง แม้มีความกังวลเกี่ยวกับความล่าช้าของโครงการ ซึ่งเรามองว่าเป็นปัจจัยลบที่สร้างความกระทบในช่วงระยะเวลานี้
- การรับรู้รายได้จะถูกเลื่อนออกไป แต่สมมติฐานมูลค่าโครงการในมือทั้งปียังไม่เปลี่ยนแปลง
- การเบิกจ่ายงบประมาณการลงทุนเพิ่มขึ้นมาก YoY ถือเป็นการตอกย้ำเจตนาที่ชัดเจนของรัฐบาล และเป็นข่าวดีสำหรับบริษัทรับเหมาก่อสร้างในประเทศ
- หุ้น top picks ของเรา คือ 1) STEC จากการเติบโตของมูลค่าโครงการในมือ และ 2) UNIQ เพราะมีแนวโน้มการเติบโตที่สดใส

ความล่าช้าของโครงการรถไฟฟ้าทางคู่ส่งผลกระทบต่อเพียงเล็กน้อย รายงานข่าวในหนังสือพิมพ์หลายฉบับระบุว่า ชูเปอร์บอร์ดจัดซื้อจัดจ้างตัดสินใจยกเลิกเงื่อนไขการประกวดประมูล (TOR) โครงการรถไฟฟ้าทางคู่ 5 เส้นทาง (มูลค่า 9.6 หมื่นล้านบาท) เพื่อแก้ข้อกล่าวหาเรื่องความไม่เป็นธรรมในการประมูลล่าสุด ครม.กำลังเร่งผลักดันให้ รฟท.ดำเนินกระบวนการประกวดราคาให้แล้วเสร็จภายใน 3 เดือน ซึ่งตรงกับมุมมองของเราที่คาดการณ์ว่าการประมูลจะล่าช้าออกไปอีกประมาณ 5-6 เดือน กว่าที่จะได้ผู้ชนะการประมูลและดำเนินการเซ็นสัญญาจ้างงานโครงการ เราเชื่อว่าความล่าช้าดังกล่าวจะสร้างความกังวลแก่ช่วงสั้นๆ และคาดว่าจะสามารถประกาศผู้ชนะประมูลได้ในปีนี้ โดยอ้างอิงกับโครงการรถไฟฟ้าทางคู่เส้นทางแรก (จะเชิงเทรา-คลอง 19) ที่เผชิญสถานการณ์อย่างเดียวกันนี้ในปี 2558

งานในมือจะเพิ่มขึ้นได้ถึงระดับที่เราคาดการณ์ไว้แม้การรับรู้รายได้จะล่าช้า เรายังคงมองแนวโน้มของอุตสาหกรรมบริการรับเหมาก่อสร้างเป็นบวกโดยอิงกับงานในมือที่มีอยู่ จากข่าวล่าสุด รฟม.และกรมทางหลวงเซ็นสัญญากับผู้เสนอราคาประมูลต่ำสุดสำหรับโครงการรถไฟฟ้าสายสีส้มและมอเตอร์เวย์ (มูลค่ารวมกัน 9.8 หมื่นล้านบาท) ในเดือนกุมภาพันธ์ ซึ่งหมายความว่าบริษัทรับเหมาจะสามารถเริ่มรับรู้รายได้ในช่วงครึ่งหลังปี 60 การเซ็นสัญญาโครงการเหล่านี้ช่วยสนับสนุนให้งานในมือของ STEC และ UNIQ เพิ่มขึ้นสู่ระดับสูงสุดเป็นประวัติการณ์ เราคาดว่ารายได้จะถูกเลื่อนออกไปเป็นช่วงครึ่งปีหลังของปีนี้ เนื่องจากจะต้องรอหนังสือแจ้งให้เริ่มงาน (NTP) จาก รฟม.ก่อน แต่ไม่มีผลกระทบต่อสมมติฐานงานในมือ

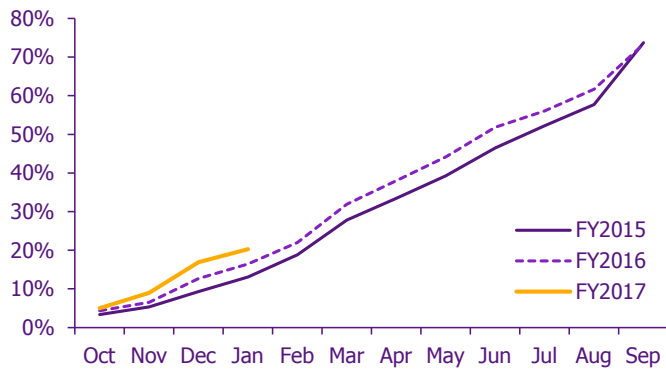
บริษัทรับเหมาในประเทศยังคงได้ประโยชน์มากที่สุด รัฐบาลทำผลงานได้ดีในปีที่ผ่านมา โดยสามารถผลักดันโครงการมูลค่า 3.0 แสนล้านบาทให้เปิดประมูลได้ สูงกว่ามูลค่าโครงการทั้งหมดในช่วง 7 ปีก่อน (ปี 2551-2558) ถึง 34% เราคาดว่าจะเห็นความคืบหน้าต่อเนื่องในปีนี้ ดังเห็นได้จากการเบิกจ่ายงบประมาณลงทุนภาครัฐไปแล้วถึง 20% ของงบประมาณทั้งหมดในเดือนม.ค. 2560 สูงกว่าช่วงเดียวกันในปี 2558 และปี 2559 รวมถึงในแง่ของจำนวนเงิน ซึ่งเติบโตมากถึง 26% YoY เราเชื่อว่ารัฐบาลจะสามารถเปิดประมูลโครงการต่างๆ ได้ตามกำหนด ซึ่งได้แก่ 1) โครงการรถไฟฟ้าทางคู่ทั้ง 5 เส้นทาง (9.6 หมื่นล้านบาท), 2) โครงการรถไฟฟ้า 5 สาย (2.85 แสนล้านบาท) และ 3) โครงการรถไฟฟ้าทางคู่ 9 เส้นทาง (เฟส 2, 3.98 แสนล้านบาท) ทั้งนี้แม้จะมีการแก้ไข TOR แต่มูลค่าโครงการที่ค่อนข้างสูงและความซับซ้อนของงานจะเป็นอุปสรรคในการเข้ามาของคู่แข่งรายใหม่ และเราคาดว่าบริษัทรับเหมาในประเทศไทยจะเป็นผู้ที่ได้งานส่วนใหญ่ไป

แนะนำ “ซื้อ” STEC และ UNIQ เพราะงานในมือที่สูงเป็นประวัติการณ์ เราชอบ STEC และ UNIQ เนื่องจากทั้งสองบริษัทประกอบธุรกิจรับเหมาก่อสร้างเพียงอย่างเดียว และคาดว่าจะกำไรจะเติบโตสูงโดยได้รับปัจจัยหนุนจากงานในมือที่มีจำนวนสูงเป็นประวัติการณ์ แม้รายได้และกำไรอาจจะเลื่อนออกไปเป็นปีหน้า แต่ไม่มีผลกระทบต่อสมมติฐานงานในมือ เรายังคงคำแนะนำ “ซื้อ” STEC ด้วยราคาเป้าหมายปลายปี 2560 ที่ 32.5 บาท/หุ้น อ้างอิงอัตราส่วน EV ต่องานในมือที่ 0.5 เท่า (ค่าเฉลี่ย 10 ปีของบริษัทในระหว่างปี 2549-2558) นอกจากนี้เรายังแนะนำ “ซื้อ” UNIQ ด้วยราคาเป้าหมายปลายปี 2560 ที่ 23.4 บาท/หุ้น โดยคำนวณราคาเป้าหมายด้วยวิธีเดียวกันกับ STEC เราเลือกใช้อัตราส่วน EV ต่องานในมืออ้างอิงกับค่าเฉลี่ยในอดีตของ STEC ที่ 0.5 เท่า (ในฐานะบริษัทที่ประกอบธุรกิจรับเหมาก่อสร้างเพียงอย่างเดียวในประเทศไทย) โดยปรับอัตราส่วน EV ต่องานในมือขึ้นมาที่ 0.75 เท่าเพื่อสะท้อน EBIT margin ที่สูงกว่า STEC

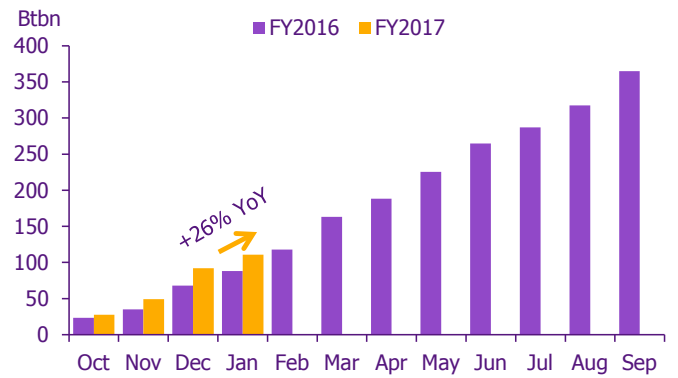
Valuation summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					16A	17F	18F	16A	17F	18F	16A	17F	18F	16A	17F	18F	16A	17F	18F	16A	17F	18F
STEC	Buy	24.10	32.5	36.0	45.9	34.1	20.2	(27)	35	69	3.5	3.3	2.9	8	10	15	1.5	1.2	2.0	21.2	16.9	10.5
UNIQ	Buy	17.40	23.4	36.6	21.3	18.9	15.8	24	13	19	2.8	2.6	2.3	14	14	15	1.9	2.1	2.5	9.7	7.2	7.1
Average					33.6	26.5	18.0	(2)	24	44	3.1	2.9	2.6	11	12	15	1.7	1.6	2.2	15.4	12.1	8.8

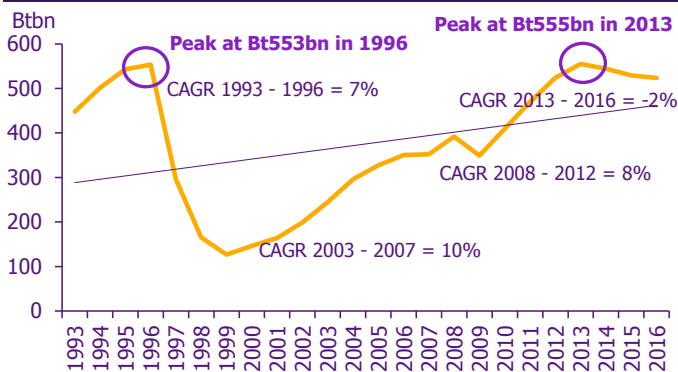
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: Highest percentage disbursement of gov't investment in three years

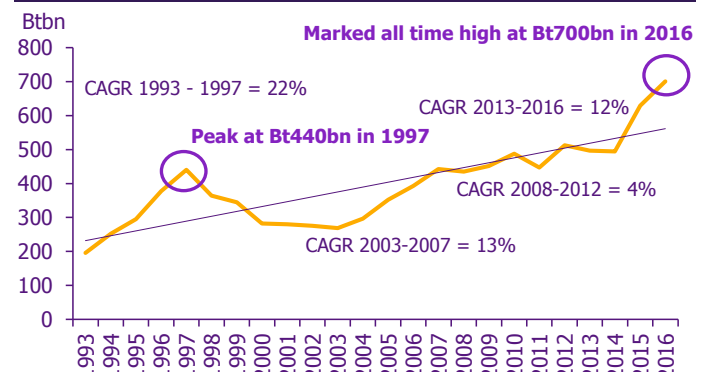
Source: FPO

Figure 2: Highest percentage disbursement of gov't investment in three years

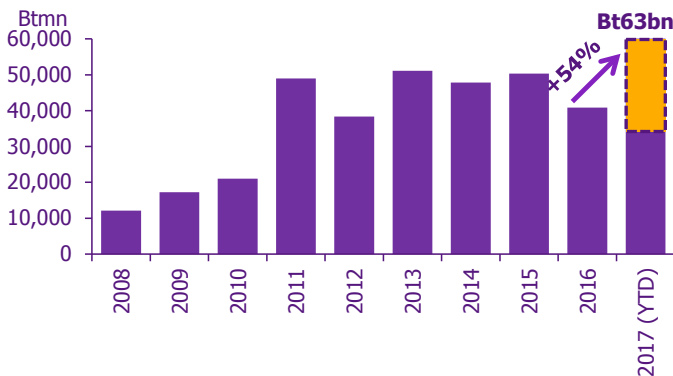
Source: FPO

Figure 3: Gross fixed formation of private investment

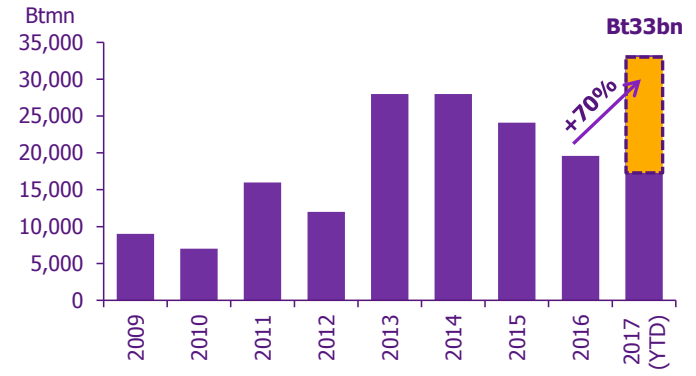
Source: BOT, SCBS Investment Research

Figure 4: Gross fixed formation of public investment

Source: BOT, SCBS Investment Research

Figure 5: STEC backlog at a record high after motorway and MRT Orange Line contracts signed

Source: Company report, SCBS Investment Research

Figure 6: UNIQ backlog made a record high after MRT Orange Line contract signed

Source: Company, SCBS Investment Research

Figure 7: Expected timeline for upcoming projects

Dual Tracks: Phase 1	Length (km)	Value (Btbn)	Status	total contracts	Contract detail
Northeastern: Mapkabao-Jira Junction	132	28.0	Expect to put up to bid within 2Q17	4	2 contracts for construction work 1 contract for tunnel work 1 contract for signaling system
South: Nakornpathom-Hua Hin	169	19.0	Expect to put up to bid within 2Q17	2	2 contracts for construction work
South: Hua Hin-Prajuabkirikhan	84	9.8		1	1 contract for construction work
South: Prachuapkirikhan-Chumpon	167	16.0		2	2 contracts for construction work
**remark 1 contract for signaling system for 3 routes in south					
North: Lopburi-Paknampo	116	23.0	Expect to put up to bid within 2Q17	3	2 contracts for construction work 1 contract for signaling system
Total	668	95.8		13	

Project	Length (km)	Value (Btbn)	Status
Five mass transit	62	285	Ask approval from cabinet within 2Q17 and expects to put up to bid in 2H17
Nine dual-tracks: Phase 2	2,209	398	Ask approval from cabinet within 2Q17

Source: Local newspapers, MOT, OTP, SCBS Investment Research

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

กลับสู่แนวโน้มขาขึ้น

- กลุ่มเซมิคอนดักเตอร์, สมาร์ทโฟน, และชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์ยานยนต์ เติบโตอย่างแข็งแกร่ง
- คาดกำไรฟื้นตัวอย่างแข็งแกร่งในปี 2560 หลังจากหดตัวลงในปี 2559
- HANA และ KCE เป็น top picks ของเราในไตรมาส 2/60

กลุ่มเซมิคอนดักเตอร์อยู่ในแนวโน้มขาขึ้นตามวัฏจักร Semiconductor Industry Association (SIA) คาดการณ์ว่าตลาดเซมิคอนดักเตอร์ทั่วโลกจะเติบโต 2.1% สู่ 3.46 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐในปี 2560 และ 2.3% สู่ 3.54 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐในปี 2561 หลังจากชะลอตัวลง 2 ปีติดต่อกัน (-0.2% ในปี 2558 และ +1% ในปี 2559) เรามองว่ามีความเป็นไปได้สูงที่ SIA จะปรับเพิ่มประมาณการหลังจากตัวเลขเดือนมกราคมแสดงให้เห็นว่ายอดขายอุปกรณ์เซมิคอนดักเตอร์ทั่วโลกเติบโตอย่างโดดเด่นถึง 14% YoY สู่ 3.06 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐ ซึ่งเป็นอัตราการเติบโต YoY สูงที่สุดในรอบเกือบ 6 ปี (ตั้งแต่ พ.ย. 2553) เมื่ออุตสาหกรรมเริ่มฟื้นตัวจากวิกฤตแฮมเบอร์เกอร์

ปริมาณขายสมาร์ทโฟนจะฟื้นตัวในปี 2560 หลังจากปริมาณขายเติบโต YoY ต่ำที่สุดที่ 2.5% ในปี 2559 สถาบันวิเคราะห์และวิจัยการตลาดของสหรัฐอเมริกา International Data Corporation (IDC) คาดการณ์ว่าตลาดสมาร์ทโฟนทั่วโลกจะเติบโต 4.2% สู่ 1.53 พันล้านเครื่องในปี 2560 และ 4.4% สู่ 1.60 พันล้านเครื่องในปี 2561 และจะเติบโตที่ CAGR 3.8% ในปี 2559-2563 สู่ 1.77 พันล้านเครื่องในปี 2563 ในขณะที่คาดว่าโทรศัพท์มือถือแอนดรอยด์จะช่วยกระตุ้นให้ปริมาณขายเติบโตได้มากที่สุด แต่ IDC ก็คาดว่าปริมาณขายโทรศัพท์มือถือ iPhone จะฟื้นตัวขึ้นในปี 2560 หลังจากมีข่าวลือว่าจะมีการเปลี่ยนแปลงทางเทคนิคหลายอย่างด้วยกันในโทรศัพท์มือถือรุ่นใหม่ที่จะออกมาหลังจาก Apple รายงานปริมาณขายลดลง YoY เป็นครั้งแรกในปี 2559

ตลาด PC จะมีเสถียรภาพหลังจากหดตัวลงนาน 5 ปี หลังจากตลาด PC ทั่วโลกปรับตัวลดลงที่ CAGR 6% ในปี 2554-2559 สู่ 268 ล้านเครื่องในปี 2559 ตลาด PC ดูเหมือนจะเริ่มมีเสถียรภาพโดย Gartner ซึ่งเป็นบริษัทวิจัยและที่ปรึกษาด้านเทคโนโลยีสารสนเทศระดับโลกคาดการณ์ว่า ยอดจัดตั้ง PC ทั่วโลกจะเติบโตที่ CAGR 0.7% ในปี 2559-2561 สู่ 278 ล้านเครื่องในปี 2561 แม้จะฟื้นตัวไม่มากนัก แต่ดูเหมือนว่าตลาด PC อาจจะหยุดเป็นตัวถ่วงอุตสาหกรรมชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์โดยรวมแล้ว

แนวโน้มระยะยาวสดใสโดยได้รับปัจจัยหนุนจากธุรกิจชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์สำหรับยานยนต์ กลุ่มชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์สำหรับยานยนต์ยังคงมีแนวโน้มที่สดใสมาก โดยมีปัจจัยกระตุ้นการเติบโต 3 อย่าง: 1) ระบบช่วยเหลือผู้ขับขี่ก้าวหน้า (ADAS), 2) รถยนต์ไร้คนขับ (บริษัทผลิตรถยนต์หลายแห่งตั้งเป้าเปิดตัวในปี 2563), 3) การเติบโตของรถยนต์ไฟฟ้า (EV) ซึ่งจำเป็นต้องใช้ชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์ต่อคันเพิ่มมากขึ้น บริษัทที่จะได้รับประโยชน์รายสำคัญ คือ KCE (ผลิต PCB ทั้งสามกลุ่ม), HANA (อุปกรณ์เซ็นเซอร์ในหลายๆ ฟังก์ชัน ได้แก่ เซ็นเซอร์เครื่องยนต์, เซ็นเซอร์เบรก, เซ็นเซอร์น้ำมันเชื้อเพลิง, เซ็นเซอร์วัดแรงดันที่หนึ่ง) และ DELTA (อุปกรณ์ชาร์จรถยนต์ไฟฟ้า) ในขณะที่ SVI เพิ่งเริ่มเข้ามาทำธุรกิจชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์สำหรับยานยนต์ด้วยการผลิตชิ้นส่วนระบบชาร์จไฟฟ้าไร้สายสำหรับรถยนต์ไฟฟ้า (EV)

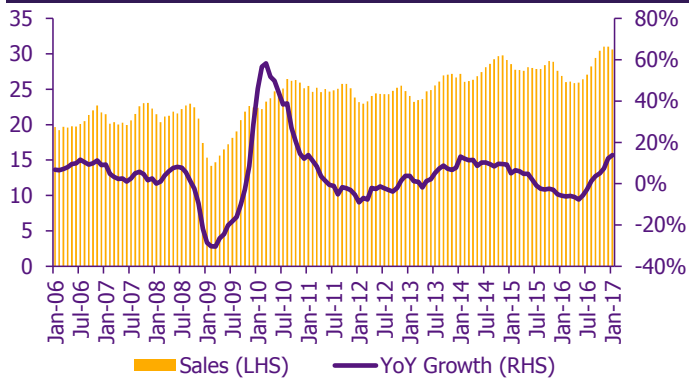
คาดการณ์กำไรฟื้นตัวอย่างแข็งแกร่งในปี 2560 หลังจากหดตัวในปี 2559 HANA, DELTA, และ SVI รายงานกำไรลดลงมากถึง 17%, 14%, และ 13% ตามลำดับ ในปี 2559 แต่เราคาดว่ากำไรจะฟื้นตัวอย่างแข็งแกร่งในปี 2560 โดยกำไรของ HANA จะเติบโต 35% โดยได้รับปัจจัยหนุนจากการเติบโตอย่างแข็งแกร่งในธุรกิจ IC packaging และไม่มีธุรกิจ PC เป็นตัวถ่วงผลการดำเนินงานอีกต่อไป, กำไรของ DELTA จะเพิ่มขึ้น 23% โดยเกิดจากการเติบโตในตลาดอินเดียและธุรกิจชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์สำหรับยานยนต์, และกำไรของ SVI จะเพิ่มขึ้น 50% เนื่องจากออเดอร์จะไหลเข้ามามากขึ้นหลังจากชะลอตัวลงในปีก่อนซึ่งเป็นช่วงที่บริษัทใช้ทรัพยากรส่วนใหญ่ไปกับการควบรวมกิจการ

HANA และ KCE เป็น top picks ในไตรมาส 2/60 HANA และ KCE เป็น top picks ของเราในไตรมาส 2/60 สำหรับ HANA เราคาดว่ากำไรจะเติบโตอย่างแข็งแกร่งต่อเนื่องตลอดปี โดยได้รับการสนับสนุนจากการเพิ่มกำลังการผลิต 20% ในธุรกิจ IC packaging ในไตรมาส 2/60 สำหรับ KCE เราคาดว่ากำไรจะอ่อนตัวลง QoQ ในไตรมาส 1/60 เนื่องจากอัตรากำไรจะได้รับผลกระทบจากต้นทุนวัตถุดิบ (แผ่นทองแดงบาง) ที่สูงขึ้น บวกกับเงินบาทที่แข็งค่าขึ้นเมื่อเทียบกับดอลลาร์สหรัฐ อย่างไรก็ตาม ไตรมาส 1/60 มีแนวโน้มที่จะเป็นจุดต่ำสุดของปี 2560 สำหรับ KCE เนื่องจากบริษัทจะเพิ่มกำลังการผลิตอีก 16% ในระหว่างไตรมาส 2-3/60 (ผ่านเฟส 3 ของโรงงาน KCEL ซึ่งเป็นโรงงานที่มีประสิทธิภาพมากที่สุด) และคาดว่าธุรกิจชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์สำหรับยานยนต์จะเติบโตอย่างต่อเนื่อง

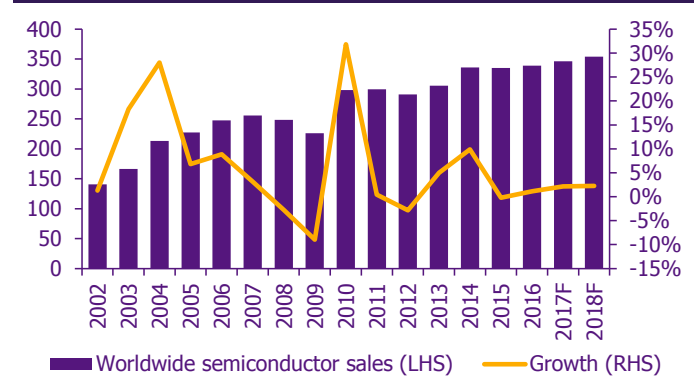
Valuation summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					16A	17F	18F	16A	17F	18F	16A	17F	18F	16A	17F	18F	16A	17F	18F	16A	17F	18F
DELTA	Sell	86.50	70.0	(15.5)	20.2	17.4	16.0	(17)	17	9	3.4	3.1	2.9	17	19	19	3.5	3.6	3.8	13.9	11.6	10.6
HANA	Buy	45.75	51.0	15.8	18.2	13.5	11.9	(13)	35	13	1.8	1.7	1.6	10	13	14	4.4	4.4	4.8	8.1	6.8	5.6
KCE	Buy	104.50	132.0	28.6	20.9	17.1	14.4	31	22	19	6.1	5.0	4.1	32	32	31	2.1	2.3	2.6	16.0	13.6	11.4
SVI	Buy	5.60	6.5	18.2	22.0	14.6	12.7	(17)	50	15	1.8	1.6	1.5	9	12	12	1.4	2.1	2.5	10.5	7.6	6.1
Average					20.3	15.6	13.7	(4)	31	14	3.3	2.9	2.5	17	19	19	2.8	3.1	3.4	12.1	9.9	8.4

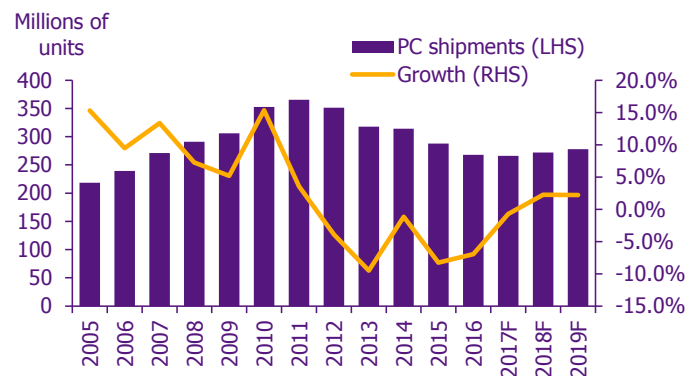
Source: SCBS Investment Research

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

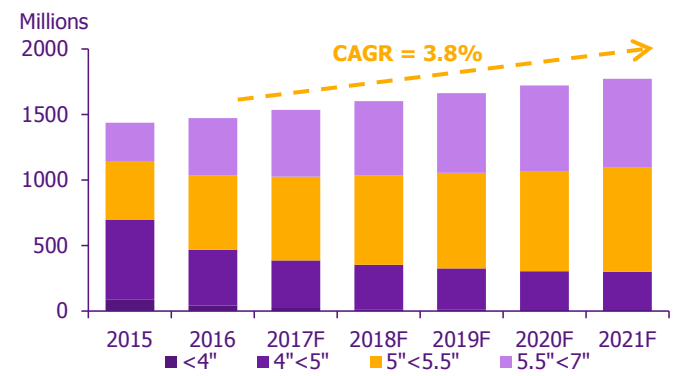
Source: SIA

Figure 2: Worldwide semiconductor sales (US\$bn)

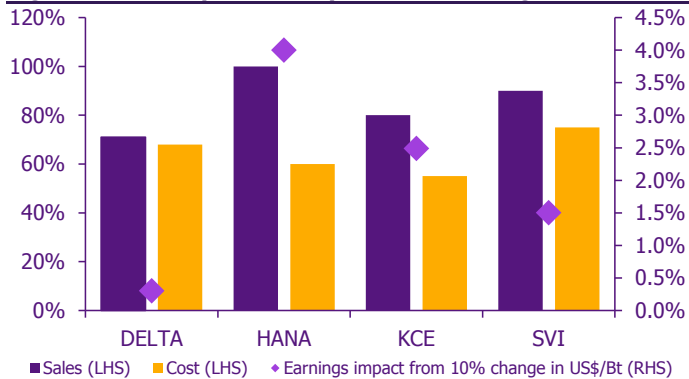
Source: SIA (Dec 2016)

Figure 3: Global PC shipments

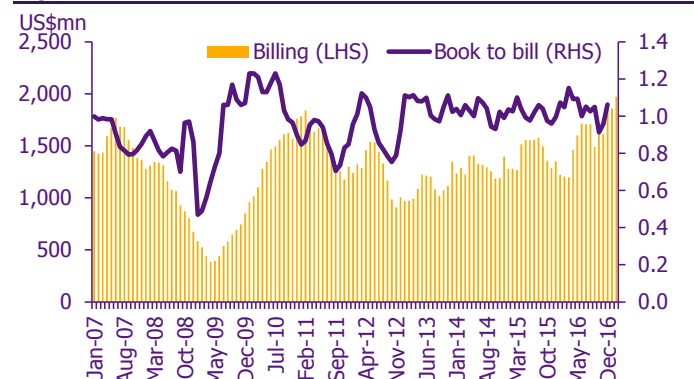
Source: Gartner (Jan 2017)

Figure 4: Worldwide smartphone shipment forecast by screen size

Source: IDC

Figure 5: US\$ exposure/impact from changes in US\$/Bt

Source: Companies and SCBS Investment Research

Figure 6: SEMI book-to-bill ratio

Source: SEMI.org

ธุรกิจโรงกลั่นดูดีกว่าธุรกิจ E&P

wsinw ชูพันธ์

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

พิชยา จรรยาโธ

นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน
ด้านหลักทรัพย์
0-2949-1008
pitchaya.janyaroj@scb.co.th

- เรายังคงประมาณการราคาน้ำมันของเราไว้ว่าราคาน้ำมันดิบดูไบจะเพิ่มขึ้นจากราคาเฉลี่ย 42 ดอลลาร์สหรัฐ/บาร์เรลในปี 2559 สู่ 55 ดอลลาร์สหรัฐ/บาร์เรลในปี 2560 และ 65 ดอลลาร์สหรัฐ/บาร์เรลในปี 2561 เพราะอุปทานส่วนเกินจะหมดลงตั้งแต่ไตรมาส 1/60 เป็นต้นไป
- เราคาดว่าโรงกลั่นจะได้รับประโยชน์จากค่าการกลั่นอ้างอิงตลาดสิงคโปร์ที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นในปี 2560 เมื่อเทียบกับปี 2559 โดยเกิดจากอัตราการดำเนินงานที่สูงขึ้น
- เราชอบธุรกิจโรงกลั่นมากกว่าธุรกิจ E&P เนื่องจากเราคาดว่าธุรกิจ E&P จะได้รับผลกระทบจากความผันผวนของราคาน้ำมันเมื่อเข้าใกล้การประชุม OPEC ครั้งต่อไปในเดือนพ.ค. โดยมีสาเหตุมาจากความกังวลเกี่ยวกับข้อตกลงลดกำลังการผลิตที่กำหนดที่วางไว้ อัตราการดำเนินงานของโรงกลั่นในกลุ่มประเทศ OECD ยังสูงกว่าในปี 2559 (เดือนกุมภาพันธ์ถึงปัจจุบัน) แม้ฤดูหนาวมีอากาศอุ่นกว่าปกติ

ในขณะที่เรายังคงมุมมองเชิงบวกในระยะยาวต่อราคาน้ำมัน แต่เราคาดว่าราคาน้ำมันจะผันผวนเมื่อเข้าใกล้การประชุม OPEC ครั้งต่อไป เรายังคงมุมมองเชิงบวกในระยะยาว โดยคาดการณ์ราคาน้ำมันดิบดูไบที่ 55 ดอลลาร์สหรัฐ/บาร์เรลในปี 2560 และ 65 ดอลลาร์สหรัฐ/บาร์เรลในปี 2561 โดยเกิดจาก: 1) การปฏิบัติตามข้อตกลงลดกำลังการผลิตของ OPEC และผู้ผลิตนอกกลุ่ม OPEC ได้เป็นอย่างดี โดยสามารถปรับลดกำลังการผลิตได้ราว 93% ของข้อตกลงในเดือนกุมภาพันธ์ สูงกว่าค่าเฉลี่ยในอดีตที่ 60% อย่างมาก; 2) EIA คาดว่าอุปทานน้ำมันส่วนเกินจะหมดลงและเข้าสู่ภาวะขาดแคลนในไตรมาส 1/60 และหลังจากนั้นจะแกว่งตัวอยู่ในระดับใกล้เคียงจนถึงปี 2561; และ 3) ราคาน้ำมันที่ลดลงกว่า 10% ในระยะหลังนี้ อาจสร้างแรงกดดันต่อผู้ผลิต shale oil ในสหรัฐฯ เมื่อเข้าสู่ฤดูกาลประเมินวงเงินสินเชื่อธนาคารครั้งใหม่ (เมษายน และตุลาคม) ดังนั้นเราจึงคาดว่าราคาน้ำมันจะแกว่งตัวผันผวนเมื่อเข้าใกล้การประชุม OPEC ครั้งต่อไปในเดือนพฤษภาคม จากความกังวลเกี่ยวกับข้อตกลงลดกำลังการผลิตที่กำหนดที่วางไว้

เรายังคงมุมมองเชิงบวกต่อค่าการกลั่นอ้างอิงอัตราการดำเนินงานที่สูงขึ้น แม้ค่าการกลั่นในเดือนมกราคมและกุมภาพันธ์ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยเล็กน้อย โดยมีสาเหตุมาจากฤดูหนาวที่อากาศอุ่นกว่าปกติในซีกโลกเหนือ แต่อัตราการดำเนินงานของโรงกลั่นโดยเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักจากประเทศหลักๆ ในกลุ่ม OECD ยังสูงกว่าค่าเฉลี่ยในอดีต เรายังคงสมมติฐาน Singapore crack spread ของเราไว้ที่ ~7.0 ดอลลาร์สหรัฐ/บาร์เรลในปี 2560 (+15% YoY) และ 7.4 ดอลลาร์สหรัฐ/บาร์เรลในปี 2561 (+6% YoY) เพิ่มขึ้นจาก 6.1 ดอลลาร์สหรัฐ/บาร์เรลในปี 2559 อ้างอิงสมมติฐานอัตราการดำเนินงานของโรงกลั่นทั่วโลกที่ 98.9% ในปี 2560 และ 99.2% ในปี 2561 เพิ่มขึ้นจาก 98.1% ในปี 2559 นอกจากนี้ไทยออยล์ก็ปรับลดประมาณการกำลังการผลิตเพิ่มเติมสุทธิในตลาดภูมิภาคสำหรับปี 2560 ลงจาก 673,000 บาร์เรล/วัน สู่ 607,000 บาร์เรล/วัน ในขณะที่คงประมาณการอุปสงค์ไว้เหมือนเดิม ซึ่งช่วยสนับสนุนมุมมองเชิงบวกของเราที่มีต่อค่าการกลั่น

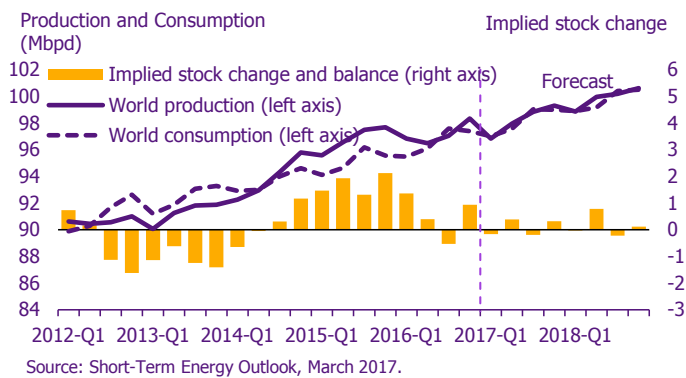
เราชอบธุรกิจโรงกลั่นมากกว่าธุรกิจ E&P เราคาดว่าราคาหุ้นกลุ่ม E&P จะค่อนข้างแกว่งตัวผันผวนไปตามราคาน้ำมันดิบเมื่อเข้าใกล้การประชุม OPEC ครั้งต่อไปในเดือนพฤษภาคม เรามองว่าธุรกิจโรงกลั่นดูน่าสนใจในเชิงเปรียบเทียบมากกว่า เพราะมีประเด็นเฉพาะบริษัทที่จะช่วยสนับสนุนให้กำไรเติบโต และอัตราการดำเนินงานของโรงกลั่นทั่วโลกปรับตัวเพิ่มขึ้นค่อนข้างดี แม้ฤดูหนาวมีอากาศอุ่นกว่าปกติ

Top picks: IRPC (6.0 บาท) มีแนวโน้มที่จะรายงาน EPS เติบโตอย่างแข็งแกร่ง จากการรับรู้การดำเนินโครงการ UHV ตลอดทั้งปีในปี 2560 เทียบกับการรับรู้แค่ครึ่งปีในปี 2559 ในขณะที่การขายกำลังการผลิต PP จะแล้วเสร็จทันเวลารับประโยชน์จากวัฏจักรขาขึ้นของโพรพิลีนพอลิเมอร์ ทั้งนี้ การหยุดซ่อมบำรุงใหญ่ในไตรมาส 1/60 ซึ่งเป็นปัจจัยที่รับรู้แล้ว อาจทำให้ตัวเลขกำไรทั้งปีออกมาดูแย่กว่าความเป็นจริง 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 จึงอยู่ในสถานะดีที่สุดในแง่การเติบโตตามค่าการกลั่นและอุปสงค์น้ำมันเบนซินที่เพิ่มขึ้น นอกจากนี้ผลตอบแทนเงินปันผลที่ดีในระดับ 7.8% ก็ไม่น่าสนใจ ราคาเป้าหมายอิงกับ PBV 1.5 เท่า ด้วย ROE สูงที่สุดในกลุ่มโรงกลั่น

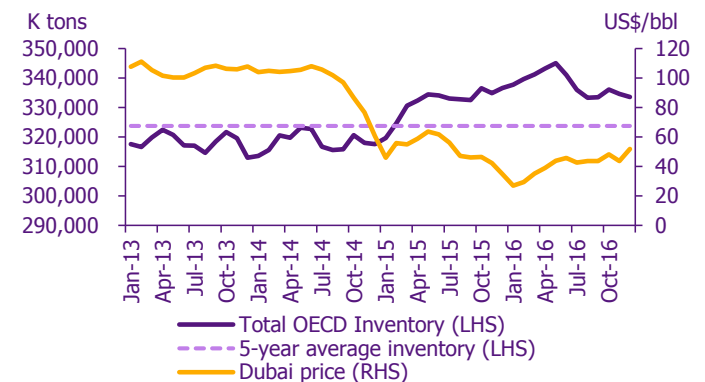
Valuation summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)	EPS growth (%)	P/BV (x)	ROE (%)	Div. Yield (%)	EV/EBITDA (x)
					16A 17F 18F	16A 17F 18F	16A 17F 18F	16A 17F 18F	16A 17F 18F	16A 17F 18F
PTTEP	Neutral	92.00	100.0	9.8	19.5 23.2 14.6	30 (16) 59	0.9 1.0 1.0	5 4 7	0.9 1.1 1.7	3.0 3.7 3.3
IRPC	Buy	5.15	6.0	21.6	8.8 10.3 7.3	31 (14) 41	1.3 1.2 1.1	15 12 16	4.5 5.1 6.9	8.2 6.4 4.8
SPRC	Buy	13.00	15.0	22.5	10.3 8.9 7.9	(55) 15 13	1.4 1.3 1.2	14 15 16	8.3 7.1 7.3	4.7 4.7 4.3
TOP	Neutral	75.25	77.0	6.4	9.0 14.5 11.6	(11) (38) 25	1.4 1.3 1.2	16 9 11	6.0 4.0 4.8	5.2 6.8 5.9
Average					11.9 14.2 10.3	(1) (13) 35	1.2 1.2 1.1	13 10 12	4.9 4.3 5.2	5.3 5.4 4.6

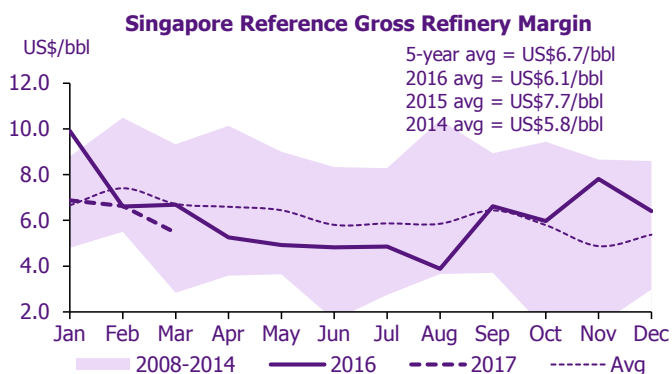
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: EIA expects supply-demand equilibrium from 1Q17 onward

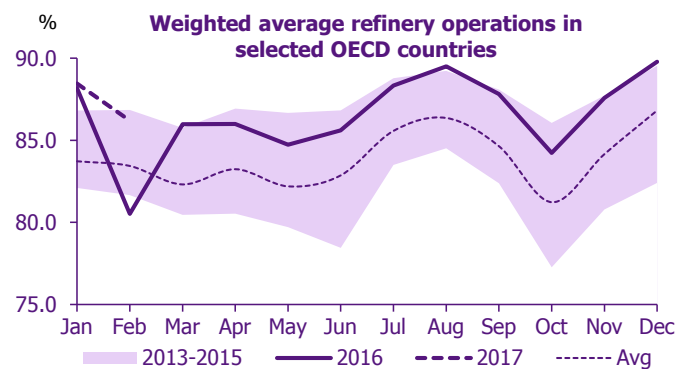
Source: EIA, SCBS Investment Research

Figure 2: OECD inventory remains above 5-yr average

Source: Bloomberg, IEA, SCBS Investment Research

Figure 3: Singapore reference GRM is lower than historical average YTD

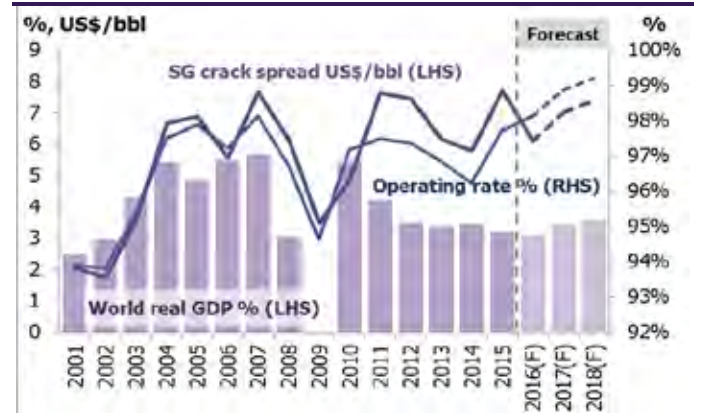
Source: EIA, Bloomberg, SCBS Investment Research

Figure 4: But refinery operating rate remains above historical range (YTD) in OECD countries

Source: EIA studies* and SCBS Investment Research

Figure 5: Growth of demand for refined products will outpace additional refinery capacity

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

Figure 6: ... leading to rising refinery margin

Source: EIA, Bloomberg, SCBS Investment Research

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

สภาพแวดล้อมในการทำธุรกิจของ AEONTS ดีกว่า KTC

- **KTC** มีส่วนแบ่งตลาดเพิ่มขึ้นในปี 2559 เพราะการแข่งขันจากธนาคารลดน้อยลง แต่อาจจะเพิ่มส่วนแบ่งตลาดได้มากขึ้นในปี 2560 เนื่องจากการสำรวจของ ธปท. เกี่ยวกับภาวะและแนวโน้มการปล่อยสินเชื่อพบว่าการแข่งขันในธุรกิจบัตรเครดิตมีแนวโน้มที่จะกลับมารุนแรงอีกครั้งในปี 2560
- เราคาดว่า **AEONTS** จะรายงานผลประกอบการไตรมาส 4 ปีบัญชี 59 ที่ดี โดยได้รับปัจจัยหนุนจากการทำจำนวนมากจากการขาย NPL และสภาพแวดล้อมที่ดีขึ้นในปีบัญชี 2560 จากการขึ้นค่าจ้างและรายได้เกษตรกรที่สูงขึ้น

- **ชอบ AEONTS มากกว่า KTC** เพราะ valuation ถูกกว่า และมีโอกาสเติบโตในระยะยาวดีกว่า

KTC มีส่วนแบ่งตลาดเพิ่มขึ้น การแข่งขันที่ลดลงจากธนาคารพาณิชย์ช่วยหนุนให้ KTC มีส่วนแบ่งตลาดเพิ่มขึ้นในแง่ของจำนวนบัตรเครดิต (จาก 8.7% ในปี 2558 สู่ 9.1% ในปี 2559), ยอดใช้จ่ายผ่านบัตรเครดิต (จาก 10.5% ในปี 2558 สู่ 11.1% ในปี 2559), และสินเชื่อส่วนบุคคล (จาก 5.7% ในปี 2558 สู่ 6.5% ในปี 2559) ยอดใช้จ่ายผ่านบัตรเครดิตของบริษัทเติบโต 13.2% ในปี 2559 สูงกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่มที่ 6.8% เกือบเท่าตัว สินเชื่อส่วนบุคคลของบริษัทเติบโต 18.2% ในปี 2559 เทียบกับค่าเฉลี่ยของกลุ่มที่ 4.1% เราคาดว่ากำไรสุทธิของบริษัทจะเติบโต 15% ในปี 2560 (เทียบกับ 20% ในปี 2559) โดยได้รับปัจจัยหนุนจากยอดใช้จ่ายผ่านบัตรเครดิตที่คาดว่าจะเติบโต 15% (เทียบกับ +13.2% ในปี 2559) และสินเชื่อทั้งหมดที่คาดว่าจะเติบโต 10% (เทียบกับ +13% ในปี 2559) ซึ่งรวมถึงสินเชื่อส่วนบุคคลที่คาดว่าจะเติบโต 15% (เทียบกับ +18% ในปี 2559)

แต่การแข่งขันในธุรกิจบัตรเครดิตจะรุนแรงมากขึ้น เมื่ออ้างอิงการสำรวจของ ธปท. เกี่ยวกับภาวะและแนวโน้มการปล่อยสินเชื่อ คาดว่าสถาบันการเงินบางแห่งจะผ่อนปรนมาตรฐานการปล่อยสินเชื่อบัตรเครดิตในไตรมาส 1/60 หลักๆ เป็นผลมาจากคุณภาพสินเชื่อที่ปรับตัวดีขึ้นปานกลาง ซึ่งบ่งชี้ว่าการแข่งขันในธุรกิจบัตรเครดิตอาจจะปรับตัวสูงขึ้นในปี 2560 หลังจากชะลอตัวลงในปี 2559 ซึ่งหมายความว่า KTC จะเพิ่มส่วนแบ่งตลาดในธุรกิจบัตรเครดิตได้มากกว่าในปี 2560

คาด AEONTS มีผลประกอบการที่ดีในไตรมาส 4 ปีบัญชี 59 เราคาดการณ์กำไรสุทธิไตรมาส 4 ปีบัญชี 59 (ธันวาคม-กุมภาพันธ์) ของ AEONTS ที่ 717 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 12% QoQ และ 49% YoY โดยได้รับปัจจัยหนุนจาก 1) กำไรประมาณ 340 ล้านบาทจากการขาย NPL ที่ตัดจำหน่ายเป็นหนี้สูญมูลค่า 6.65 พันล้านบาทในไตรมาส 4 ปีบัญชี 59, 2) ประโยชน์จากมาตรการกระตุ้นการใช้จ่ายด้วยการลดหย่อนภาษีสำหรับค่าใช้จ่ายในการซื้อสินค้าและบริการช่วงสิ้นปี, และ 3) ต้นทุนเงินทุนที่ลดลงอย่างต่อเนื่อง เราคาดว่าผลกระทบจากสถานการณ์น้ำท่วมภาคใต้จะทำให้บริษัทตั้งค่าเผื่อหนี้สงสัยจะสูญเพิ่มขึ้นในไตรมาส 4 ปีบัญชี 59 เนื่องจากสินเชื่อประมาณ 6% ของบริษัทปล่อยให้กับลูกค้าในพื้นที่น้ำท่วมภาคใต้

สภาพแวดล้อมในการทำธุรกิจของ AEONTS ปรับตัวดีขึ้นในปีบัญชี 2560 เราคาดว่าสภาพแวดล้อมในการทำธุรกิจของ AEONTS จะปรับตัวดีขึ้นในปีบัญชี 2560 บริษัทจะได้รับประโยชน์จากการขึ้นค่าจ้างขั้นต่ำจาก 300 บาท สู่ 305-310 บาท ซึ่งมีผลบังคับใช้ในปี 2560 และรายได้เกษตรกรที่เพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง ดัชนีรายได้เกษตรกรเริ่มปรับตัวเพิ่มขึ้นในช่วงกลางปี 2559 และเติบโต 11% YoY ในเดือนมกราคม และ 22% YoY ในเดือนกุมภาพันธ์ โดยได้รับปัจจัยหนุนจากผลผลิตการเกษตรที่เพิ่มขึ้น 3% (ผลผลิตยาง, ผลผลิตปศุสัตว์ปีก, และผลผลิตพืชไร่) เพิ่มขึ้นในอัตราที่สูงกว่าผลผลิตข้าวเปลือกที่ลดลง) และราคาผลผลิตทางการเกษตรที่เพิ่มขึ้นถึง 16% (ราคาข้าว, ผลไม้, เมล็ดพืชไร่, และผลผลิตปศุสัตว์) เพิ่มขึ้นในอัตราที่สูงกว่าราคาข้าวเปลือกที่ลดลง) ระดับน้ำที่สูงขึ้นในเขื่อนหลักๆ และราคาสินค้าโภคภัณฑ์ทั่วโลกที่สูงขึ้นน่าจะช่วยสนับสนุนให้ผลผลิตและราคาผลผลิตทางการเกษตรปรับตัวดีขึ้นในปี 2560 เราคาดว่ากำไรสุทธิของ AEONTS จะเติบโต 10% ในปีบัญชี 2560 โดยได้รับปัจจัยหนุนจากการคาดการณ์ว่าสินเชื่อจะขยายตัวเพิ่มขึ้นสู่ 10% ในปีบัญชี 2560 จาก 8% ในปีบัญชี 2559

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

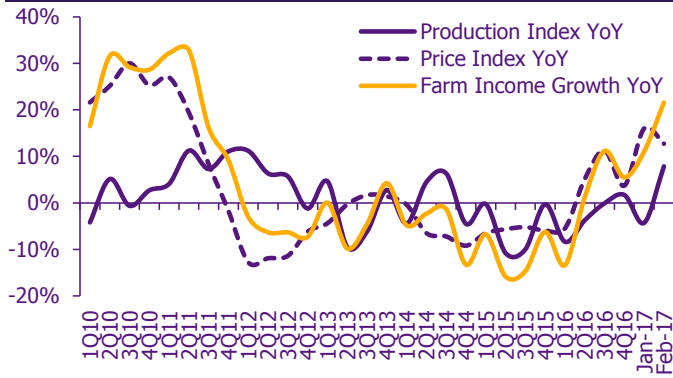
ชอบ AEONTS มากกว่า KTC เราชอบ AEONTS มากกว่า KTC เพราะ AEONTS มี valuation ถูกกว่า และมีโอกาสเติบโตในระยะยาวมากกว่า KTC โดยได้รับปัจจัยหนุนจากบริษัทย่อยในตลาด CLMV และค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานของ AEONTS จะเติบโตน้อยกว่า KTC

Valuation Summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)		
					16A	17F	18F	16A	17F	18F	16A	17F	18F	16A	17F	18F	16A	17F	18F
ASP	Buy	3.54	4.2	27.7	9.9	10.0	9.7	35	(1)	3	1.6	1.5	1.5	16	16	16	9.1	9.0	9.3
MBKET	Neutral	21.90	23.0	12.8	12.8	12.9	13.0	(4)	(1)	(1)	2.5	2.6	2.6	20	20	20	7.8	7.7	7.7
Average					11.3	11.5	11.4	15	(1)	1	2.1	2.1	2.0	18	18	18	8.5	8.4	8.5

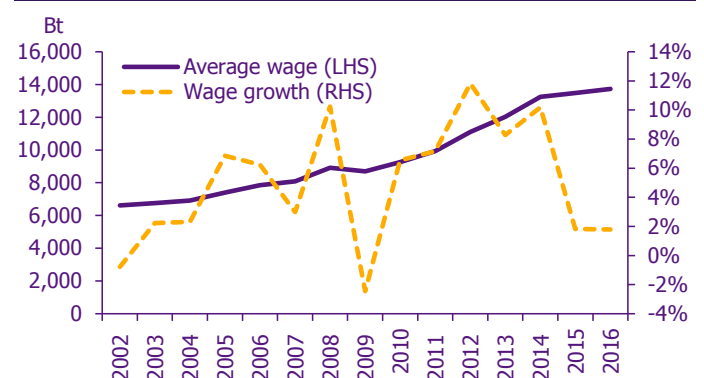
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: Farm income



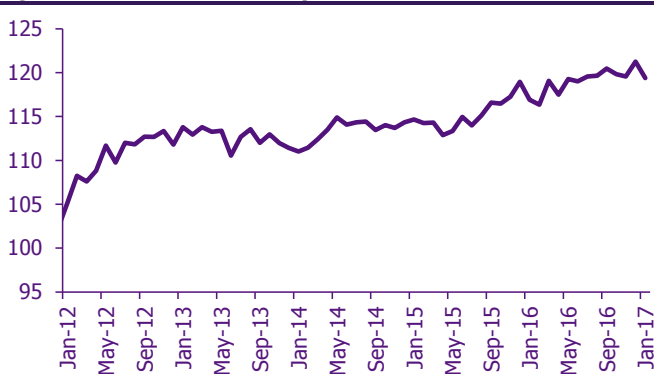
Source: NESDB, BoT and SCBS Investment Research

Figure 2: Average wage



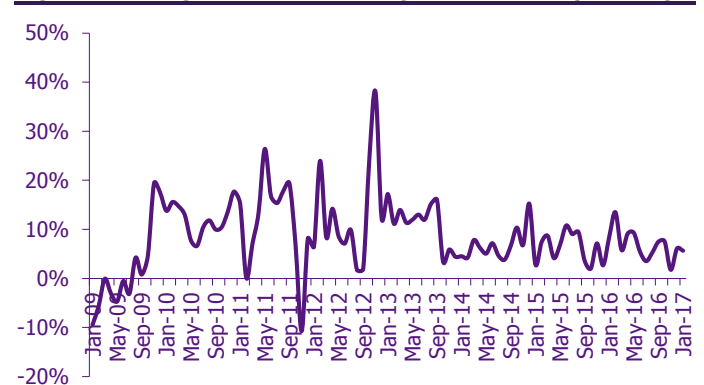
Source: BoT and SCBS Investment Research

Figure 3: Private consumption index



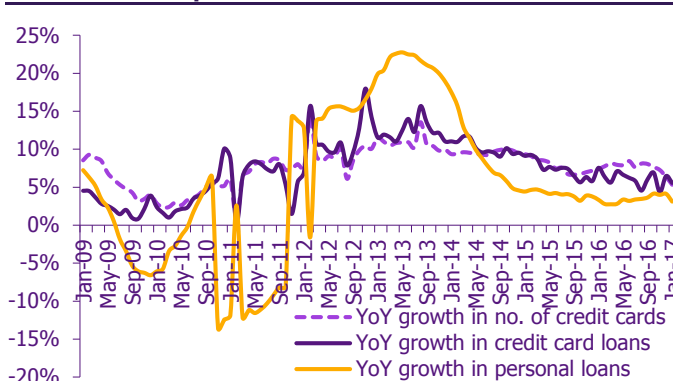
Source: BoT and SCBS Investment Research

Figure 4: YoY growth in monthly credit card spending



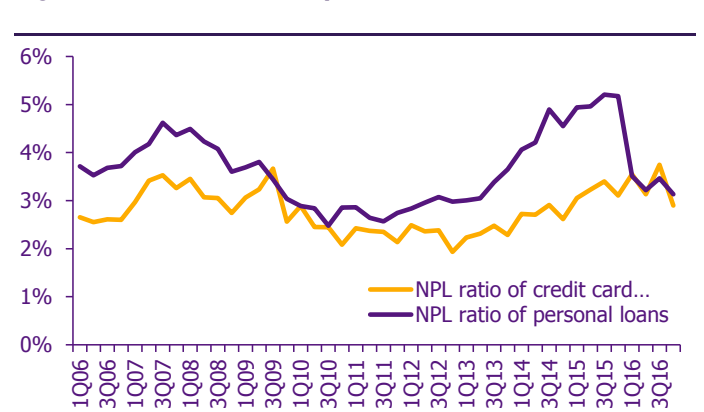
Source: BoT and SCBS Investment Research

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 ดิสราร, CFA

นักวิเคราะห์การลงทุนวิจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1004

sirima.dissara@scb.co.th

ปิของไก่

- ตั้งแต่ต้นปี 2560 ธุรกิจไก่โคตเด่นกว่าธุรกิจอื่น ๆ เพราะอุปสงค์จากตลาดส่งออกแข็งแกร่ง ราคาผลิตภัณฑ์สูง และต้นทุนอาหารสัตว์ต่ำ ตามด้วยธุรกิจกุ้ง เพราะปริมาณการผลิตเพิ่มขึ้น
- ธุรกิจทูน่าและแชลมอนจะต้องใช้เวลาอีกระยะจึงจะฟื้นตัวหลังจากปรับราคาให้ครอบคลุมต้นทุนระดับสูง และธุรกิจหมูก็อ่อนตัวลงเพราะมีอุปทานมากขึ้น
- Top picks ของเรา คือ GFPT และ TU

ธุรกิจไก่: แข็งแกร่งในปี 2560 ในช่วง 2 เดือนแรกปี 60 ส่วนต่างราคาไก่กับต้นทุนอาหารสัตว์เพิ่มขึ้น 18% จากไตรมาส 1/59 โดยได้รับปัจจัยหนุนจากราคาไก่ที่สูงขึ้นและต้นทุนอาหารสัตว์ที่ลดลง เราคาดว่าส่วนต่างราคาไก่กับต้นทุนอาหารสัตว์จะปรับตัวดีขึ้นต่อเนื่อง YoY ในปี 2560 เพราะต้นทุนอาหารสัตว์ต่ำและราคาผลิตภัณฑ์จะปรับตัวดีขึ้นโดยเกิดจากอุปสงค์จำนวนมากในตลาดส่งออก ในขณะที่อุปทานจะเพิ่มขึ้นเพียงเล็กน้อย ผู้เชี่ยวชาญในอุตสาหกรรมไก่คาดว่าปริมาณการส่งออกเนื้อไก่ไทยในปี 2560 จะอยู่ที่ 760,000-780,000 ตัน (+3-5% YoY) และอาจจะมากกว่านั้นโดยได้รับปัจจัยหนุนจากประเทศที่กลับมานำเข้าไก่จากประเทศไทย การแพร่ระบาดของโรคไข้หวัดนก และปัญหาคุณภาพสำหรับประเทศผู้นำเข้าและผู้ส่งออกหลักๆ ทั่วโลก ไฮไลต์: เหตุการณ์แรก ปีนี้ เกาหลีใต้ และสิงคโปร์ อนุญาตให้นำเข้าไก่สดจากไทย โดยที่ผ่านมาสองประเทศนี้นำเข้าไก่แช่เย็น 40,000 ตันต่อปี และไก่แช่แข็ง 5,000 ตันต่อปี (6% ของปริมาณการส่งออกไก่ไทย) จากประเทศไทย เหตุการณ์ที่สอง การแพร่ระบาดของโรคไข้หวัดนกส่งผลกระทบทำให้อุปทานไก่ในเกาหลีใต้และญี่ปุ่น (ตลาดส่งออกที่สำคัญของประเทศไทย) ปรับตัวลดลงตั้งแต่เดือนพฤศจิกายน 2559 และปัญหาไข้หวัดนกก็ส่งผลทำให้ตลาดหลักๆ ประกาศห้ามนำเข้าผลิตภัณฑ์ไก่จากสหรัฐฯ (ผู้ส่งออกไก่รายใหญ่อันดับสองของโลก) เหตุการณ์ที่สาม ผลการสืบสวนในเดือนมีนาคม พบว่าบริษัทผู้ผลิตไก่ในบราซิล (ผู้ส่งออกไก่รายใหญ่ที่สุดของโลก) ได้ตัดสินบนเจ้าหน้าที่กระทรวงสาธารณสุขเพื่อปกปิดเรื่องเนื้อไก่เสื่อมคุณภาพและไม่ถูกสุขอนามัย ส่งผลทำให้หลายประเทศประกาศลดการนำเข้าเนื้อสัตว์หรือระงับการนำเข้าเนื้อสัตว์ทั้งหมดจากบราซิล

ธุรกิจหมู: อ่อนแอในปี 2560 ในช่วง 2 เดือนแรกปี 60 ส่วนต่างราคาหมูกับต้นทุนอาหารสัตว์ปรับตัวลดลง 15% จากไตรมาส 1/59 โดยเกิดจากราคาหมูที่ลดลงเร็วกว่าต้นทุนอาหารสัตว์ ทั้งนี้ในปี 2560 เราคาดว่าส่วนต่างราคาหมูกับต้นทุนอาหารสัตว์จะลดลง YoY แม้ต้นทุนอาหารสัตว์ต่ำ แต่ราคาผลิตภัณฑ์หมูน่าจะลดลงจากปีก่อน โดยเกิดจากอุปทานที่เพิ่มขึ้นหลังจากราคาหมูอยู่ในระดับสูงเป็นเวลาหลายปี

ธุรกิจกุ้ง: ดีขึ้นในปี 2560 ในช่วง 2 เดือนแรกปี 60 ราคาปรับตัวเพิ่มขึ้นสู่ 208 บาท/กก. +12% จากไตรมาส 1/59 โดยได้รับปัจจัยหนุนจากอุปสงค์ทั่วโลกจำนวนมาก และอุปทานทั่วโลกที่ไม่ค่อยเปลี่ยนแปลงมากนัก เพราะเกิดปัญหาโรคกุ้ง (จุดขาว, EHP, และ EMS) ในประเทศผู้ผลิตกุ้งรายสำคัญอื่นๆ (อินเดีย, เวียดนาม, และจีน) ราคาที่สูงขึ้นน่าจะกระตุ้นให้เกษตรกรเลี้ยงกุ้งเพิ่มการผลิต ซึ่งเมื่อรวมกับอัตราการรอดชีวิตที่สูงขึ้นของกุ้งแล้ว จะช่วยสนับสนุนให้ผลผลิตกุ้งไทยเติบโต 10-17% YoY สู่ 330,000-350,000 ตันในปี 2560 สูงที่สุดนับตั้งแต่เกิดสถานการณ์แพร่ระบาดของโรค EMS ในปี 2555

ธุรกิจทูน่าและแชลมอน: การปรับราคาจะครอบคลุมต้นทุนระดับสูงในปี 2560 ในช่วง 2 เดือนแรกปี 60 ราคาหุ้นปรับขึ้นสู่ 1,700 ดอลลาร์สหรัฐ/ตัน +35% จากไตรมาส 1/59 โดยเกิดจากการจับปลาทูน่าในมหาสมุทรแปซิฟิกตะวันตกและมหาสมุทรอินเดียได้น้อย ราคาปลาทูน่าที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็วอาจจะส่งผลกระทบต่อผู้ผลิตทูน่าแบรนด์ เนื่องจากจะต้องใช้เวลาในการส่งผ่านต้นทุนผ่านการปรับราคาผลิตภัณฑ์เพิ่มขึ้น ทั้งนี้ตามรายงานข่าวระบุว่าราคาทูน่าปรับตัวลดลงมาแล้ว 5% สู่ 1,600 ดอลลาร์สหรัฐ/บาร์เรลในเดือนมีนาคม เนื่องจากสถานการณ์ประมงในมหาสมุทรอินเดียปรับตัวดีขึ้น และอุปสงค์ลดลงเพราะตลาดมองว่าราคาสูงเกินไป ถ้าสถานการณ์เช่นนี้ยังเกิดขึ้นต่อเนื่อง ธุรกิจทูน่าจะฟื้นตัวดีขึ้น ในช่วง 2 เดือนแรกปี 60 ราคาแชลมอนปรับตัวเพิ่มขึ้น 13% จากไตรมาส 1/59 โดยเกิดจากปรากฏการณ์ algae bloom หรือการขยายพันธุ์อย่างรวดเร็วของสาหร่ายในซีกโลกใต้ ซึ่งหลังจากต้นทุนวัตถุดิบที่ปรับขึ้นอย่างรวดเร็วสวนทางกับราคาที่ตกลงไว้อย่างได้สัญญา OEM ระยะยาว ส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงาน TU ก็ดำเนินการจัดทำแผนฟื้นฟูตั้งแต่กลางปี 2559 ผ่านการปรับราคาใหม่ และทำสัญญาระยะสั้นลง เราคาดว่าแผนดังกล่าวจะช่วยให้ธุรกิจแชลมอนของ TU ฟื้นตัวจากขาดทุนประมาณ 500 ล้านบาทในปี 2559 สู่จุดคุ้มทุนในปี 2560

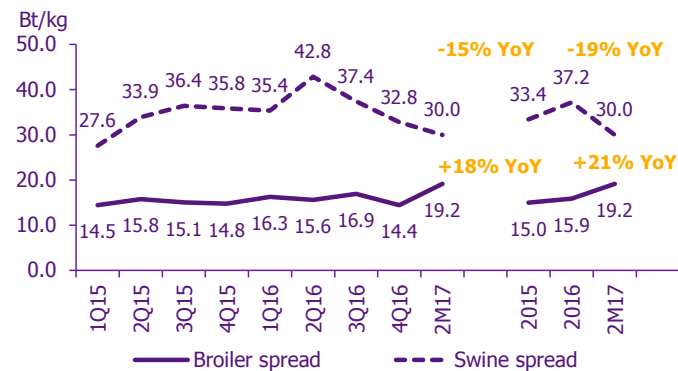
Top picks: GFPT และ TU ในฐานะที่ประกอบธุรกิจได้อย่างเดียว GFPT จะได้ประโยชน์มากที่สุดจากอุตสาหกรรมไก่ที่แข็งแกร่ง และจะ outperform หุ่นอื่นๆ ในกลุ่มอาหาร โดยเฉพาะในช่วงครึ่งแรกปี 60 โดยได้รับปัจจัยหนุนจากราคาผลิตภัณฑ์สูง, ต้นทุนอาหารสัตว์ต่ำ, และปริมาณส่งออก (ให้อัตรากำไรสูง) ที่เพิ่มขึ้น นอกจากนี้เราก็คงชอบ TU เนื่องจากราคาหุ้นปรับตัวขึ้นช้าที่สุดในกลุ่มอาหาร สะท้อนกำไรที่ฟื้นตัวอย่างช้าๆ จากการปรับราคาผลิตภัณฑ์ในธุรกิจแชลมอนและทูน่าอย่างช้าๆ ให้ครอบคลุมต้นทุนที่สูงขึ้น แต่หลังจากไตรมาส 1/60 เราคาดว่า TU จะรายงานกำไรปี 2560 เติบโตอย่างแข็งแกร่งที่ 20% โดยเกิดจากธุรกิจแชลมอนที่ฟื้นตัวขึ้น, การเข้าซื้อ Red Lobster, และประโยชน์จากเงินบาทอ่อนค่าเมื่อเทียบกับดอลลาร์สหรัฐ

Valuation summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					16A	17F	18F	16A	17F	18F	16A	17F	18F	16A	17F	18F	16A	17F	18F	16A	17F	18F
CPF	Buy	29.25	40.0	40.5	14.7	12.8	11.1	479	14	15	1.1	1.0	0.9	8	8	9	3.2	3.7	4.3	10.7	9.9	9.3
GFPT	Buy	18.00	22.0	24.1	14.2	11.9	11.0	34	19	8	2.1	1.8	1.6	16	16	16	1.7	1.9	2.1	9.7	8.3	7.9
TU	Buy	21.20	26.0	25.7	19.6	16.4	14.1	(14)	20	16	2.1	2.0	1.9	11	13	14	3.0	3.1	3.5	15.1	13.0	11.6
Average					16.1	13.7	12.1	166	18	13	1.8	1.6	1.5	12	12	13	2.6	2.9	3.3	11.8	10.4	9.6

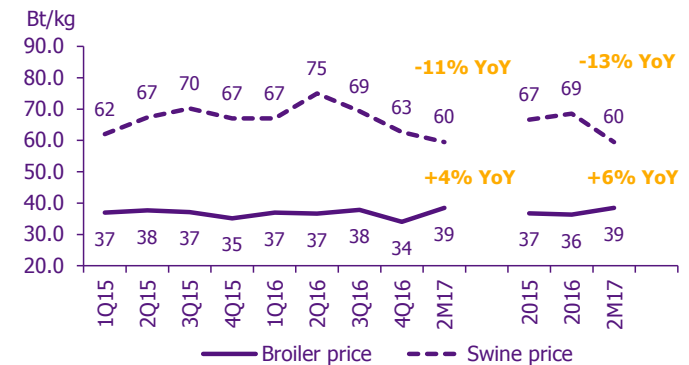
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: In 2M17, broiler spreads picked up, but swine spreads declined



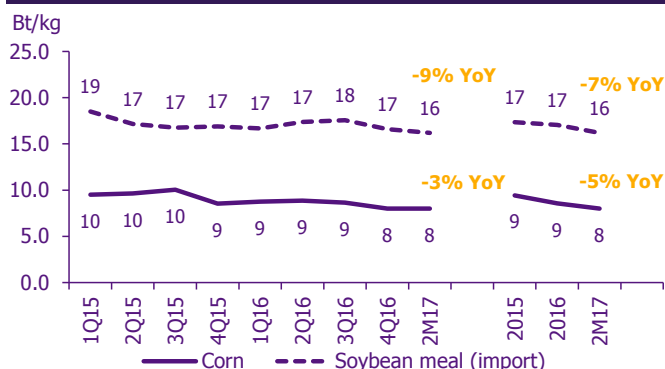
Source: Industry sources and SCBS Investment Research

Figure 2: In 2M17, broiler prices edged up, but swine price edged down



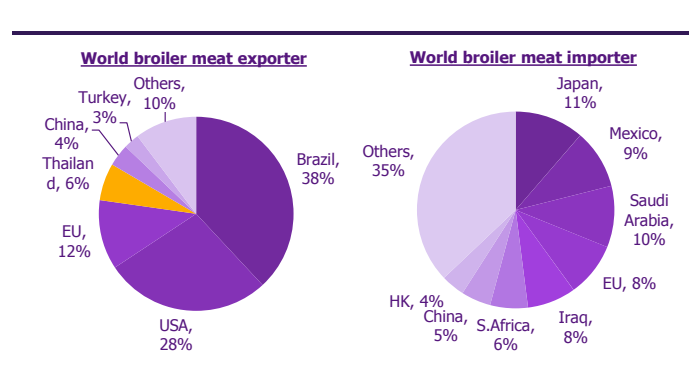
Source: Industry sources and SCBS Investment Research

Figure 3: In 2M17, corn and soybean meal costs declined further



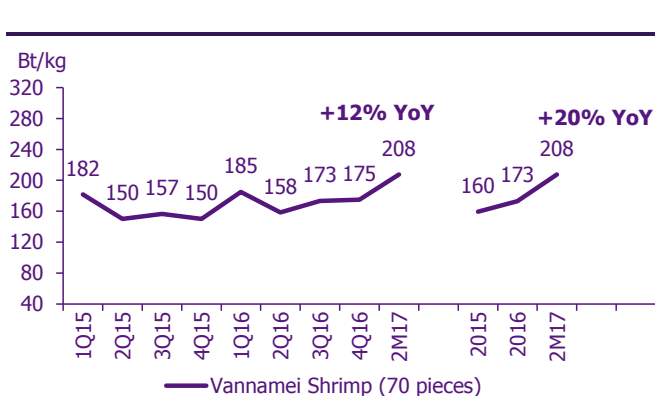
Source: Industry sources and SCBS Investment Research

Figure 4: World broiler exporters/importers in 2016



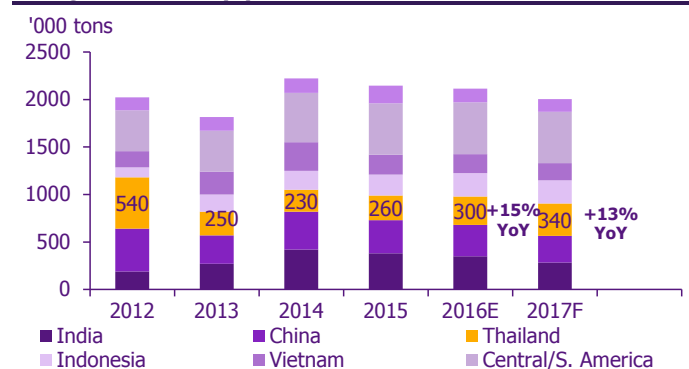
Source: OAE, USDA and SCBS Investment Research

Figure 5: In 2M17, shrimp price increased



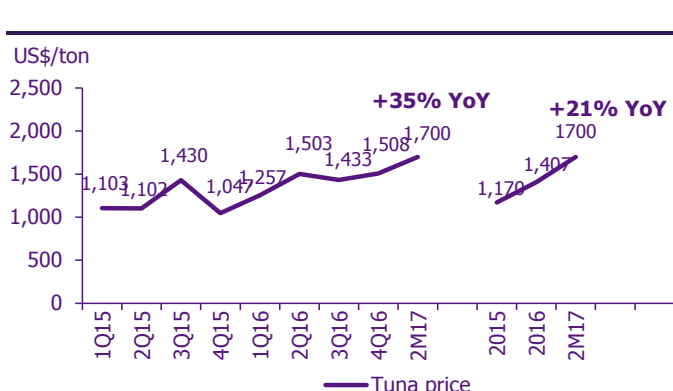
Source: Industry sources and SCBS Investment Research

Figure 6: In 2017F, Thai shrimp production is set to rise and global shrimp production will tend to be stable



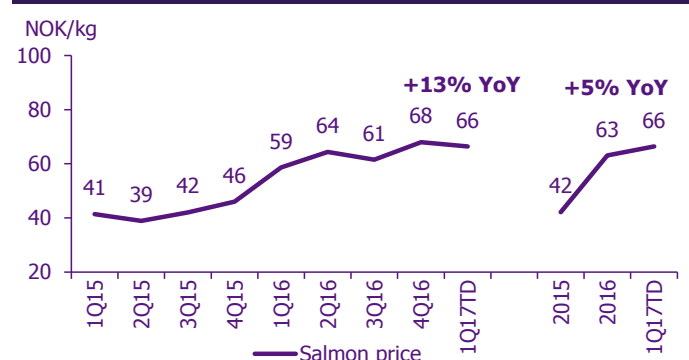
Source: OAE and SCBS Investment Research

Figure 7: In 2M17, tuna price spiked



Source: Industry sources and SCBS Investment Research

Figure 8: In 2M17, salmon price continued to rise, but at a slower pace than in 2016



Source: Fishpool and SCBS Investment Research

รวิญญ์ ปิยะกรียงไกร

นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1002

raweenuch.piyakriangkai@scb.co.th

การเปลี่ยนแปลงโครงสร้างประชากรช่วยสนับสนุนการเติบโต

- ราคาหุ้นกลุ่มการแพทย์ปรับตัวลดลงแรงอย่างไม่สมเหตุสมผล โดย SETHELTH ลดลง 7% YTD (BCH -13%, CHG -11%, BDMS -9%, และ BH -2%) สวนทางกับกำไรที่มีแนวโน้มเติบโตอย่างโดดเด่นในระยะสั้นและแนวโน้มการเติบโตระยะยาวโดยได้รับปัจจัยหนุนจากการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างประชากรที่จะช่วยกระตุ้นให้ความต้องการใช้บริการทางการแพทย์ปรับตัวเพิ่มขึ้น
- เรายังคงมุมมองเชิงบวกต่อกลุ่มการแพทย์และมองว่าราคาหุ้นที่ลดลงเปิดโอกาสให้เข้าซื้อ Top picks ของเราคือ CHG และ BCH

CHG และ BCH: กำไรเติบโตอย่างแข็งแกร่งและมี upside เรายมองว่ากำไรไตรมาส 4/59 ที่อ่อนตัวลงของหุ้นกลุ่มการแพทย์ไม่ใช่แนวโน้ม เพียงแต่สะท้อนถึงบรรยากาศตลาดในเชิงวัฏจักร ทั้งนี้ในจำนวนหุ้นกลุ่มการแพทย์ภายใต้การวิเคราะห์ของเรา เราคาดว่า CHG จะรายงานกำไรปกติเติบโตอย่างแข็งแกร่งมากที่สุดที่ CAGR 22% ในระยะ 2 ปีข้างหน้า ตามด้วย BCH ที่ 20% เกือบเท่าตัวเมื่อเทียบกับ BH ที่ 13% และ BDMS ที่ 12% การเติบโตของ CHG จะได้รับปัจจัยหนุนจากการกำลังการให้บริการที่พร้อมรองรับความต้องการใช้บริการที่เพิ่มสูงขึ้นสำหรับบริการผู้ป่วยเงินสด ในขณะที่กำไรของ BCH จะได้รับปัจจัยหนุนจากความต้องการใช้บริการทางการแพทย์ที่เพิ่มสูงขึ้นและผลขาดทุนที่ลดน้อยลงอย่างต่อเนื่องที่ World Medical Hospital (เดิมคือ World Medical Center)

เราเล็งเห็นแนวโน้ม upside ของกำไรจากบริการผู้ป่วยประกันสังคมทั้งที่ BCH และ CHG ทั้งนี้นับตั้งแต่วันที่ 1 มกราคม 2560 ระบบประกันสังคมได้เพิ่มสิทธิตรวจสุขภาพประจำปี (ประกอบด้วย การตรวจสุขภาพพื้นฐานและบริการตรวจพิเศษตามกับอายุ) วงเงิน 200-800 บาท/คน และโรงพยาบาลจะเบิกจ่ายโดยตรงกับสำนักงานประกันสังคม ในปี 2559 BCH มีผู้ประกันตนในระบบประกันสังคมเฉลี่ย 765,000 คน และ CHG มีผู้ประกันตนในระบบประกันสังคมเฉลี่ย 401,000 คน เมื่อใช้สมมติฐานว่าผู้ประกันตนในระบบประกันสังคม 30% ของทั้งหมดทำการตรวจสุขภาพ และต้นทุนเฉลี่ยอยู่ที่ 500 บาท/คน เราคาดว่ากำไรปี 2560 จะมี upside 6% สำหรับ BCH และ 4% สำหรับ CHG ซึ่งยังไม่ได้นำมาใส่ไว้ในประมาณการกำไรของเรา

ความต้องการใช้บริการทางการแพทย์มีแนวโน้มเติบโตอย่างโดดเด่นโดยได้รับปัจจัยหนุนจากการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างประชากร เมื่ออ้างอิงข้อมูลจากองค์การอนามัยโลก พบว่าสัดส่วนค่าใช้จ่ายด้านบริการทางการแพทย์ต่อ GDP ของประเทศไทยอยู่ที่ 4.1% ในปี 2557 ซึ่งยังต่ำกว่าค่าเฉลี่ยทั่วโลกที่ 9.9% อย่างมาก เนื่องจากประชากรสูงอายุของประเทศไทยเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง ดังนั้นความต้องการใช้บริการทางการแพทย์จะเพิ่มสูงขึ้น เช่นเดียวกับสัดส่วนค่าใช้จ่ายด้านบริการทางการแพทย์ต่อ GDP ซึ่งจะเป็นปัจจัยกระตุ้นระยะยาวสำหรับกลุ่มการแพทย์ไทย ถ้าเราใช้ประเทศญี่ปุ่นซึ่งประชากรสูงอายุ (อายุ 60 ปีขึ้นไป) คิดเป็นสัดส่วน 33% ของประชากรทั้งหมด และสัดส่วนค่าใช้จ่ายด้านบริการทางการแพทย์ต่อ GDP ของญี่ปุ่นอยู่ในระดับสูงที่ 10.2% เป็นตัวอย่าง ค่าใช้จ่ายด้านบริการทางการแพทย์ของประเทศไทยจะเติบโตเฉลี่ย 7% ต่อปีไปจนถึงปี 2583 เมื่อประชากรสูงอายุคิดเป็นสัดส่วน 1 ใน 3 ของประชากรทั้งหมดของประเทศไทย

ราคาหุ้นที่ลดลงเปิดโอกาสให้เข้าซื้อ Top picks คือ CHG และ BCH SETHELTH ปรับตัวลดลง 7% YTD ทั้งนี้ในจำนวนหุ้นกลุ่มการแพทย์ภายใต้การวิเคราะห์ของเรา BCH ปรับตัวลดลงมากที่สุดที่ -13% ตามด้วย CHG -11%, BDMS -9%, และ BH -2% สวนทางกับกำไรที่มีแนวโน้มเติบโตอย่างโดดเด่นและแนวโน้มที่เป็นบวกในระยะยาวจากความต้องการใช้บริการทางการแพทย์ที่เพิ่มสูงขึ้นอันเป็นผลมาจากการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างประชากร ดังนั้นเราจึงมองว่าราคาหุ้นที่ลดลงเปิดโอกาสให้เข้าซื้อ หุ้น Top pick อันดับหนึ่งของเราคือ CHG ตามด้วย BCH หุ้น CHG ซื้อขายที่อัตราส่วน PE ต่ออัตราเติบโตของกำไร (CAGR ในปี 2559-61) ที่ 1.8 เท่า และ BCH ที่ 1.7 เท่า ซึ่งต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของหุ้นกลุ่มการแพทย์ในตลาดภูมิภาคที่ 2.1 เท่าทั้งคู่

Valuation Summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					16A	17F	18F	16A	17F	18F	16A	17F	18F	16A	17F	18F	16A	17F	18F	16A	17F	18F
BCH	Buy	12.90	17.0	32.8	42.7	35.1	29.4	43	22	20	6.0	5.5	4.9	15	16	18	1.3	1.0	1.2	19.7	16.1	14.6
BDMS	Buy	21.00	27.5	32.4	39.8	35.5	31.5	5	12	13	5.6	5.5	5.1	14	16	17	1.4	1.4	1.6	23.8	21.9	19.3
BH	Sell	177.00	190.0	8.9	35.8	32.4	28.4	6	10	14	8.7	7.8	7.0	26	25	26	1.4	1.5	1.8	27.7	20.1	17.4
CHG	Buy	2.54	3.5	39.6	49.5	41.4	33.2	5	20	25	8.7	8.0	7.2	18	20	23	1.4	1.8	2.2	31.1	25.0	20.4
Average					41.9	36.1	30.6	15	16	18	7.2	6.7	6.0	18	19	21	1.4	1.4	1.7	25.6	20.8	17.9

Source: SCBS Investment Research

Figure 1: Assuming proportion of healthcare spending to GDP at 10.2% in 2040 suggests healthcare spending growth at 7% p.a.

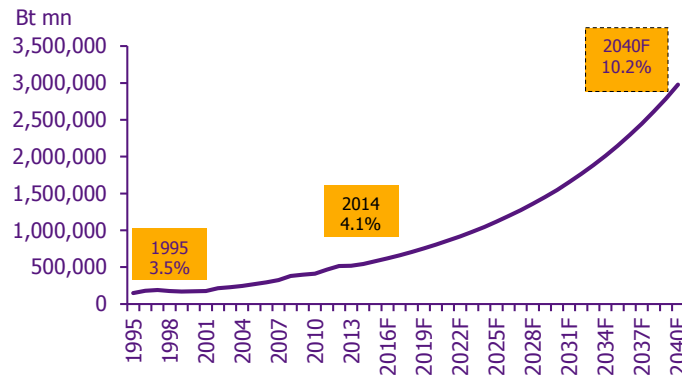


Figure 2: CHG and BCH to deliver strongest earnings growth in 2016-18

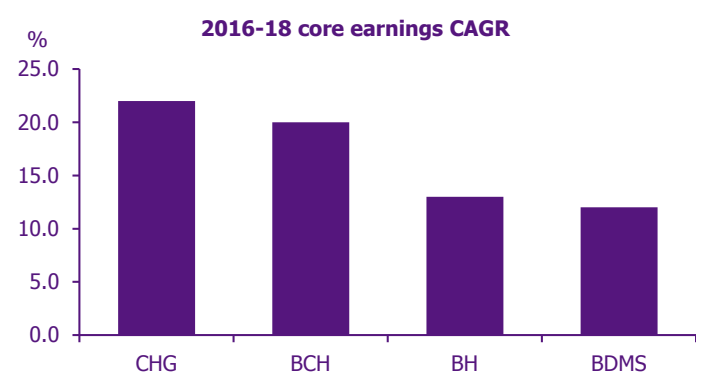


Figure 3: BCH PE band

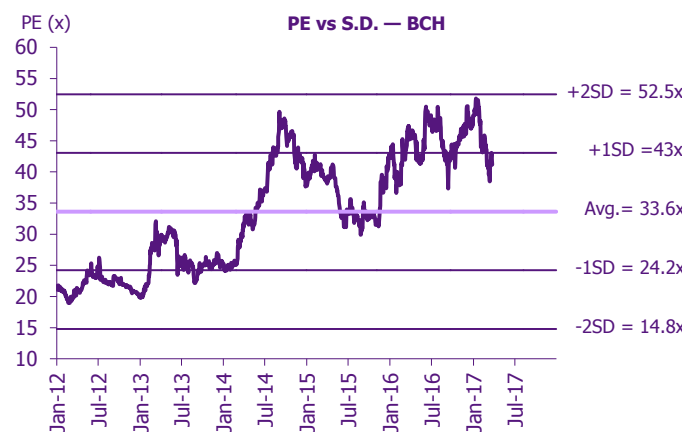


Figure 4: BDMS PE band

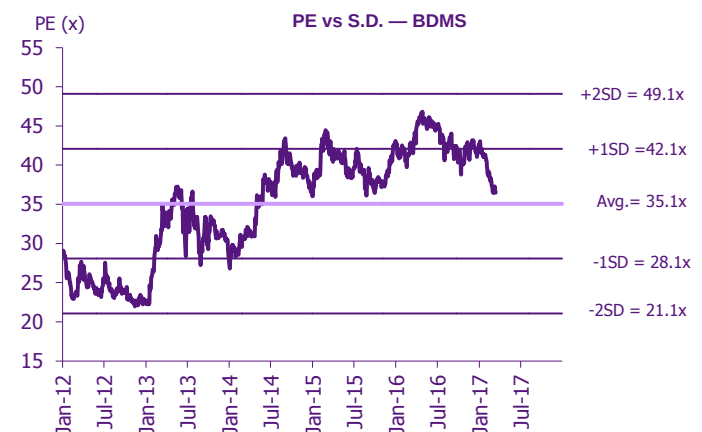


Figure 5: BH PE band

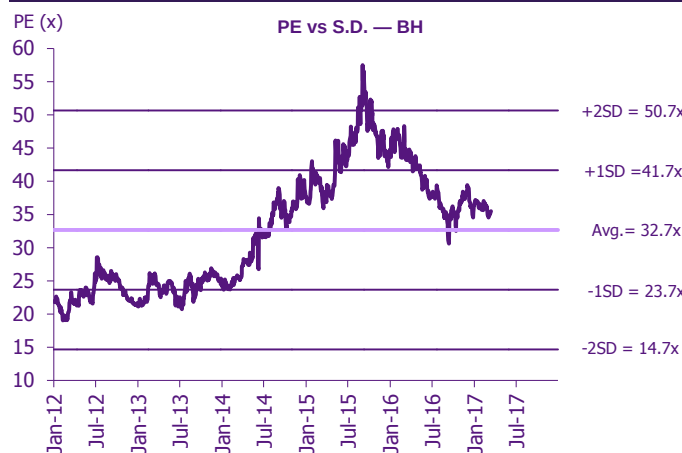
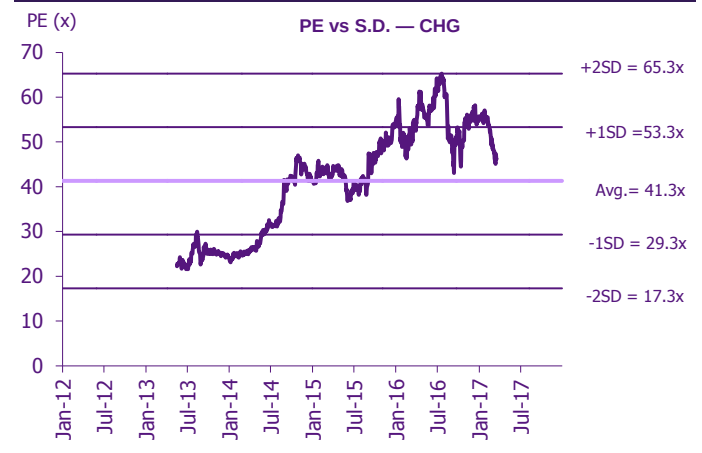


Figure 6: CHG PE band



สิริกรรย์ กฤษณิพัทธ์

นักวิเคราะห์การลงทุนวิจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1020

sirikarn.krisnipat@scb.co.th

แนวโน้มปรับตัว

- ยอดขายที่ดินนิคมอุตสาหกรรมจะฟื้นตัวสู่ 2,300 ไร่ในปีนี้
- บริบทการค้าโลกจะเปลี่ยนไป แต่เราคาดว่าจะจะเป็นไปในลักษณะประนีประนอมมากกว่าที่จะเป็นสงครามการค้า; ความล่าช้าในการบังคับใช้ข้อตกลง TPP จะส่งผลดีต่อ FDI ของไทย
- การส่งออกทั่วโลกที่ฟื้นตัวดีขึ้นจะช่วยสนับสนุนให้การส่งออกไทยปรับตัวเพิ่มขึ้น ถ้าสถานการณ์เช่นนี้เกิดขึ้นต่อเนื่อง ก็อาจจะกระตุ้นให้เกิดวัฏจักรการลงทุนรอบใหม่
- **Top pick: AMATA** เพราะ valuation ไม่แพงและมี upside จากการลงทุนในนิคมในเมียนมา

ยอดขายที่ดินนิคมอุตสาหกรรมฟื้นตัวในปี 2560 เราคาดว่ายอดขายที่ดินจะเพิ่มขึ้นถึง 60% สู่ 2,300 ไร่ในปีนี้ โดยขายได้แล้ว 469 ไร่ ในเดือนมกราคม ซึ่งเป็นที่ดินที่นิคมอุตสาหกรรมเหมราชอีสเทิร์นซีบอร์ด 4 ที่เปิดใหม่ ยอดขายปีนี้จะฟื้นตัวขึ้นอย่างมากจากยอดขายที่ดินที่ลดลงถึง 32% สู่ 1,414 ไร่ในปีก่อนหน้าเนื่องจากนักลงทุนกังวลเกี่ยวกับเศรษฐกิจโลกที่ไม่แน่นอน และการลงทุนภาคเอกชนในประเทศไทยในระดับต่ำ แม้การส่งออกไทยปรับตัวเพิ่มขึ้นสู่ระดับที่มีอัตราเติบโตเป็นบวก 0.5% หลังจากลดลงติดต่อกันนาน 3 ปี

บริบทใหม่ของการค้าโลก ความไม่แน่นอนของบริบทใหม่ของการค้าโลกอาจส่งผลให้นักลงทุนยังเลือกอุดหนุนการนำเข้าก่อน สหรัฐฯ จะดำเนินนโยบายปกป้องการค้า ซึ่งจะส่งผลทำให้บริบทการค้าโลกเปลี่ยนไป แต่เราเชื่อว่าในที่สุดแล้วจะเป็นการประนีประนอมเพื่อหลีกเลี่ยงสงครามการค้าที่สหรัฐฯ อาจจะไม่ใช้ผู้ชนะ เราคาดว่าจะมีการเจรจาทำข้อตกลงการค้าเสรี (FTA) แบบทวิภาคีรวมถึงการกลับมาเจรจากันใหม่มากขึ้น แทนที่จะยกเลิกโดยสิ้นเชิง ถึงแม้สหรัฐฯ จะถอนตัวออกมาจากข้อตกลงหุ้นส่วนยุทธศาสตร์เศรษฐกิจภาคพื้นแปซิฟิก (TPP) แต่ TPP ก็ยังคงอยู่ แม้จะต้องปรับปรุงใหม่ ซึ่งจะต้องใช้เวลา สถานการณ์เช่นนี้ถือเป็นข่าวดีสำหรับประเทศไทย ซึ่งยังไม่ได้ลงนามในข้อตกลงดังกล่าว เนื่องจากจะช่วยชะลอการหันเหของ FDI ไปยังประเทศคู่แข่ง เช่น เวียดนาม ซึ่งจะทำให้ประเทศไทยมีเวลามากขึ้นในการปรับตัวและเตรียมพร้อม ความตกลงหุ้นส่วนทางเศรษฐกิจระดับภูมิภาค (Regional Comprehensive Economic Partnership: RCEP) จะดูน่าสนใจมากขึ้น แต่การประกาศใช้จะค่อยเป็นค่อยไป โดยสรุปแล้ว นโยบายปกป้องตนเองของสหรัฐฯ และกระแสการเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องของสัดส่วนประชากรผู้สูงอายุในญี่ปุ่น หมายความว่าประเทศไทยจำเป็นต้องมองหาตลาดส่งออกใหม่ๆ ได้แก่ รัสเซีย อิหร่าน แอฟริกา คาซัคสถาน คีร์กีซสถาน และตุรกี ซึ่งเป็นตลาดที่มีศักยภาพดี

การส่งออกทั่วโลกและการส่งออกไทยทำจุดต่ำสุดไปแล้ว ทั้งนี้เป็นเรื่องที่น่ายินดีที่พบว่าวัฏจักรเศรษฐกิจทั่วโลกเริ่มกระตุ้นให้กิจกรรมการค้าระหว่างประเทศปรับตัวเพิ่มขึ้น ข้อมูลล่าสุดจากองค์การการค้าโลก (WTO) แสดงให้เห็นอย่างชัดเจนว่าการส่งออกโลกเร่งตัวขึ้น ค่า correlation ระดับสูงถึง 88% ระหว่างอัตราการเติบโตของการส่งออกไทยกับการส่งออกโลกบ่งชี้ว่าการส่งออกไทยผ่านจุดต่ำสุดไปแล้ว และเมื่อเริ่มฟื้นตัว วัฏจักรการลงทุนรอบใหม่ก็จะเริ่มขึ้น ประเทศไทยวางแผนเดินทางโครงการพัฒนาระเบียงเศรษฐกิจภาคตะวันออก (EEC) ในฉะเชิงเทรา ชลบุรี และระยอง โดยคาดว่าจะกฎหมายที่จำเป็นต่างๆ จะมีผลบังคับใช้ภายในไตรมาส 3/60 AMATA, ROJNA, TICON, และ WHA จะได้รับประโยชน์จากพัฒนาการดังกล่าว

พ.ร.บ.ภาษีที่ดินและสิ่งปลูกสร้างเลื่อนกำหนดบังคับใช้ไปเป็นปี 2562 กรมฯ ได้มีมติเห็นชอบร่าง พ.ร.บ. ภาษีที่ดินและสิ่งปลูกสร้างฉบับแก้ไข โดยปรับอัตราเพดานภาษีเป็น 0.2% สำหรับที่ดินเกษตรกรรม, 0.5% สำหรับที่ดินอยู่อาศัย, 2% สำหรับที่ดินพาณิชยกรรม, และ 2% สำหรับที่ดินรกร้างว่างเปล่าโดยจะปรับขึ้น 0.5% ทุกๆ 3 ปีจนถึงระดับเพดานที่ 5% (เทียบกับร่างเดิมที่กำหนดอัตราภาษีไว้ที่ 1% และจะปรับขึ้นเท่าตัวทุกๆ 3 ปีจนถึงระดับเพดานที่ 3%) ร่างพ.ร.บ.ดังกล่าวจะถูกส่งให้สภานิติบัญญัติแห่งชาติพิจารณา และทูลเกล้าฯ ถวายเพื่อทรงลงพระปรมาภิไธย โดยคาดว่าจะกฎหมายนี้จะมีผลบังคับใช้ในเดือนมกราคม 2562 บริษัทพัฒนาอสังหาริมทรัพย์จะได้รับอัตราภาษีที่ต่ำสามปีแรกสำหรับที่ดินรพพัฒนา ดังนั้นผลกระทบจะมีน้อยมากในระยะ 3 ปีแรก

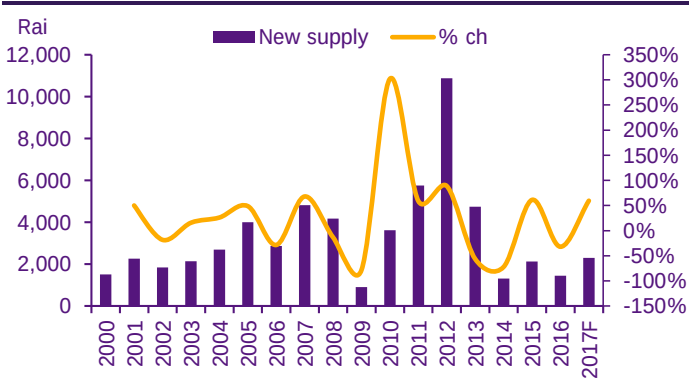
Top pick – AMATA (ราคาเป้าหมาย 21 บาท/หุ้น) แม้ราคาหุ้น AMATA ปรับขึ้นมาตั้งแต่ต้นปี แต่ยังไม่แพง โดยซื้อขายที่ EV/ไร ที่ 1.4 ล้านบาท ต่ำกว่าราคาประเมินสำหรับที่ดินที่รพพัฒนาโครงการในประเทศไทย แนวโน้มการลงทุนในเมียนมาเป็น upside

Valuation summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					16A	17F	18F	16A	17F	18F	16A	17F	18F	16A	17F	18F	16A	17F	18F	16A	17F	18F
AMATA	Buy	17.40	21.0	23.8	13.2	12.4	10.6	62	6	18	1.3	1.2	1.1	10	10	11	2.5	3.1	3.7	9.9	8.2	7.3
AMATAV	Buy	8.80	10.5	21.4	28.4	9.6	9.2	105	196	4	2.8	2.0	1.7	10	24	20	1.9	2.1	2.3	2.9	8.7	8.6
TICON	Neutral	15.50	13.0	(12.1)	62.0	17.6	16.1	(66)	253	9	1.5	1.4	1.3	2	8	8	1.2	4.1	4.4	27.7	16.6	15.5
Average					34.5	13.2	12.0	34	152	10	1.9	1.5	1.4	7	14	13	1.9	3.1	3.5	13.5	11.2	10.5

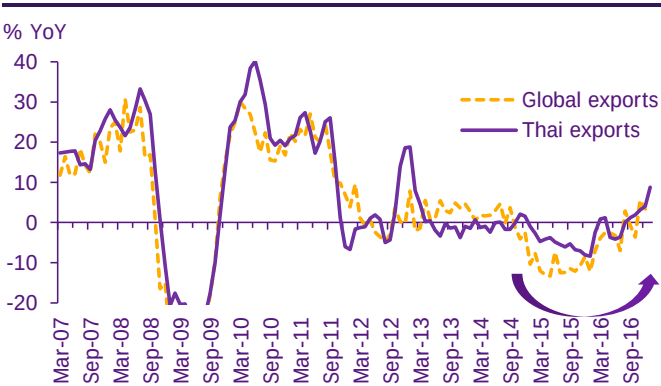
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: Land sales sluggish 2016, but to recover in 2017



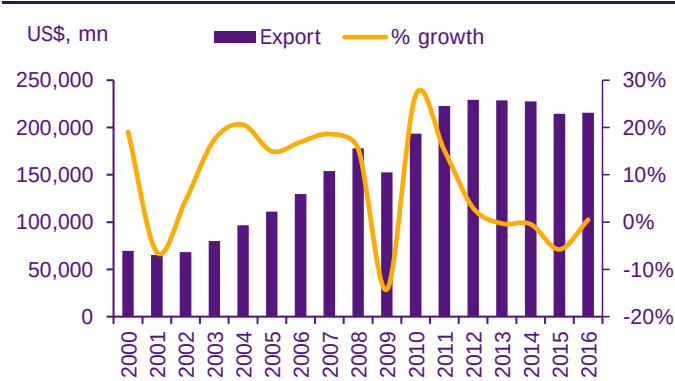
Source: CBRE, BoI

Figure 3: Global and Thai exports have been gaining steam



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

Figure 2: Thai exports turned the corner in 2016



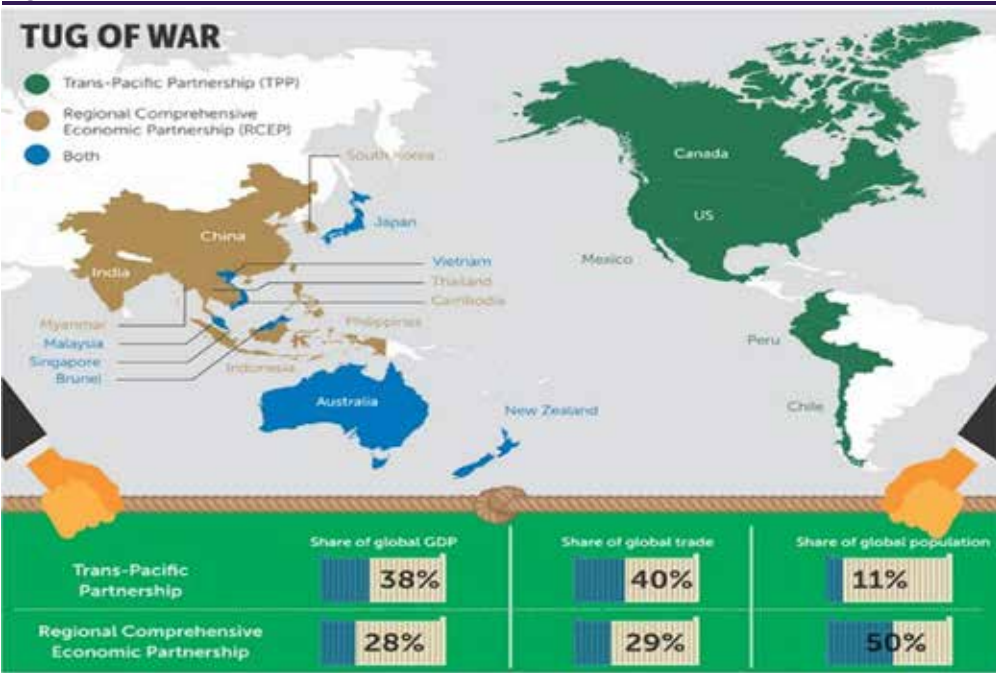
Source: CBRE

Figure 4: Land and Building Tax Act (As of March 22, 2017)

Property	Ceiling rate	Notes
Agriculture	0.2%	n.a.
Residential	0.5%	For primary home: 0% for property value <Bt50mn 0.05% for property value Bt50-100mn 0.10% for property value >Bt100mn
Commercial/ industrial	2.0%	Three-year low tax rate for land bank
Unused land	5.0%	Start at 2%; increasing 0.5% every three years

Source: Source: Office of the Permanent Secretary, the Prime Minister's Office

Figure 5: RCEP versus TPP



Source: Department of Trade Negotiations, BoT

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

ฟื้นตัว แต่ยังไม่น่าสนใจ

- แม้ผลตอบแทนพันธบัตรที่สูงขึ้นจะทำให้เราเปลี่ยนมามีมุมมองเชิงบวกมากขึ้นต่อ BLA แต่ผลตอบแทนพันธบัตรก็ยังเพิ่มขึ้นไม่มากพอที่จะสนับสนุนให้เบี้ยประกันรับเติบโตได้ดี หรือผลตอบแทนจากการลงทุนปรับตัวดีขึ้นในปี 2560
- เราคาดว่าปี 2560 จะเป็นปีที่ดีขึ้นสำหรับ THREL ทั้งในแง่อัตราการเติบโตของเบี้ยประกันรับ และ combined ratio หลังจากได้รับผลกระทบจากเบี้ยประกันรับที่เติบโตน้อยลงและ combined ratio ที่สูงเป็นประวัติการณ์ในปีที่ผ่านมา
- THRE คาดว่าจะเห็นผลการดำเนินงานฟื้นตัว โตได้รับปัจจัยหนุนจากเบี้ยประกันรับที่เติบโตเพิ่มขึ้นจากผลิตภัณฑ์และตลาดใหม่ ๆ
- เราแนะนำลดน้ำหนักการลงทุนหุ้นกลุ่มประกัน เพราะ valuation ไม่น่าสนใจ แม้เราคาดว่าผลการดำเนินงานจะฟื้นตัวในปี 2560

BLA: ผลตอบแทนพันธบัตรยังฟื้นตัวไม่มากพอ เราคาดว่าเบี้ยประกันรับสุทธิของ BLA จะเติบโตไม่มากนักที่ 3% ในปี 2560 เพราะจะถูกฉุดรั้งโดยเบี้ยประกันที่ครบกำหนดสัญญาเพิ่มมากขึ้น เมื่อพิจารณาจากปัจจัยหนุนจากผลตอบแทนพันธบัตรที่สูงขึ้น เราคาดว่าเบี้ยประกันรับรายใหม่จะกลับมาเติบโต 12% ในปี 2560 หลังจากหดตัวลง -18% ในปี 2559 และ -29% ในปี 2558 อย่างไรก็ตาม การเติบโตของเบี้ยประกันรับสุทธิจะถูกฉุดรั้งโดยเบี้ยประกันที่ใกล้ครบกำหนดสัญญา ซึ่งจะเพิ่มขึ้นจาก 3 พันล้านบาทในปี 2559 สู่ปีละ 6-7 พันล้านบาทในปี 2560 และปี 2561 และ 1.0 หมื่นล้านบาทในปี 2562 ผลตอบแทนพันธบัตรระยะยาวที่ฟื้นตัวดีขึ้นจะทำให้บริษัทสามารถตั้งสำรองกรมธรรม์ประกันชีวิตลดลง แต่จะส่งผลกระทบต่อกำไรจากเงินลงทุน และยังไม่มากพอที่จะช่วยสนับสนุนให้ผลตอบแทนจากการลงทุนปรับตัวเพิ่มขึ้น เราคาดว่าอัตราการตั้งสำรองกรมธรรม์ประกันชีวิตของ BLA จะลดลงจาก 61% ในปี 2559 สู่ 58% ในปี 2560 อันเป็นผลมาจากผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลที่สูงขึ้นและการเน้นผลิตภัณฑ์ออมทรัพย์ระยะยาวเพิ่มมากขึ้น เราคาดว่า ROI จะลดลงในปี 2560 โดยเกิดจากกำไรจากเงินลงทุนที่ลดลง และผลตอบแทนจากเงินลงทุนในตราสารหนี้ที่ลดลงอย่างต่อเนื่อง ผลตอบแทนจากเงินลงทุนในตราสารหนี้จะเผชิญแรงกดดันอย่างต่อเนื่อง เพราะเบี้ยประกันรับใหม่จะถูกนำไปลงทุนในพันธบัตรที่ให้ผลตอบแทนลดน้อยลง เนื่องจากผลตอบแทนพันธบัตรระยะยาวในปี 2560 ยังต่ำกว่าปีก่อนๆ แม้การขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายของเฟดจะหนุนให้ผลตอบแทนพันธบัตรระยะยาวของไทยปรับตัวเพิ่มขึ้น

THREL: เบี้ยประกันรับจะเติบโตเพิ่มขึ้น เราคาดว่าเบี้ยประกันรับจะเติบโตเพิ่มขึ้นจาก 7% ในปี 2559 สู่ 10% ในปี 2560 โดยได้รับปัจจัยหนุนจากผลิตภัณฑ์ประกันชีวิตเพื่อคุ้มครองสินเชื่อ, การกลับมาทำการตลาด direct TV, และการขยายธุรกิจสู่ตลาด CLMV บริษัทวางแผนลดสัดส่วนผลิตภัณฑ์ประกันชีวิตกลุ่ม (ซึ่งมี loss ratio สูง) และเพิ่มสัดส่วนผลิตภัณฑ์ประกันชีวิตเพื่อคุ้มครองสินเชื่อ ซึ่งมี combined ratio ต่ำ เราคาดว่า combined ratio จะปรับตัวลดลงจากระดับสูงผิดปกติที่ 85% ในปี 2559 สู่ 83% ในปี 2560 combined ratio ระดับสูงเป็นประวัติการณ์ที่ 85% เป็นผลมาจากการจ่ายค่าสินไหมทดแทนเพิ่มอย่างมากจากผลิตภัณฑ์ประกันสุขภาพประเภท non-conventional และค่าคอมมิชชั่นสูงจากการเริ่มออกผลิตภัณฑ์ประเภท non-conventional

THRE: มีโอกาสเติบโตมากขึ้น เราคาดว่าเบี้ยประกันรับสุทธิของ THRE จะกลับมาเติบโต 12% ในปี 2560 จาก -6% ในปี 2559 โดยได้รับปัจจัยหนุนจากผลิตภัณฑ์และตลาดใหม่ๆ บริษัทเพิ่งเริ่มออกผลิตภัณฑ์ใหม่ คือ ประกันการยกเลิกโอวีเอ็นทีและอุบัติเหตุจากกีฬา บริษัทจะเริ่มเจาะตลาดต่างประเทศ โดยตั้งเป้าว่าตลาดนี้จะสร้างรายได้ในสัดส่วน 5-10% ของรายได้ทั้งหมดภายในปี 2561 THRE คาดว่าจะเริ่มดำเนินธุรกิจประกันภัยต่อในเวียดนามในไตรมาส 2/60 และกัมพูชาในไตรมาส 3/60

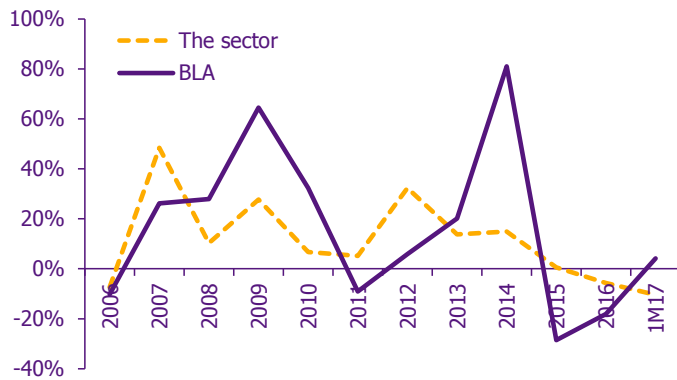
แนะนำลดน้ำหนักการลงทุนหุ้นกลุ่มประกัน หุนกลุ่มประกันทั้งหมดสามตัวในการวิเคราะห์ของเรามี valuation ที่ไม่น่าสนใจ แม้เราคาดว่าผลการดำเนินงานจะฟื้นตัวในปี 2560 จากปีที่แย่ในปี 2559 โดยได้รับปัจจัยหนุนจากสภาพแวดล้อมทางธุรกิจที่ดีขึ้นอันเป็นผลมาจากผลตอบแทนพันธบัตรและเศรษฐกิจที่ฟื้นตัวดีขึ้น

Valuation Summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)		
					16A	17F	18F	16A	17F	18F	16A	17F	18F	16A	17F	18F	16A	17F	18F
BLA	Neutral	50.75	52.0	4.1	16.9	15.7	14.6	24	8	8	2.6	2.3	2.0	17	15	15	1.2	1.6	1.7
THRE	Neutral	2.00	2.2	14.6	30.4	13.2	11.6	(53)	130	13	1.4	1.4	1.3	5	11	12	6.6	4.6	4.3
THREL	Neutral	8.65	10.0	21.1	16.1	13.7	12.2	(17)	18	12	4.0	3.6	3.3	25	27	28	4.6	5.5	6.2
Average					21.1	14.2	12.8	(15)	52	11	2.7	2.4	2.2	16	18	18	4.1	3.9	4.1

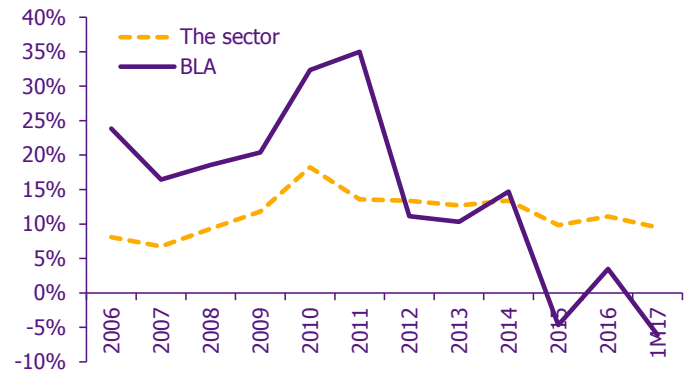
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: New business premium growth



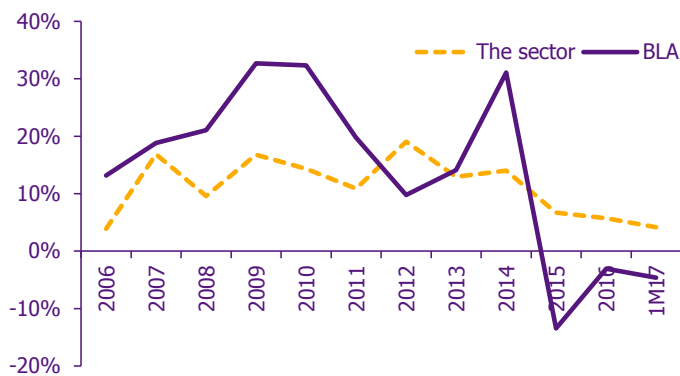
Source: The Thai Life Assurance Association and SCBS Investment Research

Figure 2: Renewal premium growth



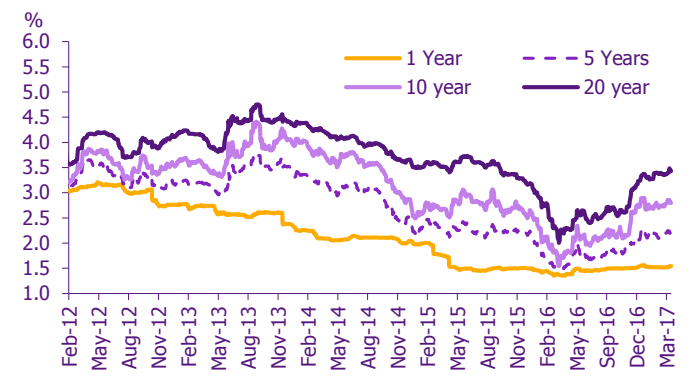
Source: Thai BMA and SCBS Investment Research

Figure 3: Total premium growth



Source: The Thai Life Assurance Association and SCBS Investment Research

Figure 4: Government bond yield



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

สถานการณ์เลวร้ายดูเหมือนจะสิ้นสุดลงแล้ว แต่จะฟื้นตัวอย่างช้าๆ

- ตัวเลขเม็ดเงินโฆษณาในช่วง 2 เดือนแรกปี 60 แสดงการฟื้นตัวจากไตรมาส 4/59 แต่ยังคงต่ำกว่าระดับของปีก่อน
- แม้การใช้จ่ายเม็ดเงินโฆษณาผ่านอินเทอร์เน็ตปรับตัวเพิ่มขึ้น แต่เรคาดว่าสื่ออื่นๆ โดยเฉพาะสื่อ OOH จะกลับมาเติบโต เนื่องจากอินเทอร์เน็ตเข้าถึงตลาดเฉพาะกลุ่ม ไม่เหมือนกับ OOH และทีวีที่เข้าถึงตลาดคนหมู่มาก
- WORK เป็นหุ้น top pick ของเราในกลุ่มสื่อโทรทัศน์ เนื่องจากช่อง DTTV สามารถดึงดูดเม็ดเงินโฆษณาได้มากขึ้น และยังมีโอกาสขึ้นอัตราค่าโฆษณาได้อีกมาก

ตัวเลขเม็ดเงินโฆษณาในช่วง 2 เดือนแรกปี 60 ปรับตัวเพิ่มขึ้นจากจุดต่ำสุดในไตรมาส 4/59 แต่ยังคงต่ำกว่าไตรมาส 1/59 เมื่ออ้างอิงข้อมูลจาก Nielsen พบว่าการใช้จ่ายเม็ดเงินโฆษณาในเดือนมกราคม และกุมภาพันธ์ 2560 ปรับตัวเพิ่มขึ้นจากไตรมาส 4/59 ซึ่งเป็นช่วงเริ่มไว้อาลัยของประเทศไทย แต่ยังคงต่ำกว่าไตรมาส 1/59 อย่างไรก็ดี เมื่อพิจารณาในรายละเอียดของการใช้จ่ายเม็ดเงินโฆษณาในสื่อแต่ละประเภท พบว่ามีสื่อบางประเภทที่ได้รับการจัดสรรเม็ดเงินโฆษณาเพิ่มขึ้น YoY ในช่วง 2 เดือนแรกของปีนี้ คือ ทีวีดิจิทัล สื่อนอกบ้าน และโรงภาพยนตร์ การใช้จ่ายเม็ดเงินโฆษณาทางทีวีดิจิทัลปรับตัวเพิ่มขึ้น YoY มาตั้งแต่เดือนธันวาคม 2559 ในขณะที่การใช้จ่ายเม็ดเงินโฆษณาทางทีวีระบบบอกล็อก และเคเบิลทีวี/ทีวีดาวเทียม ปรับตัวลดลง YoY เราเชื่อว่าการใช้จ่ายเม็ดเงินโฆษณาในไตรมาส 2/60 จะปรับตัวเพิ่มขึ้นจากไตรมาส 1/60 เมื่ออุตสาหกรรมโฆษณาเข้าสู่ไฮซีซั่น

อินเทอร์เน็ตได้รับความนิยมมากขึ้น แต่จะเติบโตช้า การโฆษณาทางอินเทอร์เน็ตได้รับความนิยมมากขึ้น เนื่องจากมีการใช้อินเทอร์เน็ตผ่านโทรศัพท์มือถือกันอย่างแพร่หลายมากขึ้นในประเทศไทย เราคาดว่าสัดส่วนผู้ใช้อินเทอร์เน็ตผ่านโทรศัพท์มือถือต่อประชากรทั้งหมดในประเทศไทยน่าจะสูงกว่า 70% ในปัจจุบัน ซึ่งหมายความว่าคนไทยจะใช้เวลากับการออนไลน์มากขึ้นเรื่อยๆ ดังนั้นผู้โฆษณาจึงโยกงบโฆษณาบางส่วนมาที่อินเทอร์เน็ตตามพฤติกรรมผู้บริโภคที่เปลี่ยนไป เว็บไซต์ที่ได้รับความนิยมมากที่สุด คือ Facebook, Google, และ Youtube นอกจากนี้ต้นทุนโฆษณาก็ถูกกว่าสื่อดั้งเดิมอย่างทีวีและสิ่งพิมพ์ด้วย ปัจจัยเหล่านี้ช่วยสนับสนุนให้การโฆษณาทางอินเทอร์เน็ตได้รับความนิยมมากขึ้น สมาคมโฆษณาดิจิทัล (ประเทศไทย) (DAAT) เปิดเผยว่า การใช้จ่ายเม็ดเงินโฆษณาทางอินเทอร์เน็ตอยู่ที่ประมาณ 1.0 หมื่นล้านบาทในปี 2559 หรือประมาณ 10% ของการใช้จ่ายเม็ดเงินโฆษณาทั้งหมดของอุตสาหกรรมโฆษณาโดยรวม อย่างไรก็ตาม เราคาดว่าผู้โฆษณาจะกลับมามุ่งเน้นใช้งบโฆษณาทางสื่อดั้งเดิมเมื่อเศรษฐกิจฟื้นตัว เนื่องจากเปอร์เซ็นต์การใช้จ่ายเม็ดเงินโฆษณาทางอินเทอร์เน็ตอยู่ในระดับที่สูงแล้วและเข้าถึงตลาดเฉพาะกลุ่ม

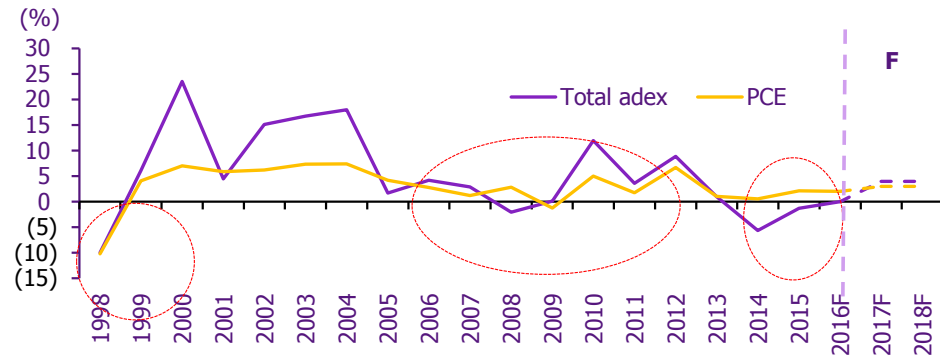
ยังคงเชื่อว่าอุตสาหกรรมโฆษณาใกล้ถึงจุดต่ำสุด เราเชื่อว่าการใช้จ่ายเม็ดเงินโฆษณา ซึ่งปรับตัวลดลงอย่างต่อเนื่องมาตั้งแต่ปี 2556 มีสาเหตุมาจากภาวะเศรษฐกิจชะลอตัว ประชาชนยังคงใช้จ่ายอย่างระมัดระวัง โดยเฉพาะการซื้อสินค้าไม่คงทน ซึ่งส่งผลกระทบต่อโดยตรงต่อบริษัทที่ใช้จ่ายโฆษณาอย่าง Unilever และ P&G เราเชื่อว่าสถานการณ์เช่นนี้ไม่ได้สะท้อนถึงการเปลี่ยนแปลงทางโครงสร้าง และคาดว่าค่าใช้จ่ายเม็ดเงินโฆษณาอยู่ในช่วงปลายวัฏจักรขาลงแล้ว สถิติที่ผ่านมาแสดงให้เห็นว่าการปรับตัวลดลงยิ่งแรงก็จะยิ่งรีบาวด์แรง นอกจากนี้การศึกษาของเราพบว่าการใช้จ่ายโฆษณาต่อหัวประชากรในประเทศไทยยังต่ำกว่าประเทศอื่นๆ อย่างมาก โดยเฉพาะประเทศที่พัฒนาแล้ว ซึ่งชี้ให้เห็นว่าการใช้จ่ายเม็ดเงินโฆษณาในประเทศไทยยังมีโอกาสเติบโตได้อีกมากในระยะหลายปีข้างหน้า

WORK เป็น top pick ของเรา แม้กำไรจะลดลงบ้างในไตรมาส 4/59 แต่เรายังคงชอบ WORK เพราะบริษัทมีแนวโน้มสูงที่จะขึ้นอัตราค่าโฆษณาได้ เนื่องจากต้นทุนต่อระดับคะแนนความนิยม (CPRP) ของบริษัทอยู่ในระดับต่ำมาก โดยต่ำกว่าผู้นำอยู่ถึง 50% ซึ่งเรามองว่าไม่สมเหตุสมผล เพราะเรตติ้งของบริษัทเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง เราคาดว่า EPS ของ WORK จะเติบโตที่ CAGR 73% ในปี 2559-61 และ ROE จะเพิ่มขึ้นกว่าเท่าตัวจาก 7% ในปี 2558 สู่ 17% ในปี 2561 นอกจากนี้แล้ว WORK ยังเป็นหุ้นที่ถูกที่สุดในแง่ PEG ด้วย WORK เป็นหุ้นเติบโต และเราแนะนำ "ซื้อ" ด้วยราคาเป้าหมายอ้างอิงวิธี DCF ที่ 66 บาท

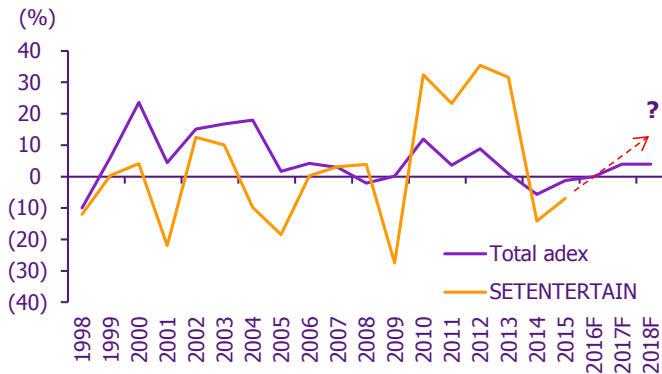
Valuation summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					16A	17F	18F	16A	17F	18F	16A	17F	18F	16A	17F	18F	16A	17F	18F	16A	17F	18F
BEC	Sell	16.00	14.0	(9.7)	25.9	31.9	43.0	(59)	(19)	(26)	4.5	4.6	4.7	16	14	11	3.5	2.8	2.1	9.1	8.4	8.7
GRAMMY	Neutral	9.95	8.0	(19.6)	n.m.	n.m.	33.6	80	24	n.m.	4.6	5.0	4.1	(11)	(10)	13	0.0	0.0	2.4	13.2	22.5	13.1
MAJOR	Neutral	33.75	31.0	(5.1)	34.6	29.1	24.0	(12)	19	21	4.6	4.5	4.4	13	16	18	2.6	3.1	3.7	18.7	14.3	12.5
MCOT	Sell	13.20	6.0	(54.5)	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	29	(36)	1.4	1.4	1.4	(10)	(8)	(11)	0.0	0.0	0.0	428.1	(61.1)	(28.7)
PLANB	Buy	5.95	8.5	44.5	59.9	30.2	22.5	(14)	98	35	7.2	6.2	5.5	12	22	26	0.8	1.7	2.2	25.2	14.7	11.3
RS	Buy	8.60	12.0	40.8	n.m.	49.2	23.6	n.m.	n.m.	108	5.2	5.0	4.6	(6)	10	20	0.0	1.2	2.6	10.2	6.2	6.5
VGI	Neutral	5.00	5.5	11.8	41.2	35.5	28.9	(21)	16	23	18.8	18.4	18.3	46	52	64	2.3	1.8	2.8	26.5	23.8	20.1
WORK	Buy	56.50	66.0	18.2	125.3	36.9	28.0	17	240	32	6.7	5.5	4.7	6	17	18	0.5	1.3	1.8	29.2	18.5	14.7
Average					57.4	35.5	29.1	(2)	58	22	6.6	6.3	5.9	8	14	20	1.2	1.5	2.2	70.0	5.9	7.3

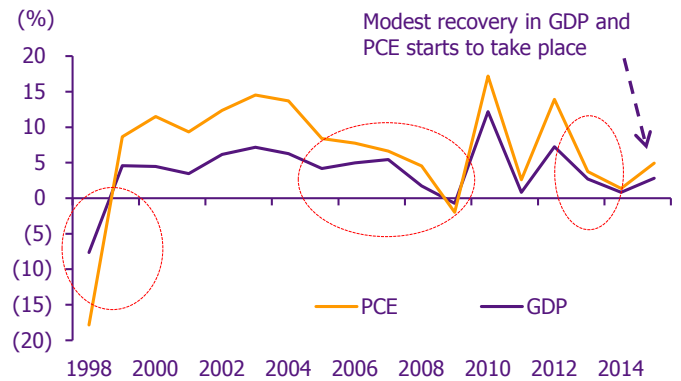
Source: SCBS Investment Research

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

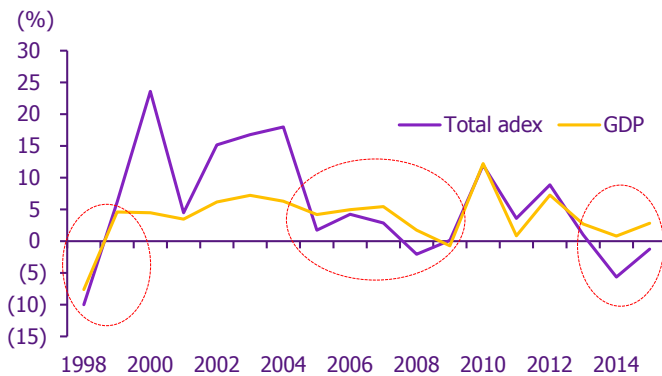
Source: Company and SCBS Investment Research

Figure 2: Adspend dictates price media performances

Source: Company and SCBS Investment Research

Figure 3: PCE is slowing but we 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

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

โรงไฟฟ้าพลังงานหมุนเวียนจะกระตุ้นการเติบโต

- โอกาสเติบโตส่วนใหญ่จะมาจากโรงไฟฟ้าพลังงานหมุนเวียน (การแข่งขันรุนแรง) และต่างประเทศ
- ประเด็นกังวลเรื่องโรงไฟฟ้าพลังงานลมบนที่ดิน ส.ป.ก. คลี่คลายลงแล้ว
- GPSC และ EGCO เป็น top picks เพราะจะมีกำลังการผลิตไฟฟ้าเพิ่มอีก 39% และ 19% ภายในปี 2562 อ้างอิงโครงการที่ยืนยันแล้ว

สรุปผลประกอบการไตรมาส 4/59 ในจำนวนบริษัทที่ประกอบธุรกิจผลิตและจำหน่ายไฟฟ้า 8 บริษัทภายใต้การวิเคราะห์ของเรา มี 5 บริษัทที่รายงานกำไรปกติเติบโต YoY ในขณะที่มี 3 บริษัทที่รายงานกำไรลดลง บริษัทที่รายงานกำไรเติบโต YoY มากที่สุด คือ RATCH (+139% YoY โดยเกิดจากการพลิกมาทำกำไรของโรงไฟฟ้าหงสา หลังจากหน่วยผลิตกระแสไฟฟ้าทั้ง 3 หน่วยเริ่มดำเนินงานเชิงพาณิชย์ในเดือนมิ.ย. และ พ.ย. 2558 และมี.ค. 2559, การเริ่มเดินเครื่องของโรงไฟฟ้าผลิตไฟฟ้าขนาดเล็ก, และการปรับปรุงภายในออสเตรเลีย) ตามด้วย EGCO (+108% YoY จากการเริ่มเดินเครื่องของโรงไฟฟ้าขนาด 4 ช่วงกลางปี 2559 และการปรับอัตราค่าไฟฟ้าเพิ่มขึ้นของโรงไฟฟ้า Star Energy Geothermal ในอินโดนีเซีย) ในขณะที่บริษัทที่รายงานกำไรเทียบ YoY แย่ที่สุด คือ CKP (-72.4% โดยเกิดจากผลการดำเนินงานที่อ่อนด้อยของโรงไฟฟ้าน้ำจืด)

โอกาสเติบโตส่วนใหญ่อยู่ในโรงไฟฟ้าพลังงานหมุนเวียนและต่างประเทศ โอกาสขยายกำลังการผลิตไฟฟ้าในประเทศไทยส่วนใหญ่จะมาจากโรงไฟฟ้าพลังงานหมุนเวียน: 1) ปัจจุบันกระทรวงพลังงานกำลังศึกษาเพื่อปรับปรุงแผนพัฒนากำลังการผลิตไฟฟ้า (PDP 2015) โดยตั้งเป้าเพิ่มสัดส่วนไฟฟ้าจากโรงไฟฟ้าพลังงานหมุนเวียนจาก 30% สู่ 40% ในปี 2580, 2) สำนักงานนโยบายและแผนพลังงาน (สนพ.) วางแผนเปิดประมูลใบอนุญาตพัฒนาโครงการโรงไฟฟ้าพลังงานหมุนเวียนรอบใหม่ เราเชื่อว่ามีโอกาสที่กำลังการผลิตไฟฟ้าจะเพิ่มขึ้นอีกอย่างน้อย 778 เมกะวัตต์ในปีนี้ ภายใต้ 5 โครงการ: 1) โครงการ SPP Hybrid Firm เฟส 1 = 300 เมกะวัตต์, 2) โครงการ VSPP Semi-Firm = 269 เมกะวัตต์, 3) โครงการโซลาร์ฟาร์มสหกรณ์ = 119 เมกะวัตต์, 4) โครงการโรงไฟฟ้าชุมชน = 78 เมกะวัตต์, 5) โครงการโรงไฟฟ้าพลังงานชีวมวลในภาคใต้ = 12 เมกะวัตต์ นอกจากนี้แล้ว ยังมีโครงการโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ กำลังการผลิต 400 เมกะวัตต์ ของหน่วยงานภาครัฐที่ปัจจุบันยังต้องรอความชัดเจนเกี่ยวกับหลักเกณฑ์ที่เกี่ยวข้องบางอย่างด้วย เนื่องจากยังไม่มีสัญญาที่บ่งชี้ถึงโอกาสขยายกำลังการผลิตของโรงไฟฟ้าที่ใช้พลังงานแบบดั้งเดิมในระยะเวลายาวไกลนี้ เราจึงเชื่อว่าบริษัทส่วนใหญ่ภายใต้การวิเคราะห์ของเราจะเข้าร่วมประมูลโครงการโรงไฟฟ้าพลังงานหมุนเวียนใหม่ๆ เหล่านี้ ซึ่งอาจจะส่งผลทำให้การแข่งขันค่อนข้างรุนแรง เมื่อพิจารณาจากข้อจำกัดภายในประเทศ บริษัทหลาย ๆ บริษัท (EGCO, GPSC, BPP, CKP, RATCH, และ BCPG) จึงขยายการลงทุนไปยังต่างประเทศ; EGCO และ BCPG ประกาศเข้าซื้อกิจการโรงไฟฟ้าในต่างประเทศเมื่อต้นปี (โรงไฟฟ้าพลังงานความร้อนใต้พิภพในอินโดนีเซีย และโรงไฟฟ้าพลังงานลมในฟิลิปปินส์ ตามลำดับ) และเราคาดว่าจะมีดีลเพิ่มเติมอีกในปี

ประเด็นความกังวลเรื่องโรงไฟฟ้าพลังงานลมบนที่ดิน ส.ป.ก. คลี่คลายลงแล้ว หลังจากศาลปกครองสูงสุดมีคำพิพากษาให้เพิกถอนสัญญาการเช่าพื้นที่ระหว่างสำนักงานปฏิรูปที่ดินเพื่อเกษตรกรรม (สปก.) กับ บริษัท เทพสถิต วินด์ฟาร์ม โครงการโรงไฟฟ้าพลังงานลมทั้งหมด 17 โครงการที่ตั้งอยู่บนที่ดิน ส.ป.ก. ได้ถูกตรวจสอบว่าทำสัญญาเช่าผิดวัตถุประสงค์หลักของการปฏิรูปที่ดินเพื่อเกษตรกรรมหรือไม่ โดยผลสรุปได้ถูกประกาศเมื่อวันที่ 29 มีนาคม ว่าทั้ง 17 โครงการได้ดำเนินการถูกต้องและไม่ขัดต่อวัตถุประสงค์ของที่ดิน สปก. แต่อย่างใด เพราะเกษตรกรได้รับประโยชน์จากโครงการจริง ทุกโครงการสามารถดำเนินการต่อได้ ความกังวลในเรื่องนี้ต่อหุ้น EA, EGCO และ RATCH ซึ่งมีโครงการโรงไฟฟ้าพลังงานลมบนพื้นที่ สปก. คิดเป็นสัดส่วนต่อกำลังการผลิตทั้งหมด 39%, 1.5% และ 0.66% ตามลำดับ จึงคลี่คลายลง

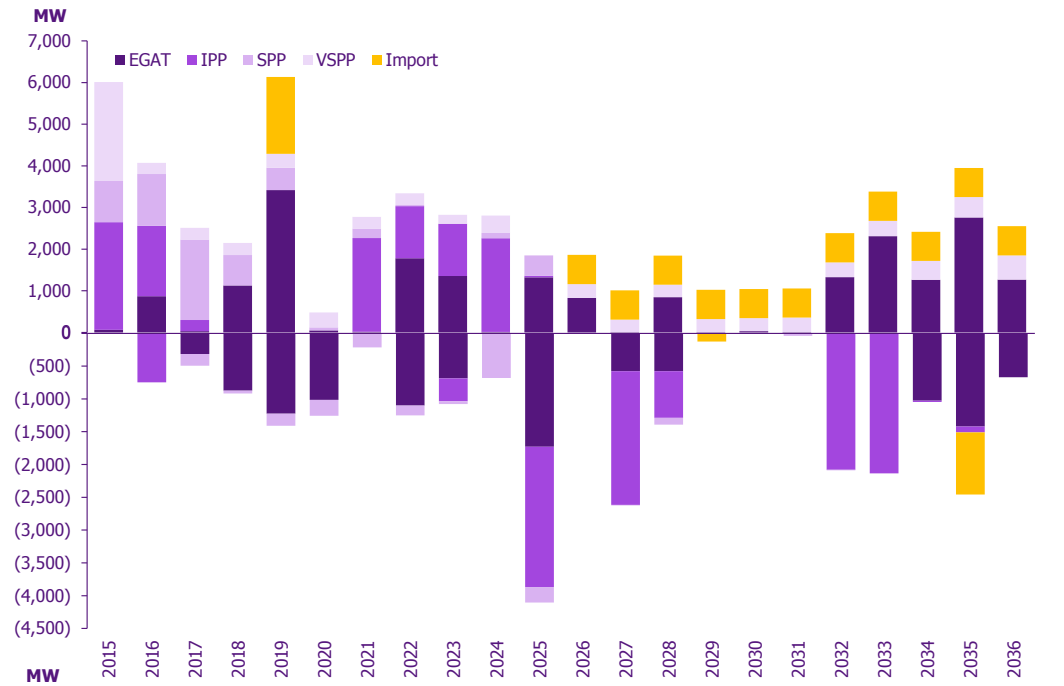
Top picks: EGCO และ GPSC ราคาหุ้น GPSC ที่ลดลง 7% ในช่วง 5 สัปดาห์ที่ผ่านมาจาก sentiment เชิงลบในระยะสั้น โดยมีสาเหตุมาจากโครงการล่าช้าและการหยุดซ่อมบำรุงตามแผนในไตรมาส 1/60 เปิดโอกาสให้เข้าซื้อ เพราะบริษัทจะมีกำลังการผลิตไฟฟ้าตามสัดส่วนการลงทุนเพิ่มเติมอีก 39% ในระหว่างกลางปี 2560 จนถึงปี 2562 และกำไรจะเติบโตที่ CAGR 18% ในปี 2559-2561 นอกจากนี้ EGCO ก็เป็น top pick อีกตัว เพราะคาดว่าจะกำลังการผลิตไฟฟ้าจะเพิ่มขึ้นอีก 19% ภายในปี 2562 (อ้างอิงโครงการที่ยืนยันแล้ว) บวกกับปัจจุบันบริษัทกำลังศึกษาโครงการในต่างประเทศหลายโครงการด้วยกัน

Valuation summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					16A	17F	18F	16A	17F	18F	16A	17F	18F	16A	17F	18F	16A	17F	18F	16A	17F	18F
BCPG	Buy	12.50	15.0	25.6	17.8	13.3	11.1	(76)	33	20	1.8	1.8	1.7	16	14	16	5.5	5.6	7.2	11.6	10.3	9.1
BPP	Neutral	25.00	25.0	2.4	18.3	14.0	12.0	(15)	31	16	2.0	1.8	1.6	17	14	14	1.0	2.4	4.0	38.2	30.9	26.4
CKP	Neutral	3.18	3.4	8.8	61.2	45.1	37.2	4	36	21	1.3	1.3	1.3	2	3	4	1.9	1.9	1.9	14.3	12.8	12.6
EA	Sell	26.25	24.0	(7.8)	29.2	21.0	16.4	25	39	28	8.6	6.3	4.7	34	35	33	0.6	0.8	1.0	22.6	17.2	14.4
EGCO	Buy	206.00	243.0	21.2	12.6	11.2	10.5	22	13	7	1.3	1.2	1.1	11	11	11	3.2	3.3	3.3	20.6	19.1	16.8
GLOW	Neutral	80.00	85.0	13.4	13.4	13.1	13.1	3	2	0	2.4	2.4	2.3	18	18	18	7.2	7.2	7.2	8.9	8.4	8.3
GPSC	Buy	34.00	40.0	21.3	18.9	17.4	13.6	38	8	28	1.4	1.3	1.3	7	8	10	3.4	3.7	4.4	13.7	12.9	10.7
RATCH	Neutral	50.00	53.0	10.7	12.1	11.5	11.0	33	5	4	1.2	1.1	1.1	10	10	10	4.7	4.7	4.7	13.3	12.1	11.4
Average					22.9	18.3	15.6	4	21	16	2.5	2.2	1.9	14	14	14	3.4	3.7	4.2	17.9	15.5	13.7

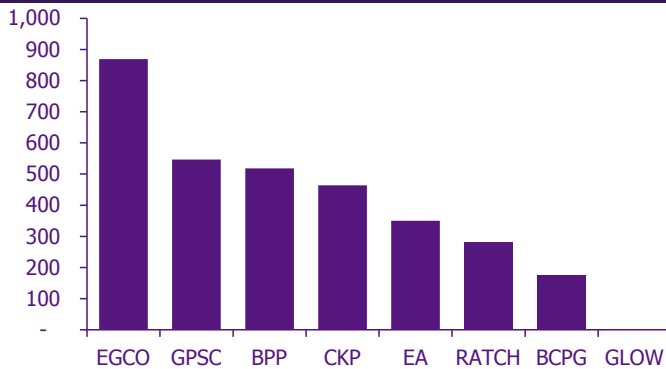
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: New and retired power capacity based on PDP 2015



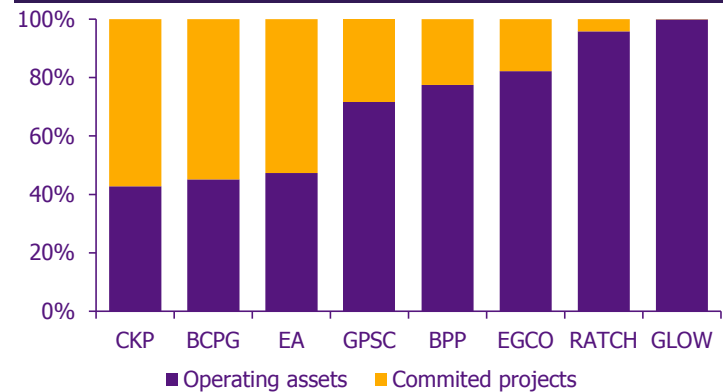
Source: PDP 2015, EPP0

Figure 2: New capacity by 2019 (equity MW)



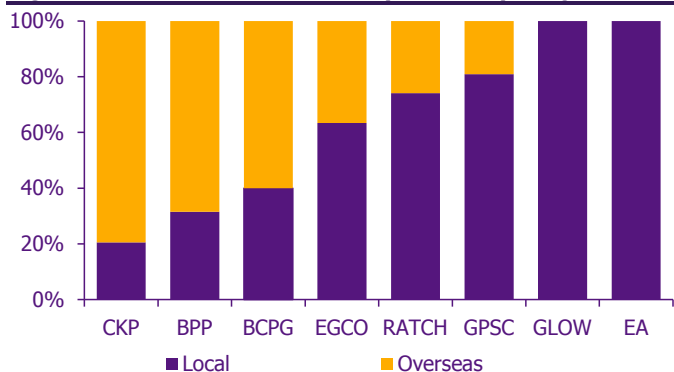
Source: Company reports (based on committed projects) and SCBS Investment Research

Figure 3: % operating and committed projects by 2019



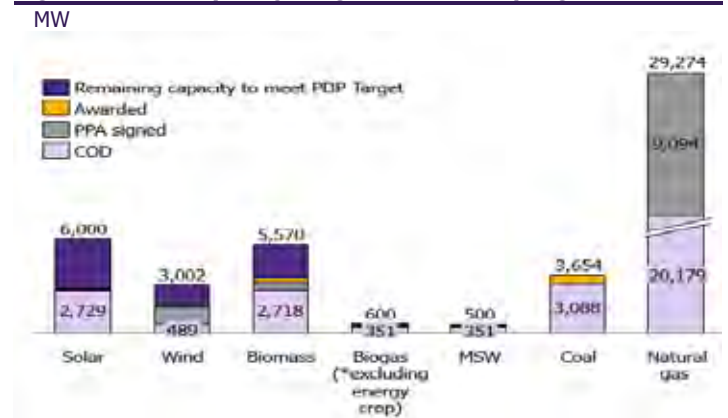
Source: Company reports and SCBS Investment Research

Figure 4: % Local and overseas power capacity



Source: Company reports and SCBS Investment Research

Figure 5: PDP capacity target vs current progress



Source: ERC, SCB EIC

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

ปี 2560: ปีที่เติบโตปานกลาง

- เราคาดว่าความต้องการซื้อบ้านจะเติบโต 5-10% ในปีนี้ โดยได้รับปัจจัยกระตุ้นจากความต้องการซื้อคอนโดพื้นที่ตัว การเติบโตจะอยู่ในตลาดระดับกลางถึงบนซึ่งมีความต้องการซื้อจำนวนมากและความเสี่ยงในการปฏิเสธสินเชื่อน้อยกว่าตลาดระดับล่าง สอดคล้องกับความเคลื่อนไหวเชิงกลยุทธ์ของบริษัทพัฒนาโครงการที่อยู่อาศัย
- ยอดขายของบริษัทพัฒนาโครงการที่อยู่อาศัย 7 รายใหญ่จะเติบโต 21% สูงกว่าค่าเฉลี่ยของอุตสาหกรรม ยอดขายรอรับรายได้ที่เพิ่มขึ้นจะช่วยสนับสนุนให้รายได้ในภาคมีความแน่นอนมากขึ้น และลดความเสี่ยงด้านประมาณการ – SPALI ดีที่สุด
- เราชอบบริษัทที่กำไรมีแนวโน้มเติบโตดีและรายได้มีความแน่นอนสูง: AP, LH, และ SPALI

ความต้องการซื้อมีแนวโน้มเติบโตปานกลางในปี 2560 เราคาดว่าความต้องการซื้อบ้านในกรุงเทพฯ และปริมณฑลจะเติบโต 5-10% โดยได้รับปัจจัยหนุนจากเศรษฐกิจที่เติบโตมากกว่าปีก่อน การสิ้นสุดการผ่อนชำระเงินกู้เพื่อซื้อรถยนต์ภายใต้มาตรการรถคันแรก (1.25 ล้านคัน) พร้อมทั้งการทำการกรรมการตลาดของบริษัทพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ ความต้องการซื้อส่วนใหญ่จะอยู่ในกลุ่มคอนโดโดยเกิดจากฐานต่ำของปีก่อน และยังเกิดจากการเปลี่ยนแปลงทางโครงสร้างครอบครัวที่คู่สามีภรรยาใหม่และคนโสดหันมาซื้อที่อยู่อาศัยของตัวเองมากขึ้น ซึ่งโดยปกติแล้วมักจะเริ่มต้นด้วยการซื้อคอนโด

การเติบโตอยู่ในตลาดระดับกลางถึงบน บริษัทพัฒนาโครงการที่อยู่อาศัยเปลี่ยนกลยุทธ์จากตลาดระดับล่างมาเน้นตลาดระดับกลางถึงบนซึ่งมีความต้องการซื้อแข็งแกร่งมากกว่าและความเสี่ยงที่จะถูกปฏิเสธสินเชื่อต่ำกว่า ทั้งนี้ตามแผนธุรกิจที่เปิดเผยโดย LPN และ PSH ซึ่งเป็นบริษัทพัฒนาโครงการที่อยู่อาศัยรายใหญ่ในตลาดระดับล่าง พบว่าบริษัทเหล่านี้จะชะลอการเปิดตัวคอนโดและทาวน์เฮ้าส์ใหม่ที่มีราคาต่ำกว่า 1 ล้านบาท

บริษัทขนาดใหญ่มีส่วนแบ่งตลาดเพิ่ม ฐานะการเงินที่แข็งแกร่งและแบรนด์ที่มีชื่อเสียงของบริษัทพัฒนาโครงการที่อยู่อาศัย 7 รายใหญ่ (AP LH LPN PS QH SIRI และ SPALI) จะช่วยสนับสนุนให้ยอดขายเติบโต 21% YoY สู่ 2.06 แสนล้านบาทในปี 2560 สูงกว่าอัตราการเติบโตของอุตสาหกรรมที่ 5-10% ยอดขายของ LPN จะเติบโตสูงที่สุดที่ 135% จากฐานต่ำ เราคาดว่ายอดขายจะสูงที่สุดในไตรมาส 2/60 โดยได้รับปัจจัยหนุนจากแผนการเปิดตัวคอนโดมากที่สุด

กำไรจะเติบโต 10% YoY โดยได้รับปัจจัยกระตุ้นจากกิจการร่วมค้า เราคาดว่ารายได้ของบริษัทพัฒนาโครงการที่อยู่อาศัย 7 รายใหญ่ในการวิเคราะห์ของเราจะเติบโตเพียง 5% YoY สู่ 1.88 แสนล้านบาทในปี 25602 เพราะรายได้บ้านแนวราบจะเติบโต 10% แต่รายได้คอนโดจะลดลง 5% เนื่องจากมียอดขายรอรับรายได้น้อยลงที่จะรับรู้เป็นรายได้ในปีนี้อย่างไรก็ดี กำไรสุทธิจะเติบโตที่ระดับ 10% โดยได้รับการสนับสนุนจากส่วนแบ่งกำไรจากกิจการร่วมค้าที่เติบโตกว่ากำไรของ AP และ SIRI เราคาดว่า AP LH และ SPALI จะมีกำไรเติบโตสูงกว่าค่าเฉลี่ยของอุตสาหกรรม โดยได้รับปัจจัยหนุนจากการที่มีคอนโดเสร็จมากขึ้นและมียอดขายรอรับรายได้

ยอดขายรอรับรายได้จะเพิ่มขึ้น ยอดขายรอรับรายได้ของบริษัทพัฒนาโครงการที่อยู่อาศัย 7 รายใหญ่ (รวมกิจการร่วมค้า) ปรับตัวลดลงอย่างต่อเนื่องหลังจากทำจุดสูงสุดในปี 2556 สอดคล้องกับยอดขายคอนโดที่ลดลงในปี 2557-2559 เราคาดว่ายอดขายรอรับรายได้จะฟื้นตัวขึ้นในปีนี้อย่างไรก็ดี มีการเปิดตัวคอนโดมากขึ้น ซึ่งจะช่วยหนุนให้ยอดขายปรับตัวเพิ่มขึ้น แนวโน้มเช่นนี้ส่งสัญญาณถึงรายได้ที่มีความแน่นอนมากขึ้นและความเสี่ยงด้านประมาณการที่ลดน้อยลง SPALI มียอดขายรอรับรายได้สูงที่สุดและจะรองรับการรับรู้รายได้ 3 ปีข้างหน้า

ความเสี่ยงและความกังวล = ความเสี่ยงในการปฏิเสธสินเชื่อสูงขึ้น จากการสัมภาษณ์บริษัทพัฒนาโครงการที่อยู่อาศัยพบว่าบริษัทเหล่านี้มีความกังวลเกี่ยวกับความเสี่ยงในการปฏิเสธสินเชื่อ โดยเฉพาะในตลาดระดับล่างซึ่งฐานะการเงินของลูกค้าอ่อนแอกว่าตลาดระดับกลางถึงบน ดังนั้นเพื่อลดผลกระทบดังกล่าว บริษัทพัฒนาโครงการที่อยู่อาศัยจึงเก็บเงินดาวน์เพิ่มขึ้น กำหนดให้ผู้ซื้อขออนุมัติสินเชื่อล่วงหน้า และลดอุปทานใหม่ในตลาดระดับล่าง

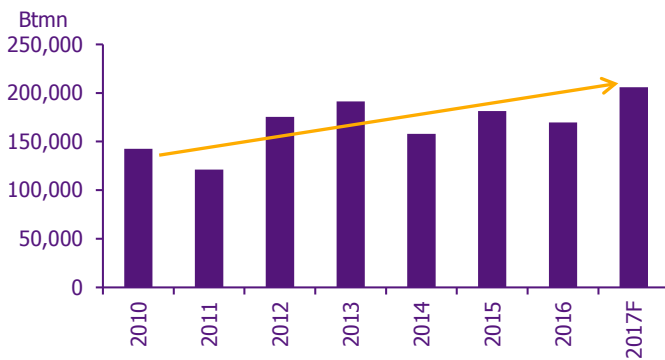
Top picks ไม่เปลี่ยนแปลง: AP, LH, และ SPALI กำไรของบริษัทเหล่านี้มีแนวโน้มเติบโตดี และมียอดขายรอรับรายได้สูง ซึ่งช่วยลดความเสี่ยงด้านประมาณการ ขาวเกี่ยวกับ AP และ LH เรื่องวัฒนธรรมกายไม่ได้มีส่วนเกี่ยวข้องกับปัจจัยพื้นฐานของบริษัท

Valuation Summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					16A	17F	18F	16A	17F	18F	16A	17F	18F	16A	17F	18F	16A	17F	18F	16A	17F	18F
AP	Buy	7.15	8.3	20.6	8.6	6.7	6.1	5	27	10	1.2	1.0	0.9	14	16	16	4.2	5.2	5.7	10.5	8.6	7.8
LH	Buy	9.70	12.0	30.9	14.1	12.3	12.1	21	14	2	2.4	2.4	2.3	18	20	19	6.7	7.2	7.3	14.4	13.7	14.0
LPN	Buy	11.90	16.5	43.8	8.1	11.8	9.0	(11)	(31)	31	1.4	1.4	1.3	18	12	15	7.6	5.2	6.8	7.6	12.3	10.0
PSH	Neutral	22.40	23.0	9.3	8.2	7.7	6.9	(21)	8	11	1.4	1.3	1.1	17	17	17	6.2	6.6	7.4	9.4	8.9	8.1
QH	Buy	2.58	3.8	53.5	8.3	7.7	7.0	7	8	10	1.2	1.1	1.0	15	15	15	5.8	6.2	6.9	12.1	11.3	10.1
SIRI	Buy	1.96	2.5	33.9	8.4	8.0	7.3	16	6	8	1.0	0.9	0.9	12	12	12	6.1	6.4	6.9	13.6	12.7	11.8
SPALI	Buy	25.00	30.0	25.0	8.8	7.4	6.1	12	19	21	1.9	1.6	1.4	23	23	24	4.2	5.0	6.0	10.7	9.2	7.7
Average					9.2	8.8	7.8	4	7	13	1.5	1.4	1.3	17	16	17	5.8	6.0	6.7	11.2	11.0	9.9

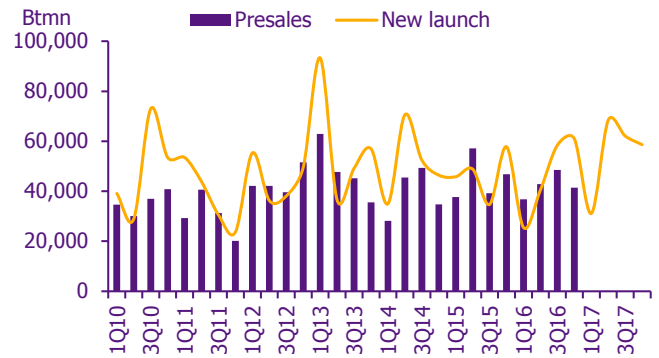
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: Top seven's presales to grow 21% in 2017F



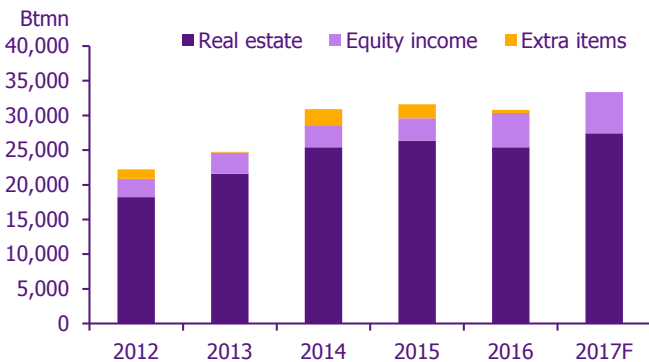
Source: AP, LH, LPN, PS, QH, SIRI, SPALI

Figure 2: Positive correlation between new launches and presales (60%) suggesting presales peak in 2Q17



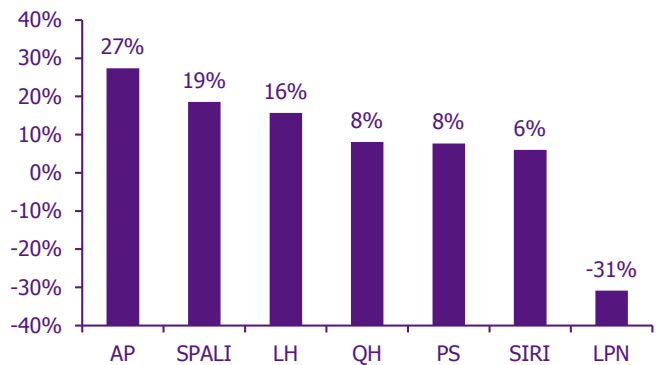
Source: AP, LH, LPN, PS, QH, SIRI, SPALI

Figure 3: Earnings trend – equity income from JVs and associates to play a more important role in 2017



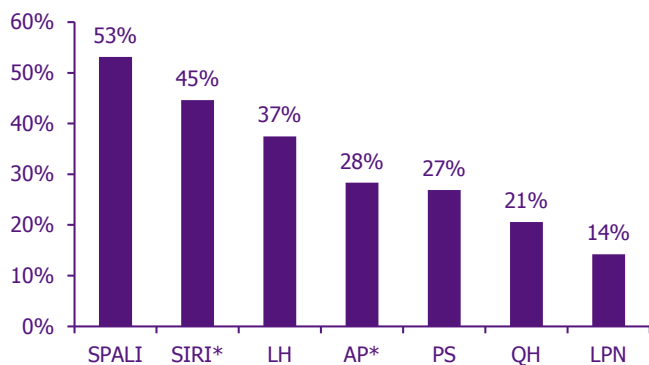
Source: AP, LH, LPN, PS, QH, SIRI, SPALI, SCBS Investment Research

Figure 4: Earnings growth forecast for 2017



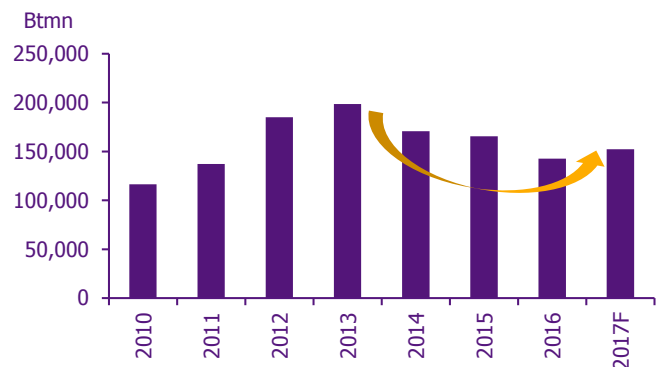
Source: AP, LH, LPN, PS, QH, SIRI, SPALI, SCBS Investment Research

Figure 5: Earnings visibility (backlog/revenue) for 2017



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

Figure 6: Backlog turning the corner in 2017F



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

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

รายได้ค่านายหน้าลดลง แต่ค่าธรรมเนียม IB สูงขึ้น

- เราคาดว่ารายได้ค่าธรรมเนียมจะลดลง QoQ เพราะได้รับผลกระทบจากมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์เฉลี่ยต่อวันและส่วนแบ่งการตลาดที่ลดลงในไตรมาส 1/60 อย่างไรก็ตาม รายได้ค่าธรรมเนียม IB น่าจะช่วยสนับสนุนกำไรไตรมาส 1/60 ของ MBKET
- เราคาดว่าทั้ง MBKET และ ASP จะมีรายได้ค่าธรรมเนียม IB เพิ่มขึ้นในปี 2560
- แม้เราปรับราคาเป้าหมายของ ASP ลดลงสู่ 3.9 บาท แต่เรายังคงชอบ ASP มากกว่า MBKET เนื่องจากเรามองว่า valuation ของ ASP น่าสนใจมากกว่า MBKET

มูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดฯ ลดลง มูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์เฉลี่ยต่อวันลดลงจาก 5.3 หมื่นล้านบาทในเดือนมกราคม สู่ 4.7 หมื่นล้านบาทในเดือนกุมภาพันธ์ และ 3.9 หมื่นล้านบาทในเดือนมีนาคม (ณ วันที่ 24 มีนาคม) มูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์เฉลี่ยต่อวัน (ไม่รวมบัญชีบล.) สำหรับไตรมาส 1/60 (ณ วันที่ 24 มีนาคม) อยู่ที่ 4.65 หมื่นล้านบาท เพิ่มขึ้น 13% YoY แต่ลดลง 5% QoQ เรายังคงสมมติฐานมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์เฉลี่ยต่อวันสำหรับปี 2560 ไว้ที่ 4.7 หมื่นล้านบาท เท่ากับปี 2559

ส่วนแบ่งการตลาดลดลงอย่างต่อเนื่อง ทั้ง MBKET และ ASP มีส่วนแบ่งการตลาดลดลงในไตรมาส 1/60: ส่วนแบ่งการตลาดของ MBKET ลดลงจาก 8.46% ในไตรมาส 4/59 สู่ 8.05% ในไตรมาส 1/60 เทียบกับ 8.15% ในปี 2559 และ 7.85% ที่คาดการณ์ไว้สำหรับปี 2560 และส่วนแบ่งการตลาดของ ASP ลดลงจาก 3.08% ในไตรมาส 4/59 สู่ 2.76% ในไตรมาส 1/60 เทียบกับ 3.13% ในปี 2559 และประมาณการเดิมของเราที่ 3% สำหรับปี 2560 เราปรับสมมติฐานส่วนแบ่งการตลาดปี 2560 ของ ASP ลดลงสู่ 2.9% เพื่อสะท้อนตัวเลขในไตรมาส 1/60

รายได้ค่าธรรมเนียม IB เพิ่มขึ้น ในฐานะบริษัทที่ปรึกษาร่วมกับบริษัทที่ปรึกษาอีก 2 ราย MBKET มีกำหนดขายหุ้น IPO ของทีพีโอ โพลีน เพาเวอร์ มูลค่า 1.5 หมื่นล้านบาท ตอนสิ้นไตรมาส 1/60 ASP มีงานพาณิชย์กิจ (IB) 57 ตี้อยู่ในมือ โดยในจำนวนนี้เป็นตี IPO 29 ตี และที่ปรึกษาทางการเงิน 28 ตี ASP คาดว่าจะสามารถทำตี IPO ได้ ~10 ตีในปี 2560 เราคาดว่าทั้ง MBKET และ ASP จะมีรายได้ค่าธรรมเนียม IB เพิ่มขึ้นในปี 2560

คาดการณ์กำไรไตรมาส 1/60 แม้รายได้ค่านายหน้าลดลง 7% QoQ เพราะมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์เฉลี่ยต่อวันและส่วนแบ่งการตลาดลดลง แต่เราคิดว่ากำไรไตรมาส 1/60 ของ MBKET จะเติบโต 6% QoQ สู่ 262 ล้านบาท หลักๆ เกิดจากรายได้ค่าธรรมเนียม IB ที่สูงขึ้น เราคิดว่ากำไรไตรมาส 1/60 ของ ASP จะลดลง 16% QoQ สู่ 184 ล้านบาท เพราะได้รับผลกระทบจากมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์เฉลี่ยต่อวันและส่วนแบ่งการตลาดที่ลดลง

ชอบ ASP มากกว่า MBKET แม้ปรับราคาเป้าหมายลดลง แม้เราปรับประมาณการกำไรและราคาเป้าหมายของ ASP ลดลง แต่เรายังมองว่า valuation ของ ASP น่าสนใจมากกว่า MBKET เราปรับสมมติฐานส่วนแบ่งการตลาดของเราลดลงเพื่อสะท้อนตัวเลข YTD ซึ่งส่งผลทำให้ราคาเป้าหมายของ ASP ปรับลดลงจาก 4.2 บาท สู่ 3.9 บาท นอกจากนี้เราก็ปรับสมมติฐานอัตราการจัดเก็บเงินปันผลปี 2560 ลดลงจาก 90% สู่ 85% เท่าเดียวกับ 83% ในปี 2559

Valuation summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)		
					16A	17F	18F	16A	17F	18F	16A	17F	18F	16A	17F	18F	16A	17F	18F
ASP	Buy	3.54	3.9	18.5	9.9	10.2	10.4	35	(4)	(2)	1.6	1.5	1.5	16	15	15	8.5	8.3	8.2
MBKET	Neutral	21.90	23.0	13.0	12.8	12.6	13.2	(4)	2	(5)	2.5	2.5	2.6	20	20	19	7.8	7.9	7.6
Average					11.3	11.4	11.8	15	(1)	(3)	2.1	2.0	2.0	18	18	17	8.1	8.1	7.9

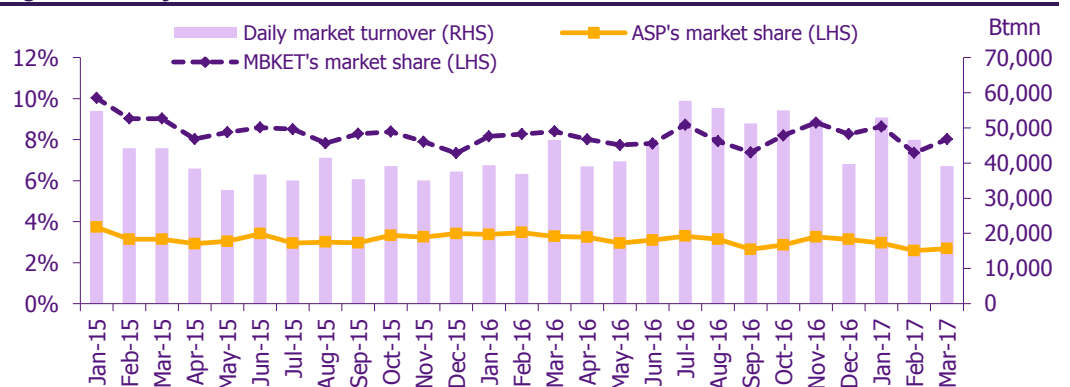
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: Target price sensitivity to turnover

	ASP	MBKET
Target price at 2017F various daily mkt. turnover		
Bt44bn	3.7	21
Bt47bn — base case	3.9	23
Bt50bn	4.1	26
2017F EPS (Bt) at 2017F various daily mkt. turnover		
Bt44bn	0.33	1.55
Bt47bn — base case	0.35	1.74
Bt50bn	0.37	1.92
2017F DPS (Bt) at 2017F various daily mkt. turnover		
Bt44bn	0.28	1.54
Bt47bn — base case	0.29	1.73
Bt50bn	0.31	1.92
Dividend payout	85%	100%
Target PE (x)	11.3	13.3

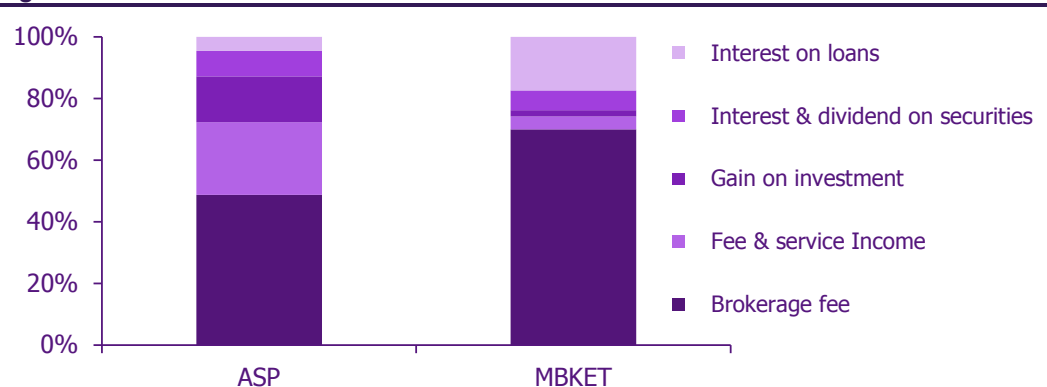
Source: SCBS Investment Research

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



Source: SET and SCBS Investment Research

Figure 3: 2017F revenue breakdown



Source: ASP, MBKET and SCBS Investment Research

รายได้ยังเติบโต แม้ชะลอตัว

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

- แม้ตลาดบริการเครือข่ายโทรศัพท์มือถือค่อนข้างอืดตัว แต่เรายังคงคาดว่ารายได้จะเติบโต 6% สูงกว่าค่าเฉลี่ยในอดีตที่ 3% โดยได้รับปัจจัยหนุนจากจำนวนผู้ใช้บริการที่เพิ่มขึ้นและ ARPU ที่สูงขึ้นจากการใช้งาน 4G เพิ่มมากขึ้น
- ขาดทุนจากการอุดหนุนราคาเครื่องโทรศัพท์ที่มีแนวโน้มที่จะเกิดขึ้นต่อเนื่อง แต่จะน้อยกว่าปีก่อนเนื่องจากโอกาสที่จะแย่งผู้ใช้บริการมาจากคู่แข่งดูเหมือนจะหมดลงแล้ว
- แนะนำ “ซื้อ” TRUE เพราะส่วนแบ่งตลาดจะเพิ่มขึ้น และ ADVANC เพราะกำไรเข้าสู่วัฏจักรขาขึ้นรอบใหม่

คาดการณ์อุตสาหกรรมจะเติบโต 6% ในปี 2560 แม้ตลาดอืดตัว แม้มีความกังวลเกี่ยวกับการแข่งขันรุนแรงและภาวะอืดตัวของตลาดบริการเครือข่ายโทรศัพท์มือถือในประเทศไทย แต่รายได้ของอุตสาหกรรมยังเติบโตสูงที่ 6% ในปี 2559 โดยได้รับปัจจัยหนุนจากจำนวนผู้ใช้บริการที่เพิ่มขึ้น (+2% YoY) และ ARPU ที่สูงขึ้น (+4% YoY) TRUE รายงานรายได้เติบโตสูงที่สุดในจำนวนผู้ให้บริการเครือข่ายโทรศัพท์มือถือ 3 ราย โดยรายได้เติบโต 28% YoY (เร่งตัวขึ้นจาก 17% ในปี 2558) ซึ่งไม่ได้สร้างเซอร์ไพรส์แต่อย่างใด ADVANC ก็รายงานรายได้เพิ่มขึ้น แต่น้อยกว่าที่ 2% YoY ในขณะที่ DTAC เป็นผู้ให้บริการเครือข่ายโทรศัพท์มือถือเพียงรายเดียวที่รายได้ปรับตัวลดลง 2% ทั้งนี้ DTAC รายงานรายได้ลดลงนาน 3 ปีนับตั้งแต่ปี 2557 แล้ว และยังไม่มีความฟื้นตัว เราคาดว่ารายได้ของอุตสาหกรรมโดยรวมจะเติบโตเกือบ 6% ในปี 2560 (ใกล้เคียงกับปี 2559) โดยได้รับปัจจัยกระตุ้นจากจำนวนผู้ใช้บริการที่เพิ่มขึ้นและ ARPU ที่สูงขึ้น

การอุดหนุนราคาเครื่องโทรศัพท์จะลดลงในปี 2560 ตลาดยังคงกังวลเกี่ยวกับการแข่งขันในธุรกิจบริการเครือข่ายโทรศัพท์มือถือ และคาดว่า การอุดหนุนราคาเครื่องโทรศัพท์จะยังคงเป็นอาวุธที่ถูกเลือกใช้ต่อไป โดยเฉพาะ TRUE เราเห็นด้วยว่าการอุดหนุนราคาเครื่องโทรศัพท์จะยังมีต่อไป แต่แตกต่างกันตรงที่เราคาดว่า การอุดหนุนจะลดน้อยลง ดังนั้นขาดทุนจากการอุดหนุนราคาเครื่องโทรศัพท์จะน้อยกว่าในปี 2559 ทั้งนี้เป็นเพราะเรามองว่าปี 2559 เป็นปีที่ TRUE มีโอกาสแย่งผู้ใช้บริการมาจากคู่แข่งได้มากที่สุด เพราะ ADVANC เพิ่งเริ่มให้บริการ 4G ดังนั้นพื้นที่ครอบคลุมนั้นยังไม่สามารถแข่งขันกับ TRUE ได้ นอกจากนี้ ADVANC ก็ยังอยู่ในภาวะถูกคุกคามจากการสูญเสียคลื่น 900MHz (2G) หลังจากสัมปทานของบริษัทสิ้นสุดลงด้วย ดังนั้น TRUE จึงเล็งเห็นโอกาสที่จะแย่งชิงผู้ใช้บริการมาจาก ADVANC แต่สถานการณ์เช่นนี้จะไม่เกิดขึ้นในปี 2560 เนื่องจาก ADVANC มีพื้นที่ครอบคลุมบริการ 4G เท่ากับ TRUE แล้ว และได้ใบอนุญาตคลื่น 900MHz มาแล้ว ดังนั้นการอุดหนุนราคาเครื่องโทรศัพท์ที่อาจจะดึงดูดผู้ใช้บริการได้น้อยลงและต้องใช้งบลงทุนจำนวนมาก

กำไรไตรมาส 1/60 จะปรับตัวดีขึ้น QoQ เราคาดว่ากำไรไตรมาส 1/60 จะลดลง YoY เนื่องจากทั้ง ADVANC และ TRUE ต้องบันทึกค่าตัดจำหน่ายใบอนุญาต 2 ใบ (คลื่น 900MHz และ 1800MHz) ทั้งนี้ ADVANC และ TRUE เริ่มบันทึกค่าตัดจำหน่ายใบอนุญาตคลื่น 1800MHz ในไตรมาส 4/58 และคลื่น 900MHz ในไตรมาส 3/59 ดังนั้นผลกระทบจากการเริ่มตัดจำหน่ายใบอนุญาต 2 ใบนี้จะให้เห็นไปจนถึงไตรมาส 3/60 ในขณะที่ยกเทียบ QoQ เราคาดว่าจะเห็นกำไรจะฟื้นตัวดีขึ้น เพราะการตัดจำหน่ายใบอนุญาตเกิดขึ้นทั้งสองไตรมาส เช่นเดียวกับการอุดหนุนราคาเครื่องโทรศัพท์ การอุดหนุนราคาเครื่องโทรศัพท์ในไตรมาส 4/59 มีการอุดหนุนราคาเครื่อง iPhone7 ซึ่งเป็นการอุดหนุนต่อนางจำหน่ายครั้งแรกรวมอยู่ด้วย เราไม่คิดว่า การอุดหนุนราคาเครื่องโทรศัพท์ในลักษณะนี้จะเกิดขึ้นอีกในไตรมาส 1/60

“ซื้อ” TRUE และ ADVANC TRUE ยังคงเป็น top pick ของเราในกลุ่มสื่อสาร เนื่องจากเราคาดว่าบริษัทจะมีส่วนแบ่งตลาดรายได้เพิ่มขึ้น และความสามารถในการทำกำไรจะฟื้นตัวขึ้นอย่างต่อเนื่อง แต่เราคาดว่าบริษัทจะกลับมาทำกำไรได้ในปี 2561 แทนที่จะเป็นปี 2560 เราคงคำแนะนำ “ซื้อ” TRUE ด้วยราคาเป้าหมาย 10.2 บาท นอกจากนี้เราก็แนะนำ “ซื้อ” ADVANC เพราะกำไรจะเริ่มเข้าสู่วัฏจักรขาขึ้นรอบใหม่ในไตรมาส 1/60 แนะนำ “ซื้อ” ด้วยราคาเป้าหมายอ้างอิงวิธี DCF ที่ 190 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)		
					16A	17F	18F	16A	17F	18F	16A	17F	18F	16A	17F	18F	16A	17F	18F	16A	17F	18F
ADVANC	Buy	178.00	190.0	10.7	16.9	17.6	16.8	(20)	(4)	5	12.4	10.9	10.9	69	66	65	5.7	4.0	4.2	8.4	8.6	8.2
DTAC	Sell	43.50	25.0	(40.7)	38.0	54.1	54.0	(56)	(30)	0	3.8	3.8	3.8	10	7	7	1.0	1.8	1.9	6.3	7.1	6.8
INTUCH	Buy	55.50	59.0	11.2	12.1	20.5	16.8	(1)	(41)	22	12.5	12.5	12.5	103	61	74	8.2	4.9	6.0	11.9	20.2	16.6
THCOM	Sell	19.70	16.5	(13.6)	14.8	16.9	24.1	(46)	(12)	(30)	1.1	1.1	1.1	8	7	5	3.3	2.6	1.8	5.8	5.8	5.8
TRUE	Buy	6.35	10.2	60.6	n.m.	n.m.	75.1	n.m.	n.m.	n.m.	1.2	2.2	0.7	(2)	0	1	0.0	0.0	0.0	15.1	12.0	7.1
Average					20.4	27.3	37.3	(31)	(22)	(1)	6.2	6.1	5.8	38	28	31	3.6	2.7	2.8	9.5	10.7	8.9

Source: SCBS Investment Research

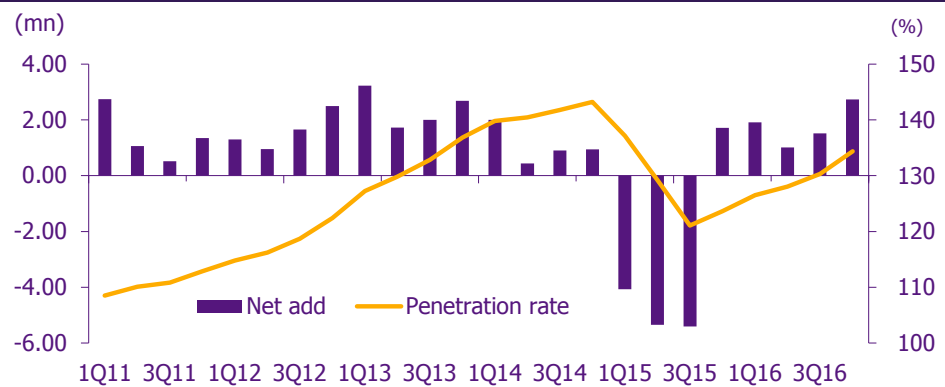
Figure 1: More data consumption after introduction of 4G LTE



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

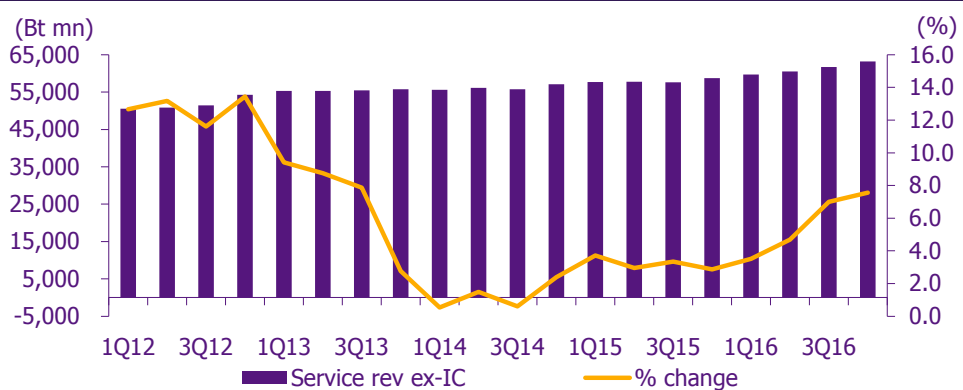
Source: SK Telecom

Figure 2: Net add continues to rise



Source: www.diffen.com

Figure 3: Rising ARPU and increasing net ad helps driving service revenue



Source: Company and SCBS Investment Research

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

ราคาหุ้นลดลงสวนทางกับกำไรที่มีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้น

- ราคาหุ้นกลุ่มโรงแรมที่ปรับตัวลดลงสวนทางกับ SET ในช่วง 6 เดือนที่ผ่านมา (CENTEL -13%, MINT -6%, และ ERW -1% เทียบกับ SET ที่ +6%) สะท้อนให้เห็นว่าตลาดลดน้ำหนักการลงทุนในกลุ่มโรงแรมหลังจากช่วงไฮซีซั่นในไตรมาส 4/59 ดึงคักน้อยกว่าปกติ
- แม้ราคาหุ้นลดลง แต่เราคาดว่ากำไรของกลุ่มโรงแรมจะอยู่ในแนวโน้มขาขึ้นอย่างต่อเนื่อง โดยปัจจัยกระตุ้นกำไรจะเปลี่ยนจากปริมาณ (อัตราการเข้าพักที่สูงขึ้น) มาเป็นราคา (ARR ที่เพิ่มขึ้น) เรามองว่าตอนนี้เป็นโอกาสเข้าซื้อหุ้นโรงแรมที่กำลังมีแนวโน้มเติบโตแข็งแกร่ง
- Top picks ของเรา คือ MINT (ปรับคำแนะนำขึ้นสู่ “ซื้อ”) และ ERW

อุตสาหกรรมท่องเที่ยวไทยกำลังฟื้นตัว ไตรมาส 4/59 เป็นช่วงไฮซีซั่นที่คึกคักน้อยกว่าปกติของอุตสาหกรรมท่องเที่ยวไทย เพราะจำนวนนักท่องเที่ยวจีนลดลงภายหลังการปราบปรามเอเยนต์ทัวร์ศูนย์เหรียญในประเทศไทยบวกกับช่วงเวลาแห่งการไว้อาลัย อย่างไรก็ตาม สถานการณ์ปรับตัวดีขึ้นหลังจากรัฐบาลขยายมาตรการกระตุ้นการท่องเที่ยว โดยยกเว้นค่าธรรมเนียมการตรวจลงตราที่สถานทูตไทย และปรับลดค่าธรรมเนียมการตรวจลงตรา ณ ช่องทางอนุญาตของด่านตรวจคนเข้าเมืองลงครึ่งหนึ่ง จนถึงวันที่ 31 สิงหาคม 2560 (จาก 28 กุมภาพันธ์ 2560) จำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติที่เดินทางเข้ามาในประเทศไทยในช่วง 2 เดือนแรกปี 60 เพิ่มขึ้น 2% YoY ตีค่า -1% YoY ในไตรมาส 4/59 โดยได้รับปัจจัยกระตุ้นจากตลาดจีนที่ปรับตัวดีขึ้น เนื่องจากนักท่องเที่ยวจากจีน (27% ของจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติทั้งหมดที่เดินทางเข้ามาในประเทศไทย) ลดลงเพียง 7% YoY ในช่วง 2 เดือนแรกปี 60 หลังจากลดลงถึง 21% YoY ในไตรมาส 4/59 และมีนักท่องเที่ยวจากรัสเซีย (5% ของจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติทั้งหมดที่เดินทางเข้ามาในประเทศไทย, +33% YoY) และอินเดีย (3% ของจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติทั้งหมดที่เดินทางเข้ามาในประเทศไทย, +20% YoY) เข้ามามากขึ้น

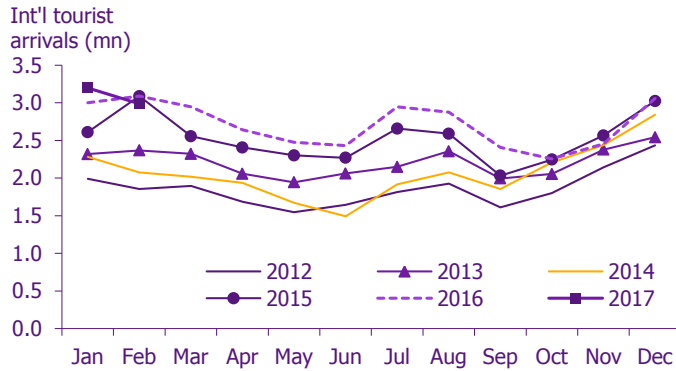
กำไรได้รับปัจจัยกระตุ้นจากการขึ้นราคาแทนที่จะเป็นการเติบโตของปริมาณ จำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติที่เดินทางเข้ามาในประเทศไทยเพิ่มขึ้นถึง 20% YoY ในปี 2558 (จากที่ลดลง 7% YoY ในปี 2557 เพราะสถานการณ์ความไม่สงบทางการเมือง) แต่หลังจากนั้นก็เพิ่มขึ้นเพียง 7% ในปี 2559 เพราะถูกฉุดรั้งโดยช่วงไฮซีซั่นที่คึกคักน้อยกว่าปกติในไตรมาส 4/59 สำหรับปี 2560 เราคาดว่าอุตสาหกรรมท่องเที่ยวไทยจะเติบโตตามปกติ โดยจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติที่เดินทางเข้ามาในประเทศไทยจะเพิ่มขึ้น +9% YoY สู่ 36 ล้านคน ทั้งนี้แม้ไตรมาส 4/59 เป็นช่วงไฮซีซั่นที่คึกคักน้อยกว่าปกติ แต่ผู้ประกอบการโรงแรมยังรายงานอัตราการเข้าพักสูงในปี 2559 ที่ 73% สำหรับ MINT (โรงแรมในประเทศไทย), 82% สำหรับ CENTEL (โรงแรมในประเทศไทย), และ 83% สำหรับ ERW อุตสาหกรรมท่องเที่ยวไทยที่เติบโตอย่างต่อเนื่องจะช่วยสนับสนุนให้อัตราการเข้าพักยืนอยู่ในระดับสูง ซึ่งจะเปิดโอกาสให้ผู้ประกอบการโรงแรมขึ้นอัตราค่าห้องพักเฉลี่ย (ARR) ซึ่งเป็นปัจจัยที่จะช่วยกระตุ้นให้กำไรเพิ่มขึ้นโดยไม่มีต้นทุนเพิ่ม อุตสาหกรรมท่องเที่ยวไทยที่กลับคืนสู่ภาวะปกติสนับสนุนให้เราชอบหุ้นโรงแรม ซึ่งจะเติบโตตามการท่องเที่ยว และการขึ้นราคา (เพิ่ม ARR) จะช่วยกระตุ้นให้กำไรเพิ่มขึ้น มากกว่าหุ้นสายการบินและสนามบิน ซึ่งกำไรได้รับปัจจัยกระตุ้นจากการเติบโตของปริมาณ (จำนวนผู้โดยสาร)

ชอบหุ้นที่กำลังมีแนวโน้มเติบโตแข็งแกร่ง: MINT และ ERW เมื่อไม่นานนี้เราปรับคำแนะนำสำหรับ MINT ขึ้นสู่ “ซื้อ” (จาก Neutral) ราคาหุ้น MINT ลดลงมาแล้ว 6% ในช่วง 6 เดือนที่ผ่านมา และซื้อขายที่ PE ปี 2560 ระดับ 28 เท่า ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยในอดีต 5 ปีของบริษัท เรามองว่าตอนนี้เป็นโอกาสเข้าซื้อ MINT เพราะกำไรมีแนวโน้มฟื้นตัวอย่างแข็งแกร่งในปีนี้ที่ +22% YoY (จาก -1% YoY ในปี 2559) เรายังคงชอบ ERW (ราคาเป้าหมาย 6.5 บาท/หุ้น) เพราะมีแนวโน้มได้ประโยชน์มากที่สุดจากการเติบโตของอุตสาหกรรมท่องเที่ยวไทย เนื่องจากบริษัทประกอบธุรกิจโรงแรมเพียงอย่างเดียว และมีความสัมพันธ์กับการท่องเที่ยวไทยมากที่สุด ทั้งนี้หลังจากเติบโตอย่างแข็งแกร่งในปี 2559 เราคาดว่ากำไรปกติของ ERW จะเติบโต 19% YoY ในปี 2560

Valuation summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					16A	17F	18F	16A	17F	18F	16A	17F	18F	16A	17F	18F	16A	17F	18F	16A	17F	18F
CENTEL	Buy	34.50	45.0	32.2	25.2	22.5	18.5	11	12	21	4.2	3.8	3.4	18	18	19	1.6	1.8	2.2	11.3	10.7	9.4
ERW	Buy	4.50	6.5	45.7	32.2	27.1	23.9	77	19	13	2.2	2.1	2.0	7	8	8	1.3	1.3	1.5	11.8	11.3	11.2
MINT	Buy	36.25	42.0	17.1	34.8	28.4	25.2	(1)	22	13	3.9	3.6	3.3	12	13	14	1.0	1.2	1.4	19.1	16.7	15.1
Average					30.7	26.0	22.6	29	18	16	3.4	3.1	2.9	12	13	14	1.3	1.4	1.7	14.1	12.9	11.9

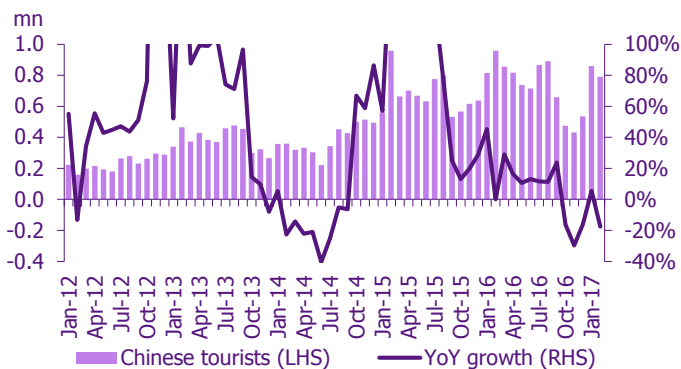
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: Thai tourism is improving

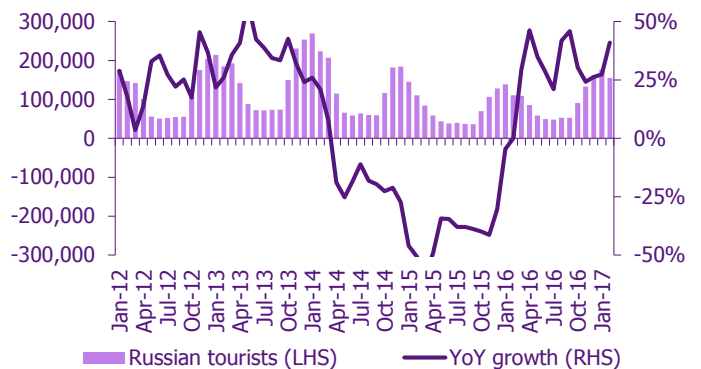
Source: Department of Tourism, Thailand and SCBS Investment Research

Figure 2: Thai tourism to grow 9% YoY in 2017

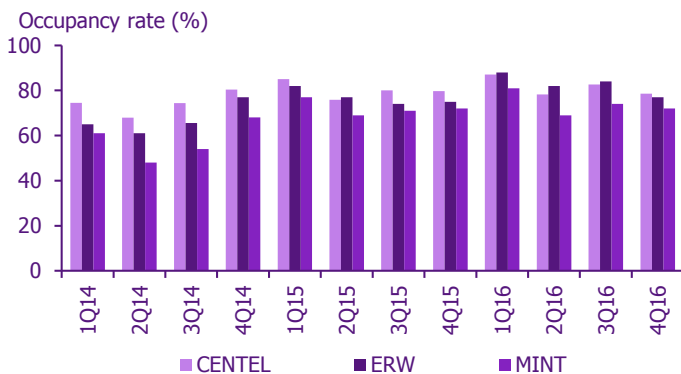
Source: Department of Tourism, Thailand and SCBS Investment Research

Figure 3: Tourists from China are picking up

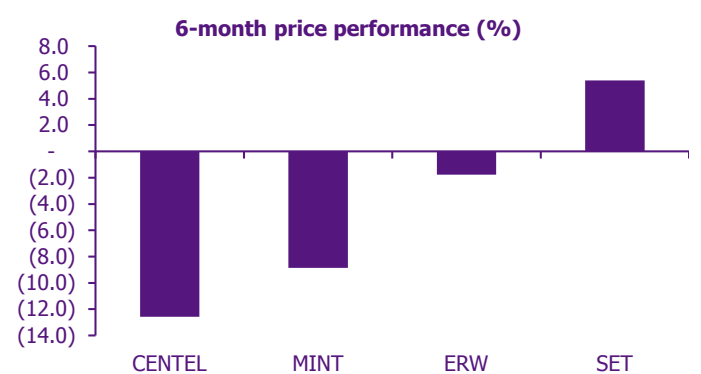
Source: Department of Tourism, Thailand and SCBS Investment Research

Figure 4: Tourists from Russia are coming back

Source: Department of Tourism, Thailand and SCBS Investment Research

Figure 5: High occupancy rate despite weak 4Q16

Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 6: Share price performance

Source: SET and SCBS Investment Research

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
						16A	17F	18F	16A	17F	18F	16A	17F	18F	16A	17F	18F	16A	17F	18F			
Agribusiness									1.67	1.92	2.08	9.74	8.33	7.91	26	13	1	3,496	2,533	1,526		22,569	0.15
GFPT	Buy	18.00	22.00	22.2	18.2	0.30	0.35	0.37	1.67	1.92	2.08	9.74	8.33	7.91	26	13	1	3,496	2,533	1,526	1,254	22,569	0.15
Automotive				23.3					2.98	4.07	4.77	6.14	5.04	4.16	-4	15	8	-3,610	-5,574	-9,037		37,536	0.24
AH	Buy	17.50	22.00	25.7	18.5	0.66	0.79	0.94	3.77	4.53	5.38	6.47	5.70	4.69	9	13	4	2,064	2,001	922	323	5,645	0.04
PCSGH	Buy	5.90	7.40	25.4	5.3	0.12	0.26	0.31	2.03	4.41	5.20	8.67	6.72	5.52	-18	22	14	(1,062)	(1,523)	(1,998)	1,545	9,116	0.06
SAT	Buy	15.90	22.00	38.4	17.1	0.60	0.73	0.86	3.77	4.62	5.43	4.86	3.99	3.26	-9	14	7	352	(106)	(922)	425	6,761	0.04
STANLY	Neutral	209.00	240.00	14.8	198.4	4.90	5.70	6.40	2.34	2.73	3.06	4.55	3.78	3.17	0	10	6	(4,964)	(5,946)	(7,039)	77	16,015	0.10
Banking				17.8					3.84	3.95	4.38											2,229,247	14.38
Large Banks																							
BBL	Buy	181.50	215.00	18.5	191.3	6.00	7.18	8.26	3.31	3.96	4.55							-	-	-	1,909	346,455	2.23
KBANK	Buy	191.00	225.00	17.8	195.4	4.00	4.50	5.00	2.09	2.36	2.62							-	-	-	2,393	457,113	2.95
KTB	Buy	20.60	23.00	11.7	20.8	0.85	0.95	1.12	4.15	4.59	5.45							-	-	-	13,976	287,907	1.86
Mid/small banks																							
BAY	Neutral	39.00	40.00	2.6	39.5	0.87	1.02	1.21	2.24	2.62	3.09							-	-	-	7,356	286,875	1.85
KKP	Neutral	69.50	65.00	(6.5)	64.5	6.00	5.77	5.85	8.63	8.31	8.41							-	-	-	847	58,849	0.38
LHBANK	Sell	1.78	1.70	(4.5)	1.8	0.06	0.04	0.05	3.33	2.40	2.75										13,639	24,277	0.16
TCAP	Neutral	48.25	50.00	3.6	48.3	1.80	1.80	1.80	3.73	3.73	3.73							-	-	-	1,206	58,212	0.38
TISCO	Neutral	69.00	72.00	4.3	69.1	3.50	3.55	3.75	5.07	5.14	5.44							-	-	-	801	55,245	0.36
TMB	Neutral	2.38	2.30	(3.4)	2.4	0.06	0.06	0.08	2.37	2.59	3.23							-	-	-	43,807	104,262	0.67
Commerce				19.9					2.67	1.90	2.12	18.04	16.08	14.14	12	11	12	194,971	182,003	158,875		1,117,327	7.21
BIGC	Neutral	206.00	220.00	6.8	217.7	1.90	2.16	2.47	0.92	1.05	1.20	15.21	13.85	12.21	-7	8	9	13,358	10,295	4,012	825	169,950	1.10
CPALL	Buy	59.00	72.00	22.0	71.1	1.00	1.10	1.31	1.69	1.86	2.21	18.58	16.38	14.41	12	12	12	154,186	144,093	131,554	8,983	530,003	3.42
GLOBAL	Buy	16.60	21.00	26.5	18.8	1.04	0.15	0.18	6.29	0.89	1.06	25.31	21.59	18.57	45	14	15	7,650	5,444	4,471	3,658	60,731	0.39
HMPRO	Neutral	9.55	11.00	15.2	11.1	0.27	0.29	0.30	2.83	3.00	3.19	16.32	14.89	13.52	11	10	10	13,147	13,599	14,061	13,151	125,594	0.81
MAKRO	Buy	33.50	42.00	25.4	38.9	0.85	0.86	0.86	2.54	2.55	2.58	18.24	16.08	13.98	2	15	13	5,617	7,318	4,136	4,800	160,800	1.04
ROBINS	Buy	63.25	80.00	26.5	70.4	1.12	1.30	1.57	1.76	2.06	2.48	14.60	13.69	12.16	9	7	12	1,013	1,254	642	1,111	70,249	0.45
Construction Materials				17.6					3.62	4.17	4.32	12.85	10.97	10.07	8	14	7	179,406	169,475	151,019		772,538	4.98
Cement																							
SCC	Buy	536.00	640.00	19.4	575.1	19.00	20.78	22.67	3.54	3.88	4.23	7.70	6.81	6.17	18	12	8	153,191	144,741	128,311	1,200	643,200	4.15
SCCC	Neutral	280.00	305.00	8.9	295.3	15.00	13.46	13.39	5.36	4.81	4.78	12.12	10.74	10.61	-2	13	0	23,845	24,038	23,413	230	64,400	0.42
Others																							
DCC	Buy	4.20	5.00	19.0	4.8	0.16	0.25	0.27	3.88	5.84	6.40	13.52	11.99	10.99	4	11	8	1,248	666	503	6,528	27,418	0.18
EPG	Buy	13.40	18.00	34.3	16.3	0.23	0.29	0.25	1.71	2.17	1.87	18.08	14.34	12.50	14	22	11	1,122	30	-1,208	2,800	37,520	0.24
Construction Services				34.7					1.69	1.64	2.24	15.44	12.09	8.84	2	11	27	2,895	-5,057	-6,762		55,565	0.36
STEC	Buy	24.10	32.50	34.9	30.6	0.36	0.28	0.47	1.50	1.15	1.96	21.16	16.94	10.54	-13	11	51	-1,390	-5,192	-7,088	1,525	36,755	0.24
UNIQ	Buy	17.40	23.40	34.5	22.5	0.33	0.37	0.44	1.88	2.12	2.53	9.71	7.23	7.14	17	10	2	4,285	135	326	1,081	18,810	0.12
Electronic Components				0.8					2.84	3.10	3.43	12.14	9.90	8.43	2	24	13	-29,085	-30,748	-35,903		218,688	1.41
DELTA	Sell	86.50	70.00	(19.1)	77.8	3.00	3.10	3.30	3.47	3.58	3.82	13.92	11.57	10.57	-16	17	9	-19,796	-21,973	-22,242	1,247	107,899	0.70
HANA	Buy	45.75	51.00	11.5	48.0	2.00	2.00	2.20	4.37	4.37	4.81	8.14	6.84	5.65	-6	22	12	-9,641	-8,854	-10,852	805	36,823	0.24
KCE	Buy	104.50	132.00	26.3	114.1	2.20	2.40	2.70	2.11	2.30	2.58	16.00	13.62	11.40	27	17	15	3,615	3,221	1,041	586	61,278	0.40
SVI	Buy	5.60	6.50	16.1	5.9	0.08	0.12	0.14	1.43	2.14	2.50	10.52	7.57	6.08	4	41	15	-3,263	-3,142	-3,851	2,266	12,688	0.08
Energy & Utilities									4.06	4.09	4.70	13.39	11.91	10.57	8	11	12	240,938	305,274	292,742		1,292,741	8.34
Oil & Gas and Coal																							
PTTEP	Neutral	92.00	100.00	8.7	98.3	0.81	0.99	1.58	0.88	1.08	1.71	3.02	3.72	3.35	-18	0	12	-42,643	29,864	32,506	3,970	365,239	2.36
Refineries																							
IRPC	Buy	5.15	6.00	16.5	5.8	0.23	0.26	0.36	4.47	5.13	6.91	8.16	6.36	4.81	31	13	22	60,544	40,692	29,222	20,434	105,237	0.68
SPRC	Buy	13.00	15.00	15.4	13.1	1.08	0.93	0.95	8.27	7.14	7.31	4.66	4.66	4.33	4	-3	2	6,188	4,512	1,485	4,336	56,367	0.36
TOP	Neutral	75.25	77.00	2.3	76.8	4.50	3.03	3.59	5.98	4.03	4.76	5.18	6.77	5.90	40	-24	11	15,526	14,701	9,147	2,040	153,512	0.99
Utilities																							
BCPG	Buy	12.50	15.00	20.0	13.9	0.69	0.70	0.90	5.52	5.60	7.20	11.56	10.34	9.13	-18	41	29	2,089	9,139	13,724	1,990	24,875	0.16
BPP	Neutral	25.00	25.00	-	27.0	0.25	0.60	1.00	1.00	2.40	4.00	38.17	30.85	26.39	-14	23	12	1,105	762	-2,335	3,046	76,142	0.49
CKP	Neutral	3.18	3.40	6.9	3.5	0.06	0.06	0.06	1.89	1.89	1.89	14.28	12.84	12.61	-2	25	8	21,340	27,044	30,093	7,370	23,437	0.15
EA	Sell	26.25	24.00	(8.6)	26.6	0.15	0.20	0.25	0.57	0.76	0.95	22.64	17.18	14.35	34	39	24	25,695	32,104	37,219	3,730	97,913	0.63
EGCO	Buy	206.00	243.00	18.0	225.0	6.50	6.75	6.75	3.16	3.28	3.28	20.64	19.09	16.77	23	10	13	91,363	95,498	94,145	526	108,452	0.70
GLOW	Neutral	80.00	85.00	6.3	88.1	5.75	5.75	5.75	7.19	7.19	7.19	8.86	8.36	8.33	-4	2	0	37,656	32,299	31,893	1,463	117,029	0.75
GPSC	Buy	34.00	40.00	17.6	39.0	1.15	1.25	1.50	3.38	3.68	4.41	13.74	12.92	10.68	37	8	21	8,754	9,658	9,594	1,498	50,942	0.33
RATCH	Neutral	50.00	53.00	6.0	56.6	2.35	2.35	2.35	4.70	4.70	4.70	13.34	12.13	11.42	-13	4	2	11,100	6,836	3,602	1,450	72,500	0.47
TTW	Buy	10.30	12.50	21.4	11.4	0.60	0.65	0.70	5.83	6.33	6.80	9.81	9.58	9.27	0	2	4	2,221	2,164	2,446	3,990	41,097	0.27
Finance & Securities				9.4					5.62	5.76	5.84											80,403	0.52
Credit card																							
AEONTS	Buy	100.50	120.00	19.4	112.6	3.45	3.55	4.17	3.43	3.53	4.15										250	25,125	0.16
KTC	Neutral	137.00	142.00	3.6	150.6	3.87	4.48	4.81	2.83	3.27	3.51										258	35,323	0.23



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		
						16A	17F	18F	16A	17F	18F	16A	17F	18F	16A	17F	18F	16A	17F	18F					
Securities																									
ASP	Buy	3.54	3.90	10.2	4.2	0.30	0.29	0.29	8.45	8.31	8.16										2,106	7,454	0.05		
MBKET	Neutral	21.90	23.00	5.0	23.0	1.70	1.74	1.65	7.76	7.93	7.55										571	12,501	0.08		
Food & Beverage						27.0	2.40			2.67	3.08	14.96	13.23	12.00	30	12	9	382,149	372,231	363,588	487,520		3.14		
CPF	Buy	29.25	40.00	36.8	38.4	0.95	1.09	1.26	3.25	3.73	4.31	10.68	9.94	9.35	69	5	6	271,871	258,370	255,132	7,743	226,481	1.46		
MINT	Buy	36.25	42.00	15.9	40.9	0.35	0.45	0.50	0.97	1.23	1.39	19.15	16.75	15.08	26	14	9	45,413	44,497	41,151	4,410	159,877	1.03		
TU	Buy	21.20	26.00	22.6	24.3	0.63	0.65	0.75	2.97	3.06	3.54	15.06	13.00	11.58	-5	19	11	64,865	69,364	67,305	4,772	101,162	0.65		
Health Care Services						23.4	1.38			1.43	1.68	25.56	20.75	17.93	5	23	14	28,255	38,820	31,714	514,397		3.32		
BDMS	Buy	21.00	27.50	31.0	24.0	0.29	0.30	0.33	1.38	1.41	1.59	23.80	21.88	19.28	4	13	12	26,982	39,155	35,175	15,491	325,310	2.10		
BH	Sell	177.00	190.00	7.3	187.2	2.50	2.74	3.13	1.41	1.55	1.77	27.65	20.05	17.42	-16	38	12	(2,643)	(2,493)	(5,487)	729	128,978	0.83		
BCH	Buy	12.90	17.00	31.8	15.8	0.17	0.13	0.15	1.32	1.00	1.19	19.67	16.09	14.59	24	17	10	3,566	1,995	1,874	2,494	32,169	0.21		
CHG	Buy	2.54	3.50	37.8	2.8	0.04	0.04	0.05	1.42	1.75	2.16	31.13	24.99	20.45	9	24	22	351	163	152	11,000	27,940	0.18		
Information & Communication Technology						12.3	3.63			2.66	2.76	9.51	10.72	8.91	-2	-5	5	304,159	319,353	168,098	1,043,646		6.73		
Mobile																									
ADVANC	Buy	178.00	190.00	6.7	177.6	10.08	7.08	7.44	5.66	3.98	4.18	8.42	8.58	8.19	-11	-2	5	2,636	2,636	2,636	2,973	529,211	3.41		
DTAC	Sell	43.50	25.00	(42.5)	36.6	0.42	0.80	0.81	0.97	1.85	1.85	6.32	7.08	6.85	1	-1	3	73,516	92,270	91,884	2,368	103,000	0.66		
TRUE	Buy	6.35	10.20	60.6	7.0	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	15.07	11.96	7.08	13	25	2	221,630	219,622	70,437	33,368	211,888	1.37		
Internet																									
THCOM	Sell	19.70	16.50	(16.2)	23.6	0.65	0.51	0.36	3.28	2.60	1.83	5.78	5.75	5.83	-15	-5	-7	8,320	6,796	5,106	1,096	21,591	0.14		
Other																									
INTUCH	Buy	55.50	59.00	6.3	60.2	4.57	2.71	3.31	8.24	4.89	5.96	11.94	20.22	16.57	-1	-41	22	-1,943	-1,970	-1,965	3,206	177,956	1.15		
Insurance						3.8	4.13			3.88	4.06										100,238		0.65		
BLA	Neutral	50.75	52.00	2.5	54.3	0.60	0.81	0.87	1.18	1.59	1.72										1,707	86,618	0.56		
THRE	Neutral	2.00	2.20	10.0		0.13	0.09	0.09	6.59	4.55	4.30										4,215	8,430	0.05		
THREL	Neutral	8.65	10.00	15.6	14.3	0.40	0.47	0.53	4.62	5.49	6.16										600	5,190	0.03		
Media & Publishing						4.1	1.22			1.50	2.20	70.03	5.94	7.28	74	27	24	8,387	11,082	9,939	167,031		1.08		
TV broadcasting																									
BEC	Sell	16.00	14.00	(12.5)	17.6	0.56	0.45	0.33	3.48	2.82	2.09	9.15	8.43	8.73	-38	-2	-9	1,219	-2,118	-3,782	2,000	32,000	0.21		
GRAMMY	Neutral	9.95	8.00	(19.6)	11.0	0.00	0.00	0.24	0.00	0.00	2.38	13.22	22.54	13.11	788	-33	95	4,451	6,328	8,256	820	8,158	0.05		
MCOT	Sell	13.20	6.00	(54.5)	7.5	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	428.06	-61.09	-28.71	-99	n.m.	n.m.	474	5,145	4,926	687	9,070	0.06		
RS	Buy	8.60	12.00	39.5	9.9	0.00	0.11	0.22	0.00	1.24	2.59	10.23	6.22	6.47	-21	53	-4	200	-421	-420	1,010	8,685	0.06		
WORK	Buy	56.50	66.00	16.8	59.3	0.27	0.76	1.02	0.48	1.34	1.80	29.22	18.51	14.70	6	63	25	-139	688	414	419	23,684	0.15		
Cinema																									
MAJOR	Neutral	33.75	31.00	(8.1)	35.8	0.89	1.03	1.25	2.64	3.06	3.72	18.66	14.34	12.55	-22	29	13	3,722	3,464	3,104	895	30,191	0.19		
Other																									
PLANB	Buy	5.95	8.50	42.9	7.3	0.05	0.10	0.13	0.84	1.66	2.23	25.24	14.74	11.31	-11	68	26	-1,473	-1,951	-2,580	3,516	20,921	0.13		
VGI	Neutral	5.00	5.50	10.0	5.0	0.12	0.09	0.14	2.33	1.84	2.76	26.47	23.81	20.08	-10	11	19	-66	-52	20	6,864	34,322	0.22		
Property Development						19.3	4.63			5.11	5.74	11.41	10.57	9.68	14	22	12	173,249	183,232	190,613	358,184		2.31		
Industrial Estate																									
AMATA	Buy	17.40	21.00	20.7	17.0	0.44	0.55	0.64	2.52	3.13	3.68	9.92	8.16	7.27	12	34	17	2,422	4,629	5,634	1,067	18,566	0.12		
AMATAV	Buy	8.80	10.50	19.3	9.3	0.17	0.18	0.20	1.89	2.08	2.28	2.89	8.73	8.57	162	80	0	884	4,285	4,059	935	8,228	0.05		
TICON	Neutral	15.50	13.00	(16.1)	17.2	0.18	0.63	0.69	1.15	4.06	4.44	27.67	16.60	15.54	-29	66	10	21,152	21,036	22,105	1,834	28,429	0.18		
Residential																									
AP	Buy	7.15	8.25	15.4	8.5	0.30	0.37	0.41	4.20	5.18	5.68	10.48	8.57	7.79	-2	25	9	13,654	14,346	14,125	3,146	22,493	0.15		
LH	Buy	9.70	12.00	23.7	11.2	0.65	0.70	0.71	6.70	7.22	7.34	14.40	13.75	14.01	9	7	1	40,887	43,479	47,653	11,894	115,367	0.74		
LPN	Buy	11.90	16.50	38.7	11.4	0.90	0.62	0.81	7.56	5.18	6.81	7.65	12.28	10.03	-13	-31	30	3,675	6,030	7,574	1,476	17,561	0.11		
PSH	Neutral	22.40	23.00	2.7	25.2	1.38	1.49	1.65	6.17	6.64	7.36	8.21	7.76	7.06	-19	8	11	19,066	20,434	21,317	2,187	48,983	0.32		
QH	Buy	2.58	3.80	47.3	3.0	0.15	0.16	0.18	5.81	6.22	6.85	12.06	11.30	10.08	4	8	11	22,599	23,294	22,852	10,714	27,643	0.18		
SIRI	Buy	1.96	2.50	27.6	1.9	0.12	0.12	0.14	6.12	6.37	6.90	11.19	10.32	9.55	4	2	5	28,579	24,954	23,718	14,286	28,000	0.18		
SPALI	Buy	25.00	30.00	20.0	27.6	1.05	1.24	1.51	4.20	4.98	6.04	9.62	8.28	6.94	10	17	21	20,330	20,745	21,576	1,717	42,914	0.28		
Tourism & Leisure						33.2	1.46			1.53	1.81	11.55	11.00	10.29	6	9	9	14,187	16,300	16,075	57,825		0.37		
CENTEL	Buy	34.50	45.00	30.4	43.8	0.55	0.61	0.74	1.59	1.78	2.16	11.26	10.69	9.40	0	7	11	6,558	7,506	6,312	1,350	46,575	0.30		
ERW	Buy	4.50	6.50	44.4	5.8	0.06	0.06	0.07	1.33	1.29	1.47	11.83	11.31	11.18	12	11	6	7,629	8,794	9,763	2,500	11,250	0.07		
Transportation & Logistics						9.0	1.40			2.07	2.82	13.83	14.80	13.54	20	10	17	116,851	121,868	141,669	742,923		4.79		
Aviation																									
AAV	Buy	6.30	8.00	27.0	7.0	0.15	0.15	0.16	2.38	2.32	2.52	7.62	6.52	5.92	28	14	10	7,449	6,613	6,569	4,850	30,555	0.20		
AOT	Neutral	39.75	42.00	5.7	42.4	0.68	0.80	0.83	1.72	2.01	2.10	16.78	15.04	14.77	14	13	7	-29,034	-20,893	5,095	14,286	567,857	3.66		
NOK	Buy	7.60	9.50	25.0	7.2	0.00	0.21	0.44	0.00	2.72	5.78	-0.54	7.14	3.99	n.m.	n.m.	60	-3,231	-2,139	-2,417	625	4,750	0.03		
THAI	Sell	18.10	15.50	(14.4)	17.6	0.00	0.34	0.38	0.00	1.87	2.10	6.70	5.75	5.45	37	12	1	133,842	127,429	120,577	2				

Disclaimer:

ข้อมูลในรายงานนี้เป็นข้อมูลที่มีการเปิดเผยต่อสาธารณะ ซึ่งนักข่าวสามารถเข้าถึงได้โดยทั่วไป และในข้อมูลที่เกี่ยวข้องบ้างเมื่อใดก็ตามที่ บริษัทหลักทรัพย์ ไทยพาณิชย์ จำกัด (“บริษัท”) มีมติยืนยันหรือรับรองถึงความถูกต้อง หรือสมบูรณ์ของข้อมูลดังกล่าวอย่างใด ความสำเร็จกับปรากฏการณ์ในรายงานนี้เป็นเพียงการนำเสนอในมุมมองของบริษัท และในบางกรณี ณ วันที่ที่ปรากฏในรายงานเท่านั้น ซึ่งอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว โดยบริษัทไม่จำเป็นต้องแจ้งให้สาธารณะ หรือนักลงทุนทราบ รายงานนี้จัดทำขึ้นเพื่อเผยแพร่ข้อมูลแก่ นักลงทุนเท่านั้น บริษัทไม่รับประกันหรือรับรองว่าข้อมูลหรือความคิดเห็นในรายงานนี้จะเป็นประโยชน์ต่อการตัดสินใจของหรือผลประโยชน์ของบริษัทในบริษัทใดก็ตามที่ปรากฏในรายงานนี้ และ/หรือ บริษัทในเครือของ บริษัท

[illegible]

SCBS ลงนามสิทธิในการใช้ข้อมูลขององค์กรเพื่อเพียงผู้เดียวในการที่พัฒนาข้อมูลในบริษัทของเราโดยไม่ใช่นอกกล่าว เอกสารฉบับนี้จัดส่งให้เฉพาะบุคคลที่ทำงานเท่านั้น และห้ามใช้สิทธิการถ่ายทำ ดัดแปลง เผยแพร่ ขาย จ้างนาย พิมพ์ซ้ำ ส่งต่อ หรือแสวงหาประโยชน์เชิงพาณิชย์ไปไว้ในลักษณะใดๆ เว้นแต่จะได้รับขออนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจาก SCBS ก่อน

[illegible]

SCBS ลงนามสิทธิในการใช้ข้อมูลของตนเฉพาะเพียงผู้เดียวในการที่พัฒนาข้อมูลในครั้งคราวโดยให้ออกนอกกล่าว เอกสารฉบับนี้จัดส่งให้เฉพาะบุคคลที่กำหนดเท่านั้น และห้ามปีให้มีการทำซ้ำ ดัดแปลง เผยแพร่ ขาย จำหน่าย พิมพ์ซ้ำ ส่งต่อ หรือแสดงหาประโยชน์เชิงพาณิชย์ไม่ว่าในลักษณะใดๆ เว้นแต่จะได้รับขออนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจาก SCBS ก่อน

บริษัทหลักทรัพย์ไทยพาณิชย์ จำกัด ("SCBS") ทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลตลาดพลอย (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) ในหุ้นสามัญของ AAV, ADVANC, AMATA, ANAN, AOT, BA, BANPU, BBL, BCH, BCP, BDMS, BEAUTY, BCE, BEM, BH, BJCHI, BIA, BILAND, BTS, CBG, CENTEL, CHG, CK, CKP, CPALL, CPF, CPN, DELTA, DTAC, EARTH, EGCO, EPG, ERV, GL, GLOBAL, GLOW, GPSC, HANA, HMPRO, ICHI, INTUCH, IRPC, ITD, IV, KBANK, KEC, KKB, KTB, KTC, LH, IHBANK, IPN, MAJOR, MINT, MTL, PSH, PTG, PTT, PTEP, PTGCG, QH, ROBINS, SAMART, SAVVAD, SCC, SIRI, SPAU, SPCG, SPRC, STEC, STPI, SUPER, SVI, TASCO, TCAP, THAI, THCOM, TISCO, TKN, TMB, TOP, TPIPL, TRUE, TTA, TU, TWO, UNIQ, WHA, WORK

บทบัญญัติกรณียาขายละยอขึ้นในหนังสือขึ้นของในสำนักเลตสลาตรอนที่มีดังกล่าวยังครอบคลุมก่อนตัดสินของลูกทูน ก็เป็น ความเห็น ว่า บทวิชัย บทวิศราห์ รากา ข้อความ การกำหนด การประมิม และ/หรือ ข้อมูลอื่นที่ระบุในเอกสารฉบับนี้ ("ข้อมูล") มีวัตถุประสงค์เพื่อเป็นข้อมูลทั่วไปเท่านั้น และอาจเป็นข้อความว่า เป็นการให้คำแนะนำแก่บุคคลใด ๆ หรือเป็นการเสนอซื้อ หรือเสนอขาย หรือจัดหาผลิตภัณฑ์หรือบริการของฝ่ายซึ่งสหภาพฯ โดย SCBS และ/หรือกรรมการ พนักงาน ลูกจ้าง และ/หรือกรรมการ SCBS จึปรับพัฒนาต่อความเสียหายใด ๆ ที่ความเสียหายทางตรง ความเสียหายทางอ้อม ความเสียหายจากการตัดสินใจ ความเสียหายพิเศษ หรือความเสียหายที่เป็นผลสืบเนื่อง อันมีเหตุจากการใช้วิธีการซื้อที่มิใช่ผลดี กล่าว ซึ่งเหตุที่มิใช่การที่เพียงการสูญเสียผลกำไร อาจถูกพบทั้งข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ประกอบกับข้อมูลเลตสลาตรอนที่อื่น ๆ รวมทั้งวิธีการดำเนินงานของตนในการตัดสินของลูกทูน โดยข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ได้รับมาจากแหล่งข้อมูล SCBS เห็นว่าน่าเชื่อถือ ซึ่ง SCBS ไม่สามารถรับรองทั้งความถูกต้อง ความสมบูรณ์ และ/หรือ ความครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าวได้

SCBS ลงนามสิทธิในการใช้ข้อมูลเชิงสถิติเพียงผู้เดียวในการแก้ไขเพิ่มเติมข้อมูลเป็นครั้งคราวโดยไม่ต้องบอกกล่าว ทั้งนี้ เอกสารฉบับนี้จัดส่งให้แก่อำเภอพระนครศรีอยุธยาที่ท่าถนนไผ่ท่าพัน และห้ามมิให้มีการทำซ้ำ ตัดแปลง เผยแพร่ ขาย จำหน่าย พิมพ์ซ้ำ ส่งต่อ หรือ เลวทร่าปรียบในเชิงพาณิชย์ไปยังผู้อื่นในลักษณะใด ๆ เว้นแต่จะได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจาก SCBS ก่อน

CG Rating 2016 Companies with CG Rating

AMATA, AOT, BAFS, BAY, BCP, BIGC, BTS, BWG, CK, CPF, CPN, CSL, DELTA, DEMCO, DRAT, DTAC, DTC, EASTW, EGCO, GFPT, GPSC, GRAMMY, HANA, HMPRO, INTUCH, IRPC, IVL, KBANK, KCE, KKP, KTB, KTC, LHBANK, LPN, MBK, MCOT, MINT, MONO, NKI, NYT, OTO, PHOL, PPS, PS, PSL, PTT, PTPTEP, PTTGQ, QH, QTC, RATCH, SAMKOT, SAMTEL, SAT, SC, SCB, SCC, SE-ED, SIM, SITHAI, SNC, SPALI, SSSC, STEC, SVI, TCAP, THCOM, TISCO, TKT, TMB, TNDD, TOP, TSC, TTCL, TU, UV, VGI, WAOOL, XAL

25, AA, ACAP, ADVANC, AGE, AH, AHC, AKP, ALUCON, AMANAH, ANAN, AP, APCO, APCS, ARIP, ASIA, ASIMAR, ASK, ASP, AUCT, AYUD, BANPU, BBL, BDMS, BEM, BFIT, BLA, BOL, BROOK, CEN, CENTEL, CFRESH, CGH, CHG, CHO, CHOW, CI, CIMBT, CXP, CM, CNS, CNT, COL, CPI, DCC, EA, ECF, EE, ERW, FORTH, FPI, GBX, GC, GCAP, GL, GLOBAL, GLOW, GUNKUL, HOTPOT, HYDRO, ICC, ICHI, IFEC, INET, IRG, JSP, K, KSL, KTIS, L&E, LANNA, LH, LHK, LIT, LUXLEY, LRH, LST, M, MACK, MALEE, MBKET, MC, MEGA, MFMC, MOONG, MSC, MTI, MTLG, NCS, NOBLE, NLI, PACE, PAP, PB, PCSGH, PDI, PF, PG, PIJ, PLANB, PM, PPP, PR, PRANDA, PREB, PRG, PRINC, PT, PTX, PYLON, Q-CON, RICHY, ROBINS, RS, RWI, S, S & J, SABINA, SALEE, SAMCO, SCG, SEAFSC, SFP, SIAM, SINGER, SIS, SMK, SMPG, SMT, SNP, SPI, SPPT, SPRC, SR, SSE, SST, STA, SUSCO, SUMHA, SWP, SYMC, SYNEK, SYNTEC, TAE, TAKUNI, TASCO, TBSP, TCC, TF, TFI, TGI, THAI, THANA, THANII, THIP, THRE, THREL, TICON, TIPCO, TK, TKS, TMC, TMI, TMILL, TMT, TNITY, TNL, TOG, TPC, TPCORP, TRC, TRU, TRUE, TSE, TSR, TSTE, TSTH, TTA, TTW, TVD, TVO, TWPC, UAC, UP, UPF, VIH, VNT, WINNER, YUASA, ZMICO

AEC, AEONTS, AF, AIRA, AIT, AJ, AKR, AMARIN, AMATAV, AMC, APURE, AQUA, ARROW, AS, BA, BEAUTY, BEC, BH, BIG, BJC, BJCHI, BKD, BR, BROCK, BRR, BTNC, CBG, CGD, CHARAN, CITY, CMR, COLOR, COM7, CPL, CSC, CSP, CSR, CSS, CTD, DCON, DIMET, DNA, EARTH, EASON, ECL, EFORL, EPCO, EFG, ESSO, FE, FER, FOCUS, FMSMT, FSS, FVC, GEL, GIFT, GLAND, GOLD, GSTEL, GYF, HPT, HTE, HTECH, IFS, IHL, ILLINK, INSURE, IRP, IT, ITD, J, JMART, JMT, JUBILE, JWD, KASET, KBS, KCAR, KGI, KKC, KOK, KWC, YVE, LALIN, LPH, MAJOR, MAKRO, MATCH, MATI, M-CHAI, MGD, MFEF, MID, MK, MODERN, MONG, NC, NCL, NDR, NEP, NOK, NUSA, PATA, PCA, PDG, PF, PICO, PIMO, PL, PLAT, PLP, PMTA, PMW, PRIN, PSTC, QCT, RCI, RCL, RICH, RMI, RPS, SANKO, SAPPE, SAWAD, SCI, SCN, SCF, SEAOIL, SENA, SIRI, SKR, SLP, SMC, SMIT, SORKON, SPA, SPC, SPCG, SPVL, SSC, STANLY, STPL, SUC, TACC, TCCC, TCMC, TMO, TFD, TFG, TIC, TIM, TKN, TLUXE, TMD, TNL, TOPP, TPA, TPAC, TPCH, TPIPL, TPOLY, TRITN, TRT, TTI, TVI, TVI, TVU, U, UBIS, UMI, UKOIC, UT, UWC, VIBHA, VPO, VTE, WICE, WIM, WIN, X

Corporate Governance Report

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

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

SMG was voluntarily delisted from the Stock Exchange of Thailand effectively on June 2, 2016.

Anti-corruption Progress Indicator

Certified (ได้รับการรับรอง)

ADVANC, AKC, AMANAH, ASP, AYUD, BAFS, BANPU, BAY, BBL, CFC, BKT, BLA, BTS, BWG, CENAL, CFRESH, CIMBT, CINS, CPI, CPIN, CLC, DCC, DEMKO, DIMET, DRT, DTAC, DTD, EASTW, ECL, ECGO, ERW, FE, FSS, GBG, GCAP, GLOW, HANA, HCC, HCF, INTUCH, IRPC, IUL, KBANK, KCE, KGI, KKP, KTB, KTC, KTL, LANNA, LHBANK, LHK, MBK, MBKET, MFC, MINT, MONO, MOONG, MSC, MTI, KSI, NSI, OCEAN, PB, PE, PG, PHOL, PM, PPP, PPS, PR, PSL, PT, PTG, PTI, PTTER, PTTCG, Q-CON, QLT, RATCH, S & J, SABINA, SAT, SCB, SCC, SCG, SINGER, SIS, SMP, SNC, SNP, SPT, SSF, SSI, SSSC, SVI, TCAP, TCMG, TF, TGCI, THANI, THCOM, THRE, THREL, TIPCO, TISCO, TMB, TMD, TNITY, TNL, TOG, TOP, TPCORP, TSC, TSTH, TTCL, TVI, WAOAL

Declared (ประกาศเจตนารมณ์)

2S, A, ABC, AEL, AF, AFT, AI, AIRA, ALUCON, AMATA, ANAN, AOT, AP, APCS, AQCA, ASIAN, ASC, BCH, BEAFU, BFTI, BICHI, BROCK, BROOK, BRR, BSBM, BTNC, CGH, CHOTI, CHOW, CM, COL, CPALL, CPF, CSS, CSS, EE, EPCO, FC, FER, FNS, FPI, FSBM, GEL, GFT, GIFT, GLOBAL, GPSC, GREEN, GUNKUL, HMPRO, ICHI, JIE, JIS, ILINK, INET, IRC, J, JMART, JMT, JUBILE, JUTHA, K, KASET, KBAS, KCAR, KSC, KTECH, KYE, LM, LFN, LVP, M, M, MBAX, MC, MCOT, MDA, MILL, MI, MFG, MTL, MTL, NBC, NINE, NMG, NNCL, NTV, NUSA, OCC, OGC, PACE, PAF, PCSGH, PDG, PDI, PIMO, PK, PLANB, PLAT, PRANDA, PRG, PRINC, PSTC, PYLON, QH, RML, ROBINS, ROH, SANKO, SAUCE, SC, SCCC, SCN, SEADIL, SE-ED, SENA, SGP, SITHAI, SMIT, SMK, SORKON, SPACK, SPPT, SPRC, SR, SRICHA, STA, SUSO, SYNTCE, TAE, TAKUNI, TASCO, TBSP, TFG, TFI, TICON, TIP, TKI, TLUXE, TMLL, TMT, TPA, TPP, TRT, TRU, TRUE, TSE, TU, TUD, TVO, TVT, U, UBIS, UKEM, UOBKH, UREKA, UWC, VGI, VIBHA, VNNT, WAVE, WHA, WICE, WIILK, XO

N/A

[illegible]

Explanations

Companies participating in Thailand's Private Sector Collective Action Coalition Against Corruption programme (Thai CAC) under Thai Institute of Directors (as of January 27, 2017) are categorised into: companies that have declared their intention to join CAC, and companies certified by CAC.

กรุงเทพฯ – สำนักงานใหญ่

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

กรุงเทพฯ – สาขารัษฎาธิปไตย

9 ชั้น 1B 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. เลาดงหิน 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
กรุงเทพมหานคร 10700
โทร: 0 2949-1429
โทรสาร: 0 2884-7962

เชียงใหม่ – สาขาสี่แยกสนามบินเชียงใหม่

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

เชียงใหม่ – สาขาท่าแพ

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

เชียงใหม่ – สาขาคณะแพทยศาสตร์เชียงใหม่

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

หาดใหญ่ – สาขาก่อนราษฎร์ยินดี (หาดใหญ่)

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