

แนวโน้มตลาดหุ้นไทยไตรมาส 4/60



SCBS Market Strategy Reports



2559



2558



2557



ดูข้อมูลลงวันสิทธิ์และปฏิสรความรับผิดชอบสำหรับบทวิเคราะห์
ในส่วนท้ายของรายงานฉบับนี้

Research Group

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

เลขานุการ

กนิยารัตน์ กาวีเย
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 สัตยพานิช, CFA
kittima.sattayapan@scb.co.th, (662) 949-1003

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

ชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์ สารานุกรม
ศลยา ณ สงขลา
sola.ya.na_songkhla@scb.co.th, (662) 949-1006

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

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

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

ผู้ช่วยนักวิเคราะห์
ปรภา ชวโนทัย
parapa.chavanothai@scb.co.th, (662) 949-1016

กลยุทธ์การลงทุน

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

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

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

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

วิเคราะห์ตราสารอนุพันธ์
บดินทร์ กองกะจันท์
banyart.kongkachan@scb.co.th, (662) 949-1088

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

Research Support

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

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

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

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

จัดพิมพ์
สรานจิตร์ ่อนอารีย์
saranjit.onaree@scb.co.th, (662) 949-1028

สารบัญ

ไปต่อ	1
-------------	---

Top Picks

บมจ. แอดวานซ์ อินโฟร์ เซอร์วิส (ADVANC)	33
บมจ. อมตะ คอร์ปอเรชั่น (AMATA)	37
บมจ. ซีพี ออลล์ (CPALL).....	41
บมจ. สยามโกลบอลเฮ้าส์ (GLOBAL).....	45
บมจ. โรบินสัน (ROBINS).....	49
บมจ. ดับบลิวเอชเอ คอร์ปอเรชั่น (WHA).....	53
บมจ. เวิร์คพอยท์ เอ็นเทอร์เทนเมนท์ (WORK).....	57

กลุ่มอุตสาหกรรม

ยานยนต์	61
การบิน	63
ธนาคาร	65
พาณิชย์	67
วัสดุก่อสร้าง	69
ชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์	71
พลังงาน	73
เงินทุน	75
อาหาร.....	77
การแพทย์	79
นิคมอุตสาหกรรม	81
ประกัน	83
สื่อ	85
ปิโตรเคมี	87
พัฒนาโครงการที่อยู่อาศัย	89
หลักทรัพย์	91
สื่อสาร	93
ท่องเที่ยว (โรงแรม)	95
สาธารณูปโภค.....	97
SCBS Stock Universe	99

This page is left blank intentionally



ไปต่อ

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

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

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

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

ตลาดหุ้นไทยขยับเข้าใกล้เป้าหมาย 1700 จุดปลายปี 2560 ของเรา ซึ่งเรามองว่ามีโอกาสไม่น้อยที่ดัชนี SET Index จะไปต่อและทำจุดสูงสุดนับตั้งแต่จัดตั้งตลาดหลักทรัพย์ได้ในปี 2561 ด้วยปัจจัยสนับสนุนหลายอย่างทั้งการเติบโตทางเศรษฐกิจภายในและภายนอกประเทศ ตลอดจนกำไรบริษัทจดทะเบียน ทำให้เป้าหมายดัชนีที่ 1900 จุดนั้นดูจะอยู่ใกล้แค่เอื้อม

การเติบโตยังไปต่อ จากปัจจัยสนับสนุนมากมาย นับเป็นครั้งแรกในรอบหลายปีที่เศรษฐกิจไทยมีแนวโน้มเติบโตอย่างมีเสถียรภาพและสมดุลทั้งจากการบริโภคในประเทศที่เติบโตต่อเนื่อง การส่งออกที่รับแรงหนุนจากภาวะเศรษฐกิจการค้าโลก นอกจากนี้ วัฏจักรการลงทุนรอบใหม่ของประเทศจะเป็นตัวเปลี่ยนเกมของประเทศไทย ทั้งจากการลงทุนภาครัฐในโครงสร้างพื้นฐานและการลงทุนเอกชน ประกอบกับอัตราเงินเฟ้อที่ต่ำทำให้รพท. น่าจะคงอัตราดอกเบี้ยต่ำสนับสนุนการเติบโตไปอีกนาน

ดัชนียังไปต่อสู่เป้าหมาย 1900 จุดที่อยู่ใกล้แค่เอื้อม เพราะคิดเป็นการปรับขึ้นแค่ 12% ในปี 2561 เท่านั้น เมื่อเทียบกับดัชนีเป้าหมายสิ้นปี 2560 ของเราที่ 1700 จุด โดยเป็นการปรับตัวขึ้นตามพื้นฐานผลประกอบการที่น่าจะโตราว 8-10% ต่อปีไปอีก 2-3 ปี ส่งผลให้กำไรต่อหุ้น (EPS) ของไทยปรับขึ้นจาก 94 (ปี 2559) ไปยัง 122 (ปี 2562) สะท้อน Nominal GDP ที่น่าจะขยายตัวราว 4-6% (รวมผลของเงินเฟ้อแล้ว) ทั้งนี้ เราใช้ Forward PE multiple ที่ 15.6 หรือราว 2SD เหนือค่าเฉลี่ย 3 ปี ซึ่งนับว่าเป็นไปได้ไม่ยากเพราะเกิดขึ้นมาถึง 2-3 ครั้งแล้วในช่วงไม่กี่ปีที่ผ่านมา และแนวโน้มตลาดหุ้นยังได้รับปัจจัยหนุนจากเศรษฐกิจโลกที่เติบโต อัตราดอกเบี้ยต่ำ และความต้องการลงทุนสินทรัพย์เสี่ยงของนักลงทุนทั่วโลก ปัจจัยสำคัญอยู่ที่ความคืบหน้าการลงทุนโครงสร้างพื้นฐานและกฎหมายเกี่ยวกับโครงการระเบียงเขตเศรษฐกิจภาคตะวันออก (EEC) ที่จะช่วยเพิ่มความมั่นใจและเม็ดเงินลงทุนจากต่างประเทศ (FDI) และหนุนให้ตลาดปรับตัวขึ้นไปต่อได้

กลยุทธ์การลงทุนไตรมาส 4/60 ของเราเน้นไปที่ story เกี่ยวกับการเติบโตในประเทศ โดยเน้น Story การขับเคลื่อนโดยการบริโภคและการลงทุนในประเทศ ตลอดจนปัจจัยพื้นฐานที่โดดเด่นเฉพาะตัวของหุ้น โดยกลุ่มพาณิชย์และกลุ่มนิคมอุตสาหกรรมจะได้รับประโยชน์มากที่สุดจากรายได้ครัวเรือน และ FDI ที่เพิ่มขึ้น

หุ้น top picks ประจำไตรมาส 4/60 เราเลือก CPALL, GLOBAL, ROBINS, AMATA, และ WHA สำหรับธีมการอุปโภคบริโภคและการลงทุน และเลือก ADVANC และ WORK จาก story การเติบโตเฉพาะตัว

- **ADVANC:** กำไรจะเข้าสู่วัฏจักรขาขึ้นรอบใหม่ (1% ในปี 2560, 7.7% 2561 และ 10% 2562) เพราะ ARPU จะเพิ่มขึ้นตามจำนวนลูกค้า postpaid ที่เพิ่มขึ้น และขาดทุนจากการอุดหนุนราคาเครื่องโทรศัพท์ที่ลดลง
- **AMATA:** อยู่ในฐานะที่จะได้ประโยชน์อย่างเต็มที่จาก EEC เพราะที่ดินที่บริษัทมีอยู่ทั้งหมด 10,000 ไร่อยู่ในเขตเศรษฐกิจพิเศษ EEC ซึ่งจะทำให้เป็นที่ต้องการของตลาดและราคาที่ดินจะปรับตัวสูงขึ้น
- **CPALL:** คาดยอดขายสาขาเดิมเติบโตดีขึ้น แม้จะเพิ่มสาขาจาก 10,000 สาขาในไตรมาส 2/60 สู่ 13,000 สาขาในปี 2564 อัตราส่วนหนี้สินสุทธิต่อทุนจะลดลงจาก 2.2 เท่า (ครั้งแรกปี 60) สู่ 1.3 เท่า (ปี 2561)
- **GLOBAL:** ราคาหุ้นปีนี้แพ้ SET ราว 14% ยอดขายสาขาเดิมน่าจะปรับตัวดีขึ้นในช่วงครึ่งหลังปี 60 จากฐานต่ำในปี 2559 และความเชื่อมั่นและรายได้เกษตรกรที่ดีขึ้น อีกทั้งยังวางแผนเพิ่มสาขาอีก 8 แห่งในปี 2560
- **ROBINS:** ยอดขายสาขาเดิมจะปรับตัวดีขึ้นในช่วงครึ่งหลังปี 60 จากความเชื่อมั่นที่ดีขึ้น จำนวนนักท่องเที่ยวที่เพิ่มขึ้น และรายได้เกษตรกรที่ดีขึ้น โดยมีแผนเปิดสาขาอีก 3 แห่งในปี 2561-2563 อัตรากำไรน่าจะดีขึ้นตามสัดส่วนยอดขายสินค้า private brand ที่เพิ่มขึ้น
- **WHA:** ได้ประโยชน์จาก EEC เพราะธุรกิจส่วนใหญ่อยู่ในระยองและชลบุรี ซึ่งบริษัทมีที่ดินรอการพัฒนาอยู่ 8,500 ไร่
- **WORK:** กำไรจะเติบโตกว่า 500% ในปี 2560 และจะเติบโตที่ CAGR 21% ในปี 2561-2562 จากการขึ้นอัตราค่าโฆษณา ต้นทุนโฆษณาต่อเรตติ้ง (CPRP) ยังต่ำกว่าช่อง 3 อยู่ 50% และต่ำกว่าช่อง 7 อยู่ 34%

Top picks ไตรมาส 4/60 – 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
ADVANC	Buy	194.00	230.0	22.3	18.4	18.6	17.3	(20)	(1)	8	13.5	11.9	11.4	69	68	67	5.2	3.8	4.0	10.9	10.4	9.9
AMATA	Buy	20.10	29.0	47.3	15.3	12.6	9.2	62	21	37	1.5	1.4	1.3	10	11	14	2.2	3.0	4.2	12.2	11.7	9.1
CPALL	Buy	65.00	78.0	21.6	35.2	31.7	26.9	21	11	18	9.8	7.3	6.3	33	27	26	1.5	1.6	1.9	20.0	18.0	15.9
GLOBAL	Buy	16.00	19.0	19.5	41.4	38.4	31.9	71	8	20	3.8	3.6	3.3	10	10	11	6.5	0.8	0.9	24.5	24.4	20.7
ROBINS	Buy	63.00	78.0	25.7	27.8	26.5	22.7	17	5	17	4.3	4.0	3.6	16	16	17	1.8	1.9	2.2	14.5	14.9	13.5
WHA	Buy	3.32	4.5	38.1	16.4	15.5	13.2	58	6	18	2.2	1.6	1.5	13	12	12	4.6	2.6	3.0	14.2	20.8	18.5
WORK	Buy	84.00	110.0	32.6	186.2	30.2	24.2	17	516	25	12.0	7.3	5.9	7	31	27	0.3	1.6	2.1	42.2	17.7	15.0
Average					48.7	24.8	20.8	32	81	20	6.7	5.3	4.8	23	25	25	3.2	2.2	2.6	19.8	16.8	14.6

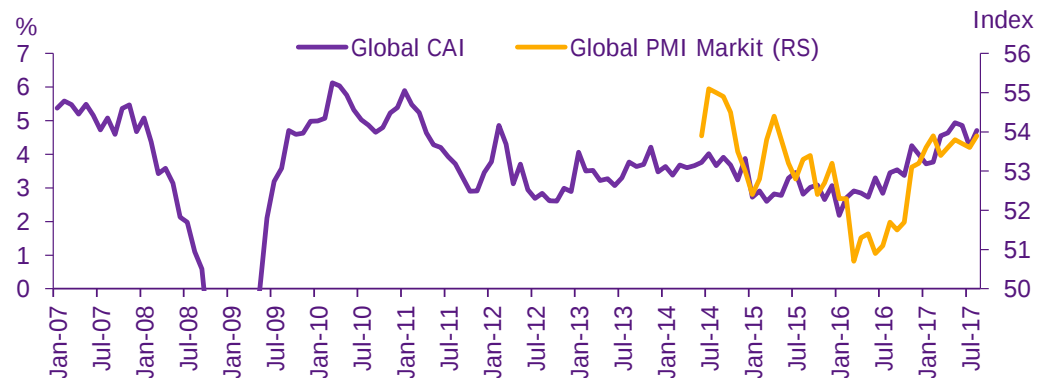
Source: SCBS Investment Research

เศรษฐกิจโลกมีแนวโน้ม
เติบโตอย่างแข็งแกร่ง...

ภาพรวมเศรษฐกิจโลก

เศรษฐกิจโลกยังคงมีแนวโน้มเติบโตอย่างแข็งแกร่งมากขึ้น โดยกองทุนการเงินระหว่างประเทศ (IMF) คาดว่าเศรษฐกิจโลกจะขยายตัวเพิ่มขึ้น 3.5% YoY ในปี 2560 ตีกว่าอัตราการขยายตัว 3.2% ในปี 2559 ทั้งนี้ประมาณการของ IMF เป็นตัวเลขที่สูงกว่าประมาณการของตลาดที่คาดว่าเศรษฐกิจโลกจะขยายตัวประมาณ 3% ในปีนี้ สำหรับการเปลี่ยนแปลงประมาณการ IMF ยังคงประมาณการอัตราการขยายตัวของเศรษฐกิจโลกไว้ไม่เปลี่ยนแปลงในรายงานฉบับล่าสุด (เดือนกรกฎาคม) อย่างไรก็ตาม มีการเปลี่ยนแปลงในแง่ของแนวโน้มการเติบโตอยู่บ้าง โดย IMF ปรับประมาณการอัตราการขยายตัวของเศรษฐกิจสหรัฐ ลดลงเล็กน้อยที่ -0.2% หลักๆ เกิดจากการคาดการณ์ที่ลดลงเกี่ยวกับมาตรการกระตุ้นทางนโยบายการคลัง ในขณะเดียวกัน IMF ก็ปรับประมาณการอัตราการขยายตัวของเศรษฐกิจยูโรโซนและญี่ปุ่นเพิ่มขึ้นอีก 0.2% และ 0.1% ตามลำดับ เพื่อสะท้อนถึงตัวเลขเศรษฐกิจที่แข็งแกร่งกว่าคาดในเดือนที่ผ่านมา นอกจากนี้ IMF ยังปรับประมาณการอัตราการขยายตัวของเศรษฐกิจในตลาดเกิดใหม่ (EMA) เพิ่มขึ้นอีก 0.1% ด้วย Figure 1 แสดงให้เห็นว่าอัตราการขยายตัวของเศรษฐกิจโลกมีแนวโน้มปรับตัวดีขึ้นอย่างชัดเจน

Figure 1: อัตราการขยายตัวของเศรษฐกิจโลกมีแนวโน้มปรับตัวดีขึ้นอย่างชัดเจน

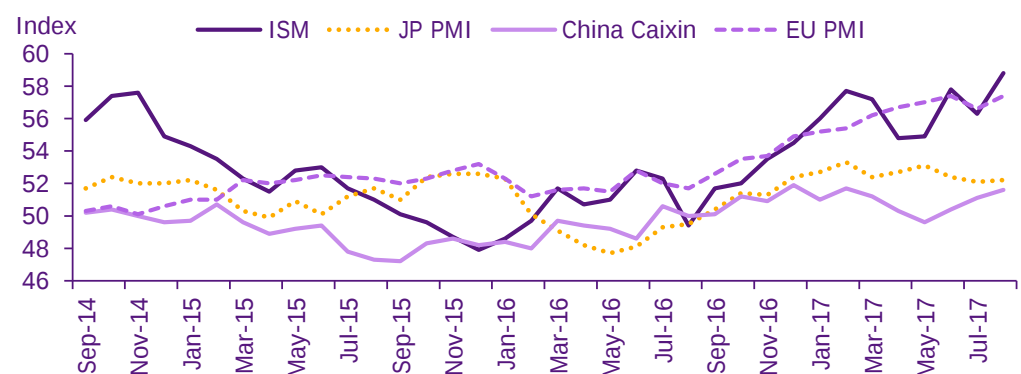


Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

...ด้วยแนวโน้มการเติบโตที่
สอดคล้องกันมากขึ้น

เราเคยกล่าวไว้หลายครั้งแล้วว่า การเติบโตที่แข็งแกร่งมากขึ้นเป็นสิ่งที่ดี แต่การเติบโตที่สอดคล้องกันจะดียิ่งกว่า เหตุผลหลักๆ ก็คือ การเติบโตทางเศรษฐกิจในทิศทางที่สอดคล้องกันมากขึ้นของประเศมหานาจอของโลกละจะช่วยลดความเสี่ยงจากการดำเนินนโยบายเศรษฐกิจที่สวนทางกันซึ่งจะเป็นสาเหตุทำให้ตลาดการเงินทั่วโลกเกิดความผันผวนอย่างมากผ่านการเคลื่อนย้ายเงินทุน แม้การเติบโตของประเศเศรษฐกิจหลักมีความแตกต่างกันในระดับหนึ่งดังที่เห็นได้ในช่วงต้นปี แต่ข้อมูลเศรษฐกิจล่าสุด (ด้านอุปทาน) บ่งชี้ว่าอัตราการขยายตัวของเศรษฐกิจโดยรวมเริ่มปรับเปลี่ยนไปในทิศทางที่สอดคล้องกันมากขึ้น (Figure 2)

Figure 2: เศรษฐกิจของประเทศมหาอำนาจเติบโตในทิศทางที่สอดคล้องกันมากขึ้น



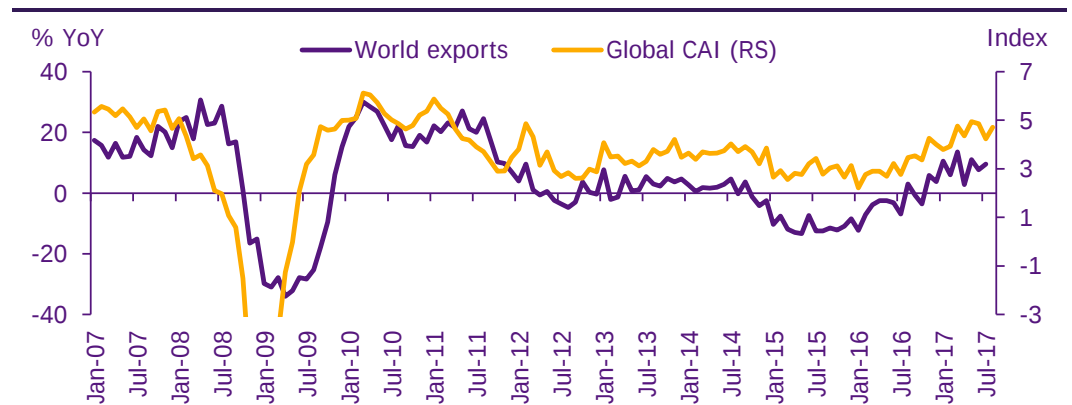
Source: Bloomberg, CEIC, SCBS Investment Research

การค้าโลกยังคงเป็นปัจจัย
สำคัญที่ช่วยสนับสนุนให้
เศรษฐกิจโลกเติบโต

การค้าระหว่างประเทศที่ฟื้นตัวขึ้นอย่างมากตั้งแต่กลางปี 2559 เป็นปัจจัยสำคัญที่ช่วยสนับสนุนให้เศรษฐกิจโลกเติบโต โดยเฉพาะเศรษฐกิจที่พึ่งพารายได้จาก การส่งออกค่อนข้างมาก และดูเหมือนว่าแนวโน้มยังคงเป็นบวก เนื่องจาก IMF ปรับประมาณการอัตราการขยายตัวของปริมาณการค้าโลกเพิ่มขึ้นอีก +0.2% YoY สู่ 4% มุมมองเชิงบวกมากขึ้นของ IMF สอดคล้องกับดัชนีชี้หน้าที่มักจะมีการประกาศออกมาบ่อยๆ (Global Current Activity Index) ซึ่งยังคงมีแนวโน้มที่แข็งแกร่งอย่างต่อเนื่อง (Figure 3) ในขณะเดียวกัน ดัชนีค่าสั่งซื้อใหม่จากสหรัฐ, ยุโรป, และญี่ปุ่น ก็ส่งสัญญาณถึงโมเมนตัมการค้าระหว่างประเทศที่แข็งแกร่งมากขึ้นในอนาคต (Figure 4) แนวโน้มที่สหรัฐ จะใช้นโยบายการค้าที่เข้มงวดมากขึ้นจะยังคงเป็นปัจจัยเสี่ยงสำคัญอย่างหนึ่งต่อ

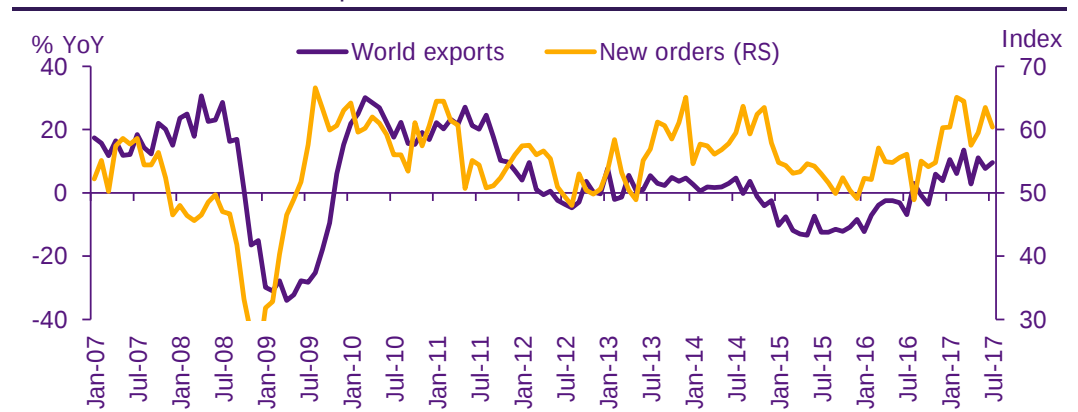
แนวโน้มการค้าโลก ในขณะเดียวกัน นักลงทุนก็ต้องจับตาข้อมูลของการปรับนโยบายการเงินของสหรัฐฯ อย่างใกล้ชิด เนื่องจากการเปลี่ยนแปลงดังกล่าวอาจจะเป็นสาเหตุทำให้เศรษฐกิจผันผวนโดยไม่คาดคิด

Figure 3: การค้าโลกยังคงมีแนวโน้มที่สดใส



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

Figure 4: ดัชนีคำสั่งซื้อใหม่ของกลุ่มประเทศ G3 และอัตราการขยายตัวของการส่งออกทั่วโลก



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

Figure 5: ประมาณการ GDP โลก

	Year over Year			
	Estimate		Projections	
	2015	2016	2017	2018
World Output	3.4	3.2	3.5	3.6
Advanced Economies	2.1	1.7	2	1.9
United States	2.6	1.6	2.1	2.1
Euro Area	2	1.8	1.9	1.7
Germany	1.5	1.8	1.8	1.6
France	1.1	1.2	1.5	1.7
Italy	0.8	0.9	1.3	1
Spain	3.2	3.2	3.1	2.4
Japan	1.1	1	1.3	0.6
United Kingdom	2.2	1.8	1.7	1.5
Canada	0.9	1.5	2.5	1.9
Other Advanced Economies 3/	2	2.2	2.3	2.4
Emerging Market and Developing Economies	4.3	4.3	4.6	4.8
Commonwealth of Independent States	-2.2	0.4	1.7	2.1
Russia	-2.8	-0.2	1.4	1.4
Excluding Russia	-0.5	1.8	2.5	3.5
Emerging and Developing Asia	6.8	6.4	6.5	6.5
China	6.9	6.7	6.7	6.4
India 4/	8	7.1	7.2	7.7
ASEAN-5 5/	4.9	4.9	5.1	5.2
Emerging and Developing Europe	4.7	3	3.5	3.2
Latin America and the Caribbean	0.1	-1.0	1	1.9
Brazil	-3.8	-3.6	0.3	1.3
Mexico	2.6	2.3	1.9	2
Middle East, North Africa, Afghanistan, and Pakistan	2.7	5	2.6	3.3
Saudi Arabia	4.1	1.7	0.1	1.1
Sub-Saharan Africa	3.4	1.3	2.7	3.5
Nigeria	2.7	-1.6	0.8	1.9
South Africa	1.3	0.3	1	1.2
Memorandum				
Low-Income Developing Countries	4.6	3.6	4.6	5.2
World Growth Based on Market Exchange Rates	2.7	2.5	2.9	3
World Trade Volume (goods and services) 6/	2.6	2.3	4	3.9
Advanced Economies	4	2.3	3.9	3.5
Emerging Market and Developing Economies	0.3	2.2	4.1	4.6
Commodity Prices (U.S. dollars)				
Oil 7/	-47.2	-15.7	21.2	0.1
Nonfuel (average based on world commodity export weights)	-17.5	-1.8	5.4	-1.4
Consumer Prices				
Advanced Economies	0.3	0.8	1.9	1.8
Emerging Market and Developing Economies 8/	4.7	4.3	4.5	4.6
London Interbank Offered Rate (percent)				
On U.S. Dollar Deposits (six month)	0.5	1.1	1.6	2.2
On Euro Deposits (three month)	-0.0	-0.3	-0.3	-0.2
On Japanese Yen Deposits (six month)	0.1	0	0	0.1

Note: Real effective exchange rates are assumed to remain constant at the levels prevailing during May 3-May 31, 2017. Economies are listed on the basis of economic size. The aggregated quarterly data are seasonally adjusted.

1/ Difference based on rounded figures for both the current and April 2017 World Economic Outlook forecasts.

2/ For World Output, the quarterly estimates and projections account for approximately 90 percent of annual world output at purchasing-power-parity weights. For Emerging Market and Developing Economies, the quarterly estimates and projections account for approximately 80 percent of annual emerging market and developing economies' output at purchasing-power-parity weights.

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

4/ For India, data and forecasts are presented on a fiscal year basis and GDP from 2011 onward is based on GDP at market prices with FY2011/12 as a base year.

5/ Indonesia, Malaysia, Philippines, Thailand, Vietnam.

6/ Simple average of growth rates for export and import volumes (goods and services).

7/ Simple average of prices of U.K. Brent, Dubai Fateh, and West Texas Intermediate crude oil. The average price of oil in U.S. dollars a barrel was \$42.8 in 2016; the assumed price based on futures markets (as of June 1, 2017) is \$51.9 in 2017 and \$52.0 in 2018.

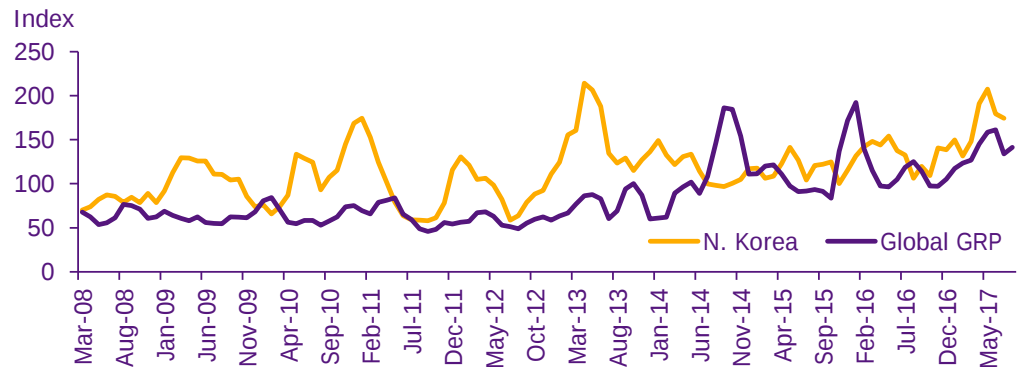
8/ Excludes Argentina and Venezuela.

Source: IMF WEO Update, July 2017.

โครงการพัฒนาศักยภาพ
เกาหลีเหนือส่งผลทำให้
ความเสี่ยงด้านการเมือง
ระหว่างประเทศเพิ่มสูงขึ้น

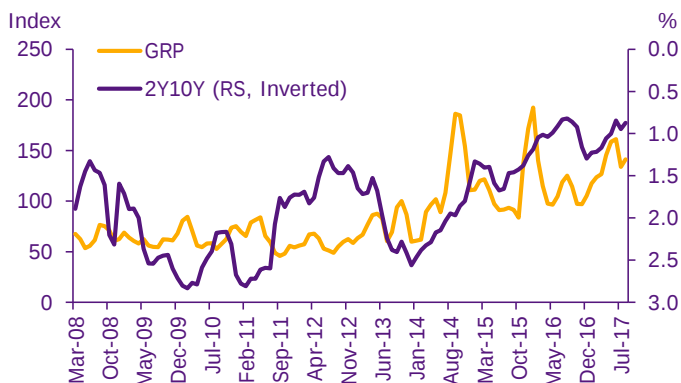
เราเคยกล่าวไว้ในรายงานกลยุทธ์การลงทุนฉบับก่อนหน้าแล้วว่าความเสี่ยงด้านการเมืองระหว่างประเทศที่เพิ่มสูงขึ้นจะสร้างแรงกดดันอย่างมีนัยสำคัญต่อสินทรัพย์เสี่ยง ในขณะที่ความต้องการลงทุนในสินทรัพย์ปลอดภัย (เช่น ทองคำ) จะมีมากขึ้น ในขณะที่เราไม่ใช่ผู้เชี่ยวชาญด้านอาวุธ และ/หรือ ความเสี่ยงด้านการเมืองระหว่างประเทศ แต่เมื่อดูจาก Figure 6 ก็พอจะเห็นได้ว่าการพัฒนาขีปนาวุธของเกาหลีเหนือที่สามารถใช้เป็นขีปนาวุธพิสัยไกลข้ามทวีป (intercontinental ballistic missile - ICBM) ส่งผลทำให้ความเสี่ยงด้านการเมืองระหว่างประเทศเพิ่มสูงขึ้น ทั้งนี้ดัชนีที่ใช้วัดความเสี่ยงด้านการเมืองระหว่างประเทศ (GRP index) ปรับตัวเพิ่มขึ้นมากถึง 96% MoM ในเดือนสิงหาคม หลักๆ เป็นเพราะความเสี่ยงเกี่ยวกับเกาหลีเหนือ เนื่องจาก GRP ของเกาหลีเพิ่มขึ้นถึง 136% การที่เกาหลีได้ออกมาประกาศว่าจะทำการซ้อมรบหลังจากเกาหลีเหนือขู่ว่าจะโจมตีจะเป็นเพียงการเติมเชื้อไฟทางการเมืองในภูมิภาค

Figure 6: เกาหลีเหนือเป็นสาเหตุหลักที่ทำให้ความเสี่ยงด้านการเมืองระหว่างประเทศเพิ่มสูงขึ้น



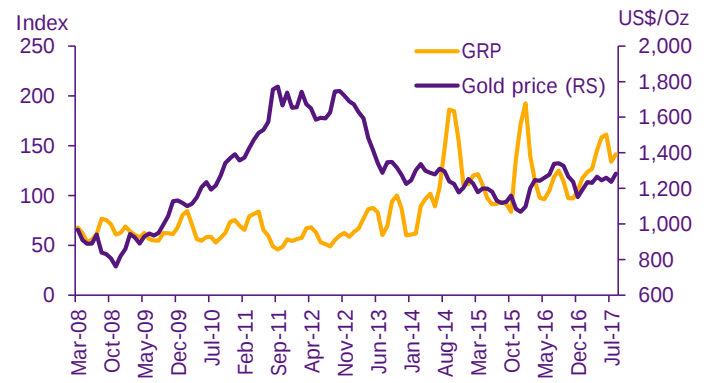
Source: Federal Reserve (Dario Caldara and Matteo Iacoviello: Stanford University), Bloomberg, SCBS Investment Research

Figure 7: GRP index เทียบกับ UST2Y10Y



Source: Bloomberg, CEIC, SCBS Investment Research

Figure 8: GRP index เทียบกับราคาทองคำ



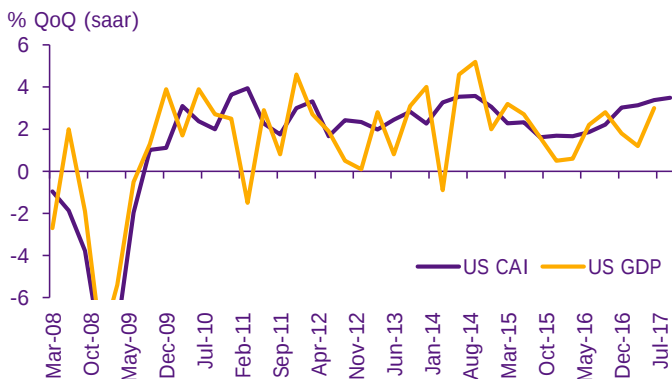
Source: CEIC, SCBS Investment Research

สหรัฐฯ

เศรษฐกิจสหรัฐฯ กลับมา
มีแนวโน้มการเติบโตเป็น
บวก...

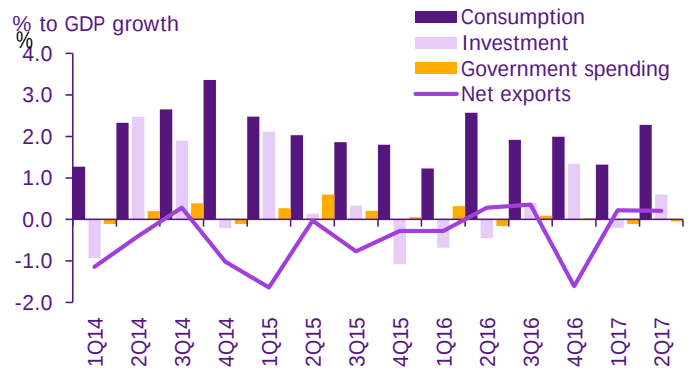
หลังจากเศรษฐกิจชะลอตัวติดต่อกัน 2 ไตรมาส (ไตรมาส 4/59-ไตรมาส 1/60) ในที่สุดเศรษฐกิจสหรัฐฯ ก็กลับมามีโมเมนตัมที่ดีขึ้นเนื่องจากเศรษฐกิจขยายตัว 3% QoQ (saar) ในไตรมาส 2/60 ซึ่งเป็นอัตราการขยายตัวแข็งแกร่งที่สุดนับตั้งแต่ไตรมาส 2/58 ในแง่ของแนวโน้มการเติบโตทางเศรษฐกิจ Current Activity Indicator (CAI) ซึ่งเป็นดัชนีชี้หน้าที่เชื่อถือได้ สัญญาณว่าเศรษฐกิจสหรัฐฯ จะเติบโตเร็วตัวขึ้นอีกในไตรมาสถัดๆ ไป ซึ่งสอดคล้องกับประมาณการอัตราการขยายตัวทางเศรษฐกิจสหรัฐฯ ที่ 3.2% QoQ ในไตรมาส 3/60 ของธนาคารกลางสหรัฐฯ สาขาแอตแลนตา เราคิดว่ามีโอกาสสูงที่สหรัฐฯ จะรายงานอัตราการขยายตัวทางเศรษฐกิจที่แข็งแกร่งมากขึ้นในไตรมาสถัดๆ ไป เนื่องจากการใช้จ่ายอุปโภคบริโภคและการลงทุนในประเทศดูเหมือนจะปรับตัวเพิ่มขึ้น (Figure 10)

Figure 9: เศรษฐกิจสหรัฐฯ มีแนวโน้มเติบโตอย่างแข็งแกร่งมากขึ้น...



Source: Bloomberg, CEIC, SCBS Investment Research

Figure 10: ...โดยได้รับปัจจัยกระตุ้นจากอุปสงค์ในประเทศ

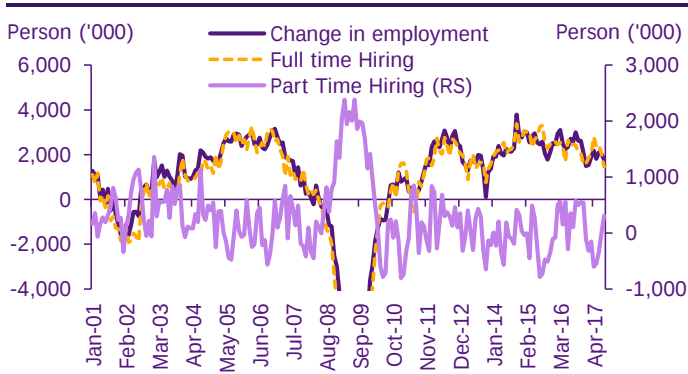


Source: CEIC, SCBS Investment Research

...พร้อมกับตลาดแรงงาน
ที่แข็งแกร่งอย่างมาก

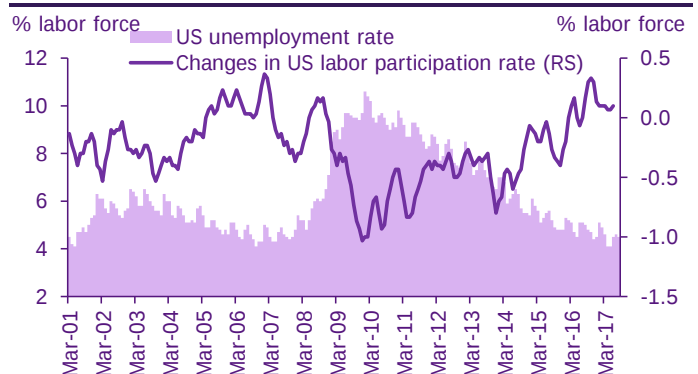
ทั้งนี้เพื่อให้แน่ใจว่าผู้บริโภคจะสามารถการใช้จ่ายอย่างต่อเนื่อง เราจำเป็นต้องเข้าไปตรวจสอบสถานะของตลาดแรงงานและอัตราการเติบโตของรายได้ รวมถึงความสามารถในการกู้ยืม (และภาระหนี้สินของผู้บริโภคในสหรัฐฯ) สำหรับตลาดแรงงาน เราพบว่าการจ้างงานใหม่ปรับตัวเพิ่มขึ้นในระดับที่มีเสถียรภาพและแข็งแกร่งตั้งแต่ปี 2557 (Figure 11) โดยได้รับปัจจัยหนุนจากอัตราการว่างงานในสหรัฐฯ ที่ปรับตัวลดลงสู่ 4.5% ซึ่งเป็นระดับต่ำที่สุดนับตั้งแต่ปลายปี 2550 และใกล้เคียงอย่างมากกับภาวะที่ตลาดแรงงานมีการจ้างงานเต็มศักยภาพ (NAIRU) นอกจากนี้ยังเป็นที่น่าสนใจอย่างมากที่อัตราการมีส่วนร่วมในกำลังแรงงาน (labour force participation rate) ในสหรัฐฯ เริ่มปรับตัวเพิ่มขึ้น หลังจากทรงตัวมานานหลายปี ซึ่งน่าจะส่งสัญญาณว่าประชาชนที่มีคุณสมบัติสำหรับตำแหน่งงานมีความมั่นใจในเศรษฐกิจสหรัฐฯ มากขึ้น และตัดสินใจกลับคืนสู่ตลาดแรงงานแบบดั้งเดิม (Figure 12) นัยสำคัญจากแนวโน้มเช่นนี้คือ: 1) อัตราการว่างงานจะลดลงในอัตราที่ชะลอตัวลง, 2) อัตราการเติบโตของค่าจ้างอาจจะเพิ่มขึ้นอย่างช้าๆ มากขึ้น, และ 3) เราสามารถคาดการณ์ได้ถึงแรงกดดันขาขึ้นที่ลดน้อยลงต่ออัตราเงินเฟ้อ อย่างไรก็ตามแนวโน้มนี้ไม่ใช่สิ่งที่เกิดขึ้นอย่างถาวร เนื่องจากการคาดการณ์จะกลับคืนสู่ภาวะปกติเมื่ออัตราการมีส่วนร่วมในกำลังแรงงานอยู่ในระดับทรงตัว

Figure 11: การจ้างงานใหม่ยังคงอยู่ในระดับที่แข็งแกร่ง...



Source: CEIC, SCBS Investment Research

Figure 12: ...ในขณะที่อัตราการว่างงานลดลงตามอัตราการมีส่วนร่วมในกำลังแรงงานที่เพิ่มขึ้น

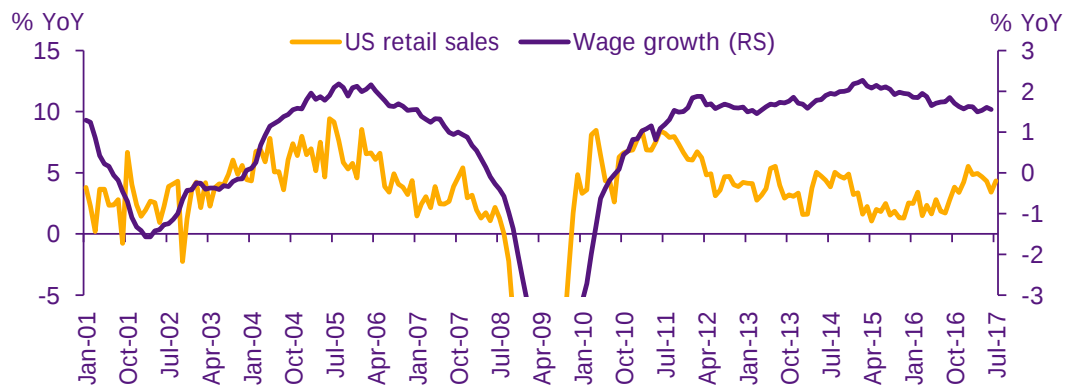


Source: CEIC, SCBS Investment Research

อัตราการเติบโตของค่าจ้าง
อยู่ในระดับทรงตัว ในขณะที่
ภาระหนี้สินของผู้บริโภค
เริ่มสูงขึ้น

การใช้จ่ายของผู้บริโภคเป็นหนึ่งในปัจจัยสำคัญที่ช่วยสนับสนุนให้เศรษฐกิจสหรัฐฯ เติบโต รวมถึงเป็นตัวกำหนดทิศทางนโยบายของเฟด Figure 12 แสดงให้เห็นว่าอัตราการเติบโตของยอดขายปลีกของสหรัฐฯ อยู่ในระดับทรงตัวตั้งแต่เศรษฐกิจฟื้นตัว แม้การใช้จ่ายอุปโภคบริโภคเติบโตในระดับที่น่าพอใจประมาณ 4% YoY มาตั้งแต่ปี 2553 แต่เราพบว่าอัตราการเติบโตของการใช้จ่ายในปัจจุบันต่ำกว่าอัตราการเติบโตที่ 8.5% ภายหลังวิกฤตเศรษฐกิจในแต่ละรอบนับตั้งแต่ปี 2503 (7 รอบ) เหตุผลอย่างหนึ่งก็คือ ผู้บริโภคในสหรัฐฯ มักจะกู้ยืมมากขึ้น ภายหลังวิกฤตเศรษฐกิจแต่ละรอบ ระดับเฉลี่ยของการชำระหนี้ครัวเรือนคิดเป็นเปอร์เซ็นต์ของรายได้ที่ใช้จ่ายได้จริง (เครื่องชี้ภาระหนี้สินของผู้บริโภค) อยู่ที่ 3.4% หลังจากวิกฤตเศรษฐกิจแต่ละรอบนับตั้งแต่ปี 2523 ซึ่งแตกต่างอย่างมากจากวัฏจักรปัจจุบันที่ภาระหนี้สินของผู้บริโภคอยู่ที่ประมาณ 0% หรือกล่าวอีกนัยหนึ่งก็คือแทบไม่มีภาระหนี้สิน ซึ่งหมายความว่าค่าใช้จ่ายของผู้บริโภคส่วนใหญ่ใช้เงินจากค่าจ้างที่เพิ่มขึ้น

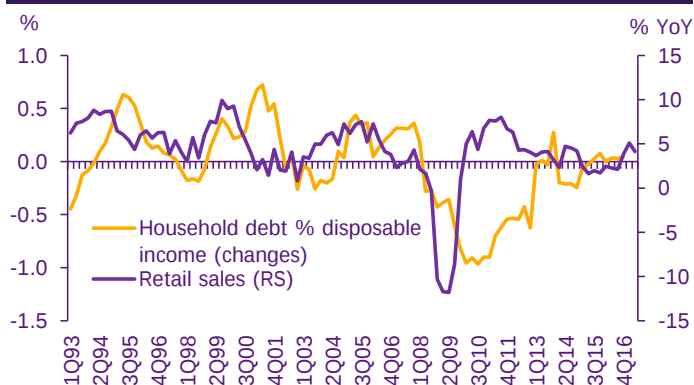
Figure 13: อัตราการเติบโตของการใช้จ่ายของผู้บริโภคและค่าจ้างดูเหมือนจะมีแนวโน้มเติบโตเพิ่มขึ้น



Source: CEIC, SCBS Investment Research

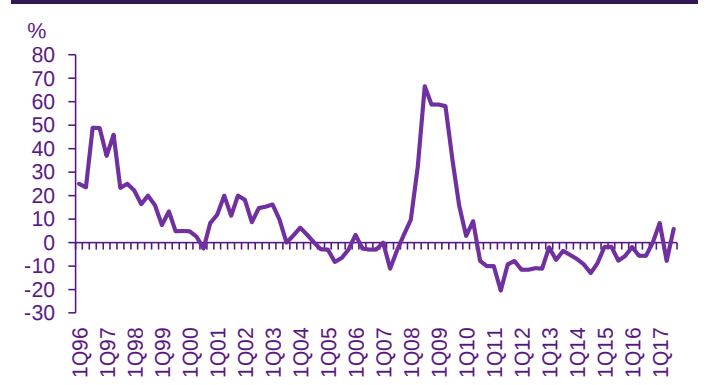
อย่างไรก็ตาม มีสัญญาณเริ่มแรกบางอย่างที่บ่งชี้ถึงการเปลี่ยนแปลงแนวโน้ม เนื่องจากเราพบว่าอัตราการเปลี่ยนแปลงในหนี้ครัวเรือนคิดเป็นเปอร์เซ็นต์ของรายได้ที่ใช้จ่ายได้จริงปรับเพิ่มขึ้นจากระดับต่ำสุดที่ -10% สู่ระดับประมาณ +2% ในปัจจุบัน ส่วนหนึ่งน่าจะเกิดจากการผ่อนคลายมาตรฐานการปล่อยกู้ของธนาคารสำหรับสินเชื่ออุปโภคบริโภคและสินเชื่อบัตรเครดิต นอกจากนี้ข้อมูลล่าสุดยังบ่งชี้ว่ามาตรฐานการปล่อยกู้สำหรับสินเชื่อรถยนต์ยังผ่อนคลายลงด้วย ซึ่งหมายความว่ายังมีโอกาสที่การใช้จ่ายของผู้บริโภคจะปรับตัวเพิ่มขึ้นสู่ระดับที่เป็นค่าเฉลี่ยในอดีตเมื่อพิจารณาจากฐานะการเงินที่แข็งแกร่งในปัจจุบันของภาคครัวเรือนและตลาดแรงงานที่แข็งแกร่ง

Figure 14: ผู้บริโภคในสหรัฐฯ เริ่มกู้ยืมเพิ่มขึ้น



Source: CEIC, SCBS Investment Research

Figure 15: ...เนื่องจากมาตรฐานการปล่อยกู้ผ่อนคลายลง

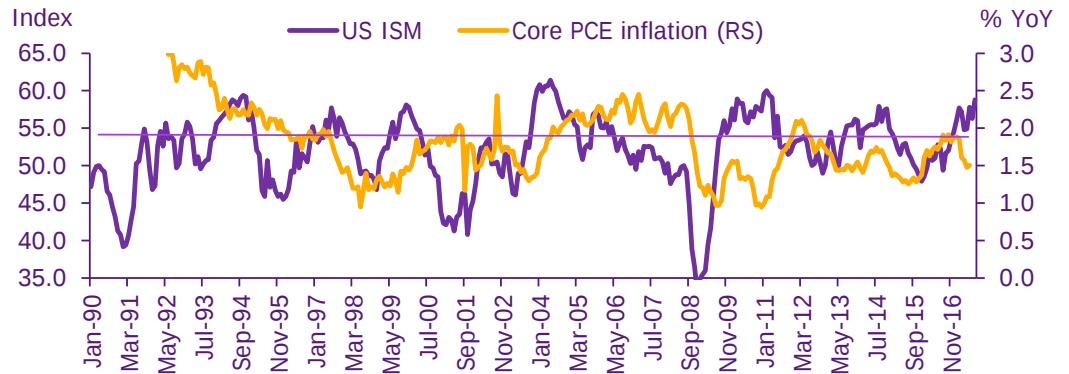


Source: Federal Reserve Bank of St. Louis, SCBS Investment Research

เฟดน่าจะยังคงปรับ
นโยบายการเงินตามเป้าหมาย

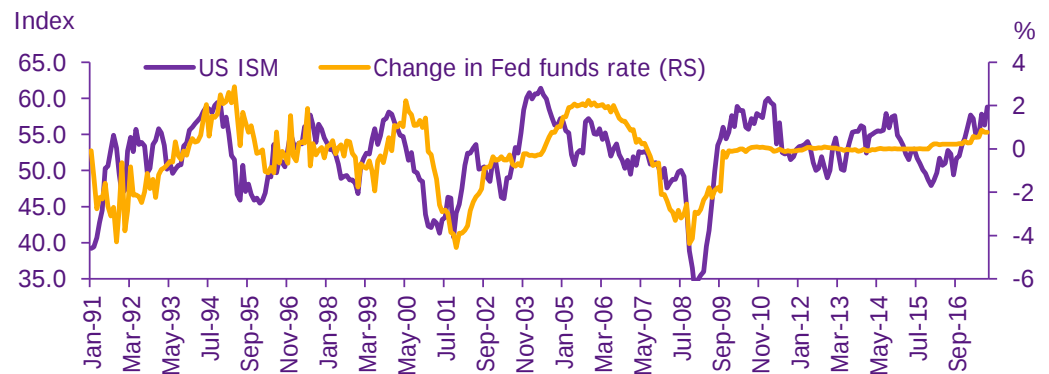
ในส่วนของการปรับนโยบายการเงินของเฟดกลับสู่ภาวะปกติ (ทั้งอัตราดอกเบี้ยและงบดุล) มุมมองของตลาดยังคงแตกต่างกันค่อนข้างมาก ผู้ที่เชื่อในแนวทางของเฟดคาดว่าเฟดจะขึ้นอัตราดอกเบี้ยอีกครั้งในปี (การประชุมเดือนธันวาคม) และอีก 3 ครั้งในปี 2561 ในทางกลับกัน มีผู้ที่ยังสงสัยว่าเฟดอาจจะไม่สามารถทำตามแนวทางที่วางไว้ได้ เนื่องจากอัตราเงินเฟ้อ (core PCE inflation) ยังอยู่ในระดับต่ำกว่าเป้าหมายที่เฟดต้องการที่ 2% อย่างมาก (Figure 16) โดยเฉพาะอย่างยิ่งเนื่องจากการปฏิรูปภาษีและมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจอื่นๆ ดูเหมือนจะยังมีให้เห็นในอนาคตอันใกล้นี้ เรามองว่าเฟดจะปรับนโยบายการเงินตามโมเมนตัมเศรษฐกิจของสหรัฐฯ (และเสถียรภาพทางด้านราคา) Figure 17 แสดงให้เห็นว่าเฟดเคยปรับเปลี่ยนอัตราดอกเบี้ยนโยบายไปตามวัฏจักรธุรกิจของสหรัฐฯ (ดูได้จากดัชนี ISM index) สถานะปัจจุบันของวัฏจักรธุรกิจสหรัฐฯ บ่งชี้ว่ามีความเป็นไปได้ที่เฟดจะปรับอัตราดอกเบี้ยช้าเกินไป

Figure 16: แม้เศรษฐกิจสหรัฐฯ แข็งแกร่งมากขึ้น แต่อัตราเงินเฟ้อยังอยู่ในระดับต่ำกว่าเป้าหมายที่ 2%



Source: CEIC, SCBS Investment Research

Figure 17: เฟดน่าจะปรับนโยบายการเงินตามโมเมนตัมเศรษฐกิจ

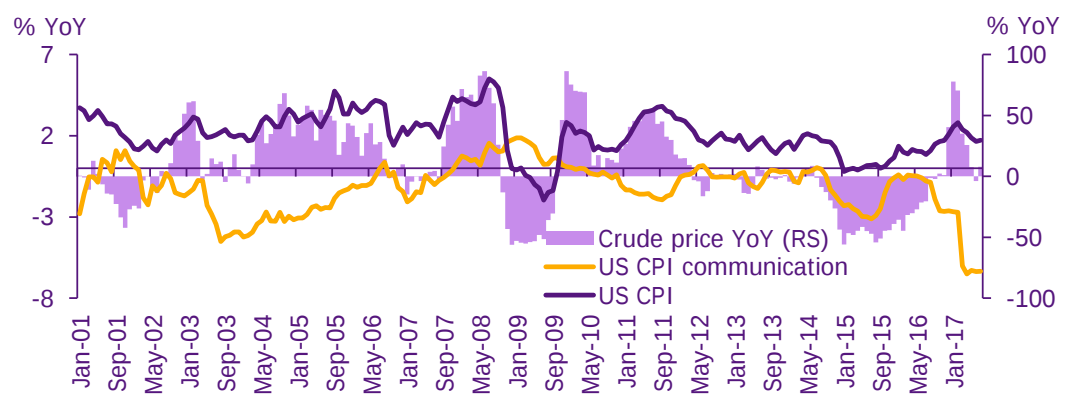


Source: CEIC, SCBS Investment Research

อัตราเงินเฟ้อมีแนวโน้ม
อ่อนตัวลงในระยะหลังนี้

ในขณะนี้มีความกังวลเกี่ยวกับแนวโน้มที่อัตราเงินเฟ้อในสหรัฐฯ จะอ่อนตัวลงมากกว่าคาด แต่ประธานเฟดเคยกล่าวไว้หลายครั้งด้วยกันว่าอัตราเงินเฟ้อระดับต่ำเกิดจากปัจจัยเฉพาะ ในขณะที่เราเคยกล่าวไว้ในรายงานกลยุทธ์การลงทุนฉบับก่อนหน้าในเดือนกรกฎาคมว่าราคาสินค้าโภคภัณฑ์กลุ่มสื่อสารที่ปรับตัวลดลงอย่างมากเป็นเหตุการณ์พิเศษ โดยเกิดจากบริษัท Verizon ซึ่งเป็นผู้ให้บริการโทรศัพท์มือถือของสหรัฐฯ ประกาศเปลี่ยนวิธีคิดอัตราค่าบริการเป็นอัตราเดียวสำหรับแผนบริการข้อมูลแบบไม่จำกัด และกลุ่มสื่อสารคิดเป็น 3.5% ของดัชนีราคาผู้บริโภคสหรัฐฯ ปัจจัยที่ยั่งยืนมากกว่าซึ่งเป็นตัวจูงรั้งอัตราเงินเฟ้ออย่างต่อเนื่อง คือ ราคาน้ำมันในตลาดโลกที่ปรับตัวลดลงมาตั้งแต่ต้นปี เราคาดว่าราคาน้ำมันดิบจะแกว่งตัวอยู่ในช่วง 50-55 ดอลลาร์สหรัฐฯ/บาร์เรลในปีและปีหน้า ดังนั้นแรงกดดันข้างล่ออัตราเงินเฟ้อโดยรวมน่าจะมีค่อนข้างจำกัดในอนาคต ซึ่งหมายความว่าเฟดจะยอมให้อัตราเงินเฟ้อต่ำกว่าเป้าหมายหนึ่งโดยไม่จำเป็นต้องเป็นสาเหตุทำให้กระบวนการปรับนโยบายการเงินกลับสู่ภาวะปกติชะงักลง เราเชื่อว่าเฟดอาจจะเปลี่ยนท่าทีถ้าตัวเลขอัตราเงินเฟ้อระดับต่ำเกิดขึ้นพร้อมกับการอ่อนตัวขององค์ประกอบทางเศรษฐกิจที่สำคัญอื่นๆ เช่น วัฏจักรธุรกิจ (ISM index), การใช้จ่ายของผู้บริโภค (ยอดขายปลีก), และ/หรือ สภาวะตลาดแรงงาน (การจ้างงานนอกภาคเกษตรและอัตราการว่างงาน)

Figure 18: ราคาน้ำมันและราคาสินค้าโภคภัณฑ์กลุ่มสื่อสารที่ปรับตัวลดลงดูเหมือนจะเป็นสาเหตุให้อัตราเงินเฟ้ออ่อนตัวลงในระยะหลังนี้



Source: CEIC, SCBS Investment Research

การปรับลดขนาดงบดุล
น่าจะมีผลกระทบค่อนข้าง
จำกัด

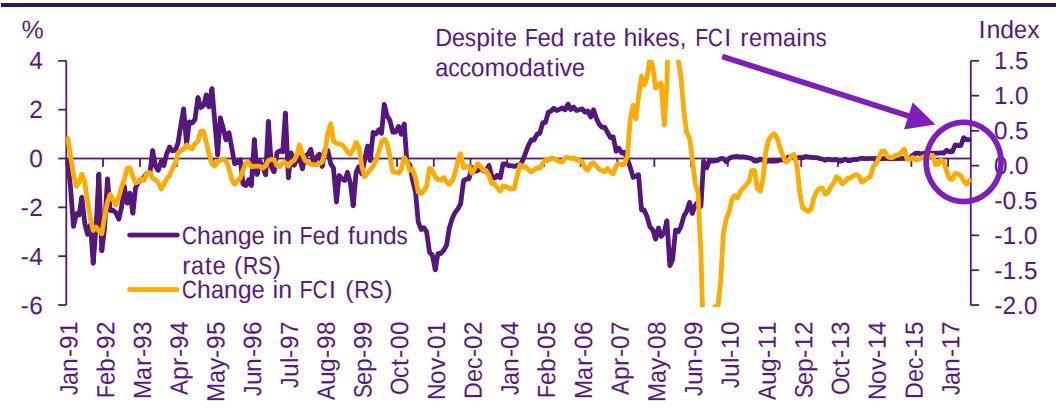
การปรับนโยบายที่กำลังจะเกิดขึ้นในไม่ช้านี้ คือ การปรับลดขนาดงบดุลของเฟดกลับสู่ระดับปกติ โดยคาดว่าจะมีการประกาศอย่างเป็นทางการในการประชุมธนาคารกลางสหรัฐฯ (FOMC) ครั้งต่อไป (25-26 กันยายน) ณ จุดนี้ ดูเหมือนว่านักลงทุนไม่ได้วิตกกังวลมากเกินไปเกี่ยวกับการปรับเปลี่ยนนโยบาย ดังเห็นได้จากโมเมนตัมการปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างแข็งแกร่งต่อเนื่องในตลาดหุ้นสหรัฐฯ ในขณะที่ความผันผวนของตลาด (VIX index) อยู่ในระดับต่ำมาก เรามองว่าการปรับลดขนาดงบดุลของเฟดจะส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจที่แท้จริง (และตลาดการเงิน) โดยตรงผ่านทางผลตอบแทนพันธบัตร อย่างไรก็ตาม ในการประเมินผลกระทบของการปรับนโยบายการเงินของเฟดกลับสู่ภาวะปกติต่อผลตอบแทนพันธบัตร เราจำเป็นต้องรวมเอาผลกระทบที่อาจเกิดขึ้นจากอัตราดอกเบี้ย Fed fund rate (FFR) ที่สูงขึ้นเข้ามาด้วย การปรับ FFR มีผลกระทบต่อผลตอบแทนพันธบัตรมากกว่าการปรับงบดุล ทั้งนี้เมื่ออิงกับบทวิเคราะห์ที่จัดทำโดยเจ้าหน้าที่เฟดและเอกสารวิชาการอื่นๆ เราประเมินผลกระทบที่อาจเกิดขึ้นต่อผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ อายุ 10 ปี (UST10Y) อ้างอิงแนวทางการปรับขึ้น FFR ของเฟดในปัจจุบัน และการปรับลดขนาดงบดุล (Figure 19) และพบว่าผลกระทบทั้งหมดต่อผลตอบแทนพันธบัตรจะอยู่ในระดับปานกลางในระยะ 2-3 ปีข้างหน้า เนื่องจากเฟดตั้งเป้าค่อยๆ ปรับนโยบายการเงินกลับสู่ภาวะปกติ ซึ่งหมายความว่าสภาวะทางการเงินโดยรวม (Figure 20) น่าจะยังคงผ่อนคลาย

Figure 19: ประเมินผลกระทบจากการปรับลดขนาดงบดุลของเฟด

Basis points	Fed funds rate - hikes	Impact on UST10Y (from FFR)	Impact on UST10Y (from balance sheet runoff)	Total impact on UST10Y	Estimated UST10Y
2017	25	7.5	20	27.5	2.58
2018	75	22.5	15	37.5	2.95
2019	100	30	10	40	3.35
2020	-	-	10	10	3.45
2021	-	-	10	10	3.55

Source: SCBS Investment Research

Figure 20: ภาวะทางการเงินน่าจะยังคงผ่อนคลาย



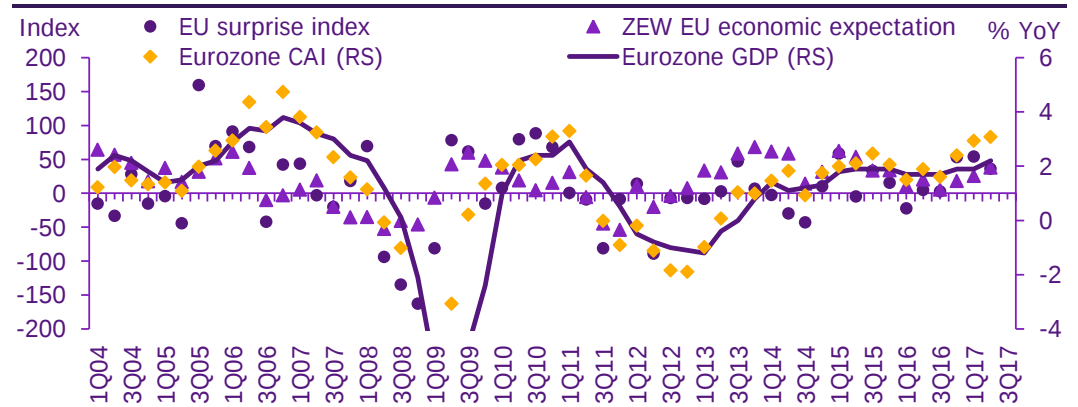
Source: CEIC, FRED, SCBS Investment Research

ยูโรโซน

แนวโน้มสดใส...

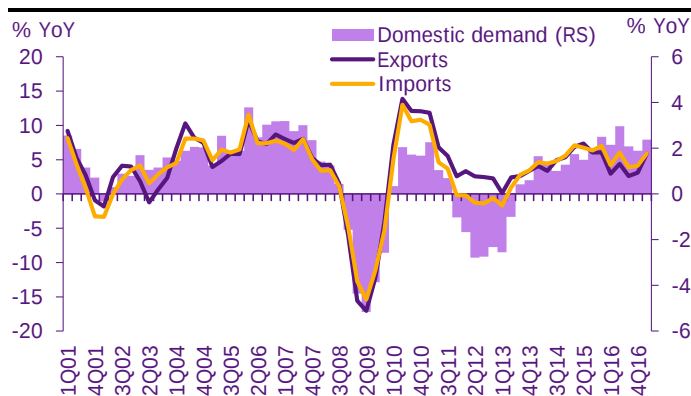
โมเมนตัมเศรษฐกิจของยูโรโซนค่อนข้างมีเสถียรภาพและแข็งแกร่งมาหลายไตรมาสแล้ว และมีความเป็นไปได้สูงที่เศรษฐกิจยูโรโซนจะมีแนวโน้มแข็งแกร่งอย่างต่อเนื่องในอนาคตดังที่ส่งสัญญาณจากเครื่องชี้เศรษฐกิจเกือบทุกตัว (Figure 21) ทั้งนี้เราไม่ได้มีความกังวลมากนักเกี่ยวกับดัชนี EU surprise index ที่ปรับตัวลดลง เนื่องจากนักลงทุนเริ่มคาดหวังสูงขึ้นต่อโมเมนตัมการเติบโตของยูโรโซน นอกจากนี้แล้วการเติบโตของเศรษฐกิจยูโรโซนยังได้รับปัจจัยกระตุ้นจากองค์ประกอบที่สมดุลเป็นอย่างดี โดยการเติบโตอย่างแข็งแกร่งเกิดจากอุปสงค์ในประเทศและอุปสงค์นอกประเทศ (Figure 22) พื้นฐานทางเศรษฐกิจลักษณะเช่นนี้จะช่วยสนับสนุนให้เศรษฐกิจยูโรโซนเติบโตอย่างยั่งยืน พัฒนาการที่น่าสนใจอีกอย่างหนึ่งในยูโรโซน คือ ยูโรโซนสะสมเกินดุลบัญชีเดินสะพัดไว้จำนวนมากในช่วงที่เศรษฐกิจชะลอตัว (ช่วงที่การลงทุนในประเทศหดตัวลง) เมื่อพิจารณาจากการเติบโตทางเศรษฐกิจที่แข็งแกร่งมากขึ้นและความเชื่อมั่นที่ปรับตัวดีขึ้น วัฏจักรการลงทุนของยูโรโซนดูเหมือนจะคืนมาอีกครั้ง และเราคิดว่าแนวโน้มจะค่อนข้างแข็งแกร่ง เนื่องจากเศรษฐกิจยูโรโซนมีสภาพคล่องมากเกินไป โดยได้รับปัจจัยหนุนจากเกินดุลบัญชีเดินสะพัดจำนวนมาก (Figure 23)

Figure 21: เครื่องชี้นำเศรษฐกิจส่วนใหญ่บ่งชี้ว่าเศรษฐกิจยูโรโซนจะเติบโตอย่างแข็งแกร่งมากขึ้น



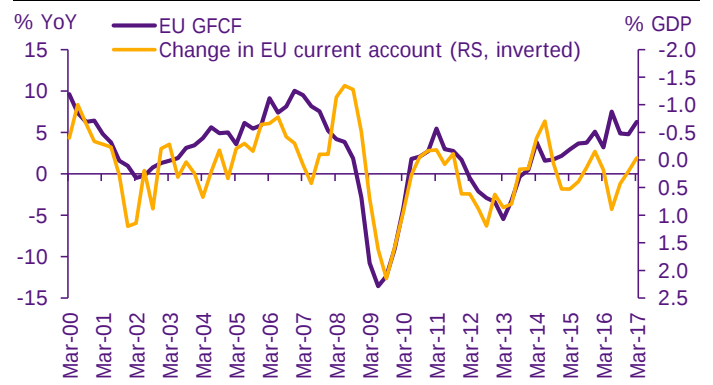
Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

Figure 22: เศรษฐกิจเติบโตอย่างสมดุล



Source: CEIC, SCBS Investment Research

Figure 23: เกินดุลบัญชีเดินสะพัดจำนวนมากจะช่วยสนับสนุนให้การลงทุนในประเทศปรับตัวเพิ่มขึ้น

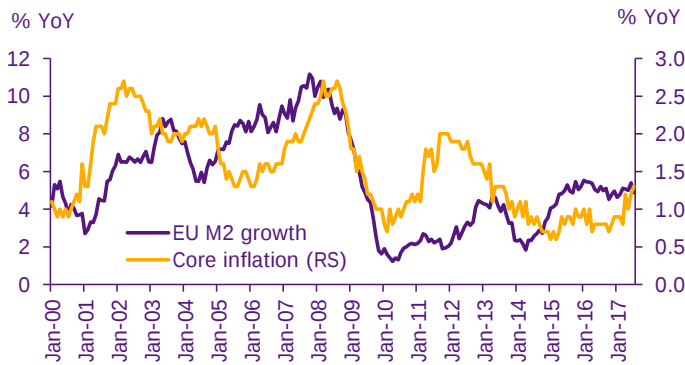


Source: CEIC, SCBS Investment Research

เสถียรภาพทางด้านราคา ดูเชิงทรง...

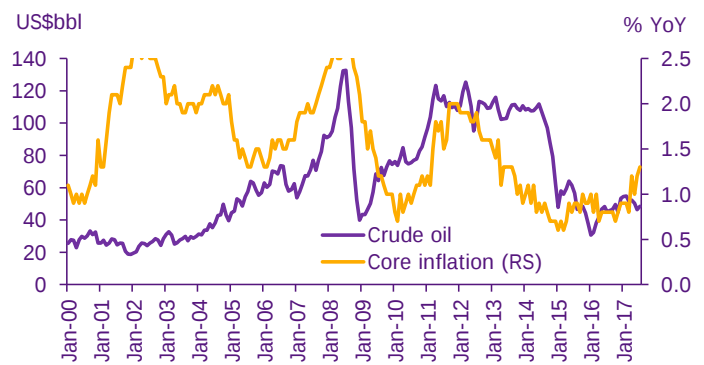
ในขณะที่มีหลายประเทศที่กำลังเผชิญกับอัตราเงินเฟ้อที่ชะลอตัวลง แต่ดูเหมือนว่ายุโรปจะยังคงปลอดภัยจากปัญหาดังกล่าว แม้อัตราเงินเฟ้อพื้นฐานยังต่ำกว่าระดับที่ ECB ตั้งเป้าไว้ แต่แนวโน้มในระยะหลังนี้ดูสดใส Figure 23 แสดงให้เห็นว่าแนวโน้มการเติบโตที่สูงขึ้นของปริมาณเงิน (M2) น่าจะส่งผลให้อัตราเงินเฟ้อปรับตัวเพิ่มขึ้นในระยะถัดไป นอกจากนี้แล้วอัตราเงินเฟ้อในยุโรปยังมีความอ่อนไหวน้อยลงต่อการเปลี่ยนแปลงของราคาน้ำมันในตลาดโลกดังแสดงใน Figure 25 ด้วย

Figure 24: แนวโน้มอัตราเงินเฟ้อดูสดใส...



Source: CEIC, SCBS Investment Research

Figure 25: ...ราคาน้ำมันที่ลดลงไม่ได้ส่งผลกระทบต่อเสถียรภาพทางด้านราคามากนัก

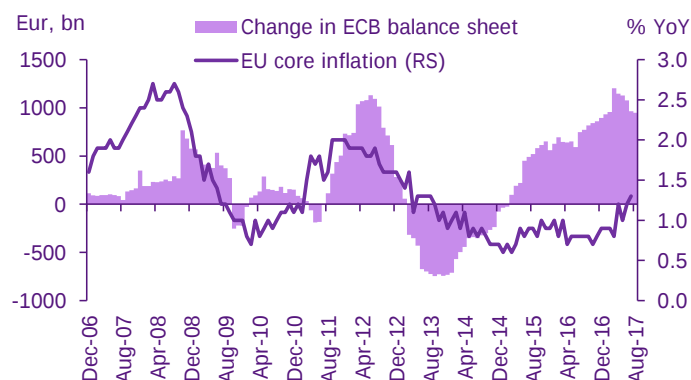


Source: CEIC, SCBS Investment Research

...ข้อเสีย คือ มีการ คาดการณ์กันมากขึ้นถึง การปรับลดวงเงิน มาตรการ QE

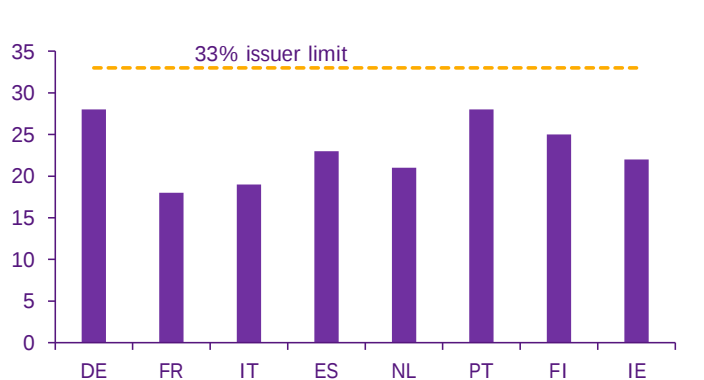
เมื่อพิจารณาจากเศรษฐกิจยุโรปที่ฟื้นตัวอย่างโดดเด่นและเกิดขึ้นในวงกว้างมากขึ้น ทำให้มีความเป็นไปได้สูงที่ความเคลื่อนไหวต่อไปของ ECB จะเป็นการปรับลดวงเงินมาตรการ QE อย่างไรก็ตาม ECB ยังคงไม่ให้ความสำคัญกับการปรับนโยบายในอนาคตันใกล้นี้ ซึ่งอาจจะนำไปเพื่อลดแรงกดดันขาขึ้นต่อค่าเงินยูโรเมื่อพิจารณาจากแนวโน้มการอ่อนค่าอย่างต่อเนื่องของดอลลาร์สหรัฐ ทั้งนี้แม้ว่าอาจจะถึงเวลาแล้วที่ ECB จะปรับลดวงเงินมาตรการ QE แต่ Figure 27 แสดงให้เห็นว่ามาตรการ QE ใกล้จะยุติแล้ว เนื่องจาก ECB เข้าซื้อสินทรัพย์ใกล้เคียงเต็มเพดานที่กำหนดไว้แล้ว ซึ่งสอดคล้องกันกับ Chart 25 ที่เราสามารถเห็นได้ว่า ECB เข้าซื้อสินทรัพย์ในอัตราที่ชะลอตัวลง ในส่วนของผลกระทบ การยกเลิกมาตรการกระตุ้นทางนโยบายอาจจะยังคงเป็นสาเหตุทำให้เศรษฐกิจและตลาดการเงินเกิดความผันผวนถ้าภาวะทางการเงินโดยรวมปรับตัวเปลี่ยนแปลงอย่างมาก อย่างไรก็ตาม เราคาดว่ามีความเป็นไปได้ที่จะเกิดเหตุการณ์ดังกล่าวเมื่อพิจารณาจาก 1) เศรษฐกิจยุโรปที่แข็งแกร่ง, 2) เศรษฐกิจโลกที่เติบโตในทิศทางสอดคล้องกัน, และ 3) ECB พัฒนาระบบการสื่อสารที่มีประสิทธิภาพกับตลาดการเงิน

Figure 26: ถึงเวลายกเลิกการใช้นโยบายการเงินกระตุ้นเศรษฐกิจแล้วหรือยัง



Source: CEIC, SCBS Investment Research

Figure 27: ECB เข้าซื้อสินทรัพย์ใกล้เคียงเต็มเพดานที่กำหนด



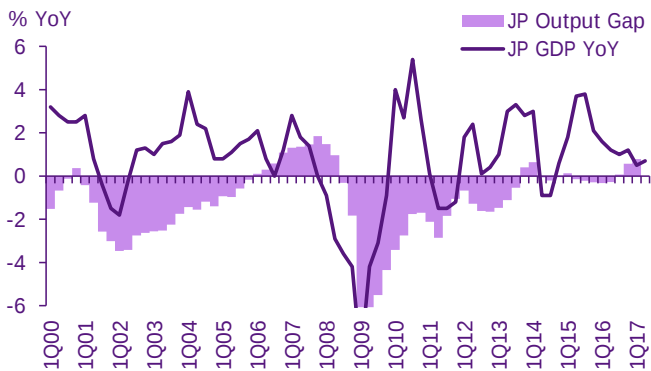
Source: ECB, SCBS Investment Research

ญี่ปุ่น

ทั้งๆ ที่มีการปรับลดคาดการณ์เศรษฐกิจลงอย่างมาก แต่เศรษฐกิจญี่ปุ่นยังคงตั้งอยู่บนรากฐานที่แข็งแกร่ง...

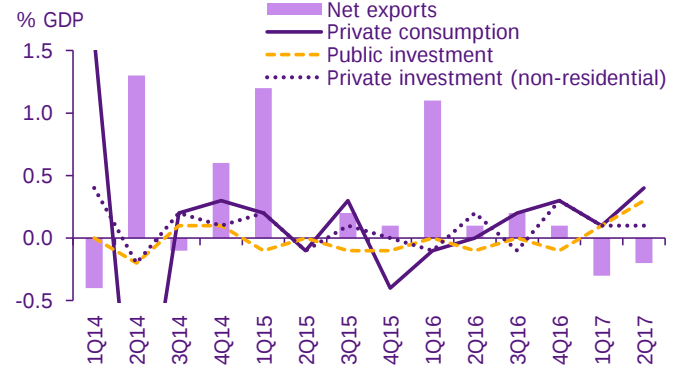
แม้มีการปรับลดประมาณการอัตราการขยายตัว GDP ในไตรมาส 2/60 ลงสู่ระดับ +2.5% QoQ (จากตัวเลขประมาณการเบื้องต้นที่ 4.0%) แต่เศรษฐกิจญี่ปุ่นยังคงอยู่บนรากฐานที่แข็งแกร่ง ส่วนหนึ่งเป็นเพราะการปรับลดประมาณการครั้งนี้เป็นสิ่งที่ตลาดคาดการณ์ไว้แล้วเมื่อดูที่ข้อมูลด้านสินค้าคงคลังภาคเอกชน ในทางกลับกัน โมเมนตัมของการอุปโภคบริโภคภาคเอกชนและการลงทุนภาครัฐในรายงานไตรมาส 2/60 ดูแข็งแกร่งมากขึ้น และเนื่องจากปัจจัยสองอย่างนี้เป็นส่วนสำคัญที่ช่วยกระตุ้นให้เศรษฐกิจญี่ปุ่นเติบโต ดังนั้นโมเมนตัมเศรษฐกิจโดยรวมจึงน่าจะมีเสถียรภาพ สำหรับแนวโน้มระยะกลาง Japan Current Activity Indicator (JP CAI) ปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง ซึ่งหมายความว่าแนวโน้มการเติบโตทางเศรษฐกิจของญี่ปุ่นยังคงเป็นบวก

Figure 28: เศรษฐกิจญี่ปุ่นเติบโตอย่างแข็งแกร่งมากขึ้นพร้อมกับ output gap ที่เป็นบวก...



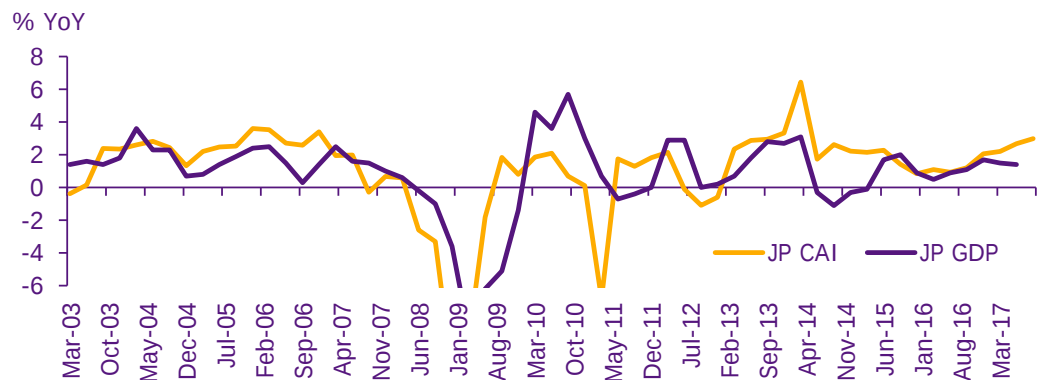
Source: CEIC, SCBS Investment Research

Figure 29: ...ปัจจัยกระตุ้นที่สำคัญ คือ การอุปโภคบริโภคภาคเอกชน และการลงทุนภาครัฐ



Source: CEIC, SCBS Investment Research

Figure 30: ดัชนีชี้้นำสัญญาณถึงโมเมนตัมการเติบโตที่แข็งแกร่งมากขึ้น

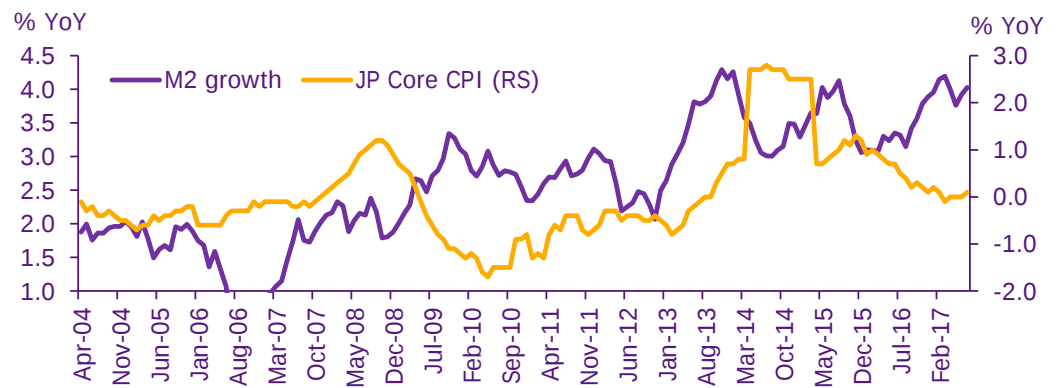


Source: Bloomberg, CEIC, SCBS Investment Research

อัตราเงินเฟ้อระดับต่ำยังคงเป็นความท้าทายสำคัญของผู้จัดทำนโยบาย

ในขณะที่เราพบสัญญาณที่ชัดเจนมากขึ้นสำหรับแนวโน้มการเติบโตของเศรษฐกิจญี่ปุ่น แต่อัตราเงินเฟ้อของญี่ปุ่นกลับมีแนวโน้มปรับตัวลดลง Figure 30 แสดงให้เห็นว่าอัตราเงินเฟ้อพื้นฐานสูญเสียโมเมนตัมตั้งแต่ต้นปีนี้ และมีอัตราการเติบโตสูงกว่า 0% ไม่มากนักในตอนนี ในขณะที่ยอดเงินเฟ้อของญี่ปุ่นยังไม่น่าจะลดลงต่ำกว่า 0% อย่างมาก เมื่อพิจารณาจากโมเมนตัมการเติบโตทางเศรษฐกิจที่ดีและปริมาณเงินที่เติบโตอย่างแข็งแกร่งมากขึ้น (Figure 31) ธนาคารกลางญี่ปุ่น (BoJ) จะใช้ความระมัดระวังอย่างมากเป็นพิเศษในแง่ของการบริหารนโยบาย ณ จุดนี้ BoJ น่าจะคงนโยบายการเงินเอาไว้ไม่เปลี่ยนแปลงจนกว่าจะเห็นสัญญาณชัดเจนมากขึ้นว่าอัตราเงินเฟ้อจะปรับตัวเพิ่มขึ้น

Figure 31: แม้ปริมาณเงินขยายตัวอย่างแข็งแกร่ง แต่อัตราเงินเฟ้อยังคงน่าเป็นห่วง

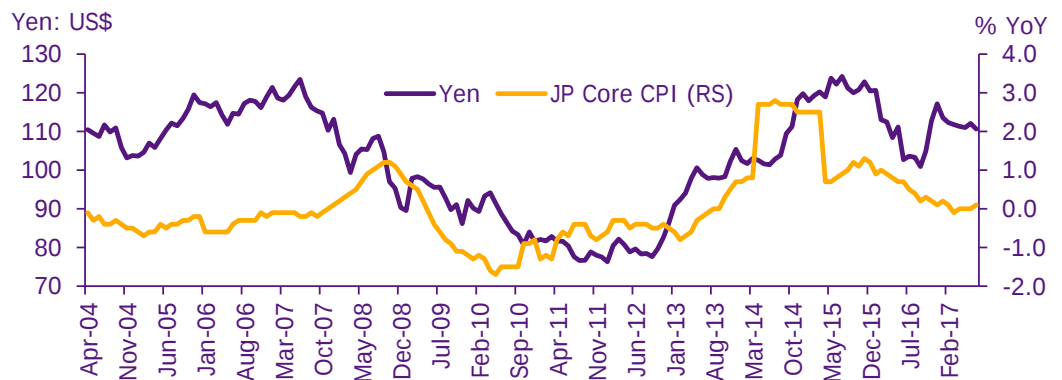


Source: CEIC, SCBS Investment Research

จับตาค่าเงินเยน

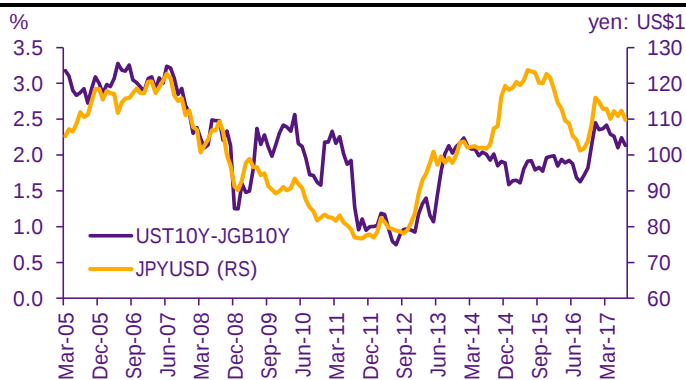
ทั้งนี้ดูเหมือนว่าภาวะปัจจุบันของการเติบโตทางเศรษฐกิจญี่ปุ่นโดยรวมและการขยายตัวทางการเงินมีผลกระทบค่อนข้างจำกัดต่อแนวโน้มอัตราเงินเฟ้อของญี่ปุ่น โดยเฉพาะอย่างยิ่งเมื่อราคาน้ำมันในตลาดโลกปรับตัวลดลงมาก อย่างไรก็ตาม องค์ประกอบที่เหลือที่มีแนวโน้มจะส่งผลกระทบต่ออัตราเงินเฟ้อของญี่ปุ่น คือ อัตราแลกเปลี่ยน (Figure 32) ในขณะที่การอ่อนค่าของดอลลาร์สหรัฐในปัจจุบันไม่ได้ช่วยให้ญี่ปุ่นมีอัตราเงินเฟ้อเพิ่มขึ้นในตอนนี้ แต่อย่าลืมว่าญี่ปุ่นจะเป็นเพียงประเทศเดียวในกลุ่มประเทศ G3 ที่ยังคงมาตรการ QE อย่างเต็มที่เอาไว้พร้อมกับการควบคุมผลตอบแทนพันธบัตร ทั้งนี้สหรัฐฯ น่าจะขึ้นอัตราดอกเบี้ยอีกครั้งในปีนี้ และ 3 ครั้งในปี 2561 ในขณะที่ตลาดคาดว่า ECB จะปรับลดวงเงินมาตรการ QE ลง การปรับนโยบายการเงินเหล่านี้จะสร้างแรงกดดันขาขึ้นต่อผลตอบแทนพันธบัตรสหรัฐและผลตอบแทนพันธบัตรยูโรโซน ซึ่งจะส่งผลทำให้ส่วนต่างระหว่าง JGB/UST และ JGB/EU กว้างขึ้น แนวโน้มเช่นนี้จะช่วยกระตุ้นให้ค่าเงินเยนเทียบกับดอลลาร์สหรัฐรวมถึงยูโรปรับตัวลดลง ซึ่งน่าจะช่วยให้อัตราเงินเฟ้อในญี่ปุ่นปรับตัวเพิ่มขึ้น

Figure 32: การเคลื่อนไหวของเงินเยนจะส่งผลกระทบบางส่วนต่ออัตราเงินเฟ้อของญี่ปุ่น



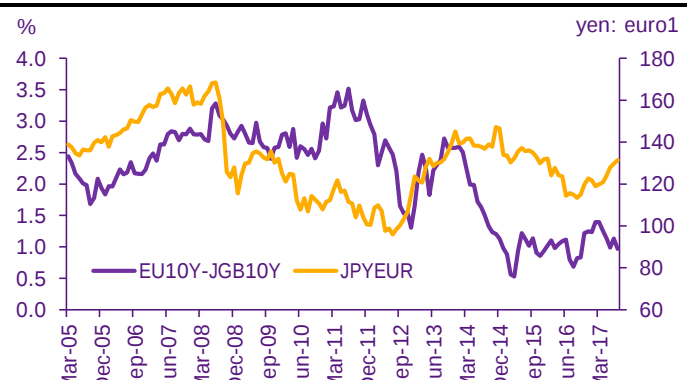
Source: CEIC, SCBS Investment Research

Figure 33: UST10Y-JPG10Y เทียบกับ JPYUSD



Source: CEIC, SCBS Investment Research

Figure 34: EU10Y-JPG10Y เทียบกับ JPYEUR



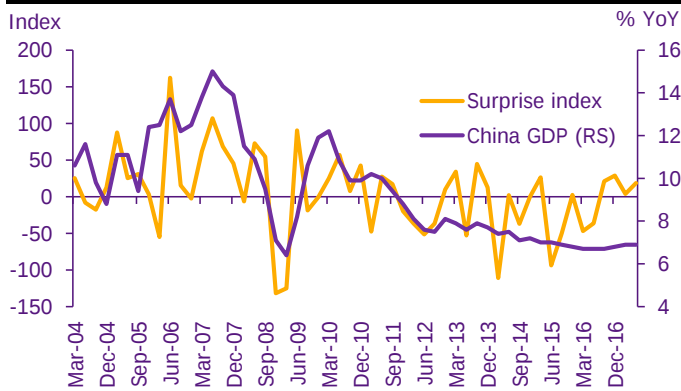
Source: CEIC, SCBS Investment Research

จีน

เศรษฐกิจจีนยังคงเติบโต
ตามเป้า ทั้งๆ ที่นี่แรง
กดดันอย่างหนัก

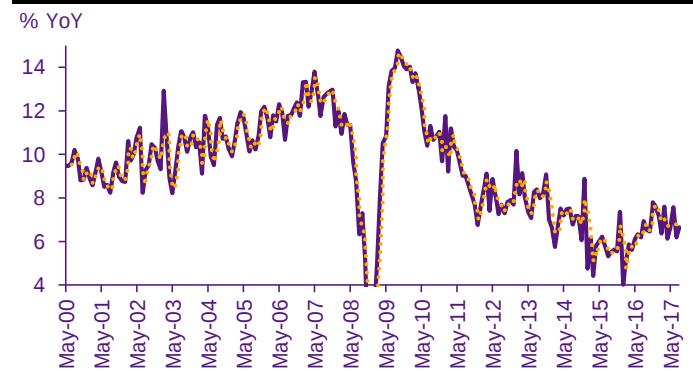
เราเคยแสดงความกังวลไว้ว่าเศรษฐกิจจีนจะชะลอตัวลง เนื่องจากอัตราการขยายตัวของปริมาณเงินชะลอตัว ในขณะที่ภาวะทางการเงินตึงตัวมากขึ้น อย่างไรก็ตาม จีนสามารถรายงานอัตราการขยายตัวทางเศรษฐกิจอย่างแข็งแกร่งและมีเสถียรภาพที่ 6.9% สูงกว่าระดับที่ตลาดคาดการณ์ไว้ที่ 6.8% อยู่เล็กน้อย ในขณะที่เมื่อเทียบไตรมาสต่อไตรมาส อัตราการขยายตัวทางเศรษฐกิจเร่งตัวขึ้นที่ 1.7% QoQ จากที่ขยายตัวเพียง 1.3% ในไตรมาสก่อนหน้า ในส่วนของแนวโน้มเศรษฐกิจ ทั้ง surprise index และ China current activity indicator (CAI) ต่างส่งสัญญาณถึงโมเมนตัมเศรษฐกิจที่แข็งแกร่งในอนาคต (Figure 35-36) ซึ่งถือว่าน่าสนใจอย่างมาก เนื่องจากการเติบโตของเศรษฐกิจโดยรวมดูเหมือนจะแข็งแกร่งมากขึ้น สวนทางกับอัตราการขยายตัวของปริมาณเงิน (M2) (เคยเป็นเครื่องชี้้นำการเติบโตทางเศรษฐกิจได้อย่างแม่นยำ) ที่ชะลอตัวลง สิ่งที่สามารถอธิบายได้ คือการชะลอตัวลงในระยะหลังนี้ของอัตราการขยายตัวของ M2 สะท้อนถึงความพยายามของรัฐบาลในการชะลอการขยายสินเชื่อที่มีความเสี่ยง ในทางกลับกัน การปล่อยสินเชื่อให้กับภาคอื่นๆ ยังคงเติบโตอย่างแข็งแกร่งเนื่องจากเราพบว่าการระดมทุนโดยรวม (Total Social Financing: TSF) ยังเติบโตอย่างต่อเนื่อง

Figure 35: โมเมนตัมการเติบโตแข็งแกร่งต่อเนื่อง...



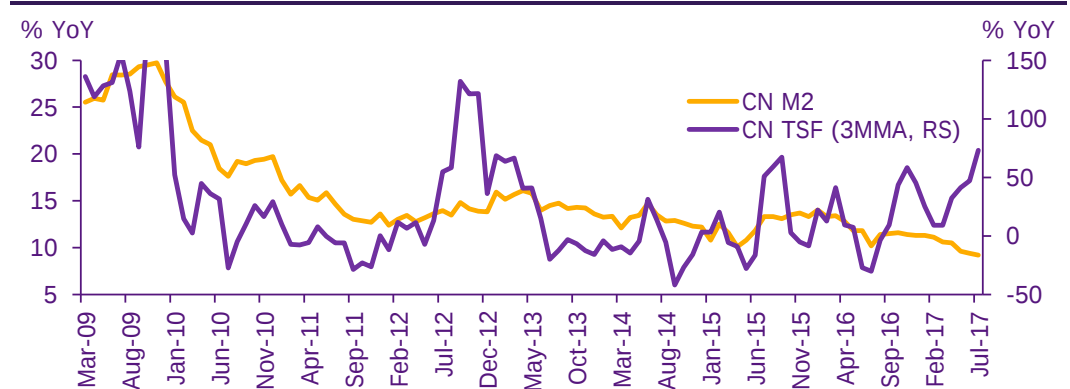
Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

Figure 36: ...ด้วยแนวโน้มที่เป็นบวก (CAI Index)



Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

Figure 37: การเติบโตของสินเชื่อปรับตัวเพิ่มขึ้นมาอย่างต่อเนื่อง

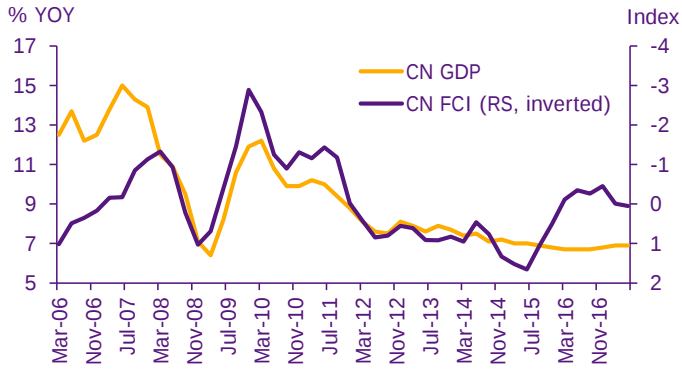


Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

ภาวะทางการเงินยัง ค่อนข้างดี

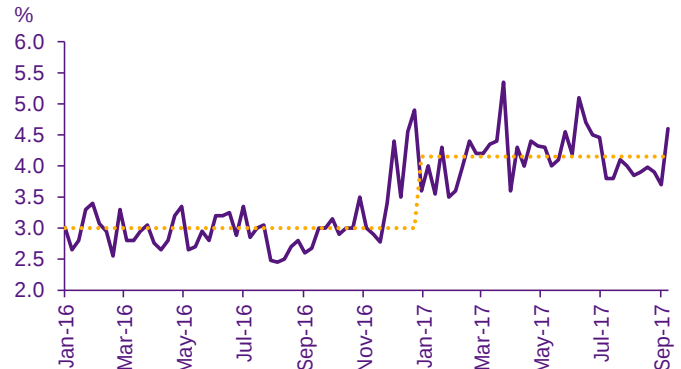
แม้สินเชื่อยาวตัวอย่างแข็งแกร่ง (ดูได้จาก CN TSF) แต่ภาวะทางการเงินโดยรวมในจีนค่อนข้างดีมาตั้งแต่ต้นปีนี้ ทั้งนี้ภาวะทางการเงินที่ดีขึ้นนี้เกิดจากรัฐบาลจีนต้องการควบคุมไม่ให้สินเชื่อยาวตัวมากเกินไป เพื่อป้องกันความเสี่ยงระยะยาวต่อตลาดการเงิน อย่างไรก็ตาม เราจะจับตาประเด็นนี้อย่างระมัดระวัง เนื่องจากภาวะทางการเงินที่ปรับตัวแย่ลงจะสร้างแรงกดดันต่ออัตราการขยายตัวทางเศรษฐกิจ สัญญาณอีกอย่างหนึ่งที่บ่งชี้ถึงภาวะทางการเงินที่ดีขึ้นมากขึ้น คือ อัตราดอกเบี้ยระยะสั้นที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นดังที่เห็นได้ใน Figure 39

Figure 38: การปรับตัวลดลงของ FCI มีแนวโน้มที่จะส่งผลกระทบต่อการเติบโตทางเศรษฐกิจ



Source: Bloomberg, CEIC, SCBS Investment Research

Figure 39: อัตราดอกเบี้ยระยะสั้นปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง



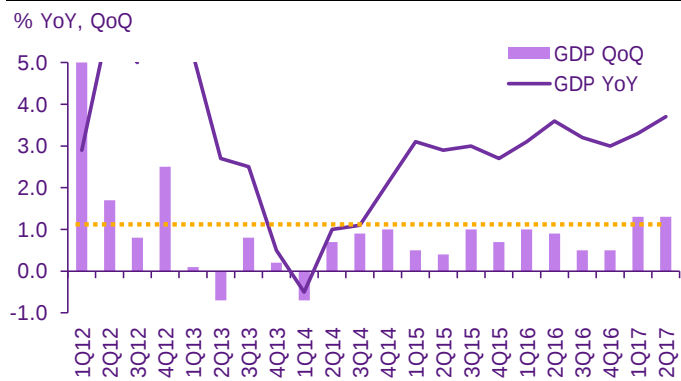
Source: Bloomberg, CEIC, SCBS Investment Research

เศรษฐกิจไทย

เศรษฐกิจไทยเติบโตอย่าง
แข็งแกร่งในไตรมาส
2/60...

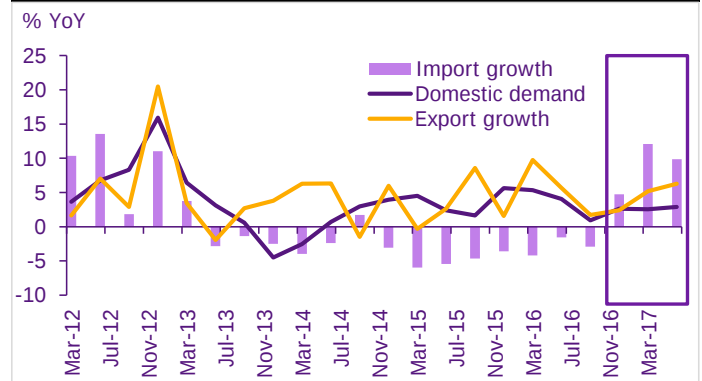
เศรษฐกิจไทยเติบโตอย่างแข็งแกร่งในไตรมาส 2/60 โดย GDP ขยายตัว 3.7% YoY ดีกว่าที่ตลาดคาดการณ์ไว้ว่าจะขยายตัวเพียง 3.2% อย่างมาก ทั้งนี้เมื่อดูเป็นรายไตรมาส พบว่าเศรษฐกิจไทยมีโมเมนตัมที่ดีขึ้นด้วยอัตราการขยายตัว 1.3% QoQ (sa) การเติบโตทางเศรษฐกิจกระจายตัวพอสมควร เนื่องจากการเติบโตทางเศรษฐกิจส่วนใหญ่เกิดจากองค์ประกอบในประเทศ ได้แก่ การอุปโภคบริโภคภาคเอกชน (+1.6%), การใช้จ่ายภาครัฐ (+0.5%), การลงทุนในประเทศ (+0.4%) ในขณะที่เกี่ยวกับการลงทุนภาคเอกชนก็เริ่มสร้างโมเมนตัมเชิงบวกให้กับอัตราการขยายตัวของ GDP (+0.6%) อย่างไรก็ตาม การลงทุนภาครัฐที่หดตัวลง (-7% YoY) เป็นตัวฉุดรั้งอัตราการขยายตัวของ GDP (-0.5%) ในช่วงดังกล่าว แต่มีแนวโน้มสูงมากที่รัฐบาลจะรับมือกับการลงทุนภาครัฐที่ชะลอตัวลงด้วยการเบิกจ่ายงบประมาณเชิงรุกมากขึ้นในช่วงครึ่งหลังปี 60 ทั้งนี้มีโอกาสสูงที่จะมีการปรับเพิ่มประมาณการ GDP ในอนาคต เนื่องจากการขยายตัวของ GDP ในช่วงครึ่งแรกปี 60 อยู่ที่ 3.5% YoY แล้ว ในขณะที่ประมาณการของตลาดยังอยู่ที่ 3.4% ในแง่ขององค์ประกอบทางเศรษฐกิจ ตัวเลขประมาณการอัตราการขยายตัวของการอุปโภคบริโภคภาคเอกชน (ปี 2560) ถูกปรับเพิ่มขึ้นสู่ 3% ในเดือนกันยายน จากระดับเพียง 2.3% ที่คาดการณ์ไว้ในเดือนกรกฎาคม ในขณะที่มีการปรับประมาณการอัตราการขยายตัวของการลงทุนในประเทศเพิ่มขึ้นจาก 3.2% ในเดือนเมษายน สู่ 3.8% ในปัจจุบัน

Figure 40: อัตราการขยายตัวของ GDP ไทย (YoY vs. QoQ)



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

Figure 41: อัตราการขยายตัวขององค์ประกอบสำคัญทางเศรษฐกิจ

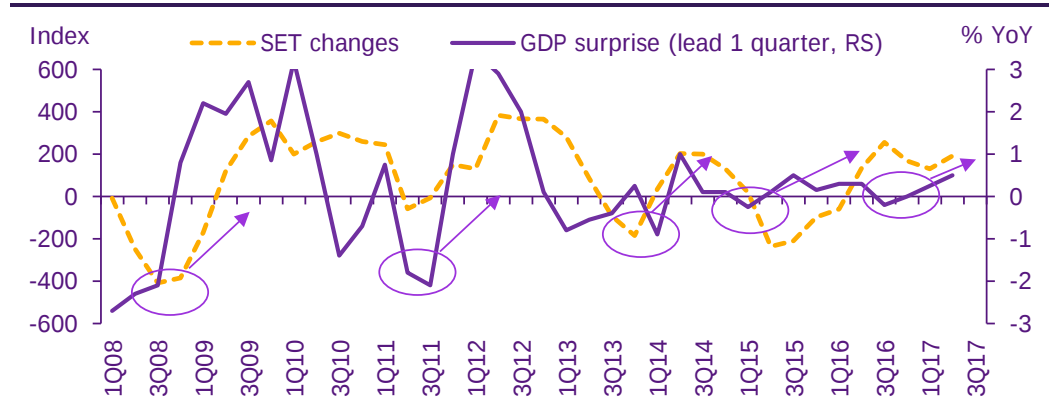


Source: CEIC, SCBS Investment Research

เศรษฐกิจไทยที่เติบโต
ดีกว่าคาดจะกระตุ้นให้
ตลาดหุ้นปรับตัวเพิ่มขึ้น?

ในขณะที่การเคลื่อนไหวของตลาดหุ้นกับอัตราการขยายตัวทางเศรษฐกิจไม่ได้มีความสัมพันธ์กัน 100% แต่ที่ผ่านมาก็มีหลายครั้งด้วยกันที่ตลาดหุ้นมีปฏิกิริยาตอบสนองเชิงบวกอย่างมากเมื่อเศรษฐกิจขยายตัวสูงกว่าคาด (Figure 42) เรามองว่ามีความเป็นไปได้สูงที่ตลาดจะเริ่มตอบรับเชิงบวกต่อโมเมนตัมการเติบโตทางเศรษฐกิจที่ดีกว่าคาดในระยะหลังนี้ นอกจากนี้แล้วเรายังคาดว่าจะเห็นการปรับประมาณการอัตราการขยายตัวทางเศรษฐกิจเพิ่มขึ้นในอนาคตอันใกล้ด้วย

Figure 42: โมเมนตัมเซอร์ไพร์ส์ด้านอัตราการขยายตัวทางเศรษฐกิจและปฏิกิริยาตอบรับของตลาด

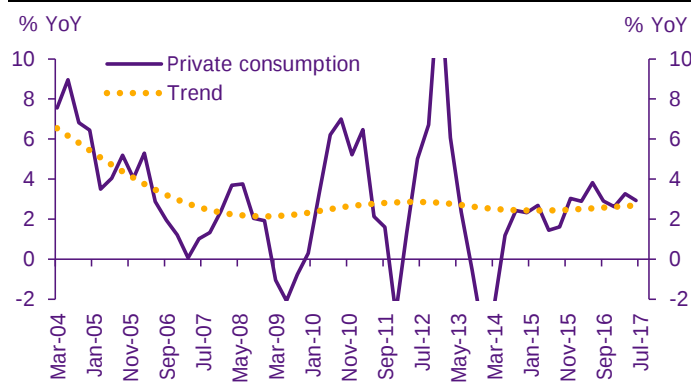


Source: CEIC, SCBS Investment Research

มีโอกาสน้อยมากที่การใช้
จ่ายของผู้บริโภคจะเติบโต
สูงกว่าแนวโน้ม

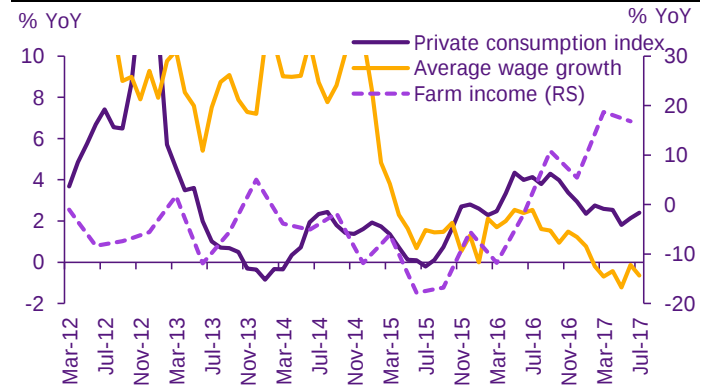
ในขณะที่อัตราการขยายตัวของ GDP ดูดี แต่องค์ประกอบหลักของเศรษฐกิจ (การอุปโภคบริโภคภาคเอกชน) อาจจะเติบโตถึงขีดสุดแล้ว Figure 43 แสดงให้เห็นว่าอัตราการขยายตัวของการอุปโภคบริโภคภาคเอกชนแกว่งตัวอยู่แถวๆ แนวโน้มระยะยาวใหม่ที่ประมาณ 3% YoY ซึ่งต่ำกว่าอัตราการขยายตัวก่อนหน้านี้ที่ 4.5-5% อย่างมาก ทำให้เป็นเรื่องยากมากขึ้นที่จะผลักดันให้ GDP ของประเทศไทยขยายตัวสูงกว่าระดับปัจจุบัน ในขณะที่เราไม่คิดว่าการใช้จ่ายของผู้บริโภคจะสูญเสียโมเมนตัมที่เป็นอยู่ในปัจจุบัน แต่ก็มีแรงกดดันระยะสั้นอยู่บ้างต่อการขยายตัวเพิ่มขึ้นอีก ซึ่งรวมถึงอัตราการขยายตัวของค่าจ้างที่ชะลอตัวลง และรายได้เกษตรกรที่อ่อนตัวลง (Figure 44) นอกจากนี้ ภาวะของตลาดแรงงานและความเชื่อมั่นผู้บริโภคโดยรวมก็ยังไม่ดีพอที่จะช่วยกระตุ้นการใช้จ่ายของผู้บริโภคในระยะสั้น (Figure 45-46) โดยสรุปแล้ว มีความเป็นไปได้ที่หน่วยงานกำกับดูแลด้านเศรษฐกิจอาจจะออกมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจอีกรอบในช่วงปลายปีหรือปีหน้าเพื่อกระตุ้นการใช้จ่าย อย่างไรก็ตาม ในระยะยาว การฟื้นตัวทางเศรษฐกิจในปัจจุบันซึ่งได้รับปัจจัยกระตุ้นจากการส่งออกและการลงทุนในประเทศที่แข็งแกร่งมากขึ้นจะช่วยสนับสนุนให้ความเชื่อมั่นโดยรวมและรายได้ในตลาดแรงงานปรับตัวเพิ่มขึ้น ในส่วนของรายได้เกษตรกร ราคาผลิตภัณฑ์การเกษตรที่ลดลงในระยะหลังนี้น่าจะมีสาเหตุส่วนหนึ่งมาจากราคาน้ำมันในตลาดโลกที่ปรับตัวลดลง ดังนั้นราคาสินค้าการเกษตรน่าจะปรับตัวดีขึ้นเมื่อราคาน้ำมันในตลาดโลกเริ่มมีเสถียรภาพ

Figure 43: การอุปโภคบริโภคดูเหมือนจะมีโอกาสเติบโตเพิ่มขึ้นได้อีก
จำกัด...



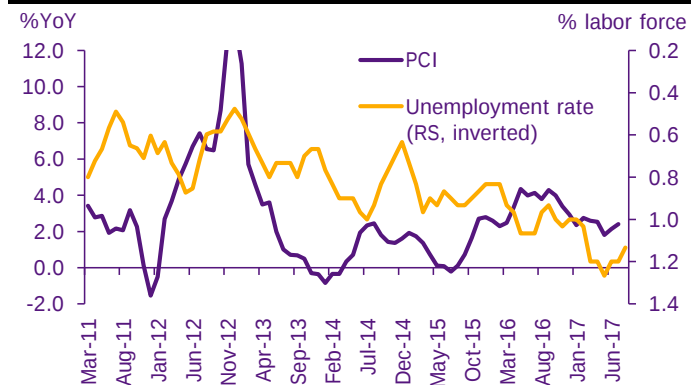
Source: CEIC, SCBS Investment Research

Figure 44: ...เนื่องจากค่าจ้างเติบโตต่ำและรายได้เกษตรกรลดลง



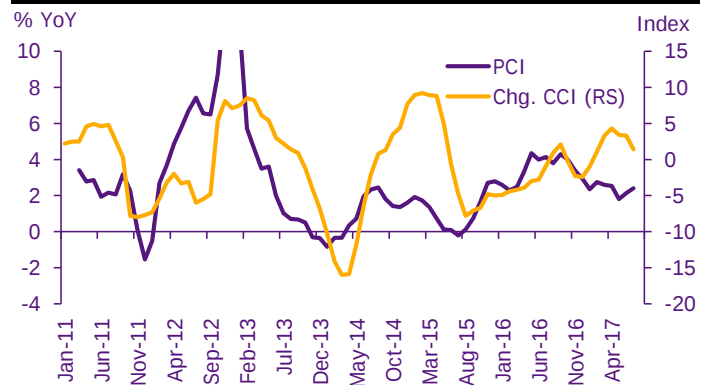
Source: CEIC, SCBS Investment Research

Figure 45: อัตราการว่างงานที่เพิ่มขึ้นจะเป็นตัวจุดรั้งการใช้จ่ายของ
ผู้บริโภค...



Source: CEIC, SCBS Investment Research

Figure 46: ...โดยเฉพาะอย่างยิ่งถ้าผู้บริโภคสูญเสียความเชื่อมั่น

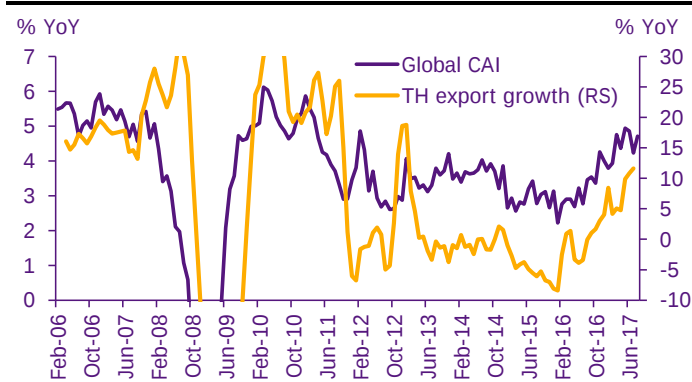


Source: CEIC, SCBS Investment Research

การส่งออกยังคงมี แนวโน้มเติบโตอย่างสดใส

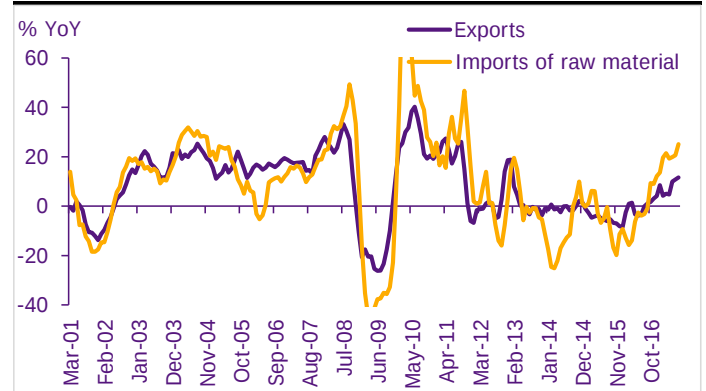
การส่งออกของประเทศไทยที่ฟื้นตัวขึ้นมากทำให้ภาพเศรษฐกิจของประเทศไทยเปลี่ยนไปตั้งแต่ปลายปีที่ผ่านมา อย่างไรก็ตาม แนวโน้มดังกล่าวเป็นปรากฏการณ์ทั่วโลก ซึ่งเราไม่สามารถควบคุมได้ ดังนั้นเราจะต้องจับตามองการฟื้นตัวของเศรษฐกิจโลกอย่างใกล้ชิดเพื่อประเมินทิศทางการส่งออกของประเทศไทย ตัวเลขล่าสุดของเครื่องชี้กิจกรรมทั่วโลก (global CAI) ซึ่งเป็นเครื่องชี้ที่สามารถเชื่อถือได้ บ่งชี้ว่าการส่งออกของประเทศไทยน่าจะเติบโตอย่างแข็งแกร่งมากขึ้นในระยะถัดๆ ไป สอดคล้องกับแนวโน้มการปรับตัวเพิ่มขึ้นของคำสั่งซื้อใหม่จากผู้ประกอบการระดับโลกรายหลักๆ อย่างสหรัฐฯ, EU, และญี่ปุ่น ในขณะเดียวกันเมื่อดูอีกมุมหนึ่ง การนำเข้าวัตถุดิบของประเทศไทยที่ฟื้นตัวขึ้นอย่างมาก (Figure 48) ก็บ่งชี้ถึงการส่งออกที่แนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้นเช่นเดียวกัน

Figure 47: การส่งออกมีแนวโน้มเติบโตเพิ่มมากขึ้น



Source: CEIC, SCBS Investment Research

Figure 48: การนำเข้าวัตถุดิบเพิ่มมากขึ้นก็ช่วยสนับสนุนให้แนวโน้มการส่งออกเป็นบวกมากขึ้น

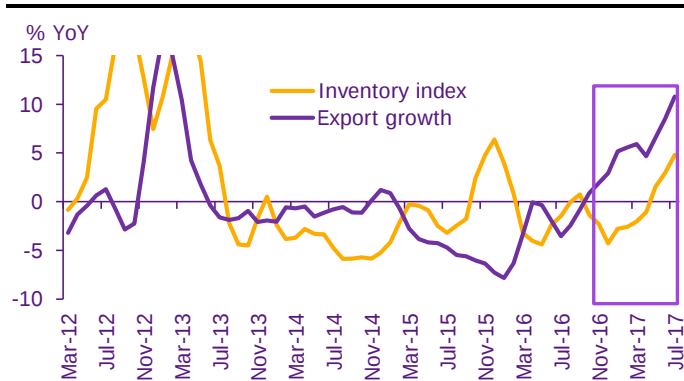


Source: CEIC, SCBS Investment Research

...และดูเหมือนจะกระตุ้นให้ เกิดการจับสินค้าคง คลังรอบใหม่

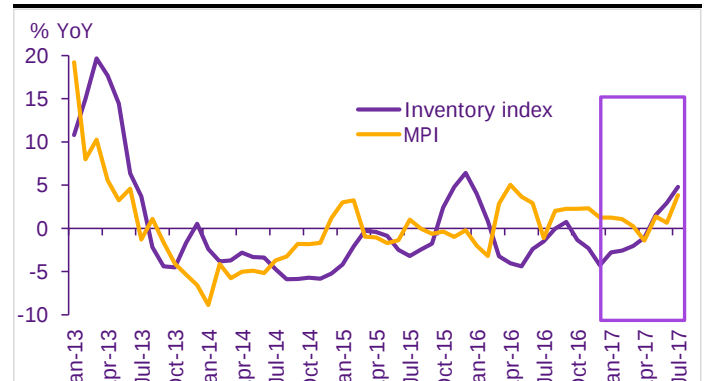
ในช่วง 2-3 ปีที่ผ่านมา ประเทศไทยอยู่ในช่วงของการระบายสินค้าคงคลัง โดยมีสาเหตุมาจาก: 1) อุปสงค์ในประเทศระดับต่ำ, 2) การส่งออกเติบโตต่ำ, และ 3) ความเชื่อมั่นทางธุรกิจที่ลดน้อยลง ผลที่เกิดขึ้นตามมาภายหลังการระบายสินค้าคงคลัง คือ กิจกรรมภาคการผลิต (ดูได้จากดัชนี MPI) ชะลอตัวลง และอัตราการใช้จ่ายในการผลิตลดลง สถานการณ์อาจจะเริ่มเปลี่ยน เนื่องจากการส่งออกที่เติบโตอย่างแข็งแกร่งมากขึ้นกระตุ้นให้มีการสะสมสินค้าคงคลังเพิ่มมากขึ้นดังเห็นได้ใน Figure 49 การจัดเก็บสินค้าคงคลังเพิ่มมากขึ้นจะเกิดขึ้นควบคู่ไปกับผลผลิตภาคอุตสาหกรรมที่ปรับตัวเพิ่มขึ้น (Figure 50)

Figure 49: การส่งออกที่เติบโตอย่างแข็งแกร่งต่อเนื่องกระตุ้นให้เกิดการจัดเก็บสินค้าคงคลังรอบใหม่



Source: CEIC, SCBS Investment Research

Figure 50: ดัชนีสินค้าคงคลังและดัชนีผลผลิตอุตสาหกรรมเคลื่อนไหวในทิศทางเดียวกัน

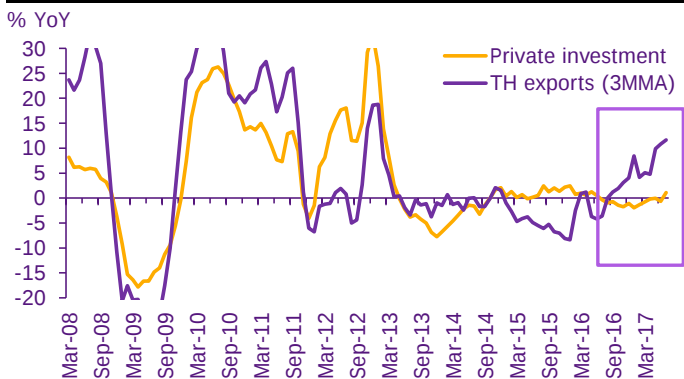


Source: CEIC, SCBS Investment Research

การลงทุนภาคเอกชนฟื้น ตัวอย่าง///แท้จริงหรือยัง?

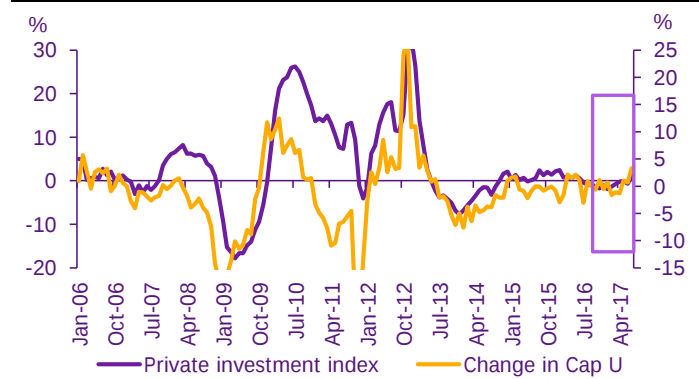
เราเคยกล่าวไว้ในรายงานกลยุทธ์การลงทุนฉบับก่อนหน้า (ไตรมาส 3/60) ว่าการลงทุนภาคเอกชนที่ฟื้นตัวดีขึ้นจะเป็นองค์ประกอบชิ้นสุดท้ายที่ช่วยสนับสนุนให้เศรษฐกิจของประเทศไทยเติบโตอย่างยั่งยืน การส่งออกที่เติบโตอย่างต่อเนื่องจะช่วยกระตุ้นให้อัตราการใช้กำลังการผลิตปรับตัวเพิ่มขึ้น และในที่สุดแล้วจะส่งผลทำให้ความต้องการลงทุนใหม่ปรับตัวสูงขึ้นดังเห็นได้ใน Figure 51-52 ทั้งนี้หลังจากหดตัวลงติดต่อกันนาน 12 เดือนดัชนีการลงทุนภาคเอกชนก็เริ่มแสดงสัญญาณฟื้นตัวกลับสู่แดนบวกในเดือนมิถุนายน แนวโน้มเช่นนี้สอดคล้องกับรายงานของสำนักงานคณะกรรมการพัฒนาการเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ (สศช.) ที่ระบุว่าการลงทุนภาคเอกชนปรับตัวเพิ่มขึ้น 3.2% ซึ่งเป็นอัตราการเติบโตเป็นบวก YoY ครั้งแรกนับตั้งแต่ไตรมาส 2/59 ปัจจัยอีกอย่างหนึ่งที่ช่วยสนับสนุนแนวคิดของเรา คือ ประเทศไทยรายงานการนำเข้าสินค้าทุนเพิ่มขึ้นมากอย่างต่อเนื่องในช่วง 2-3 ไตรมาสที่ผ่านมา ซึ่งน่าจะส่งสัญญาณถึงความต้องการลงทุนเพิ่มมากขึ้น อย่างไรก็ตาม เราอย่าเพิ่งรีบเกินไปที่จะสรุปว่าการลงทุนฟื้นตัวแล้ว

Figure 51: การลงทุนภาคเอกชนแสดงสัญญาณฟื้นตัวบ้างแล้ว



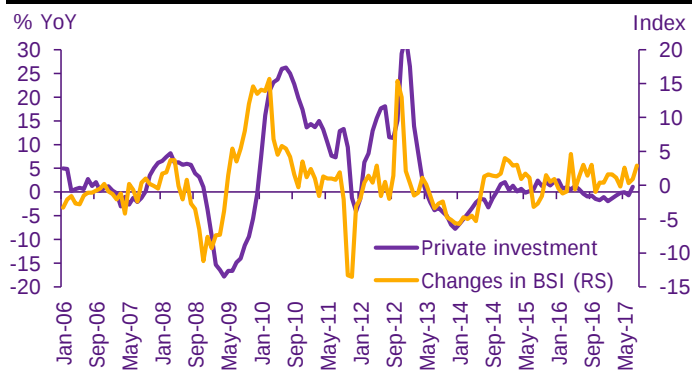
Source: CEIC, SCBS Investment Research

Figure 52: อัตราการใช้กำลังการผลิตเพิ่มขึ้น



Source: CEIC, SCBS Investment Research

Figure 53: ความเชื่อมั่นทางธุรกิจเริ่มฟื้นตัว



Source: CEIC, SCBS Investment Research

Figure 54: การนำเข้าสินค้าทุนส่งสัญญาณบวกอย่างมากเกี่ยวกับการฟื้นตัวของการลงทุนภาคเอกชน



Source: CEIC, SCBS Investment Research

Figure 55: ประมาณการตัวเลขเศรษฐกิจที่สำคัญโดย EIC

Key indicators	2015	Unit	Actual			EIC forecast				Consensus
	Share (%)		2015	16Q3	17Q1	17Q2	17Q3	17Q4	2017	2017
Real GDP growth		% YOY	2.80 %	3.20 %	3.30 %	2.90 %	3.60 %	3.90 %	3.40 %	3.40 %
Demand-side										
Private consumption	51%	% YOY	2.2%	3.1%	3.2%	2.2%	3.2%	3.8%	3.1%	3.0%
Public consumption	16%	% YOY	3.0%	1.7%	0.2%	1.5%	2.0%	3.0%	1.7%	
Private investment	19%	% YOY	-2.2%	0.4%	-1.1%	1.8%	4.3%	0.7%	1.4%	
Public investment	6%	% YOY	29.3%	9.9%	9.7%	9.4%	8.8%	12.9%	10.2%	
Supply-side										
Agriculture	7%	% YOY	7.7%	0.3%	0.5%	-1.3%	1.8%			
Manufacturing and Services	93%	% YOY	3.6%	3.5%	2.9%	3.0%	3.8%	4.3%	3.5%	
Of which Manufacturing	28%	% YOY	0.9%	1.4%	1.4%					
Of which Services	65%	% YOY	5.1%	4.4%	4.4%					
External sector										
Export of Goods (USD)		% YOY	-5.6%	0.0%	6.6%	4.5%	2.0%	1.0%	3.5%	5.0%
Import of Goods (USD)		% YOY	-10.6%	-4.8%	15.9%	9.2%	6.5%	-1.4%	7.2%	9.9%
Current account		USD bn	3210.0%	4620.0%					3780.0%	3860.0%
Key rates										
Headline inflation		% YOY	-0.9%	0.2%	1.2%	0.1%	1.2%	1.3%	1.0%	1.0%
Core inflation		% YOY	1.0%	0.7%	0.7%	0.5%	0.5%	0.6%	0.6%	
Policy rate (RP-1D) (end period)		% p.a.	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	
THB/USD (end period)		THB/USD	36.1	35.8	35.2	34.0	35.0	35.3	35.3	
Oil prices –Brent (period avg.)		USD/bbl	52.4	44.1	54.0	52.0	52.0	55.0	53.0	As of June 17

Source: EIC Forecast; Asia Pacific Consensus Forecasts (15 June 2017)

กลยุทธ์การลงทุนในไตรมาส 4/60 ไปต่อ

กลยุทธ์การลงทุนไตรมาส 4/60 ของเราเห็นไปที่ story การเติบโตเฉพาะประเทศเกี่ยวกับการอุปโภคบริโภคและการลงทุน อิงกับแนวโน้มการปรับตัวขึ้นของรายได้ภาคครัวเรือน, การใช้จ่ายของนักท่องเที่ยว, และการลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ ราคาผลิตภัณฑ์การเกษตรจะปรับตัวขึ้นตามราคาสินค้าโภคภัณฑ์ทั่วโลกที่ปรับตัวสูงขึ้น การใช้จ่ายท่องเที่ยวจะช่วยกระตุ้นยอดค้าปลีกในประเทศ ซึ่งเมื่อรวมกับการส่งออกที่เติบโตเพิ่มขึ้นแล้ว จะส่งผลทำให้ค่าจ้างในกลุ่มที่เกี่ยวข้องกับการท่องเที่ยวและภาคการผลิตปรับตัวเพิ่มขึ้น

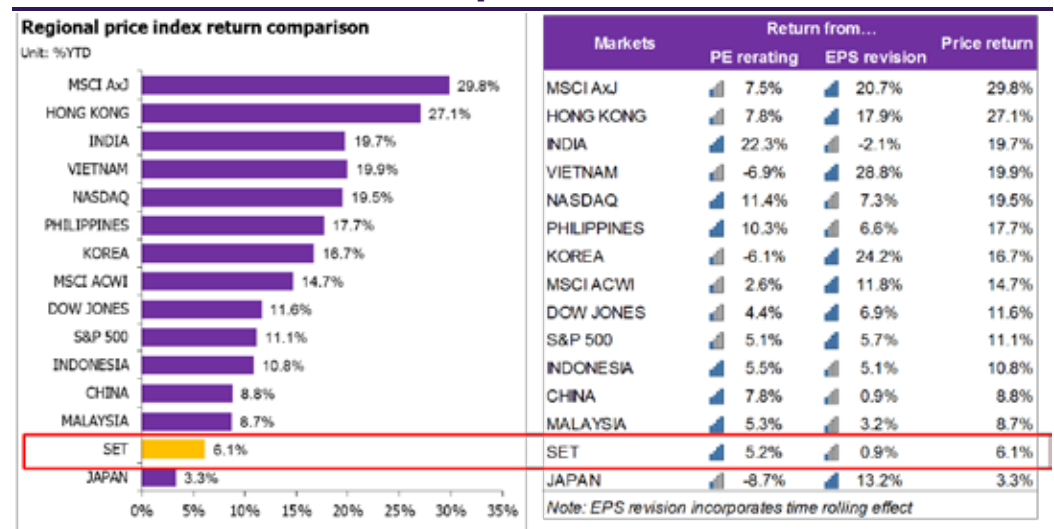
การลงทุนกลายเป็นวาระแห่งชาติ เพราะมีการออกกฎหมายให้รัฐบาลใหม่ในอนาคตต้องดำเนินการปฏิรูปประเทศรวมถึงลงทุนโครงสร้างพื้นฐานต่อ การประกาศใช้ พ.ร.บ. พื้นที่เขตเศรษฐกิจพิเศษภาคตะวันออก หรือ EEC (คาดภายในไตรมาส 4/60) และความคืบหน้าการก่อสร้างโครงสร้างพื้นฐานจะเป็นปัจจัยสำคัญกระตุ้นความเชื่อมั่นนักลงทุนและ FDI ไหลเข้า

กลุ่มพาณิชย์และกลุ่มนิคมอุตสาหกรรมจะได้รับประโยชน์มากที่สุดจากการอุปโภคบริโภคและการลงทุนในประเทศ top picks สำหรับไตรมาส 4/60 คือ CPALL, GLOBAL, ROBINS AMATA, และ WHA นอกจากนี้เราก็เลือก WORK และ ADVANC เป็น top picks จากปัจจัยเฉพาะตัว

แม้ SET index ปรับตัวขึ้นแรงในระยะหลังนี้ แต่ยังขึ้นมาน้อยกว่าตลาดอื่น ๆ ในภูมิภาค การ rally ในระยะหลังนี้ทำให้ SET ให้ผลตอบแทน 6-7% YTD แต่ยังต่ำกว่าตลาดอื่น ๆ ในภูมิภาคอย่างมาก (อินเดีย 20%, เวียดนาม 20%, ฟิลิปปินส์ 18%, เกาหลี 17%, อินโดนีเซีย 11%, และมาเลเซีย 9%) ทั้งนี้เมื่อเปรียบเทียบ performance ของดัชนีราคาผ่านอัตราส่วนราคาต่อราคา เราพบว่า SET ยังปรับตัวขึ้นน้อยกว่าดัชนีหลักๆ เช่น MSCI World, MSCI AxJ, และ S&P500

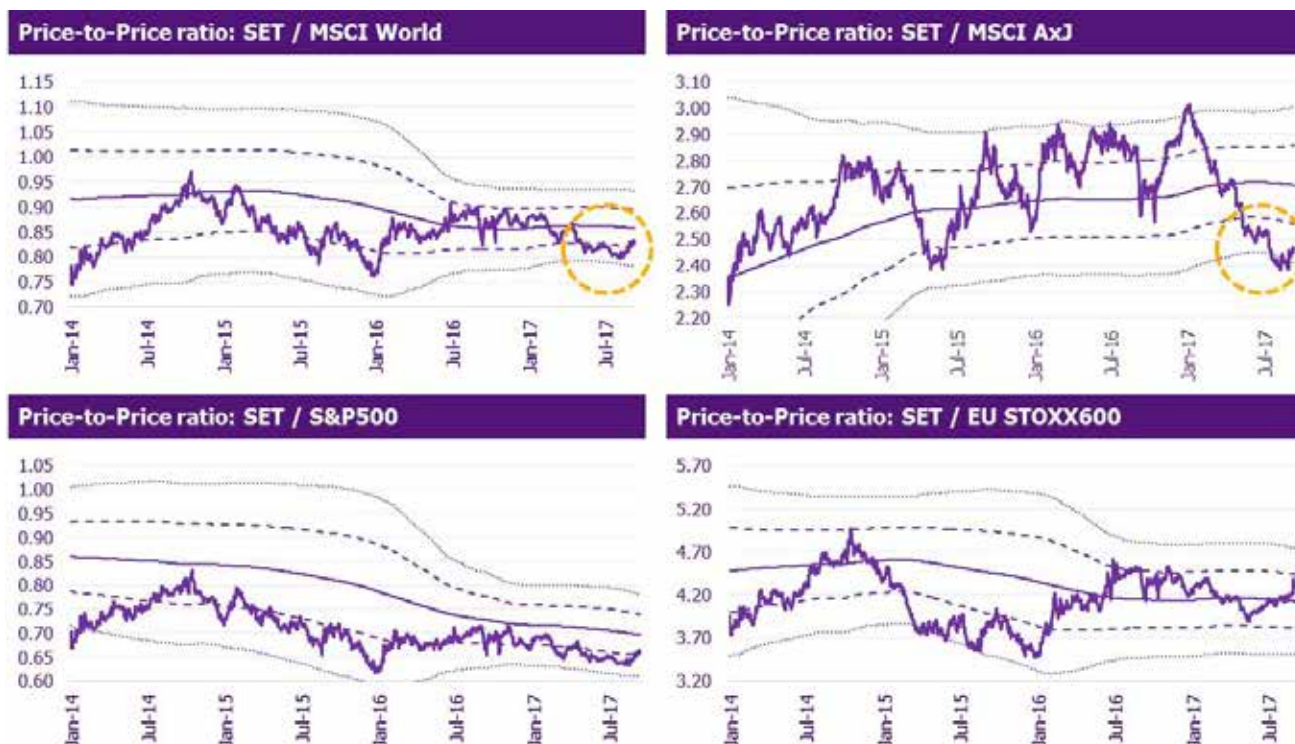
การวิเคราะห์ valuation เชิงเปรียบเทียบพบว่าอัตราส่วน PE ของ SET ยังมีโอกาสปรับขึ้นได้อีกมาก ตั้งแต่ต้นปี 2560 ถึงปัจจุบัน อัตราส่วน forward PE ปรับตัวขึ้นมาแล้ว 5% คิดเป็นผลตอบแทนส่วนใหญ่ของ SET index ที่ 6% YTD อย่างไรก็ตาม เมื่อเปรียบเทียบอัตราส่วน PE ของ SET กับดัชนีตลาดภูมิภาค (MSCI AxJ) พบว่า valuation ของตลาดหุ้นไทยยังต่ำกว่าจุดสูงสุดครั้งก่อนๆ และยังมีโอกาสที่จะปรับขึ้นได้อีกมาก ดังนั้น หากมี story การเติบโตน่าสนใจ ก็จะทำให้ราคาปรับขึ้นอย่างก้าวกระโดด เนื่องจากกำไรต่อหุ้น (EPS) จะปรับขึ้นพร้อมกับอัตราส่วน PE

Figure 56: SET ยังขึ้นมาน้อยกว่าตลาดอื่น ๆ ในภูมิภาค ทั้ง ๆ ที่ปรับตัวขึ้นแรงในระยะหลังนี้



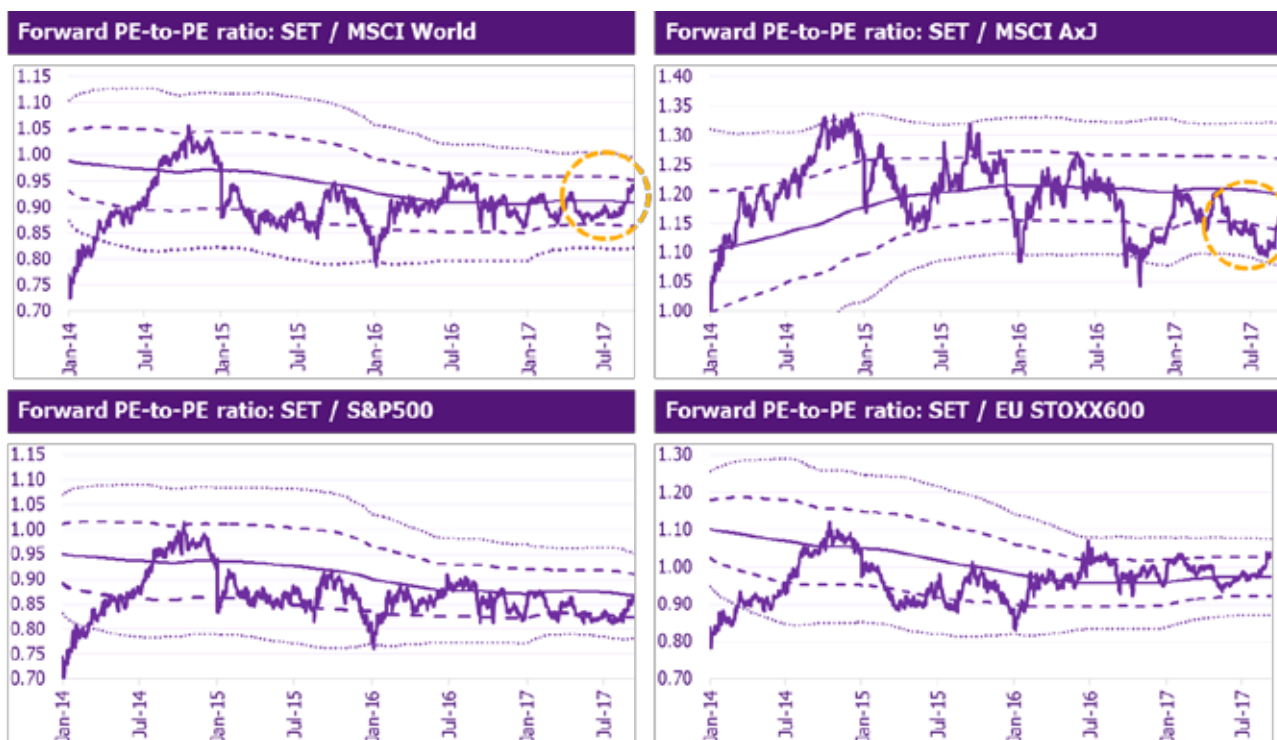
Source: Bloomberg, SCBS Investment Research (data as of September 8, 2017)

Figure 57: อัตราส่วนราคาต่อราคาแสดงให้เห็นว่า SET ปรับตัว underperform ดัชนีตลาดหุ้นหลัก ๆ อย่างต่อเนื่อง



Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

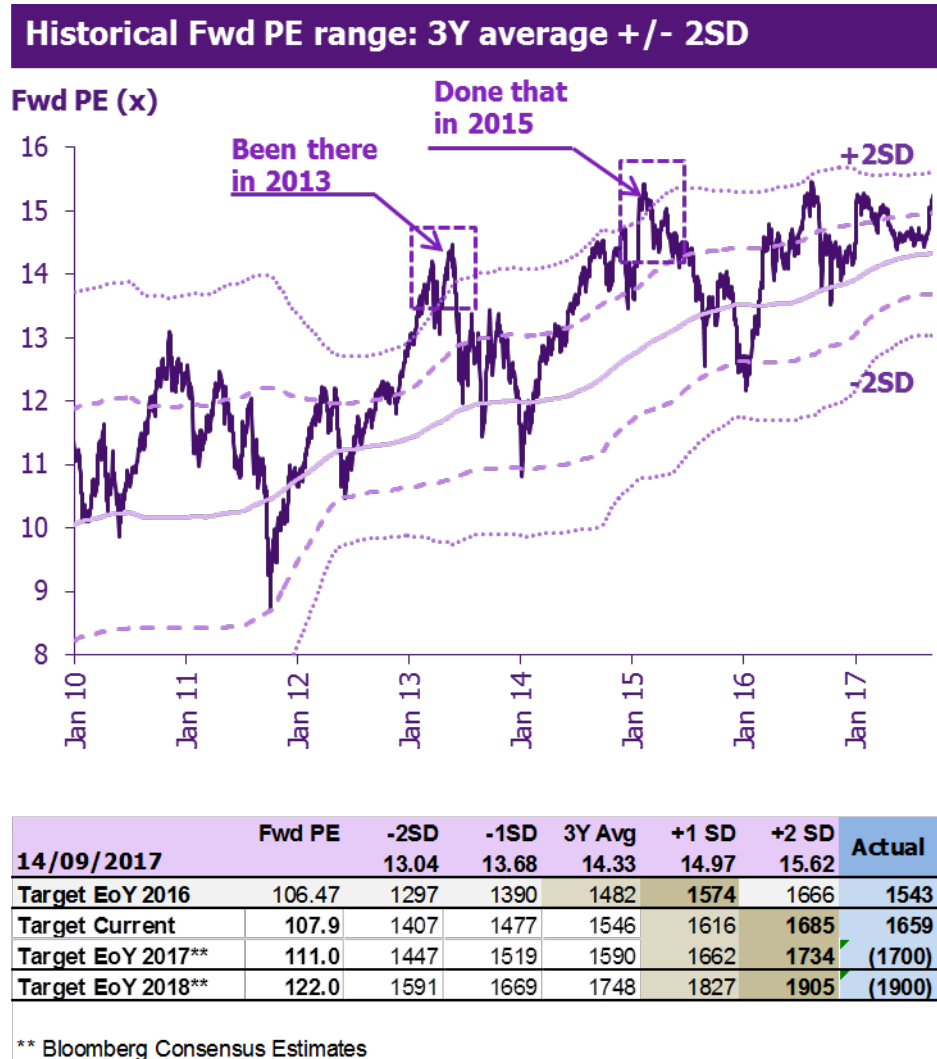
Figure 58: อัตราส่วน PE ต่อ PE แสดงให้เห็นว่า valuation ของ SET ไม่แพงเมื่อเทียบกับตลาดอื่น ๆ ในภูมิภาค



Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

เรายังคงเป้า SET index ปี 2560 ไว้ที่ 1700 จุด และตั้งเป้าสำหรับปี 2561 ที่ 1900 จุด เมื่ออิงกับแนวโน้มอัตราการขยายตัวของ real GDP ของประเทศไทยที่ 3-4% ต่อปี และอัตราเงินเฟ้อที่ 1-2% เราประเมินอัตราการขยายตัวของ nominal GDP ได้ที่ 4-6% เมื่อใช้สมมติฐานผลตอบแทนของตลาดหุ้นไทยโดยเฉลี่ยในอดีตที่ประมาณ 1.5-2.0 เท่าของ nominal GDP เราคาดว่า EPS จะเติบโต 8-10% ในระยะ 2-3 ปีข้างหน้า ซึ่งจะส่งผลทำให้ EPS ของ SET เพิ่มขึ้นจาก 94 (ปี 2559) สู่ 122 (ปี 2562) ซึ่งเมื่อคูณกับ Forward PE ratio ที่ราว 15.6 เท่า (2SD เหนือค่าเฉลี่ย PE ย้อนหลัง 3 ปี) ก็จะได้เป้าหมาย SET Index ที่ราว 1700 จุดในปีนี้ และ 1900 จุดในปีหน้า ซึ่งอัตรา PE ดังกล่าวแม้จะดูว่าสูงถึง 2SD (นับว่าไม่น้อย ในทางสถิติ) แต่ก็ไม่ไกลเกินเอื้อม เพราะความจริงก็เคยเกิดขึ้นแล้ว 2-3 ครั้งในช่วงไม่กี่ปีที่ผ่านมา โดยเฉพาะเมื่อพิจารณาถึงสภาวะเศรษฐกิจการลงทุน แนวโน้มขาขึ้นของเศรษฐกิจโลก, ความต้องการลงทุนในสินทรัพย์เสี่ยงของนักลงทุนทั่วโลก, และสมมติฐานว่าการลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานเป็นไปอย่างราบรื่น และมีการประกาศใช้ พ.ร.บ. EEC

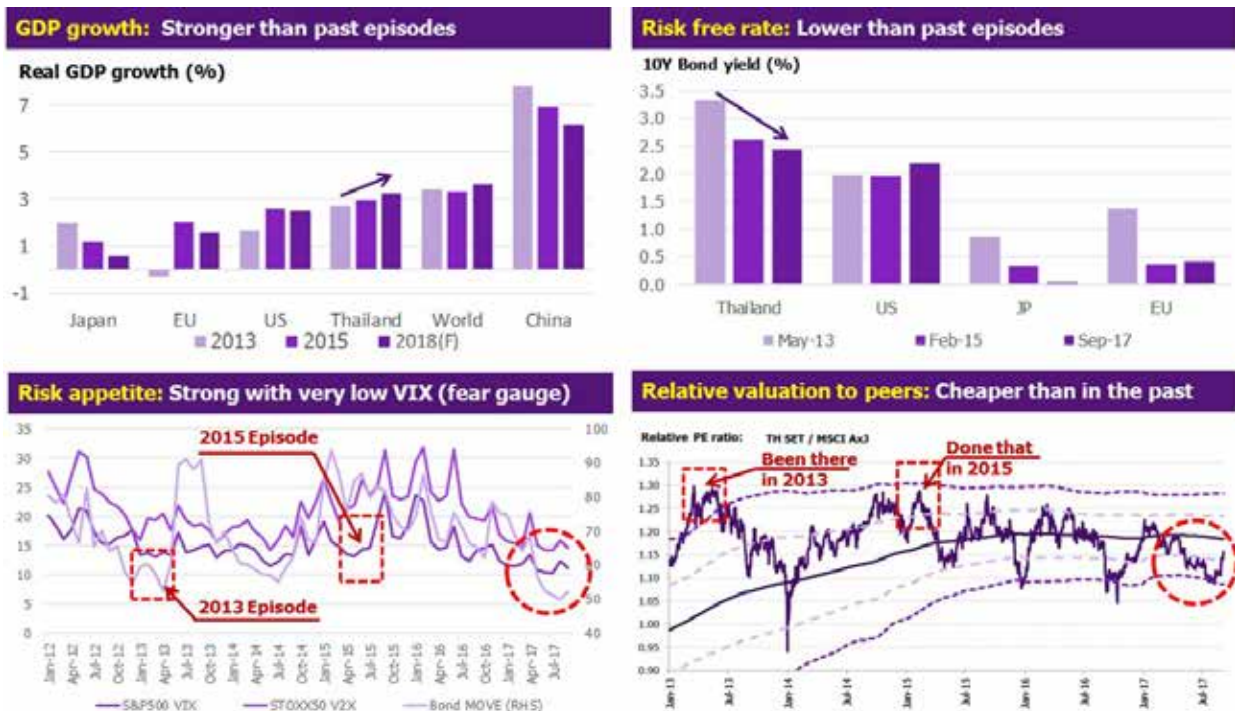
Figure 59: เป้า SET Index และตารางวิเคราะห์ Sensitivity test



Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

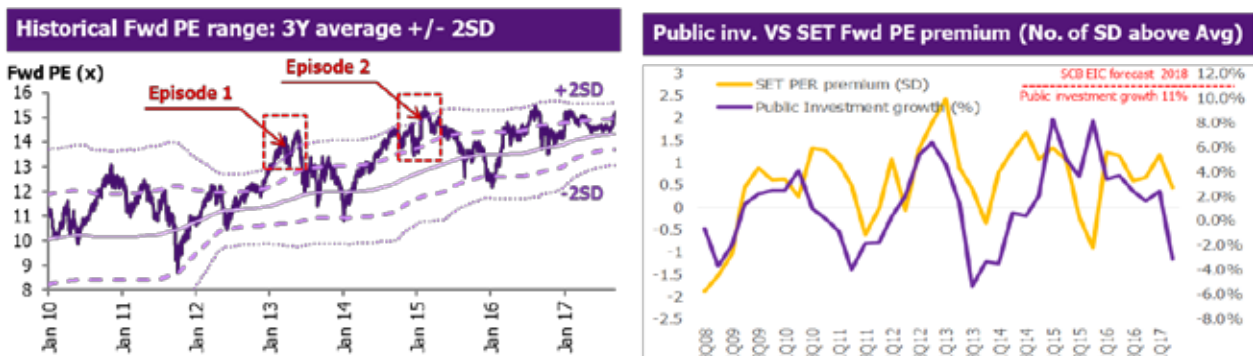
ปัจจัยเศรษฐกิจและตลาดการเงินช่วยสนับสนุนมุมมอง **bullish** ของเรา เมื่ออิงกับข้อมูลเชิงประจักษ์ เราพบว่ามีโอกาสสูงที่จะเห็นการ rally ของตลาดหุ้นไทยอีกครั้งในปี 2561 โดยมีปัจจัยสนับสนุนด้านสภาพแวดล้อมทั่วโลก 4 อย่าง ได้แก่: 1) อัตราการขยายตัวของ GDP ที่มีแนวโน้มแข็งแกร่งมากขึ้นในปีหน้า 2) ต้นทุนทางการเงิน (อัตราดอกเบี้ย) มีแนวโน้มที่จะยังอยู่ในระดับต่ำ โดยเฉพาะอย่างยิ่งสำหรับประเทศไทย เนื่องจาก ธปท. มีแนวโน้มที่จะคงอัตราดอกเบี้ยนโยบายไว้ไม่เปลี่ยนแปลงตลอดปี 2561 ซึ่งจะช่วยลดผลกระทบจากการใช้นโยบายการเงินตึงตัวของธนาคารกลางทั่วโลก 3) ระดับความเสี่ยงที่ยอมรับได้ยังสูง เพราะความผันผวนในตลาดหุ้นทั่วโลกอยู่ใกล้กับระดับต่ำสุดในรอบหลายปี 4) valuation ของ SET เทียบกับตลาดอื่นๆ ในภูมิภาคค่อนข้างถูกเมื่ออิงกับค่าเฉลี่ยในอดีต นอกจากนี้ story ภายในประเทศเกี่ยวกับการลงทุนโครงสร้างพื้นฐานก็จะช่วยสนับสนุนให้ SET ปรับตัว outperform ตลาดอื่นๆ ในภูมิภาคด้วย การวิเคราะห์ของเราพบว่าช่วงที่การลงทุนภาครัฐปรับตัวเพิ่มขึ้นมากมักจะเกิดขึ้นพร้อมกับช่วงที่ valuation ของ SET ปรับตัวสูงกว่าค่าเฉลี่ยในอดีต ฝ่ายวิจัยของ SCB คาดการณ์ว่าการลงทุนภาครัฐจะเติบโต 11% ในปี 2561 ซึ่งช่วยสนับสนุนมุมมอง bullish ของเราที่ว่า PE ของ SET จะปรับตัวเพิ่มขึ้นสูงกว่าค่าเฉลี่ย

Figure 60: ปัจจัยระดับโลก 4 อย่างช่วยสนับสนุนมุมมอง bullish ของเรา



Source: Bloomberg, IMF World Economic Outlook, SCBS Investment Research

Figure 61: การลงทุนภาครัฐมักจะปรับตัวเพิ่มขึ้นพร้อมกับอัตราส่วน PE ที่สูงกว่าค่าเฉลี่ย



Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

อีมีการลงทุนเกี่ยวกับการอุปโภคบริโภคที่เพิ่มขึ้นได้รับการสนับสนุนจากการใช้จ่ายเพิ่มขึ้นของนักท่องเที่ยว ในช่วง 5-6 ปีที่ผ่านมา การเติบโตของอุตสาหกรรมท่องเที่ยวส่งผลทำให้สัดส่วนการใช้จ่ายของนักท่องเที่ยวต่อการอุปโภคบริโภคภายในประเทศของภาคเอกชนทั้งหมดปรับเพิ่มขึ้นจาก 10% ในปี 2553 สู่ 20% ในปี 2560 ปัจจุบันการเติบโตของยอดขายปลีกและการค้าในประเทศขึ้นอยู่กับค่าใช้จ่ายและการอุปโภคบริโภคทั้งจากคนไทยและนักท่องเที่ยว แม้การใช้จ่ายของนักท่องเที่ยวคิดเป็นสัดส่วนเพียง 20% แต่อัตราการเติบโตของการใช้จ่ายจากนักท่องเที่ยวคิดเป็นสัดส่วนเกือบครึ่งหนึ่งของอัตราการเติบโตของการอุปโภคบริโภคภายในประเทศภาคเอกชนในช่วง 4 ปีที่ผ่านมา (2556-2560) ขาวดีก็คือ ปัจจุบันนักวิเคราะห์กลุ่มท่องเที่ยวของเราคาดว่าจะมีนักท่องเที่ยวเข้ามาในประเทศไทยเพิ่มขึ้น 7% YoY จาก 35.5 ล้านคนในปี 2560 สู่ 38 ล้านคนในปี 2561 ซึ่งช่วยสนับสนุนมุมมองของเราว่าการอุปโภคบริโภคในประเทศโดยรวมจะเติบโตเพิ่มขึ้น

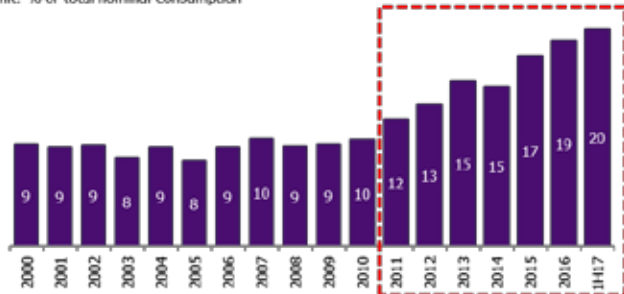
...รวมถึงรายได้ภาคครัวเรือนที่เติบโตเพิ่มขึ้น ค่าจ้างภาคอุตสาหกรรมปรับตัวตามอัตราการเติบโตของการส่งออก ในขณะที่ค่าจ้างภาคบริการที่เกี่ยวข้องกับการท่องเที่ยวได้รับปัจจัยกระตุ้นจากการเติบโตของจำนวนนักท่องเที่ยวที่เข้ามาในประเทศไทย ซึ่งหมายความว่า การส่งออกและการท่องเที่ยวที่มีแนวโน้มเติบโตอย่างแข็งแกร่งจะส่งผลดีต่อกำลังแรงงานของประเทศเกือบ 40% ราคาผลิตภัณฑ์การเกษตร (ปัจจุบันเป็นปัจจัยที่สร้างแรงกดดันต่อรายได้เกษตรกร) น่าจะปรับตัวดีขึ้นในปี 2561 ตามราคาน้ำมันในตลาดโลก ราคายาง, ปาล์ม, มันสำปะหลัง, และน้ำตาล มี correlation ค่อนข้างสูงกับราคาน้ำมัน ภาคเกษตรคิดเป็นสัดส่วนมากกว่า 30% ของกำลังแรงงานของประเทศไทย

แม้ภาระหนี้สินจะเป็นปัจจัยหนึ่ง แต่น่าจะได้รับการชดเชยจากปัจจัยเสริมอื่น ๆ หนี้ครัวเรือนปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างมากจากประมาณ 50% (ก่อนวิกฤตการเงินแฮมเบอร์เกอร์) สู่ระดับเกือบ 80% ในปี 2559 เพราะรัฐบาลออกมาตรการหลายอย่างเพื่อกระตุ้นการใช้จ่ายในประเทศส่งผลทำให้ผู้มีรายได้น้อยและปานกลางมีหนี้สินเพิ่มขึ้น ภาระหนี้สินดังกล่าวจะเป็นตัวจุดรั้งต่อไปอีกหลายปี อัตราการเติบโตของหนี้ครัวเรือนปรับลดลงสู่ระดับต่ำกว่า 5% YoY จาก 8-9% YoY ก่อนวิกฤต และ 15-20% ในช่วงที่มาตรการกระตุ้นทำให้หนี้สินปรับตัวเพิ่มขึ้น เราคาดว่าปัจจัยกดดันดังกล่าวจะได้รับการชดเชยจากความเชื่อมั่นผู้บริโภคที่ปรับตัวดีขึ้น และการให้เงินช่วยเหลือค่าสาธารณูปโภคด้วยการให้บัตรสวัสดิการแห่งรัฐผู้มีรายได้น้อย

Figure 62: การใช้จ่ายของนักท่องเที่ยวมีบทบาทสำคัญมากขึ้นในการกระตุ้นให้การอุปโภคบริโภคในประเทศภาคเอกชนเติบโต

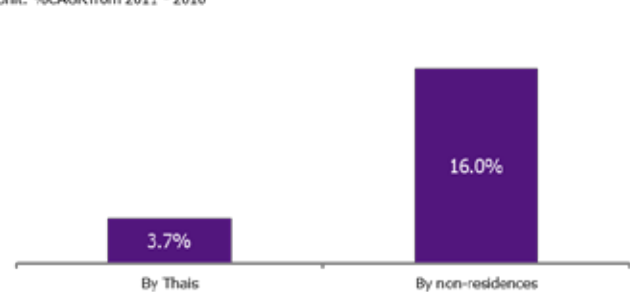
The rising significance of nonresident consumption

Share of nonresident spending in total domestic consumption
Unit: % of total nominal consumption



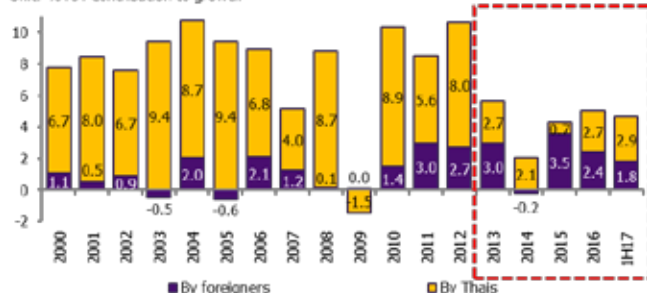
Nonresident consumption growth outpaces Thais

Nominal consumption growth comparison between Thais and nonresidents
Unit: %CAGR from 2011 - 2016



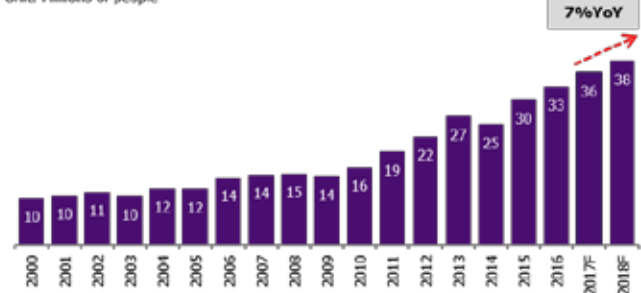
NR spending contributes half of past 4-year growth

CTG of nominal consumption spent by Thais and foreigners in Thailand
Unit: %YoY contribution to growth



Tourist arrivals is expected to grow 7% in 2018

Total international tourist arrivals
Unit: Millions of people



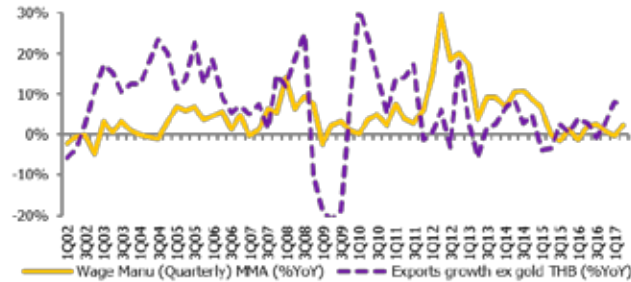
Source: Bloomberg, NESDB, BOT, and SCBS Investment Research

Figure 63: รายได้ภาคครัวเรือนน่าจะปรับตัวขึ้นในไตรมาสถัด

Export growth will support manufacturing wages

Manufacturing wages and exports in THB excl. gold

Unit: %YoY



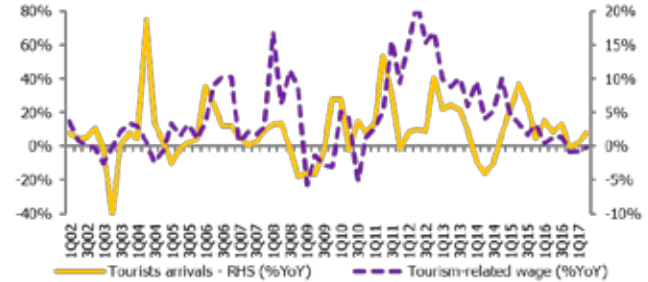
Tourism-related wages will grow with tourist arrivals

Tourism-related wage growth*

Unit: %YoY

Number of foreign tourist arrivals

Unit: %YoY



Expect positive farm income growth on the back of rising oil prices (9% in 2018)

Brent crude price change

Unit: %YoY

Farm price change

Unit: %YoY



Annual Average	2017F	2018F	2019F
Brent (\$/bbl)	53	58	63
Growth (%YoY)	17.5%	9.4%	8.6%

Note: Tourism-related sectors comprise of 1) wholesale & retail trade and 2) Hotels and restaurants.

Source: Bloomberg, NESDB, BOT, and SCBS Investment Research

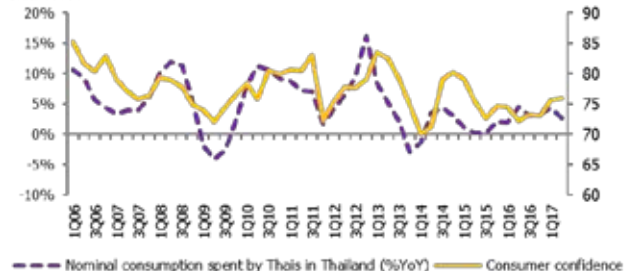
Figure 64: ภาระหนี้สินจะทำให้การอุปโภคบริโภคเติบโตจำกัด แต่จะได้รับการชดเชยจากความเชื่อมั่นที่สูงขึ้นและมาตรการช่วยเหลือผู้มีรายได้น้อยของรัฐบาล

Consumer confidence index picking up

Nominal consumption spent by Thais in Thailand

Unit: %YoY

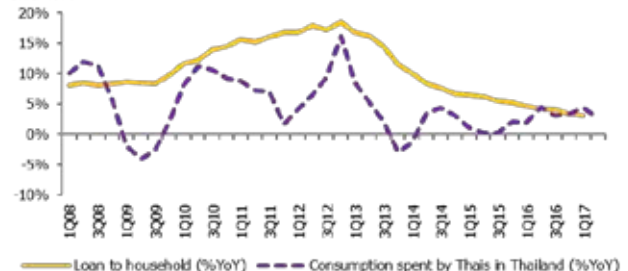
Consumer confidence



Slow loan growth

Loan to household and nominal consumption spent by Thais in Thailand

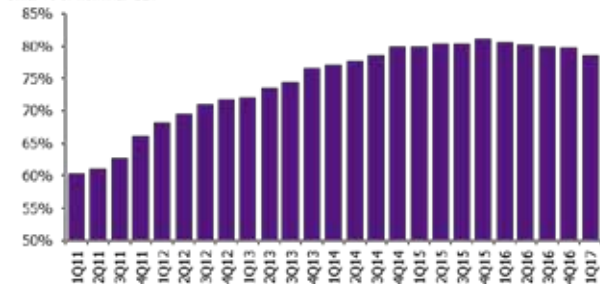
Unit: %YoY



Household debt to GDP lately dropped to 79%

Household debt to GDP

Unit: % of nominal GDP



Source: Bloomberg, BOT, NESDB, and SCBS Investment Research

Government stimulus for low-income: Welfare cards

Negative tax scheme by issuing consumer goods and gas voucher

- Those with income below Bt30,000/year will get Bt300 monthly
- Those with income above Bt30,000/year will get Bt200 monthly
- Gas voucher of Bt45/person/3-month

Targeted utility subsidies

- Intra-city bus allowance of Bt500/person/month
- Inter-city bus (Bor Kor Sor) allowance of Bt500/person/month
- Train allowance of Bt500/person/month

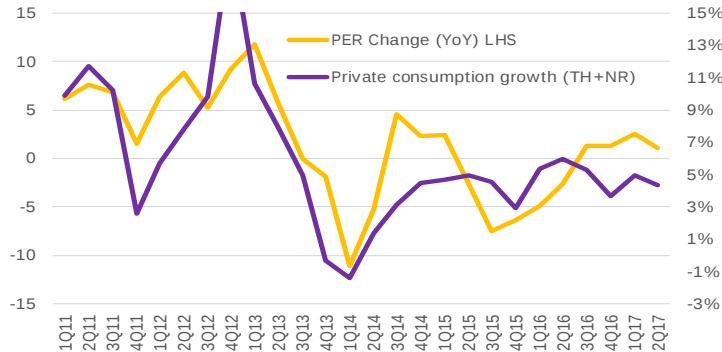
Estimated total budget of Bt 38bn per year

- Around 0.25% of GDP or 0.50% of Private Consumption
- Net direct impact could be lower, as this Bt38 bn is not totally a net-new budget (it replaces the old free bus – free train scheme)

Source: Bloomberg, NESDB, BOT, and SCBS Investment Research

เราเลือกกลุ่มพาณิชย์ เป็น **top pick** การอุปโภคบริโภคที่ปรับตัวขึ้นไม่เพียงแต่จะช่วยกระตุ้นให้ยอดขายของกลุ่มพาณิชย์ปรับตัวเพิ่มขึ้นเท่านั้น แต่ยังจะช่วยกระตุ้นให้ valuation ของกลุ่มพาณิชย์ปรับตัวเพิ่มขึ้นด้วย chart ด้านล่างแสดงความสัมพันธ์ระหว่างอัตราการเติบโตของการอุปโภคบริโภคในประเทศภาคเอกชนกับอัตราส่วน PE ของกลุ่มพาณิชย์

Figure 65: อัตราการเติบโตของการอุปโภคบริโภคในประเทศภาคเอกชนเทียบกับ PE ของกลุ่มพาณิชย์

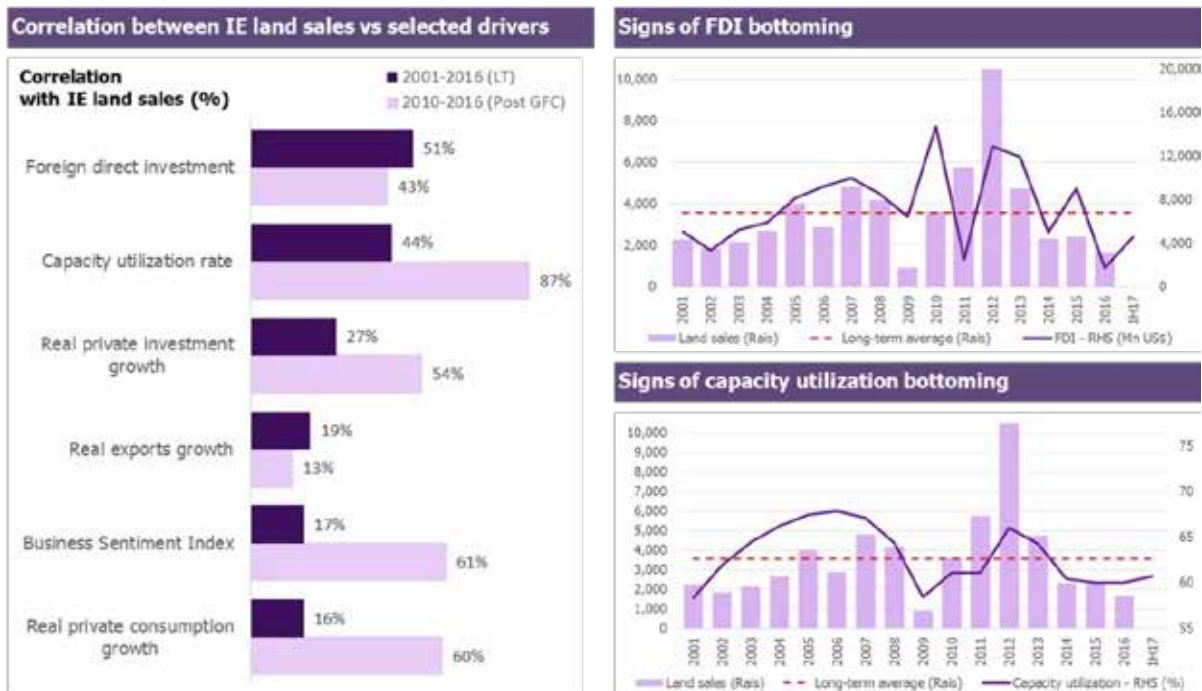


Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

Story เกี่ยวกับการเติบโตเฉพาะประเทศอีกอย่างหนึ่งสำหรับ **top pick** ของเรา คือ วัฏจักรการลงทุนของประเทศไทย ปัจจัยหลักๆ 2 อย่างที่จะช่วยกระตุ้นวัฏจักรการลงทุนรอบใหม่ คือ การลงทุนในโครงสร้างพื้นฐาน และการโปรโมทโครงการระเบียงเขตเศรษฐกิจภาคตะวันออก (EEC) ผ่าน พ.ร.บ. EEC ซึ่งมีเป้าหมายเพื่อจูงใจให้บริษัทข้ามชาติและนักลงทุนต่างชาติเลือกประเทศไทยเป็นจุดหมายปลายทางในการลงทุน เราเห็นความคืบหน้าที่ดีในการประมูลและเซ็นสัญญาโครงการโครงสร้างพื้นฐานแล้ว ซึ่งแสดงถึงความมุ่งมั่นของรัฐบาลที่จะทำโครงการ EEC ให้สำเร็จ พ.ร.บ. EEC น่าจะประกาศใช้ภายในไตรมาส 4/60 ซึ่งจะเป็นปัจจัยสำคัญที่ช่วยกระตุ้นให้ความเชื่อมั่นของนักลงทุนปรับตัวเพิ่มขึ้น

Top pick ของเราสำหรับอีเอ็มนี้ คือ หุนนิคมอุตสาหกรรม การศึกษาของเราพบว่ายอดขายที่ดินนิคมอุตสาหกรรมได้รับปัจจัยกระตุ้นจากการลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ (FDI), การใช้กำลังการผลิต, และอัตราการเติบโตของการลงทุนภาคเอกชนที่แท้จริง นอกจากนี้แล้วความเชื่อมั่นทางธุรกิจและอัตราการเติบโตของการอุปโภคบริโภคภาคเอกชนก็มี correlation ค่อนข้างสูงกับยอดขายที่ดินนิคมอุตสาหกรรม

Figure 66: FDI และอัตราการใช้กำลังการผลิตเป็นปัจจัยสำคัญที่ช่วยกระตุ้นยอดขายที่ดินนิคมอุตสาหกรรม

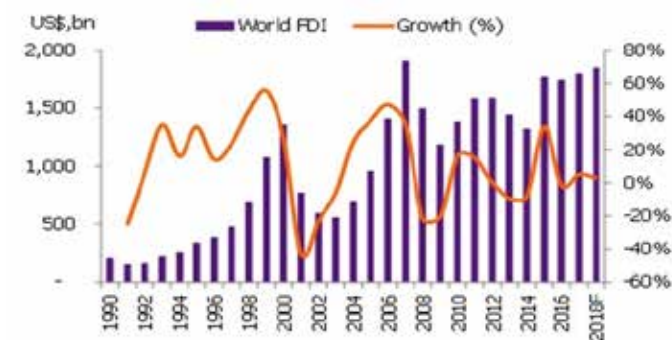


Source: CBRE, NESDB, BOT, and SCBS Investment Research

คาด FDI ทั่วโลกจะปรับตัวเพิ่มขึ้น ส่งผลสัญญาณบวกถึง FDI ไหลเข้าในประเทศไทย เมื่ออิงกับการคาดการณ์ของ UNCTAD FDI ทั่วโลกจะเติบโตประมาณ 5% ในปี 2560 และ 3% ในปี 2561 โดยได้รับปัจจัยหนุนจากการฟื้นตัวของเศรษฐกิจและการค้าทั่วโลก เราคาดว่า FDI จะมีแนวโน้มเติบโตอย่างต่อเนื่อง เมื่ออิงกับประมาณการอัตราการขยายตัวของ GDP และปริมาณการค้าทั่วโลกในรายงาน World Economic Outlook (WEO) ของ IMF

ประเทศไทยมีแนวโน้มที่จะดึงดูด FDI เข้ามาได้มากขึ้นในอนาคต ประเทศไทยเคยมี FDI ไหลเข้าคิดเป็นสัดส่วนประมาณ 1% ของการเคลื่อนย้าย FDI ทั้งหมดทั่วโลกในช่วงที่เศรษฐกิจเติบโตอย่างมากในช่วงปีทศวรรษ 1990 ซึ่งเป็นช่วงที่ประเทศไทยเป็นดาวรุ่งในกลุ่มประเทศกำลังพัฒนาและถูกขนานนามว่า NIC (ประเทศอุตสาหกรรมใหม่) ส่วนแบ่งของ FDI ที่ไหลเข้าในประเทศไทยปรับตัวลดลงสู่ระดับประมาณ 0.8% ในช่วงที่เกิดกระแสโลกาภิวัตน์ (ปี 2544-2549) และสู่ 0.5% ในช่วงที่เกิดวิกฤตการเงิน “แฮมเบอร์เกอร์” (ปี 2550-2552) ซึ่งเกิดขึ้นพร้อมกับสถานการณ์ความไม่สงบทางการเมืองในประเทศไทยเมื่อประเทศไทยมีการเปลี่ยนแปลงนายกรัฐมนตรีถึง 4 คนใน 3 ปี สำหรับปี 2559 ส่วนแบ่งของ FDI ที่ไหลเข้าในประเทศไทยลดลงสู่ 0.1% อย่างไรก็ดี เราคาดว่าส่วนแบ่งของ FDI ที่ไหลเข้าในประเทศไทยจะปรับตัวเพิ่มขึ้นในปี 2560 และจะเพิ่มขึ้นสู่ 0.3-0.5% ในระยะ 5 ปีข้างหน้า

Figure 67: UNCTAD คาดว่า FDI ทั่วโลกจะเติบโต 5% ในปี 2560 และ 3% ในปี 2561 เพราะเศรษฐกิจโลกฟื้นตัว



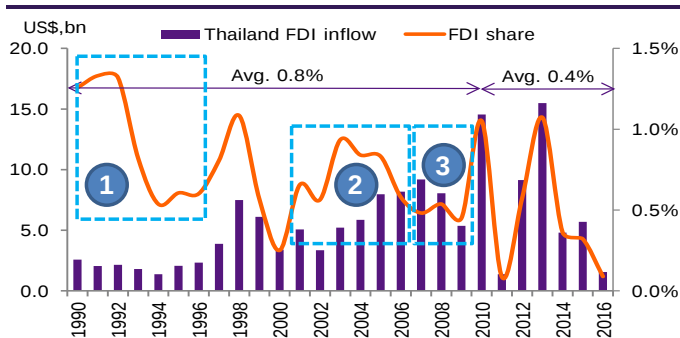
Source: UNCTAD, IMF, SCBS Investment Research

Figure 68: FDI มีแนวโน้มที่จะเติบโตอย่างต่อเนื่องในระยะ 5 ปีข้างหน้า อ้างอิงมุมมองของ IMF ต่อเศรษฐกิจและการค้าโลก



Source: IMF WEO, SCBS Investment Research

Figure 69: ส่วนแบ่งของ FDI ที่ไหลเข้าในประเทศไทยปรับตัวลดลง



Source: UNCTAD, IMF, SCBS Investment Research

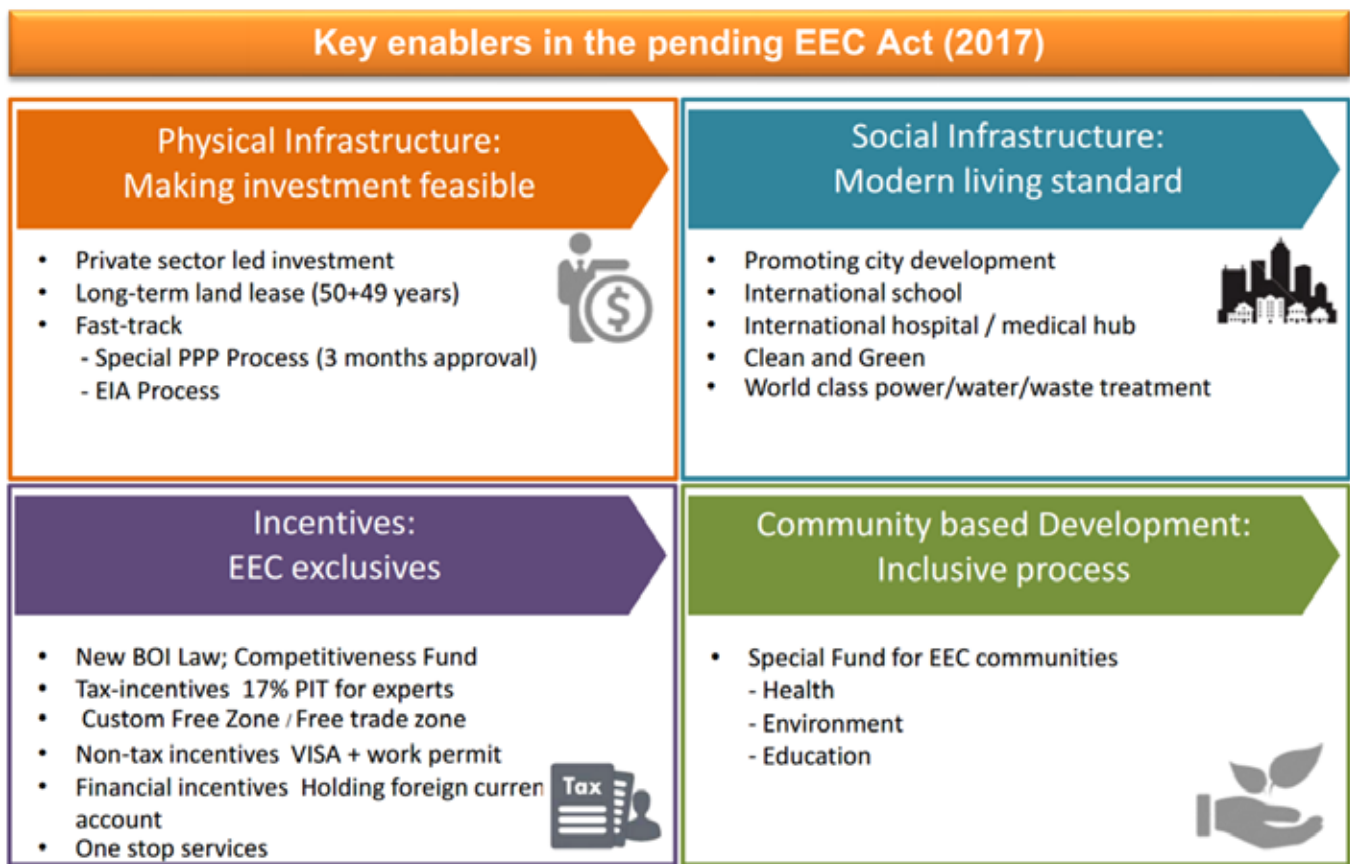
Figure 70: เราคาดว่าส่วนแบ่งของ FDI ที่ไหลเข้ามาในประเทศไทยจะปรับตัวดีขึ้น โดยเกิดจากสภาวะหลายอย่างที่ปรับตัวดีขึ้น

Episodes	TH Share	Short description
1 1990-1996 NIC	1.0%	- Rising star of EM - Newly Industrialized Country (NIC) - GDP growth: Global 3%, TH 7-8%
2 2001-2006 Globalization	0.8%	- Stable gov., Grass root stimulus - Average BSI 47.5 - GDP growth: Global 4%, TH 5%
3 2007-2009 Great crisis	0.5%	- Change 4 Prime ministers in 3 years - Average BSI 43.2 - Great Financial Crisis / Recession
2018 - ??? Thailand 4.0	??	- Investment is a national agenda - Latest BSI (1H17 avg) 50.9 - Tax/non-tax incentives (EEC)

Source: IMF WEO, SCBS Investment Research

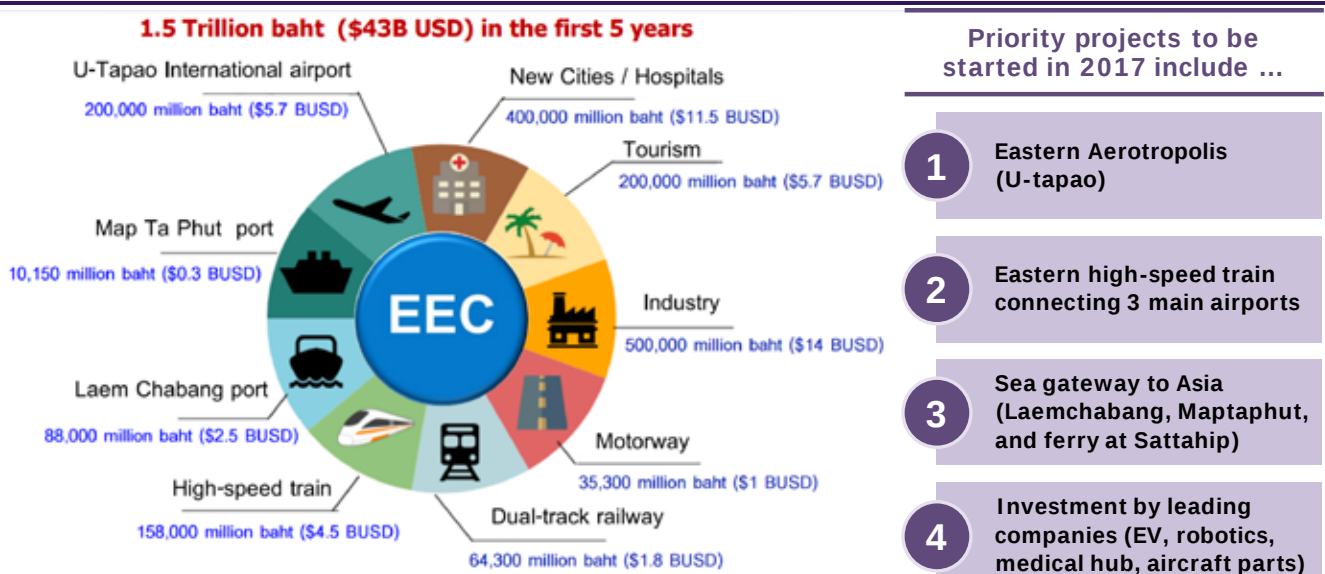
FDI น่าจะไหลเข้าประเทศไทยเพิ่มขึ้นจากที่มีจำนวนไม่ถึง 2 พันล้านดอลลาร์สหรัฐในปี 2559 สู่ 6-10 พันล้านดอลลาร์สหรัฐในระหว่างปี 2561-2565 เนื่องจากการประกาศใช้ พ.ร.บ. EEC ในไม่ช้านี้ และการลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานมีความคืบหน้า ส่วนแบ่งของ FDI ที่ไหลเข้าในประเทศไทยจึงมีแนวโน้มที่จะปรับตัวเพิ่มขึ้นจากระดับปัจจุบันที่ 0.1% การคาดการณ์ส่วนแบ่งของ FDI ที่ไหลเข้าในประเทศไทยตามหลักความระมัดระวังของเราที่ 0.3-0.5% หมายความว่า จะมีเงินลงทุนต่างประเทศไหลเข้า 6-10 พันล้านดอลลาร์สหรัฐ ซึ่งจะส่งผลดีต่อกลุ่มอสังหาริมทรัพย์เพื่อการอุตสาหกรรม ในขณะที่เดียวกันปัจจัยกระตุ้นอื่นๆ ก็เริ่มแสดงสัญญาณฟื้นตัว: ความเชื่อมั่นทางธุรกิจที่ปรับตัวดีขึ้น, การลงทุนภาคเอกชนขยายตัวเพิ่มขึ้น, และอัตราการใช้จ่ายในการผลิตส่งสัญญาณปรับตัวเพิ่มขึ้น

Figure 71: พ.ร.บ. EEC (พ.ศ. 2560) จะเป็นปัจจัยสำคัญที่ช่วยเรียกความเชื่อมั่นและกระตุ้น FDI ไหลเข้า



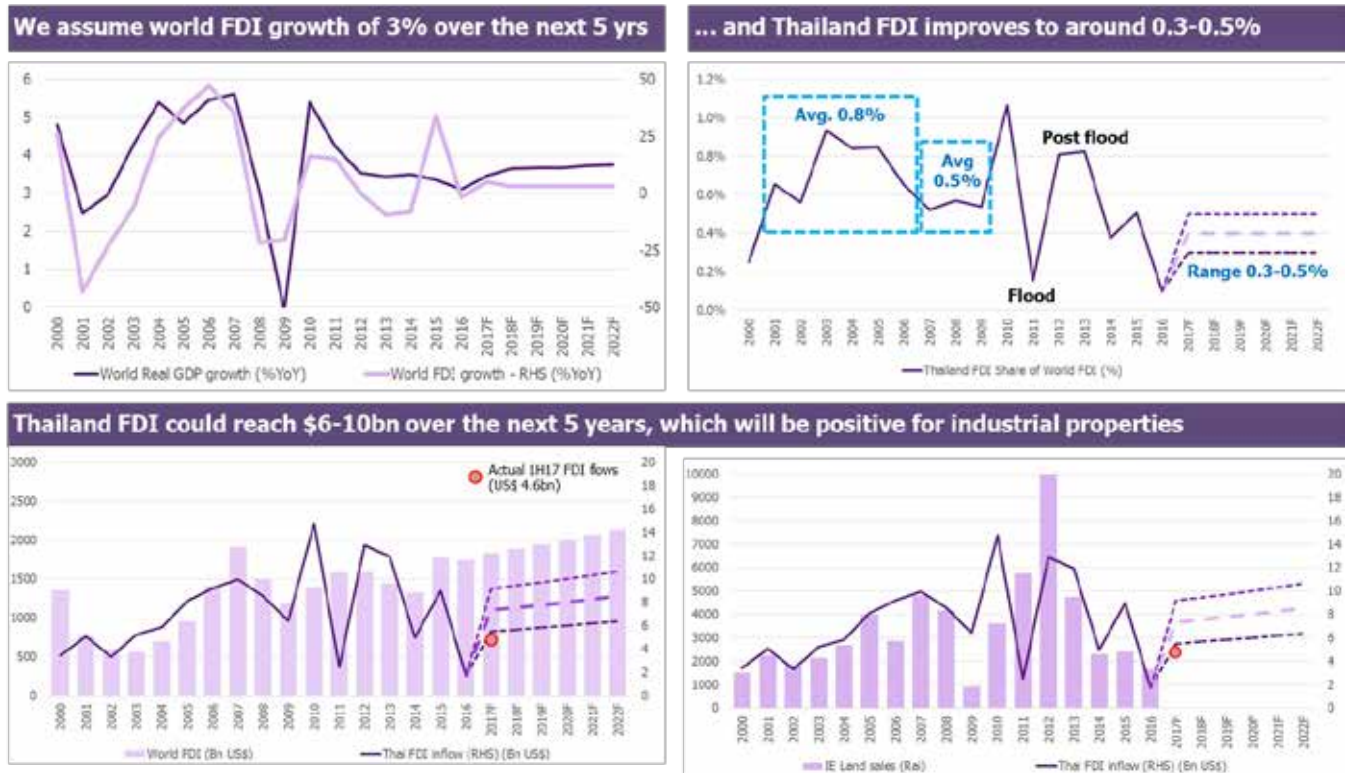
Source: EEC presentation (June 2017)

Figure 72: โครงการลงทุนโครงสร้างพื้นฐาน



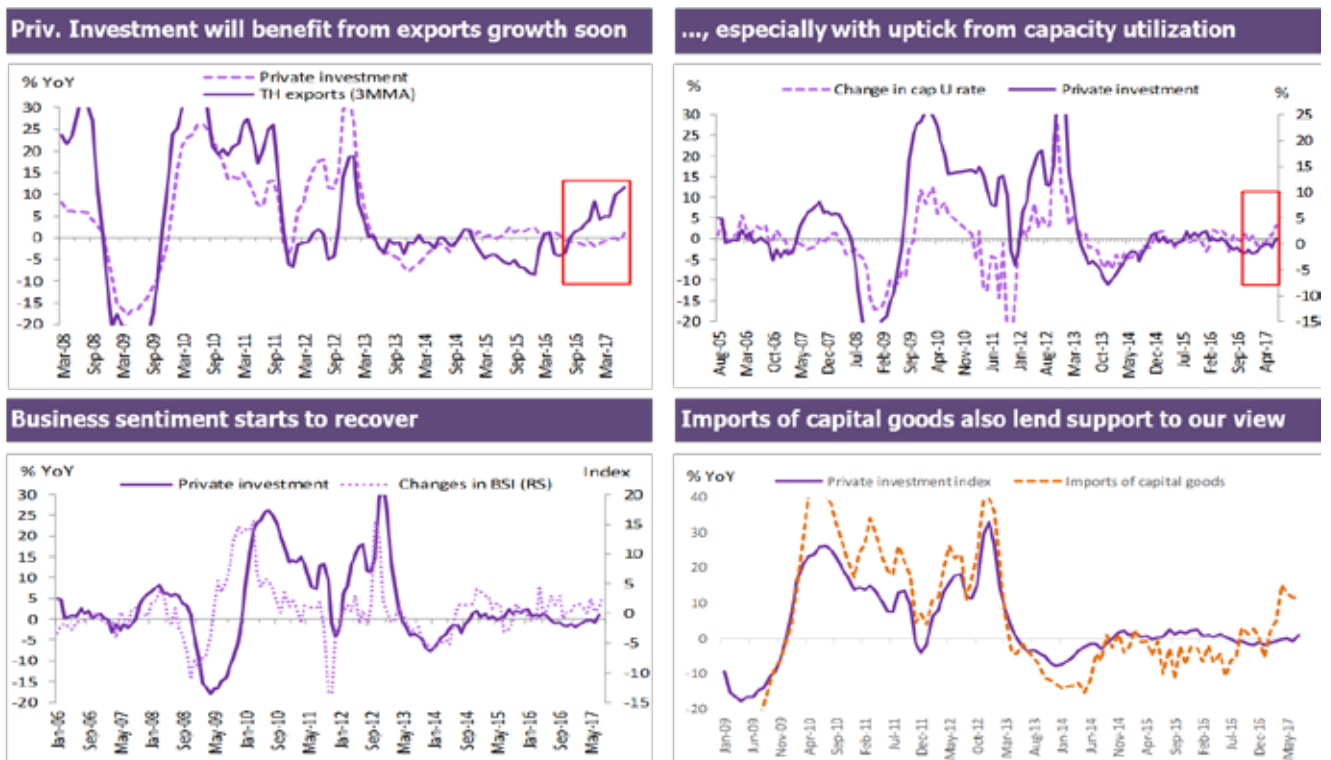
Source: EEC presentation (June 2017)

Figure 73: คาด FDI ไหลเข้าเฉลี่ย 6-10 พันล้านดอลลาร์สหรัฐ/ปี ซึ่งจะช่วยกระตุ้นหุ้นกลุ่มอสังหาริมทรัพย์เพื่อการอุตสาหกรรมเข้าสู่วัฏจักรขาขึ้นในระยะ 5 ปีข้างหน้า



Source: UNCTAD, IMF, BOT, CBRE, SCBS Investment Research

Figure 74: ปัจจัยกระตุ้นอื่น ๆ แสดงสัญญาณฟื้นตัว



Source: UNCTAD, IMF, BOT, CBRE, SCBS Investment Research

เมื่ออิงกับธีมการอุปโภคบริโภคในประเทศ, การลงทุนภาคเอกชน, และธีมเฉพาะบริษัท เราจึงเลือก **top picks** ประจำไตรมาส 4/60 ดังต่อไปนี้

Figure 75: ธีมหลัก ๆ สำหรับกลยุทธ์การลงทุนไตรมาส 4/60

หุ้น	จะได้ประโยชน์จาก...			สรุปมุมมองการลงทุน
	การอุปโภคบริโภคในประเทศ	การลงทุนโดยตรงจากตปท.	ปัจจัยเฉพาะบริษัท	
ADVANC			X	ถ้าไรจะเข้าสู่วัฏจักรขาขึ้นรอบใหม่ (1% ในปี 2560, 7.7% 2561 และ 10% 2562) เพราะ ARPU จะเพิ่มขึ้นตามจำนวนลูกค้า postpaid ที่เพิ่มขึ้น และขาดทุนจากการอุดหนุนราคาเครื่องโทรศัพท์ที่ลดลง
AMATA		X		อยู่ในฐานะที่จะได้ประโยชน์อย่างเต็มที่จาก EEC เพราะที่ดินที่บริษัทมีอยู่ทั้งหมด 10,000 ไร่อยู่ในเขตเศรษฐกิจพิเศษ EEC ซึ่งจะทำให้เป็นที่ต้องการของตลาดและราคาที่ดินจะปรับตัวสูงขึ้น
CPALL	X			คาดการณ์ยอดขายสาขาเดิมเติบโตดีขึ้น แม้จะเพิ่มสาขาจาก 10,000 สาขาในไตรมาส 2/60 สู่ 13,000 สาขาในปี 2564 อัตราส่วนหนี้สินสุทธิต่อทุนจะลดลงจาก 2.2 เท่า (ครั้งแรกปี 60) สู่ 1.3 เท่า (ปี 2561)
GLOBAL	X			ราคาหุ้นปีนี้แพ้ SET ราว 14% ยอดขายสาขาเดิมน่าจะปรับตัวดีขึ้นในช่วงครึ่งหลังปี 60 จากฐานต่ำในปี 2559 และความเชื่อมั่นและรายได้เกษตรกรที่ดีขึ้น อีกทั้งยังวางแผนเพิ่มสาขาอีก 8 แห่งในปี 2560
ROBINS	X			ยอดขายสาขาเดิมจะปรับตัวดีขึ้นในช่วงครึ่งหลังปี 60 จากความเชื่อมั่นที่ดีขึ้น จำนวนนักท่องเที่ยวที่เพิ่มขึ้น และรายได้เกษตรกรที่ดีขึ้น โดยมีแผนเปิดสาขาอีก 3 แห่งในปี 2561-2563 อัตรากำไรน่าจะดีขึ้นตามสัดส่วนยอดขายสินค้า private brand ที่เพิ่มขึ้น
WHA		X		ได้ประโยชน์จาก EEC เพราะธุรกิจส่วนใหญ่อยู่ในระยองและชลบุรี ซึ่งบริษัทมีที่ดินรอการพัฒนาอยู่ 8,500 ไร่
WORK			X	ถ้าไรจะเติบโตกว่า 500% ในปี 2560 และจะเติบโตที่ CAGR 21% ในปี 2561-2562 จากการขึ้นอัตราค่าโฆษณา ต้นทุนโฆษณาต่อเรตติ้ง (CPRP) ยังต่ำกว่าช่อง 3 อยู่ 50% และต่ำกว่าช่อง 7 อยู่ 34%

Source: SCBS Investment Research

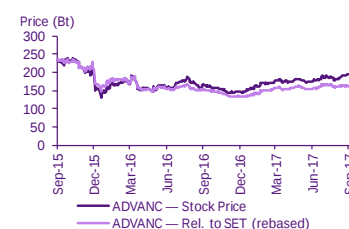
ข้อ

Stock Data

Last close (Sep 18) (Bt)	194.00
12-m target price (Bt)	230.00
Upside (Downside) to TP (%)	18.56
Mkt cap (Btbn)	576.78
Mkt cap (US\$mn)	17,420

Bloomberg code	ADVANC TB
Reuters code	ADVANC.BK
Risk rating	L
Mkt cap (%) SET	3.47
Sector % SET	8.63
Shares issued (mn)	2,973
Par value (Bt)	1.00
12-m high / low (Bt)	198 / 141
Avg. daily 6m (US\$mn)	31.95
Foreign limit / actual (%)	48 / 39
Free float (%)	36.2
Dividend policy (%)	≥ 70

Price Performance



Source: SET, SCBS Investment Research

Share performance

	1M	3M	12M
Absolute	7.0	9.5	20.9
Relative to SET	2.1	5.1	7.3

Source: SET, SCBS Investment Research

ปฏิภาณ นาววัฒน

นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน

ณหลักทรัพย์

0-2949-1007

phatipak.navawatana@scb.co.th

รายได้จะเพิ่มขึ้นจากการเปลี่ยนผู้ใช้บริการเป็น postpaid ได้มากขึ้น

เรามองว่าการเปลี่ยนมาอุดหนุนราคาเครื่องโทรศัพท์สำหรับผู้ให้บริการแบบ postpaid เป็นความเคลื่อนไหวที่ดี ตลาด postpaid เป็นตลาดที่กำลังเติบโต โดยให้ ARPU สูงกว่า prepaid อย่างมาก และมีอัตราการยกเลิกบริการเพียงครึ่งหนึ่งของ prepaid แม้อัตราส่วนผู้ใช้บริการแบบ postpaid ต่อผู้ใช้บริการทั้งหมดของ ADVANC เติบโตขึ้นในปีที่ผ่านมา สู่ 17% แต่ยังคงต่ำกว่า TRUE ที่ 25% และ DTAC ที่ 23% อย่างมาก เราคาดว่า ADVANC จะผลักดันให้อัตราส่วนดังกล่าวเพิ่มขึ้นมาอยู่ที่ 25% ในปี 2562 ซึ่งสะท้อนถึงรายได้ที่เติบโตเฉลี่ย 5% ต่อปีในปี 2561-62 ADVANC กำลังจะเข้าสู่ช่วงที่กำไรเติบโต YoY โดยได้รับปัจจัยกระตุ้นจากรายได้ที่เพิ่มขึ้น และหนี้ "ซื้อ" ด้วยราคาเป้าหมาย 230 บาท

หันมาอุดหนุนราคาเครื่องโทรศัพท์สำหรับผู้ให้บริการแบบ postpaid มากขึ้น ตลาด postpaid เป็นปัจจัยที่ช่วยกระตุ้นให้กำไรของผู้ให้บริการโทรศัพท์เคลื่อนที่เติบโต นับตั้งแต่ปี 2557 จำนวนผู้ใช้บริการแบบ postpaid ของ ADVANC เติบโตที่ CAGR 15% และเร่งตัวขึ้นสู่ 20% ในปี 2560 ในขณะที่จำนวนผู้ใช้บริการแบบ prepaid หดตัวลงจาก 39 ล้านเลขหมายในปี 2557 สู่ 33.5 ล้านเลขหมาย ณ ไตรมาส 2/60 เราคาดว่าแนวโน้มเช่นนี้จะเกิดขึ้นต่อเนื่องไปอีกระยะหนึ่ง เนื่องจากมีผู้ใช้บริการเปลี่ยนมาใช้บริการแบบ postpaid มากขึ้น ปัจจุบันแพ็คเกจ postpaid ค่อนข้างมากกว่า prepaid เนื่องจากบริการ mobile internet ได้รับความนิยมมากขึ้น ADVANC มีอัตราส่วนผู้ใช้บริการแบบ postpaid ต่อผู้ใช้บริการทั้งหมดเพิ่มขึ้นจาก 11% ในไตรมาส 4/59 สู่ 17% ในไตรมาส 2/60 แต่ยังต่ำกว่า TRUE ที่ 25% และ DTAC ที่ 23% เราใช้สมมติฐานว่าผู้ใช้บริการแบบ postpaid ของ ADVANC จะเติบโต 12% ต่อปี ในระยะ 3 ปีข้างหน้า จาก 7 ล้านเลขหมายในปี 2559 สู่ 10 ล้านเลขหมายในปี 2562 คิดเป็นอัตราส่วนผู้ใช้บริการแบบ postpaid ต่อผู้ใช้บริการทั้งหมดที่ 25% ในปี 2562 (เท่ากับผู้ใช้บริการโทรศัพท์เคลื่อนที่รายอื่นๆ) ซึ่งยังต่ำกว่าระดับ 50% ในประเทศที่พัฒนาแล้ว

การอุดหนุนราคาเครื่องโทรศัพท์ที่ลดลงช่วยหนุนให้อัตรากำไรเพิ่มขึ้น ADVANC มีผลขาดทุนจากการอุดหนุนราคาเครื่องโทรศัพท์ที่ลดลงครึ่งหนึ่งจากผลขาดทุนในปี 2559 สู่ 1 พันล้านบาท/ไตรมาสในช่วงครึ่งแรกปี 60 ซึ่งเป็นไปตามคาด บริษัทยกเลิกการอุดหนุนราคาเครื่องโทรศัพท์สำหรับผู้ให้บริการแบบ prepaid ดังนั้นขาดทุนจากการอุดหนุนราคาเครื่องโทรศัพท์ในช่วงครึ่งแรกปี 60 จึงเกิดจากการอุดหนุนราคาเครื่องโทรศัพท์สำหรับผู้ให้บริการแบบ postpaid เพียงอย่างเดียว เราไม่คิดว่า ADVANC จะมีผลขาดทุนจำนวนมากจากการอุดหนุนราคาเครื่องโทรศัพท์ที่เกิดขึ้นเหมือนในปี 2559 อีก เนื่องจาก ADVANC เริ่มจัดลำดับความสำคัญของผู้ใช้บริการแบบ prepaid เพื่อให้การอุดหนุนราคาเครื่องโทรศัพท์มีประสิทธิภาพ ดังนั้นทุนมากขึ้น ซึ่งจะช่วยให้ค่าใช้จ่ายในการอุดหนุนราคาเครื่องโทรศัพท์ที่ปรับลดลงสู่ 4 พันล้านบาท หรือครึ่งหนึ่งของปี 2559 และจะทรงตัวอยู่ที่ระดับดังกล่าวในระยะ 3 ปีข้างหน้า เนื่องจากบริษัทจะพยายามเปลี่ยนผู้ใช้บริการแบบ prepaid มาเป็น postpaid นอกจากนี้บริษัทก็จะมุ่งอุดหนุนราคาเครื่องโทรศัพท์เพื่อให้ได้ผลตอบแทนกลับคืนมามากกว่าต้นทุนที่เสียไปด้วย

กำไรจะเริ่มปรับตัวเพิ่มขึ้น YoY ในช่วงครึ่งหลังปี 60 เราคาดว่ากำไรของ ADVANC จะเริ่มเติบโต YoY ตั้งแต่ช่วงครึ่งหลังปี 60 เราคาดว่ากำไรจะเติบโต 1% ในปี 2560 เพราะรายได้จะเพิ่มขึ้นจาก ARPU ที่สูงขึ้นเนื่องจากบริษัทมีผู้ใช้บริการแบบ postpaid เพิ่มขึ้น และบันทึกขาดทุนจากการอุดหนุนราคาเครื่องโทรศัพท์ที่ลดลง เราคาดว่ากำไรจะเติบโต 7.7% YoY ในปี 2561 และ 10% YoY ในปี 2562 โดยได้รับปัจจัยหนุนจากรายได้ที่สูงขึ้นอันเป็นผลมาจาก ARPU ที่สูงขึ้นจากการมีผู้ใช้บริการแบบ postpaid เพิ่มขึ้น และการควบคุมต้นทุนได้ดีขึ้น โดยเฉพาะอย่างยิ่งการอุดหนุนราคาเครื่องโทรศัพท์ที่ลดลง เราคาดว่าขาดทุนจากการอุดหนุนราคาเครื่องโทรศัพท์จะอยู่ในระดับทรงตัวที่ประมาณ 4 พันล้านบาท/ปี หรือ 1 พันล้านบาท/ไตรมาส เนื่องจากบริษัทใช้การอุดหนุนราคาเครื่องโทรศัพท์เพื่อให้ได้มาซึ่งผู้ใช้บริการแบบ postpaid เท่านั้น และหนี้ "ซื้อ" ด้วยราคาเป้าหมายใหม่กลางปี 2561 อ้างอิงวิธี DCF ที่ 230 บาท เราแนะนำ "ซื้อ" ADVANC ด้วยราคาเป้าหมายกลางปี 2561 อ้างอิงวิธี DCF ที่ 230 บาท เพิ่มขึ้นจาก 215 บาท หลังจากปรับประมาณการกำไร เรายังคงมองว่า ADVANC จะรายงานกำไรเติบโตเร่งตัวขึ้นในระยะ 2-3 ปีข้างหน้า ดังนั้นแม้ราคาหุ้นปรับตัวเพิ่มขึ้นมาตั้งแต่ต้นปีแล้ว แต่เรายังมองว่าราคาหุ้นจะปรับขึ้นต่อได้อีก ปัจจุบันหุ้น ADVANC ซื้อขายที่ PE ปี 2560 ระดับ 17 เท่า (mid-range) และจะปรับตัวลดลง EBITDA ที่มีแนวโน้มเติบโต 6% ในระยะ 3 ปีข้างหน้าทำให้เรามองว่าหุ้น ADVANC ไม่แพง: ในวัฏจักรการเติบโตรอบก่อน ADVANC ซื้อขายที่ PE ระดับ 20-23 เท่า

Forecasts and valuation

Year to 31 Dec	Unit	2015	2016	2017F	2018F	2019F
Revenue	(Btmn)	155,213	110,673	155,161	159,099	163,154
EBITDA	(Btmn)	70,862	61,049	63,850	67,829	73,094
Core profit	(Btmn)	39,154	31,268	30,958	33,340	36,752
Reported profit	(Btmn)	39,154	30,667	30,958	33,340	36,752
Core EPS	(Bt)	13.17	10.52	10.41	11.22	12.36
DPS	(Bt)	13.17	10.08	7.29	7.85	8.65
P/E, core	(X)	14.73	18.44	18.63	17.30	15.69
EPS growth, core	(%)	8.66	(20.14)	(0.99)	7.69	10.23
P/BV, core	(X)	11.92	13.50	11.92	11.35	10.81
ROE	(%)	82.32	68.66	67.98	67.24	70.59
Dividend yield	(%)	6.79	5.20	3.76	4.05	4.46
EV/EBITDA	(X)	8.53	10.87	10.44	9.87	9.20

Source: SCBS Investment Research

Financial statement

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	2015	2016	2017F	2018F	2019F
Total revenue	155,213	110,673	155,161	159,099	163,154
Cost of goods sold	84,755	63,901	90,992	91,992	91,992
Gross profit	70,458	46,772	65,183	69,162	73,427
SG&A	20,091	21,681	24,000	25,000	25,000
Other income	519	255	1,500	1,500	1,500
Interest expense	1,960	3,464	5,000	5,000	5,000
Pre-tax profit	48,926	26,581	37,683	40,662	44,927
Corporate tax	9,999	5,196	6,702	7,297	8,150
Equity a/c profits	0	0	0	1	1
Minority interests	(2)	35	(23)	(24)	(25)
Core profit	39,154	31,268	30,958	33,340	36,752
Extra-ordinary items	0	246	0	0	0
Net Profit	39,154	30,667	30,958	33,340	36,752
EBITDA	70,862	47,527	63,850	67,829	73,094
Core EPS (Bt)	13.17	7.52	10.41	11.22	12.36
Net EPS (Bt)	13.17	7.60	10.41	11.22	12.36
DPS (Bt)	13.17	10.08	7.29	7.85	8.65

Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	2015	2016	2017F	2018F	2019F
Total current assets	38,007	31,899	27,966	28,288	28,602
Total fixed assets	143,754	243,771	273,771	303,771	333,771
Total assets	181,761	275,670	305,670	332,059	362,373
Total loans	100,230	98,958	90,724	93,256	95,751
Total current liabilities	44,678	69,328	29,125	59,125	60,807
Total long-term liabilities	88,591	163,634	228,170	222,139	250,457
Total liabilities	133,268	232,962	257,294	281,264	311,264
Paid-up capital	2,973	2,973	2,973	2,973	2,973
Total equity	48,376	42,708	48,376	50,795	51,109
BVPS (Bt)	16.27	14.37	16.27	17.09	17.19

Cash Flow Statement (Btmn)

FY December 31	2015	2016	2017F	2018F	2019F
Core Profit	39,154	31,268	30,958	33,340	36,752
Depreciation and amortization	26,462	10,528	26,462	26,462	26,462
Operating cash flow	70,693	38,241	57,166	62,271	62,868
Investing cash flow	(110,121)	(42,051)	(42,579)	(42,933)	(103,452)
Financing cash flow	85,156	16,630	17,175	104,297	76,731
Net cash flow	45,728	12,820	31,762	123,635	36,146

Key Financial Ratios

	2015	2016	2017F	2018F	2019F
Gross margin(%)	45.4	45.5	42.0	43.5	45.0
Operating margin(%)	32.5	25.9	26.5	27.8	29.7
EBITDA margin(%)	45.7	40.1	41.2	42.6	44.8
EBIT margin(%)	32.5	25.9	26.5	27.8	29.7
Net profit margin(%)	25.1	20.0	20.0	21.0	22.5
ROE (%)	82.3	68.7	68.0	67.2	70.6
ROA (%)	25.4	14.0	11.6	12.4	13.6
Net D/E (x)	1.6	2.0	1.8	1.8	1.8
Interest coverage (x)	25.7	9.3	8.2	8.8	9.7
Debt service coverage (x)	6.7	14.7	13.4	14.4	17.7
Payout Ratio (%)	100.0	132.6	70.0	70.0	70.0

12-Month Cumulative directors trade

NA

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17
Total revenue	36,482	37,095	37,096	37,097	39,079
Cost of goods sold	17,424	20,768	25,709	23,091	22,535
Gross profit	19,058	16,327	11,387	14,006	16,544
SG&A	6,460	7,260	7,961	5,439	6,701
Other income	96	79	79	79	71
Interest expense	842	1,311	1,311	1,311	1,545
Pre-tax profit	11,756	7,757	7,068	9,135	8,519
Corporate tax	2,456	1,370	1,370	1,370	1,443
Equity a/c profits	(0)	17	17	17	26
Minority interests	9,417	6,462	6,468	7,543	7,203
Extra-ordinary items	179	67	0	150	12
Net Profit	9,596	6,529	6,468	7,693	7,215
EBITDA	17,012	15,257	15,258	15,259	14,382
Core EPS (Bt)	3.17	2.17	2.18	2.54	2.42
Net EPS (Bt)	3.23	2.20	2.18	2.59	2.43

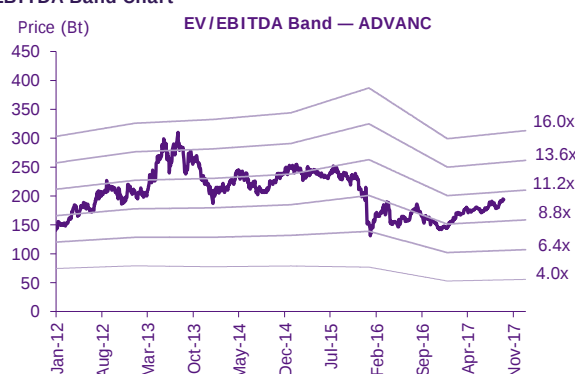
Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17
Total current assets	39,487	33,782	31,899	31,987	31,977
Total fixed assets	231,237	237,720	243,771	247,159	249,373
Total assets	270,724	271,502	275,670	279,147	281,350
Total loans	91,887	107,274	98,958	95,427	103,703
Total current liabilities	62,895	68,778	69,328	73,700	68,340
Total long-term liabilities	160,944	166,499	163,634	167,791	168,165
Total liabilities	223,839	235,277	232,962	241,491	236,505
Paid-up capital	2,973	2,973	2,973	2,973	2,973
Total equity	46,884	36,225	42,708	37,656	44,846
BVPS (Bt)	15.77	12.18	14.37	12.67	15.08

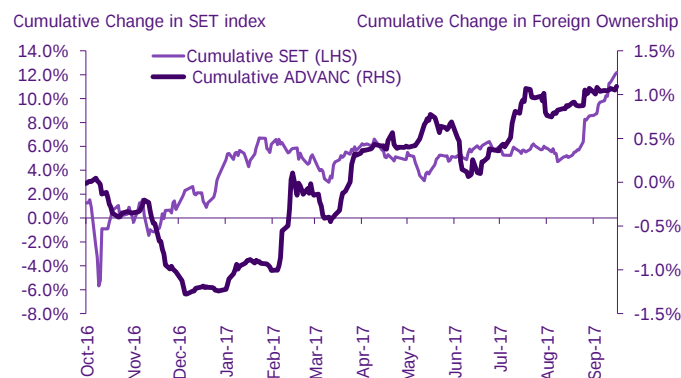
Main Assumptions

	2015	2016	2017F	2018F	2019F
Prepaid subscribers ('000)	38,072	38,834	39,611	40,403	41,211
Postpaid subscribers ('000)	4,439	4,528	4,619	4,711	4,805
Total subscribers ('000)	42,512	43,362	44,229	45,114	46,016
Net additions ('000)	834	850	867	885	902
Blended ARPU (Bt/sub/month)	225	220	216	212	207
Net IC (Btmn)	200	200	200	200	200

EV/EBITDA Band Chart

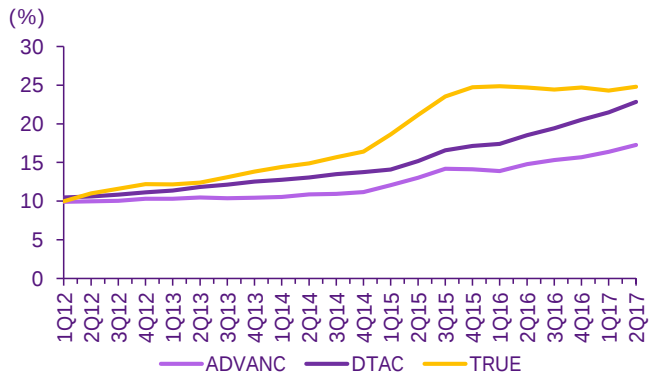


12 Month cumulative chg in foreign ownership versus cumulative chg in SET index



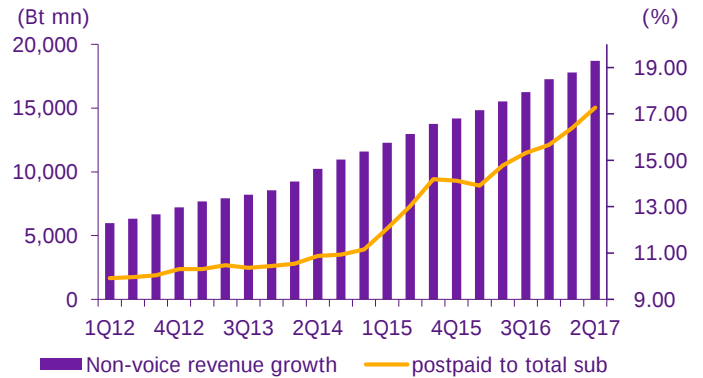
Source: SET, SCBS Investment Research

Figure 1: ADVANC is still laggard on postpaid ratio



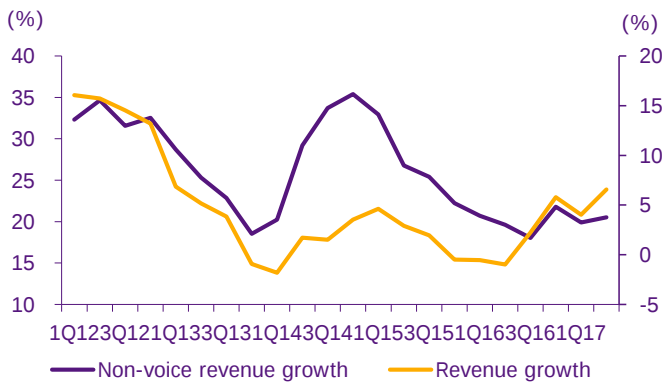
Source: The company and SCBS Investment Research

Figure 2: Rising postpaid sub helps non-voice



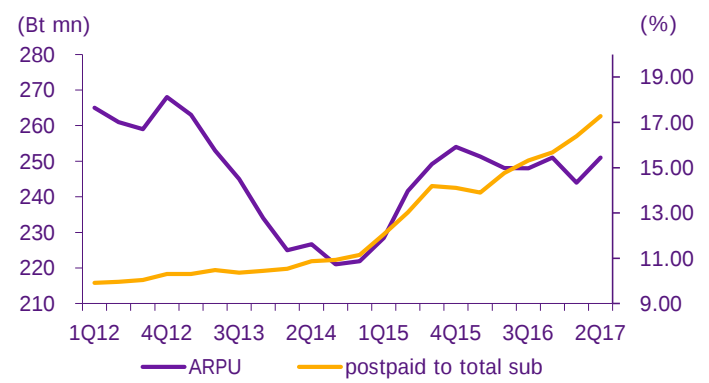
Source: The company and SCBS Investment Research

Figure 3: Non-voice revenue drives revenue growth



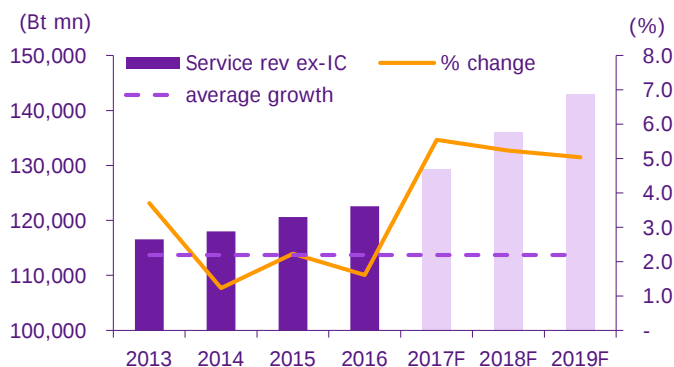
Source: The company and SCBS Investment Research

Figure 4: Postpaid also pushes ARPU



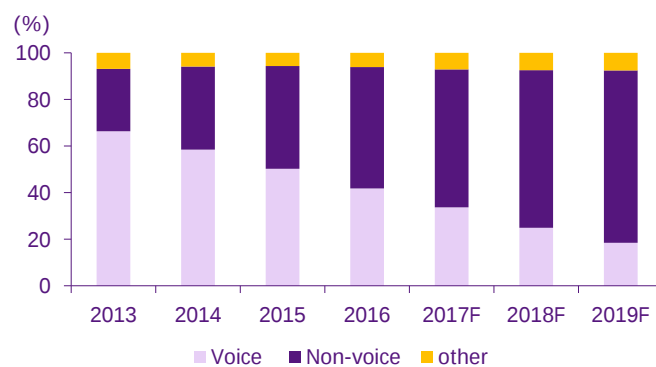
Source: The company and SCBS Investment Research

Figure 5: Revenue growth will stay above average



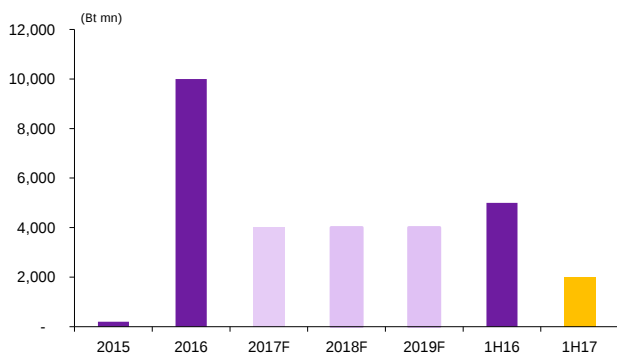
Source: The company and SCBS Investment Research

Figure 6: Non-voice will dominate revenue



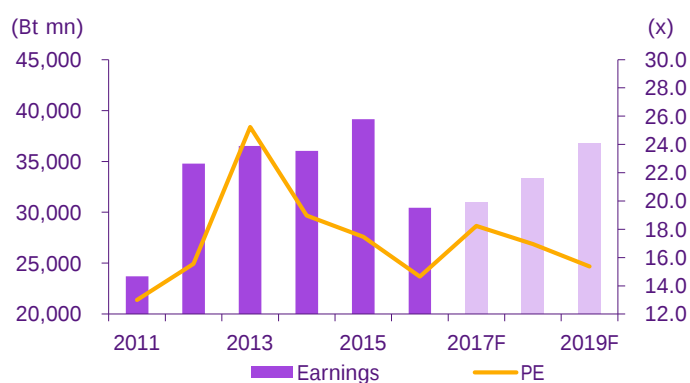
Source: The company and SCBS Investment Research

Figure 7: Less handset subsidy going forward from 2017



Source: The company and SCBS Investment Research

Figure 8: ADVANC looks to re-rate on PE



Source: The company and SCBS Investment Research

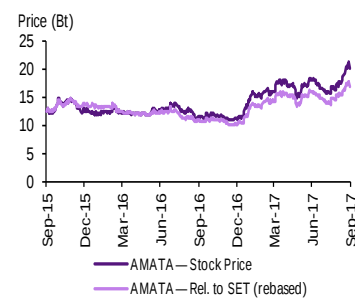
ข้อ

Stock Data

Last close (Sep 18) (Bt)	20.10
12-m target price (Bt)	29.00
Upside (Downside) to TP (%)	44.28
Mkt cap (Btbn)	21.45
Mkt cap (US\$mn)	648

Bloomberg code	AMATA TB
Reuters code	AMATA.BK
Risk rating	H
Mkt cap (%) SET	0.13
Sector % SET	6.75
Shares issued (mn)	1,067
Par value (Bt)	1.00
12-m high / low (Bt)	21.3 / 10.2
Avg. daily 6m (US\$mn)	4.36
Foreign limit / actual (%)	49 / 18
Free float (%)	76.9
Dividend policy (%)	≥ 40

Price Performance



Source: SET, SCBS Investment Research

Share performance

	1M	3M	12M
Absolute	17.5	11.7	74.8
Relative to SET	10.2	5.7	56.2

Source: SET, SCBS Investment Research

สิริกรย์ กฤษณ์นิพัทธ์

นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1020

sirikarn.krisnipat@scb.co.th

แนวโน้มการเติบโตจาก EEC ยังไม่ได้สะท้อนในราคาหุ้นทั้งหมด

EEC จะสร้างโอกาสทองให้กับ AMATA เพราะที่ดินทั้งหมด 10,000 ไร่ของบริษัทตั้งอยู่ในพื้นที่ส่งเสริมการลงทุนตามแผน EEC ซึ่งอุปสงค์สูงและราคาที่ดินจะปรับตัวสูงขึ้น เราคาดว่าส่วนแบ่งตลาดของบริษัทจะเพิ่มขึ้นจาก 27% สู่ 30% ซึ่งหมายความว่ายอดขายที่ดินนับจากปีนี้จนถึงปี 2564 จะอยู่ที่ 6,000 ไร่ หรือเฉลี่ย 1,250 ไร่/ปี สูงกว่ายอดขายเฉลี่ยในอดีตถึง 25% ดังนั้นเราจึงปรับประมาณการกำไรปี 2560-2562 ของ AMATA เพิ่มขึ้นอีก 4-22% และปรับราคาเป้าหมายกลางปี 2561 อ้างอิงวิธี SOTP เพิ่มขึ้นสู่ 29 บาท เรามองว่าราคาหุ้นที่ปรับตัวขึ้นแรง YTD ยังไม่ได้สะท้อนแนวโน้มการเติบโตของบริษัททั้งหมด หุ้น AMATA ถูก โดยมี upside 47% สู่ราคาเป้าหมายของเรา AMATA เป็น top BUY ของเรา

ยอดขายที่ดินจะเพิ่มขึ้นอย่างมาก เราคาดว่าส่วนแบ่งตลาดของ AMATA จะเพิ่มขึ้นจากค่าเฉลี่ยในอดีตที่ 27% สู่ 30% พร้อมกับยอดขายที่ดิน 6,000 ไร่ในระยะ 5 ปีข้างหน้า หรือคิดเป็นยอดขายที่ดินเฉลี่ย 1,250 ไร่/ปี เพิ่มขึ้นถึง 25% จากค่าเฉลี่ยในปี 2542-2559 AMATA ยังมีสถานะที่แข็งแกร่งมากขึ้นจากการมีความสัมพันธ์ที่แน่นแฟ้นของบริษัทกับ Wholly (เครื่องมือลงทุนของรัฐบาลจีน) ผ่านการถือหุ้น 51% ในกิจการร่วมค้า Thai-Chinese Rayong Industrial Realty Development (TC) บริษัทจีนที่ซื้อที่ดินผ่านทาง TC ได้รับสิทธิประโยชน์ทางภาษีพิเศษในจีน และเนื่องจากจีนจะเปลี่ยนสถานะจากการเป็นประเทศที่ดึงดูดเงิน FDI เข้าประเทศ มาเป็นผู้นำเม็ดเงิน FDI ออกนอกประเทศแทน ดังนั้น AMATA จะได้รับประโยชน์จากอุปสงค์ที่สูงขึ้นจากจีน

ราคาอสังหาริมทรัพย์มีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้น ตามรายงานของ CBRE พบว่าราคาขายที่ดินนิคมอุตสาหกรรมโดยเฉลี่ยปรับตัวเพิ่มขึ้น 0.8 ล้านบาท/ไร่ในจังหวัดชลบุรี และ 0.3 ล้านบาท/ไร่ในจังหวัดระยองในช่วง 1 ปีที่ผ่านมา เราเชื่อว่าประเทศไทยเพิ่งจะเริ่มเข้าสู่วัฏจักรการลงทุนรอบใหม่ ซึ่งหมายความว่าราคาอสังหาริมทรัพย์จะปรับตัวเพิ่มขึ้นอีก เราทำการวิเคราะห์ความอ่อนไหวอ้างอิงกับที่ดินรอการพัฒนาที่ AMATA มีอยู่ 10,000 ไร่ และพบว่าราคาที่ดินที่เพิ่มขึ้นทุกๆ 10% จะหนุนให้ราคาเป้าหมายปรับเพิ่มขึ้น 6%

ปรับประมาณการกำไรและราคาเป้าหมายเพิ่มขึ้น คุณภาพของกำไรที่ปรับตัวดีขึ้นหลังจาก AMATA เพิ่มสัดส่วนการถือหุ้นในโครงการโรงไฟฟ้าที่กำลังจะเปิดดำเนินการจาก 5-7% ในอดีต สู่ 17-20% การลงทุนเหล่านี้จะช่วยสนับสนุนให้กำลังการผลิตไฟฟ้าตามสัดส่วนการถือหุ้นของบริษัทปรับเพิ่มขึ้นจาก 165 เมกะวัตต์ในปัจจุบัน สู่ 260 เมกะวัตต์ภายในปี 2561 เราคาดว่าส่วนแบ่งกำไรจากธุรกิจไฟฟ้าของ AMATA จะปรับเพิ่มขึ้นจาก 10-23% ในปี 2557-2559 สู่ 30% ในปี 2562 ซึ่งจะช่วยลดความผันผวนของกำไรในงบการเงินรวมของบริษัท ส่วนแบ่งตลาดนิคมอุตสาหกรรมที่มีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้น และผลการดำเนินงานของธุรกิจไฟฟ้าที่ดีกว่าค่าจากการร่วมทุนในโรงไฟฟ้า SPP กับ BGRIM (อ้างอิงข้อมูลจากหนังสือชี้ชวนของ BGRIM) หนุนให้เราปรับประมาณการกำไรของ AMATA เพิ่มขึ้นอีก 4% สู่ 1.6 พันล้านบาทในปี 2560, 12% สู่ 2.3 พันล้านบาทในปี 2561, และ 22% สู่ 2.9 พันล้านบาทในปี 2562 ทั้งนี้หลังจากปรับประมาณการกำไรเพิ่มขึ้นและเปลี่ยนมาใช้ราคาเป้าหมายกลางปี 2561 เราจึงปรับราคาเป้าหมายอ้างอิงวิธี SOTP ของ AMATA เพิ่มขึ้นจาก 23 บาท สู่ 29 บาท

Valuation ถูก และมีปัจจัยกระตุ้นหลายอย่าง ณ ราคาปิดล่าสุด หุ้น AMATA ถูก โดยมี upside 47% สู่ราคาเป้าหมายของเรา ในขณะที่มีปัจจัยกระตุ้นราคาหุ้นหลายอย่างรออยู่ ได้แก่ การปลดล็อกมูลค่าสินทรัพย์ในเวียดนาม และโอกาสขยายการลงทุนในประเทศอื่นๆ ได้แก่ เวียดนาม (Amata City Halong, ซึ่งคาดว่าจะได้รับใบรับรองการลงทุนภายในปี 2560 และจะเปิดทางให้บริษัทขยายธุรกิจสู่เมือง Quan Nin ในเวียดนามตอนเหนือ) และเมียนมา ซึ่งปัจจุบันบริษัทกำลังศึกษาแผนลงทุนอย่างถี่ถ้วน

Forecasts and valuation

Year to 31 Dec	Unit	2015	2016	2017F	2018F	2019F
Revenue	(Btmn)	5,170	4,484	5,705	7,355	8,264
EBITDA	(Btmn)	1,892	2,135	2,515	3,354	3,755
Core Profit	(Btmn)	865	1,403	1,699	2,330	2,844
Reported Profit	(Btmn)	1,216	1,198	1,637	2,330	2,844
EPS	(Bt)	0.81	1.32	1.59	2.18	2.67
DPS	(Bt)	0.46	0.44	0.60	0.85	1.04
P/E	(X)	24.8	15.3	12.6	9.2	7.5
EPS growth	(%)	-61.1	62.2	21.1	37.2	22.0
P/BV	(X)	1.6	1.5	1.4	1.3	1.1
ROE	(%)	6.7	10.1	11.5	14.3	15.7
Dividend yield	(%)	2.3	2.2	3.0	4.2	5.2
EV/EBITDA	(X)	13.1	12.2	11.7	9.1	8.6

Source: SCBS Investment Research

Financial statement

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	2015	2016	2017F	2018F	2019F
Total revenue	5,170	4,484	5,705	7,355	8,264
Cost of goods sold	2,824	2,070	2,823	3,580	4,030
Gross profit	2,346	2,414	2,882	3,775	4,234
SG&A	972	820	871	938	1,006
Other income	211	214	179	179	179
Interest expense	306	266	297	380	471
Pre-tax profit	1,279	1,541	1,893	2,635	2,937
Corporate tax	240	304	361	511	518
Equity a/c profits	153	325	448	593	866
Minority interests	327	159	281	387	441
Core profit	865	1,403	1,699	2,330	2,844
Extra-ordinary items	351	-205	-62	0	0
Net Profit	1,216	1,198	1,637	2,330	2,844
EBITDA	1,892	2,135	2,515	3,354	3,755
Core EPS (Bt)	0.81	1.32	1.59	2.18	2.67
Net EPS (Bt)	1.14	1.12	1.53	2.18	2.67
DPS (Bt)	0.46	0.44	0.60	0.85	1.04

Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	2015	2016	2017F	2018F	2019F
Total current assets	11,345	10,218	12,069	14,196	16,702
Total fixed assets	14,106	16,378	18,870	19,468	20,689
Total assets	25,451	26,596	30,939	33,664	37,391
Total loans	6,743	6,650	9,645	10,521	11,897
Total current liabilities	5,096	5,863	7,797	7,590	8,143
Total long-term liabilities	6,855	6,493	7,733	8,973	10,212
Total liabilities	11,951	12,356	15,530	16,563	18,355
Paid-up capital	1,067	1,067	1,067	1,067	1,067
Total equity	13,501	14,240	15,409	17,101	19,036
BVPS (Bt)	12.65	13.35	14.44	16.03	17.84

Cash Flow Statement (Btmn)

FY December 31	2015	2016	2017F	2018F	2019F
Core Profit	865	1,403	1,699	2,330	2,844
Depreciation and amortization	308	327	325	338	348
Operating cash flow	1,159	1,648	(132)	570	591
Investing cash flow	2,292	(2,027)	(2,817)	(937)	(1,569)
Financing cash flow	(1,460)	(921)	2,528	238	467
Net cash flow	1,992	(1,300)	(421)	(129)	(511)

Key Financial Ratios

	2015	2016	2017F	2018F	2019F
Gross margin(%)	45.4	53.8	50.5	51.3	51.2
Operating margin(%)	26.6	35.6	35.2	38.6	39.1
EBITDA margin(%)	36.6	47.6	44.1	45.6	45.4
EBIT margin(%)	30.6	40.3	38.4	41.0	41.2
Net profit margin(%)	23.5	26.7	28.7	31.7	34.4
ROE (%)	6.7	10.1	11.5	14.3	15.7
ROA (%)	3.6	5.4	5.9	7.2	8.0
D/E (x)	0.9	0.9	1.0	1.0	1.0
Interest cover (x)	6.2	8.0	8.5	8.8	8.0
Payout Ratio (%)	40.4	39.0	39.0	39.0	39.0

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17
Total revenue	879	708	2,111	775	1,021
Cost of goods sold	438	413	808	394	553
Gross profit	441	294	1,302	381	468
SG&A	245	168	218	197	226
Other income	24	52	119	18	68
Interest expense	66	60	67	55	53
Pre-tax profit	153	119	1,136	147	256
Corporate tax	56	24	186	37	39
Equity a/c profits	131	150	20	194	138
Minority interests	36	62	22	13	77
Core profit	192	183	948	291	278
Extra-ordinary items	0	0	-205	-40	-22
Net Profit	192	183	743	251	256
EBITDA	309	260	1,284	281	388
Core EPS (Bt)	0.18	0.17	0.89	0.27	0.26
Net EPS (Bt)	0.18	0.17	0.70	0.23	0.24

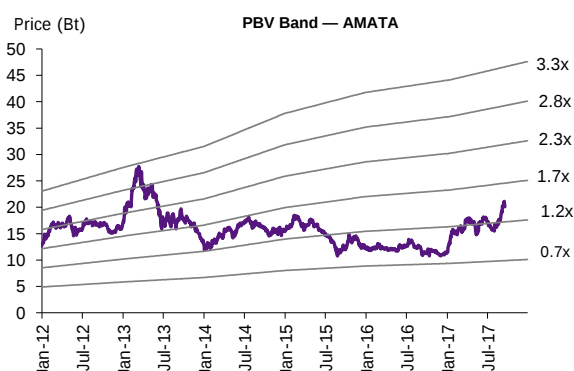
Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17
Total current assets	9,412	9,712	10,218	10,023	10,828
Total fixed assets	15,121	15,952	16,378	15,985	15,848
Total assets	24,533	25,664	26,596	26,008	26,676
Total Loans	5,834	6,971	6,650	6,128	6,926
Total current liabilities	5,025	5,247	5,863	4,399	4,189
Total long-term liabilities	6,102	7,032	6,493	7,318	8,245
Total liabilities	11,126	12,278	12,356	11,717	12,434
Paid-up capital	1,067	1,067	1,067	1,067	1,067
Total equity	13,407	13,386	14,240	14,291	14,242
BVPS (Bt)	12.56	12.55	13.35	13.39	13.35

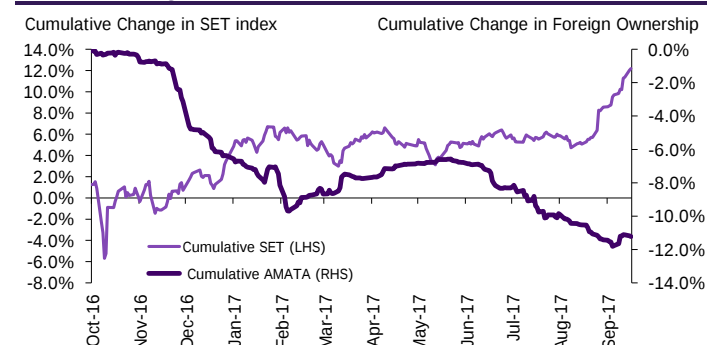
Main Assumptions

	2015	2016	2017F	2018F	2019F
IE land sales (Rai)	617	638	937	1,307	1,611
IE land transfer (Rai)	896	436	782	1,130	1,371
Revenue from IE (Btmn)	3,069	2,187	3,272	4,775	5,511
Revenue from utilities (Btmn)	1,431	1,707	1,823	1,909	1,980
Revenue from rental (Btmn)	615	533	610	671	773
Gross margin IE (%)	50.8	67.8	57.3	56.5	55.6
Gross margin utilities (%)	20.2	30.4	33.0	33.0	33.0
Gross margin rent (%)	72.0	66.6	66.6	66.6	66.6

PBV Band Chart



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

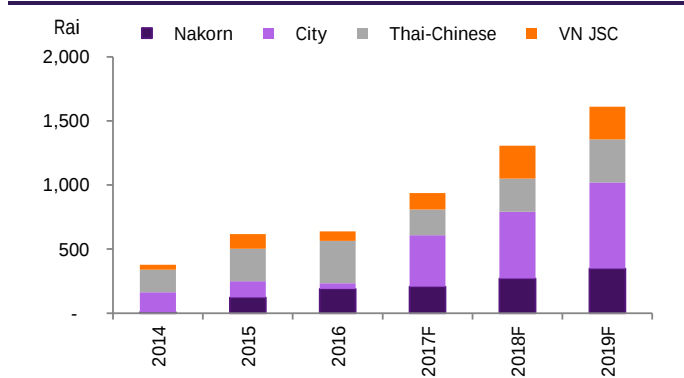


Source: SET, SCBS Investment Research

Ø 12-Month Cumulative directors trade

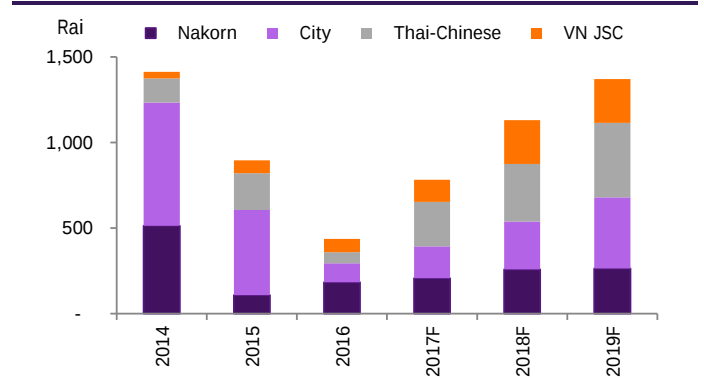
NA

Figure 1: Land sales recovering in 2017F and growing in 2018F-2019F



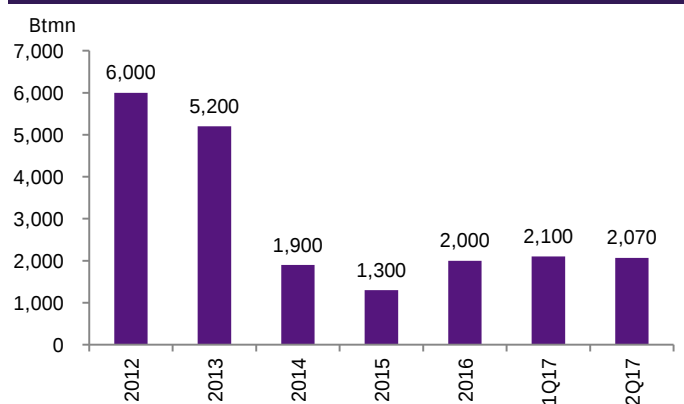
Source: AMATA, SCBS Investment Research

Figure 2: ... as will transfers



Source: AMATA, SCBS Investment Research

Figure 3: Backlog sustainable at Bt2bn



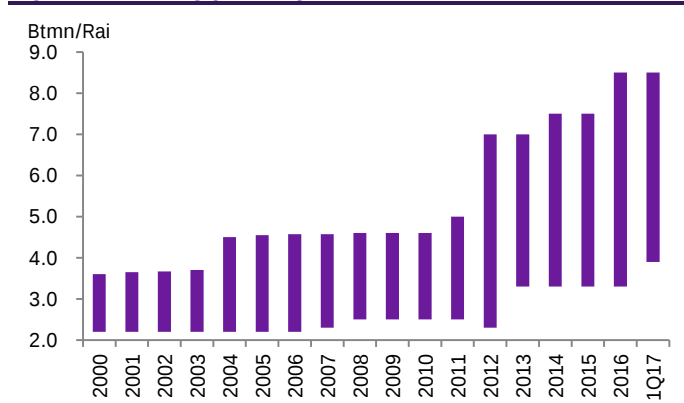
Source: AMATA

Figure 4: SOTP valuation

	Valuation method	Value (Btmn)	Value (Bt/share)
Thai industrial land	NAV	21,700	20.3
Utilities	12x PER	2,844	2.7
Core EV		24,544	23.0
Less: Net debt (adjusted)		(6,875)	(6.4)
Net core EV		17,669	16.6
Ready Built factories (RBF)	Appraised value	1,403	1.3
Power	DCF	5,430	5.1
AMATAV	DCF	6,826	6.4
AMATAR	Market value	310	0.3
ABPIF	Market value	210	0.2
Net equity value		31,849	29.0

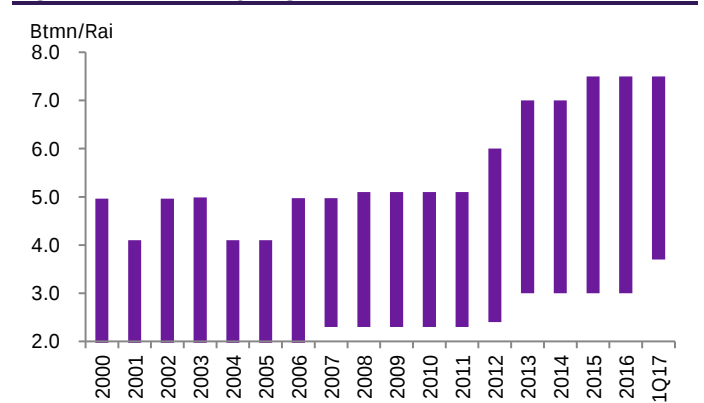
Source: AMATA, SCBS Investment Research

Figure 5: Selling price up in Chonburi ...



Source: CBRE

Figure 6: ... and Rayong



Source: CBRE

Figure 7: Overview of AMATA industrial cities



Source: AMATA

Figure 8: Overview of Amata Nakorn (Chonburi province)



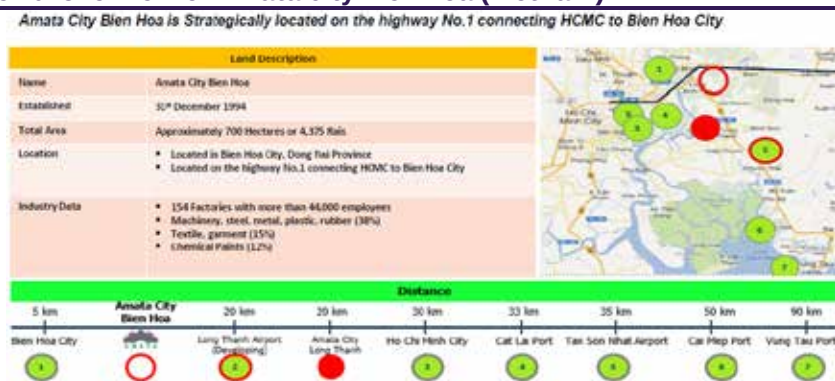
Source: AMATA

Figure 9: Overview of Amata City (Rayong province)



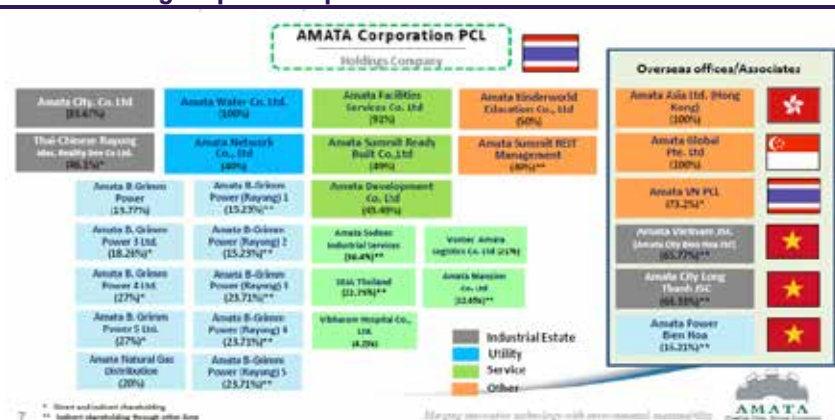
Source: AMATA

Figure 10: Overview of Amata City Bien Hoa (Vietnam)



Source: AMATA

Figure 11: AMATA group of companies



Source: AMATA

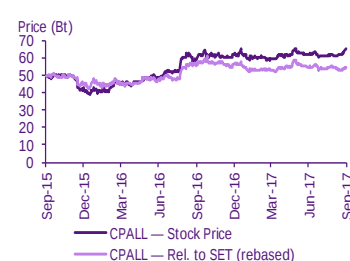
ข้อ

Stock Data

Last close (Sep 18) (Bt)	65.00
12-m target price (Bt)	78.00
Upside (Downside) to TP (%)	20.00
Mkt cap (Btbn)	583.90
Mkt cap (US\$m)	17,651

Bloomberg code	CPALL TB
Reuters code	CPALL.BK
Risk rating	L
Mkt cap (%) SET	3.52
Sector % SET	9.74
Shares issued (mn)	8,983
Par value (Bt)	1.00
12-m high / low (Bt)	65.8 / 55.3
Avg. daily 6m (US\$m)	29.04
Foreign limit / actual (%)	49 / 38
Free float (%)	62.6
Dividend policy (%)	50

Price Performance



Source: SET, SCBS Investment Research

Share performance

	1M	3M	12M
Absolute	4.5	4.0	9.8
Relative to SET	(1.4)	(1.2)	(2.2)

Source: SET, SCBS Investment Research

ศิริมา ดิสรุ, CFA

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

แนวโน้มฟื้นตัวดีขึ้น

เราคาดว่าอัตราการเติบโตของยอดขายสาขาเดิมของ CPALL จะปรับตัวดีขึ้นในไตรมาส 3/60 โดยได้รับปัจจัยหนุนจากความสำเร็จของแคมเปญแอสแตมปีในปี การปรับตัวดีขึ้นจะมีให้เห็นมากขึ้นในไตรมาส 4/60 จากฐานต่ำของปีก่อน, ความเชื่อมั่นที่ดีขึ้น, และนักท่องเที่ยวที่เข้ามาในประเทศไทยมากขึ้น ธุรกิจ cash & carry จะช่วยสนับสนุนให้กำไรของ CPALL เติบโตมากขึ้น โดยเกิดจากอัตรากำไรที่กว้างขึ้นจากสินค้ากลุ่ม HoReCa และการซื้อกิจการ food service ราคาหุ้น CPALL ปรับตัว underperform SET อยู่ 4% ในปี 2560 ถึงปัจจุบัน และตอนนี้อยู่ที่ PE ปี 2560 ระดับ 31 เท่า (-0.5SD ของ PE เฉลี่ย 7 ปีที่ 33 เท่า) และ PEG ปี 2561 ของบริษัทที่ 1.5 เท่า ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่มที่ 1.6 เท่า คงคำแนะนำ "ซื้อ" ด้วยราคาเป้าหมายกลางปี 2561 อ้างอิงวิธี DCF ที่ 78 บาท

อัตราการเติบโตของยอดขายสาขาเดิมมีแนวโน้มปรับตัวดีขึ้น หลังจากยอดขายสาขาเดิมหดตัวลง -1.0% YoY ในไตรมาส 2/60 อัตราการเติบโตของยอดขายสาขาเดิมของ CPALL มีแนวโน้มที่จะปรับตัวดีขึ้นในไตรมาส 3/60 หลักๆ เกิดจากความสำเร็จของแคมเปญแอสแตมปีในปี การปรับการดูแลตลาดให้การตอบรับที่ดีต่อแคมเปญการกระตุ้นที่มีมากขึ้นในการแลกสินค้า พร้อมกับกระแสแอสแตมปีผ่านการใช้ application โทรศัพท์มือถืออย่างแพร่หลายมากขึ้น ประการที่สอง มีซัพพลายเออร์สินค้าหลายประเภทเข้าร่วมแคมเปญแอสแตมปีมากขึ้น ในขณะเดียวกัน แนวโน้มการปรับตัวดีขึ้นจะมีให้เห็นมากขึ้นในไตรมาส 4/60 จากแคมเปญแอสแตมปีที่ดีอย่างต่อเนื่อง, ฐานต่ำในไตรมาส 4/59 ที่ -1% YoY, ความเชื่อมั่นผู้บริโภคที่ปรับตัวดีขึ้น, และนักท่องเที่ยวที่เข้ามาในประเทศไทยมากขึ้นโดยได้รับปัจจัยหนุนจากการกลับมาอี้อัตราการเติบโตเป็นบวกของจำนวนนักท่องเที่ยวจีนในช่วง 3 เดือนที่ผ่านมา หลังจากได้รับผลกระทบจากมาตรการปราบปรามเอเยนต์ทัวร์ศูนย์เหรียญ

ขยายสาขาย่างต่อเนื่อง CPALL ยังคงแผนขยายสาขาประมาณ 700 สาขาในปี 2560 (เทียบกับ 465 สาขาในช่วงครึ่งแรกปี 60) ทั้งนี้หลังจากขยายสาขาครบ 10,000 สาขาตามเป้าที่วางไว้ ณ สิ้นไตรมาส 2/60 CPALL ก็ตั้งเป้าหมายใหม่ที่จะขยายสาขาให้ถึง 13,000 สาขาภายในปี 2564 สัดส่วนประชากรต่อร้านสะดวกซื้อในประเทศไทยคิดเป็นสองเท่าของประเทศอื่นๆ เช่น ญี่ปุ่น เกาหลีใต้ และสหรัฐฯ สะท้อนถึงแนวโน้มระยะยาวที่ดีสำหรับการขยายสาขาร้านสะดวกซื้อในประเทศไทย

อัตรากำไรทรงตัว เราคาดว่าอัตรากำไรขั้นต้นของร้านสะดวกซื้อจะอยู่ในระดับที่ค่อนข้างทรงตัวในไตรมาส 3/60 แต่จะดีขึ้นเล็กน้อยในไตรมาส 4/60 ต้นทุนโลจิสติกส์จะเพิ่มขึ้นตามราคาน้ำมันที่สูงขึ้น แต่จะได้รับการชดเชยจากการบริหารผลิตภัณฑ์ที่ให้อัตรากำไรสูงได้ดีขึ้น และจากรายได้ค่าบริการที่กลับสู่ระดับปกติหลังจากหยุดจำหน่ายและให้บริการเติมเงินโทรศัพท์มือถือของ ADVANC ตั้งแต่ไตรมาส 4/59

ธุรกิจ cash&carry (ถือหุ้น 98% ใน MAKRO) จะปรับตัวดีขึ้น เราคาดว่าส่วนแบ่งกำไรจาก MAKRO จะปรับตัวดีขึ้นในช่วงครึ่งหลังปี 60 โดยได้รับปัจจัยหนุนจากอัตรากำไรที่กว้างขึ้นจาก 1) ยอดขายสินค้ากลุ่ม HoReCa ที่เพิ่มขึ้น (27% ของยอดขาย, เติบโตประมาณ 30% ต่อปีในช่วง 5 ปีที่ผ่านมา); 2) สัดส่วนกำไรที่เพิ่มขึ้นจากบริษัทที่ประกอบธุรกิจ food service 4 แห่ง ภายใต้ Indoguna group ที่บริษัทซื้อกิจการมาตั้งแต่เดือน ม.ค. 2560; 3) การเพิ่มประสิทธิภาพในการบริหารจัดการสินค้าอย่างต่อเนื่อง หลังจากติดตั้งระบบไอทีใหม่ ในขณะเดียวกัน เราคาดว่ายอดขายสาขาเดิมของ MAKRO จะเติบโตน้อยมากในช่วงครึ่งหลังปี 60 เมื่อพิจารณาจากฐานสูงของปีก่อนที่ +5% YoY อัตรากำไรที่กว้างขึ้นท่ามกลางอัตราการเติบโตของยอดขายสาขาเดิมและการขยายสาขานกลาง ทำให้เราคาดว่ากำไรของ MAKRO จะเติบโต 12% ในปี 2560 กำไรของ MAKRO คิดเป็นสัดส่วน 30% ของกำไรของ CPALL ดังนั้นเราคาดว่า MAKRO จะช่วยสนับสนุนให้กำไรปี 2560 ของ CPALL เติบโต 4%

สถานะทางการเงิน การดำเนินงานที่ปรับตัวดีขึ้นและการออกหุ้นกู้ที่ไม่กำหนดวันครบอายุ (บันทึกในส่วนของผู้ถือหุ้น) ทำให้อัตราส่วนหนี้สินสุทธิต่อทุน (ปรับปรุงภาษีเงินได้การตัดบัญชี) ของ CPALL อยู่ที่ 2.2 เท่า ณ สิ้นช่วงครึ่งแรกปี 60 (จาก 2.8 เท่า ณ สิ้นช่วงครึ่งแรกปี 59) ทั้งนี้เมื่ออิงกับการคาดการณ์ของเราว่าผลการดำเนินงานจะปรับตัวดีขึ้น อัตราส่วนหนี้สินสุทธิต่อทุน (ปรับปรุงภาษีเงินได้การตัดบัญชี) จะลดลงอีกสู่ 1.7 เท่า ณ สิ้นปี 2560 และ 1.3 เท่า ณ สิ้นปี 2561 ต่ำกว่าระดับเพดานที่กำหนดไว้ในกรอบการออกหุ้นกู้ของบริษัทที่ 2.5 เท่าในปี 2560 และ 2.0 เท่าในปี 2561

Forecasts and valuation

Year to 31 Dec	Unit	2015	2016	2017F	2018F	2019F
Revenue	(Btbn)	391,817	434,712	469,303	509,377	552,154
EBITDA	(Btbn)	32,831	36,822	39,930	44,556	49,771
Core profit	(Btbn)	13,687	16,599	19,024	22,713	26,805
Reported profit	(Btbn)	13,682	16,677	19,024	22,713	26,805
Core EPS	(Bt)	1.52	1.84	2.05	2.42	2.87
DPS	(Bt)	0.90	1.00	1.06	1.26	1.49
P/E, core	(x)	42.66	35.25	31.74	26.89	22.63
EPS growth, core	(%)	39.33	21.03	11.07	18.02	18.85
P/BV, core	(x)	14.01	9.80	7.33	6.29	5.39
ROE	(%)	35.67	32.78	27.32	26.34	26.65
Dividend yield	(%)	1.38	1.54	1.63	1.94	2.30
EV/EBITDA	(x)	22.86	20.04	18.02	15.88	13.90

Source: SCBS Investment Research

Financial statement

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	2015	2016	2017F	2018F	2019F
Total revenue	391,817	434,712	469,303	509,377	552,154
Cost of goods sold	-306,519	-339,688	-364,484	-393,918	-425,277
Gross profit	85,299	95,024	104,819	115,459	126,876
SG&A	-73,901	-83,666	-93,425	-102,097	-111,004
Other income	14,076	17,150	19,390	21,316	23,330
Interest expense	-8,586	-8,442	-7,965	-7,446	-7,073
Pre-tax profit	16,888	20,065	22,820	27,232	32,130
Corporate tax	-3,066	-3,323	-3,651	-4,357	-5,141
Equity a/c profits	0	0	0	0	0
Minority interests	-135	-143	-145	-162	-184
Core profit	13,687	16,599	19,024	22,713	26,805
Extra-ordinary items	-4	77	0	0	0
Net Profit	13,682	16,677	19,024	22,713	26,805
EBITDA	32,831	36,822	39,930	44,556	49,771
Core EPS (Bt)	1.52	1.84	2.05	2.42	2.87
Net EPS (Bt)	1.52	1.85	2.05	2.42	2.87
DPS (Bt)	0.90	1.00	1.06	1.26	1.49

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17
Total revenue	109,998	108,642	111,103	113,329	116,134
Cost of goods sold	-86,035	-84,600	-86,800	-88,434	-90,333
Gross profit	23,962	24,042	24,303	24,894	25,801
SG&A	-21,451	-21,283	-21,513	-21,279	-22,744
Other income	4,623	4,357	4,411	4,179	4,518
Interest expense	-2,097	-2,160	-2,131	-2,040	-2,014
Pre-tax profit	5,038	4,957	5,070	5,754	5,561
Corporate tax	-817	-832	-714	-951	-866
Equity a/c profits	0	0	0	0	0
Minority interests	-33	-38	-38	-43	-29
Core profit	4,188	4,087	4,318	4,760	4,666
Extra-ordinary items	8	28	-17	5	-18
Net Profit	4,196	4,115	4,301	4,765	4,647
EBITDA	8,969	9,047	9,205	9,882	9,738
Core EPS (Bt)	0.47	0.45	0.48	0.52	0.51
Net EPS (Bt)	0.47	0.46	0.47	0.52	0.50

Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	2015	2016	2017F	2018F	2019F
Total current assets	56,973	69,899	69,123	71,928	75,032
Total fixed assets	272,110	282,369	290,272	297,530	304,140
Total assets	329,083	352,268	359,395	369,458	379,172
Total loans	189,406	189,005	168,669	156,422	140,977
Total current liabilities	101,131	113,818	106,394	125,270	128,916
Total long-term liabilities	186,276	178,847	173,357	151,343	141,962
Total liabilities	287,407	292,665	279,751	276,613	270,878
Paid-up capital	8,983	8,983	8,983	8,983	8,983
Total equity	41,676	59,603	79,644	92,845	108,294
BVPS (Bt)	4.64	6.64	8.87	10.34	12.06

Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17
Total current assets	50,335	62,037	69,899	59,649	52,189
Total fixed assets	276,432	279,067	282,369	286,457	289,246
Total assets	326,767	341,105	352,268	346,107	341,435
Total loans	192,766	201,946	189,005	182,942	184,986
Total current liabilities	105,287	109,309	113,818	96,939	98,438
Total long-term liabilities	179,965	186,430	178,847	184,763	183,037
Total liabilities	285,252	295,739	292,665	281,702	281,475
Paid-up capital	8,983	8,983	8,983	8,983	8,983
Total equity	41,516	45,366	59,603	64,405	59,959
BVPS (Bt)	4.62	5.05	6.64	7.17	6.67

Cash Flow Statement (Btmn)

FY December 31	2015	2016	2017F	2018F	2019F
Core Profit	13,687	16,599	19,024	22,713	26,805
Depreciation and amortization	7,357	8,314	9,145	9,877	10,568
Operating cash flow	23,232	29,503	35,449	38,750	43,940
Investing cash flow	-17,840	-18,427	-16,455	-17,135	-17,178
Financing cash flow	-16,078	850	-19,319	-21,759	-26,802
Net cash flow	-10,686	11,925	-324	-144	-40

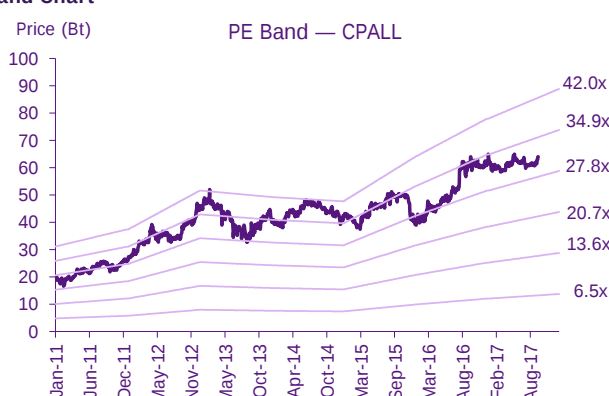
Main Assumptions

	2015	2016	2017F	2018F	2019F
SSS growth (%) - CPALL	0.9%	2.4%	1.1%	3.0%	3.0%
No. of new stores - CPALL	705	710	700	700	700
No. of stores (year end) - CPALL	8,832	9,542	10,242	10,942	11,642
SSS growth (%) - MAKRO	-0.6%	4.1%	0.9%	3.0%	3.0%
No. of new stores - MAKRO	16	17	8	9	9
No. of stores (year end) - MAKRO	98	115	123	132	141

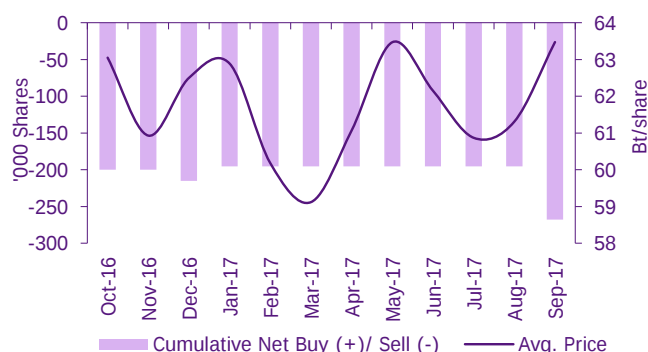
Key Financial Ratios

	2015	2016	2017F	2018F	2019F
Gross margin(%)	21.8	21.9	22.3	22.7	23.0
Operating margin(%)	2.9	2.6	2.4	2.6	2.9
EBITDA margin(%)	8.4	8.5	8.5	8.7	9.0
EBIT margin(%)	6.5	6.6	6.6	6.8	7.1
Net profit margin(%)	3.5	3.8	4.1	4.5	4.9
ROE (%)	32.8	28.0	23.9	24.5	24.8
ROA (%)	4.2	4.7	5.3	6.1	7.1
Net D/E (x)	4.0	2.6	1.7	1.3	1.0
Interest coverage (x)	3.8	4.4	5.0	6.0	7.0
Payout Ratio (%)	59.1	54.0	50.0	50.0	50.0

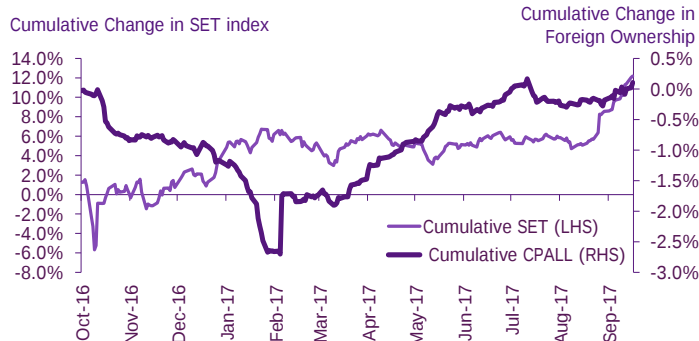
PE Band Chart



12-Month Cumulative directors trade



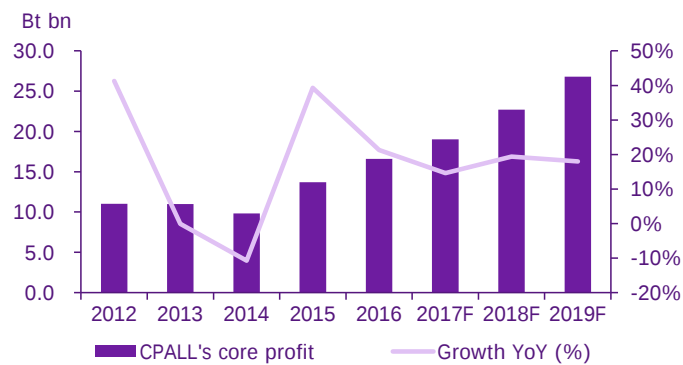
12 Month cumulative chg in foreign ownership versus cumulative chg in SET index



Source: SEC

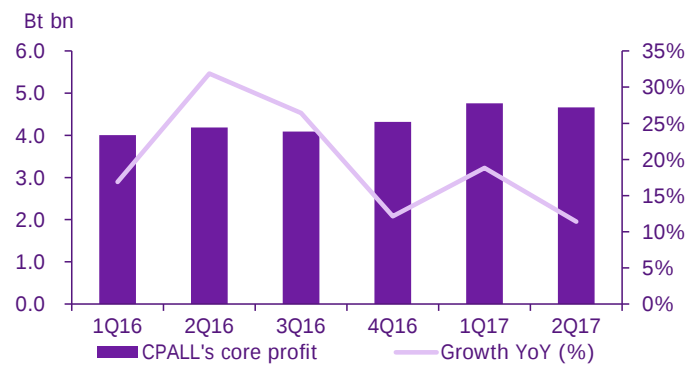
Source: SET, SCBS Investment Research

Figure 1: CPALL's core profit outlook in 2017-19F



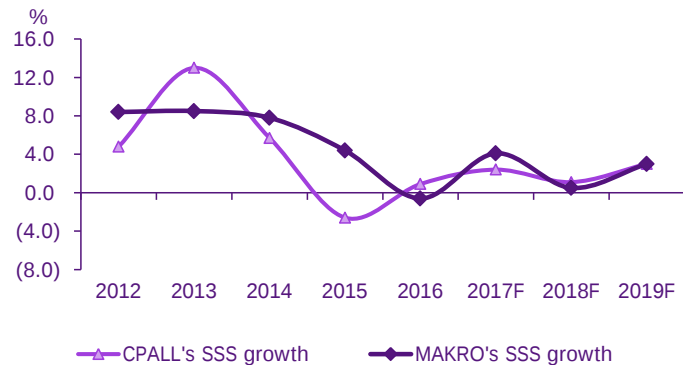
Source: SCBS Investment Research

Figure 2: CPALL's quarterly core profit



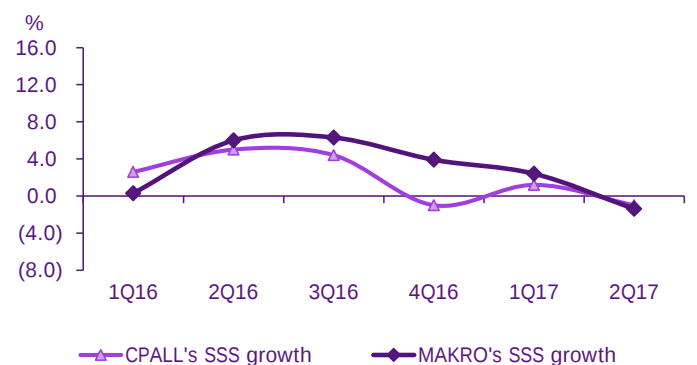
Source: SCBS Investment Research

Figure 3: CPALL and MAKRO's SSS growth in 2017-19F



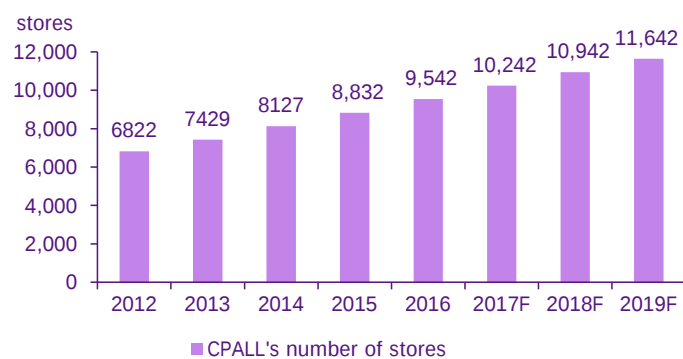
Source: SCBS Investment Research

Figure 4: CPALL and MAKRO's quarterly SSS growth



Source: SCBS Investment Research

Figure 5: CPALL's store expansion continues in 2017-19F



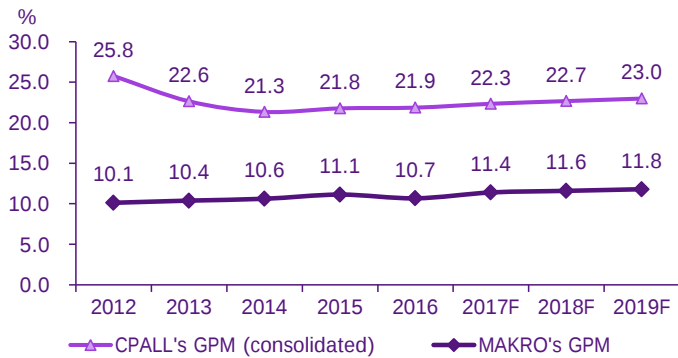
Source: SCBS Investment Research

Figure 6: MAKRO's store expansion continues in 2017-19F



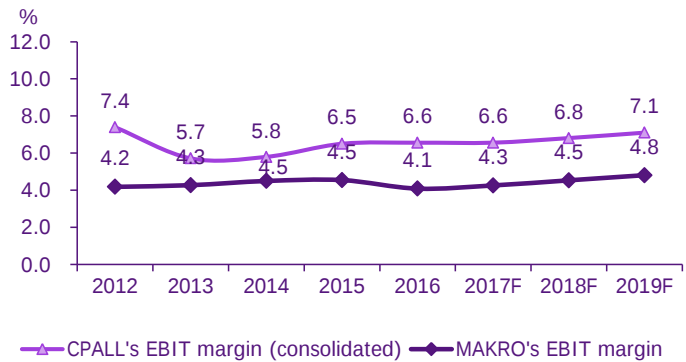
Source: SCBS Investment Research

Figure 7: CPALL's gross margin outlook in 2017-19F



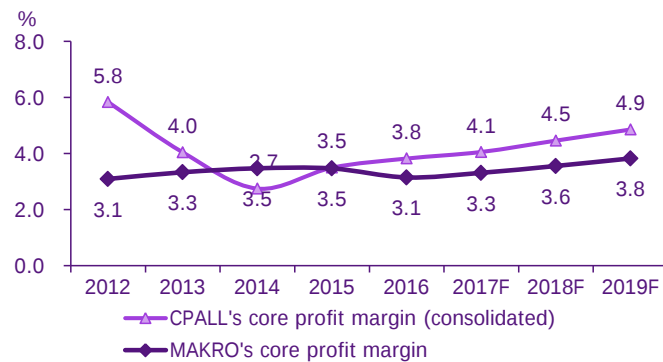
Source: SCBS Investment Research

Figure 8: CPALL's EBIT margin outlook in 2017-19F



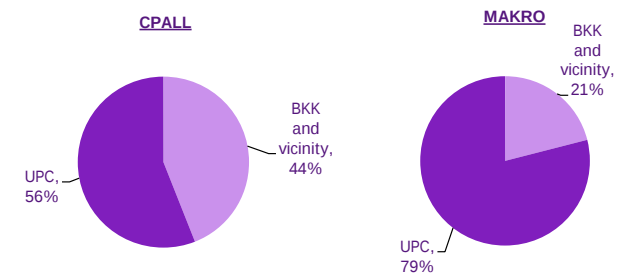
Source: SCBS Investment Research

Figure 9: CPALL's core profit margin outlook in 2017-19F



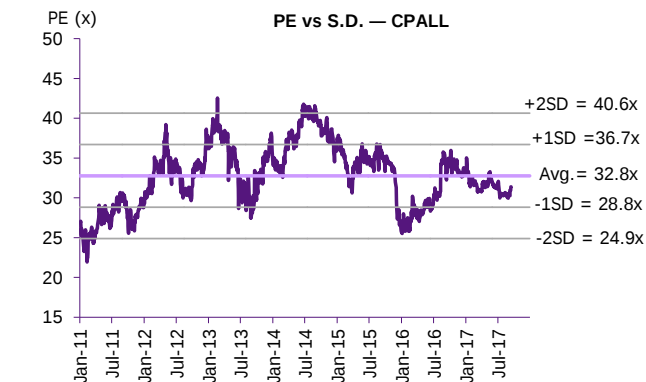
Source: SCBS Investment Research

Figure 10: CPALL and MAKRO's stores in Bangkok vs. upcountry



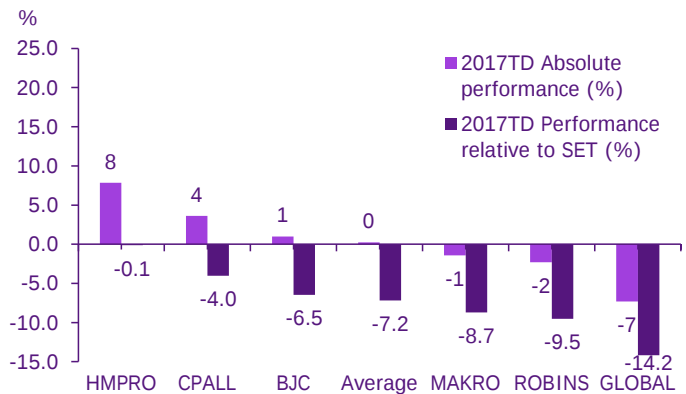
Source: SCBS Investment Research

Figure 11: CPALL's 7-year PE band



Source: SCBS Investment Research

Figure 12: Sector performance in 2017TD



Source: SCBS Investment Research

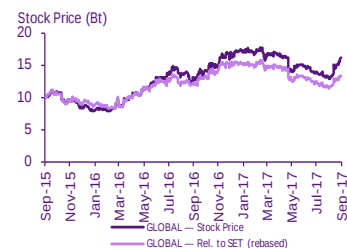
ข้อ

Stock Data

Last close (Sep 18) (Bt)	16.00
12-m target price (Bt)	19.00
Upside (Downside) to TP (%)	18.75
Mkt cap (Btbn)	61.46
Mkt cap (US\$mn)	1,858

Bloomberg code	GLOBAL TB
Reuters code	GLOBAL.BK
Risk rating	L
Mkt cap (%) SET	0.37
Sector % SET	9.74
Shares issued (mn)	3,841
Par value (Bt)	1.00
12-m high / low (Bt)	17.9 / 11.8
Avg. daily 6m (US\$mn)	2.67
Foreign limit / actual (%)	49 / 1.35
Free float (%)	32.0
Dividend policy (%)	≥ 30

Price Performance



Source: SET, SCBS Investment Research

Share performance

	1M	3M	12M
Absolute	21.5	6.8	22.0
Relative to SET	14.7	1.4	8.7

Source: SET, SCBS Investment Research

ศิริมา ดิสรสา, CFA

นักวิเคราะห์การลงทุนวิจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1004

sirima.dissara@scb.co.th

พร้อมกลับสู่แนวโน้มขาขึ้น

เราคาดว่าอัตราการเติบโตของยอดขายสาขาเดิมของ GLOBAL จะปรับตัวดีขึ้นในช่วงครึ่งหลังปี 60 จากฐานต่ำของปีก่อน, ความเชื่อมั่นที่ปรับตัวดีขึ้น, และรายได้เกษตรกรที่ดีขึ้น โดยเฉพาะอย่างยิ่งในกลุ่มข้าว อัตรากำไรขั้นต้นจะอยู่ในระดับที่แข็งแกร่ง โดยได้รับปัจจัยหนุนจากการบริหารสินค้า private brand ได้ดีขึ้น, อำนาจต่อรองกับซัพพลายเออร์มากขึ้น ซึ่งจะมากเกินพอชดเชยค่าใช้จ่ายจากการส่งเสริมการขาย ทั้งนี้ในปี 2560 ถึงปัจจุบัน ราคาหุ้น GLOBAL ปรับตัว underperform SET อยู่ 14% ปัจจุบันหุ้น GLOBAL ซื้อขายที่ PE ปี 2560 ระดับ 38 เท่า (-0.25SD ของ PE เฉลี่ย 7 ปีที่ 41 เท่า) และ PEG ปี 2561 ของบริษัทที่ 1.5 เท่า ยังต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่มพาณิชย์ที่ 1.6 เท่า คงคำแนะนำ "ซื้อ" ด้วยราคาเป้าหมายกลางปี 61 อ้างอิงวิธี DCF ที่ 19 บาท

อัตราการเติบโตของยอดขายสาขาเดิมจะปรับตัวดีขึ้นในช่วงครึ่งหลังปี 60 ความเชื่อมั่นระดับต่ำส่งผลทำให้ GLOBAL รายงานอัตราการเติบโตของยอดขายสาขาเดิมที่ -9.8% YoY ในไตรมาส 2/60 อ่อนแอที่สุดในกลุ่มพาณิชย์ โดยไม่รวม BIGC ซึ่งเปลี่ยนนโยบายการขายมาลดยอดขายสินค้าที่ให้อัตรากำไรต่ำ อย่างไรก็ตาม อัตราการเติบโตของยอดขายสาขาเดิมของ GLOBAL มีแนวโน้มที่จะปรับตัวดีขึ้นในช่วงครึ่งหลังปี 60 ปัจจัยกระตุ้นที่สำคัญจะมาจาก 1) ฐานต่ำของช่วงครึ่งหลังปี 59 ที่ -0.9% YoY; 2) ความเชื่อมั่นผู้บริโภคที่ปรับตัวดีขึ้น; 3) รายได้เกษตรกรที่แข็งแกร่งมากขึ้น โดยเฉพาะอย่างยิ่งในกลุ่มข้าว เพราะผลผลิตมีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้นในฤดูเก็บเกี่ยวที่กำลังจะมาถึงในไตรมาส 4/60 สาขา 60% ของบริษัทตั้งอยู่ในภาคกลางและภาคตะวันออกเฉียงเหนือ (พื้นที่ปลูกข้าว) สูงที่สุดในกลุ่มพาณิชย์

ขยายสาขาเชิงรุกอย่างต่อเนื่อง GLOBAL วางแผนเปิดสาขาใหม่ 8 สาขาในปี 2560 (เท่ากับปี 2559) ซึ่งหมายความว่าจำนวนสาขาจะเติบโต +17% YoY สูงที่สุดในกลุ่มพาณิชย์ ทั้งนี้หลังจากเปิดสาขาใหม่ไปแล้ว 5 สาขาในช่วงครึ่งแรกปี 60 บริษัทจะเปิดสาขาใหม่เพิ่มอีก 3 สาขาในช่วงครึ่งหลังปี 60 ด้วยทำเลที่ตั้งสาขาที่กระจายตัว ทำให้บริษัทไม่คิดว่าจะได้รับผลกระทบจากการเปิดสาขาใหม่ในบริเวณใกล้เคียงกับสาขาเดิมในปี การขยายสาขาอย่างรวดเร็วในช่วง 2-3 ปีที่ผ่านมา สวนทางกับคู่แข่ง (ไทวัสดุ และเมกาโฮม) ที่ขยายสาขาอย่างช้าๆ และ/หรือ ปานกลาง ส่งผลทำให้ GLOBAL กลายเป็นผู้ประกอบการไม่เคิร์ตเทรดวัสดุก่อสร้างไทยรายใหญ่ที่สุดตั้งแต่ปี 2559 ซึ่งน่าจะช่วยให้บริษัทมีอำนาจต่อรองกับซัพพลายเออร์เพิ่มมากขึ้น สำหรับการขยายสาขาในต่างประเทศ GLOBAL วางแผนเปิดสาขาใหม่แห่งแรกในกัมพูชาในช่วงครึ่งแรกปี 61 เมื่อใช้สมมติฐานว่าการดำเนินงานเหมือนกับประเทศไทย สาขาแห่งนี้จะสามารถทำกำไรได้ภายในปีแรกของการดำเนินงาน

อัตรากำไรขั้นต้นแข็งแกร่ง เราคาดว่าอัตรากำไรขั้นต้นของ GLOBAL จะอยู่ในระดับที่แข็งแกร่งในช่วงครึ่งหลังปี 60 ค่าใช้จ่ายในการจัดแคมเปญการตลาดเพื่อดึงดูดลูกค้าจะได้รับการชดเชยจาก 1) สัดส่วนยอดขายสินค้า private brand ต่อยอดขาย (13% ของยอดขายในช่วงครึ่งแรกปี 60) ที่เพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง อันเป็นผลมาจากการมีพนักงานขายตรงเพิ่มมากขึ้นและผลิตภัณฑ์ใหม่มากขึ้น; 2) การประหยัดต่อขนาดมากขึ้นช่วยให้บริษัทมีอำนาจต่อรองกับซัพพลายเออร์เพิ่มมากขึ้น ทั้งนี้หลังจากเปิดศูนย์กระจายสินค้าแห่งใหม่ในไตรมาส 2/60 GLOBAL ก็คาดว่าศูนย์กระจายสินค้าแห่งนี้จะช่วยให้บริษัทสามารถบริหารสินค้า private brand และอัตรากำไรได้ดีขึ้น โดยบริษัทตั้งเป้าเพิ่มสัดส่วนยอดขายสินค้า private brand ต่อยอดขายสู่ 15% ในปีหน้า

มีแนวโน้มควบคุมอัตรากำไรส่วนค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารต่อยอดขายได้ดีขึ้น ในช่วงครึ่งแรกปี 60 อัตราส่วนค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารต่อยอดขายของ GLOBAL ปรับตัวเพิ่มขึ้นถึง 2.2% YoY สู่ 12.9% หลักๆ เกิดจากค่าใช้จ่ายเกี่ยวกับการขยายสาขาเชิงรุกในช่วง 1 ปีที่ผ่านมา (6 สาขาในไตรมาส 4/59 และ 5 สาขาในช่วงครึ่งแรกปี 60) ท่ามกลางอัตราการเติบโตของยอดขายสาขาเดิมที่อ่อนแอตลอดช่วงดังกล่าว การขยายสาขาใหม่ในอัตราชะลอตัว (3 สาขาในช่วงครึ่งหลังปี 60) และอัตราการเติบโตของยอดขายสาขาเดิมที่ค่อยๆ ฟื้นตัวดีขึ้น ทำให้เราคาดว่าบริษัทจะสามารถควบคุมอัตรากำไรส่วนค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารต่อยอดขายได้ดีขึ้นในช่วงครึ่งหลังปี 60

Forecasts and valuation

Year to 31 Dec	Unit	2015	2016F	2017F	2018F	2019F
Revenue	(Btbn)	16,864	18,857	20,490	23,502	26,525
EBITDA	(Btbn)	1,950	2,822	2,839	3,309	3,760
Core profit	(Btbn)	868	1,486	1,600	1,927	2,269
Reported profit	(Btbn)	881	1,495	1,600	1,927	2,269
Core EPS	(Bt)	0.23	0.39	0.42	0.50	0.59
DPS	(Bt)	0.04	1.04	0.12	0.15	0.18
P/E, core	(x)	70.77	41.36	38.42	31.90	27.09
EPS growth, core	(%)	24.16	71.10	7.66	20.44	17.74
P/BV, core	(x)	4.12	3.78	3.57	3.29	3.02
ROE	(%)	5.99	9.53	9.56	10.74	11.63
Dividend yield	(%)	0.27	6.52	0.78	0.94	1.11
EV/EBITDA	(x)	33.69	24.49	24.37	20.73	18.05

Source: SCBS Investment Research

Financial statement

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	2015	2016	2017F	2018F	2019F
Total revenue	16,864	18,857	20,490	23,502	26,525
Cost of goods sold	-14,019	-14,980	-16,167	-18,496	-20,822
Gross profit	2,845	3,877	4,323	5,006	5,703
SG&A	-2,125	-2,449	-2,826	-3,228	-3,626
Other income	509	586	649	756	866
Interest expense	-144	-169	-166	-148	-134
Pre-tax profit	1,084	1,844	1,980	2,385	2,809
Corporate tax	-219	-364	-386	-465	-548
Equity a/c profits	3	6	6	7	7
Minority interests	0	0	0	0	0
Core profit	868	1,486	1,600	1,927	2,269
Extra-ordinary items	12	9	0	0	0
Net Profit	881	1,495	1,600	1,927	2,269
EBITDA	1,950	2,822	2,839	3,309	3,760
Core EPS (Bt)	0.23	0.39	0.42	0.50	0.59
Net EPS (Bt)	0.23	0.39	0.42	0.50	0.59
DPS (Bt)	0.04	1.04	0.12	0.15	0.18

Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	2015	2016	2017F	2018F	2019F
Total current assets	8,799	11,564	11,723	12,084	12,713
Total fixed assets	14,238	16,389	17,696	18,671	19,604
Total assets	23,037	27,953	29,419	30,755	32,318
Total loans	4,724	7,819	8,019	7,419	6,700
Total current liabilities	4,037	10,649	11,074	10,915	10,636
Total long-term liabilities	4,081	1,050	1,127	1,175	1,326
Total liabilities	8,119	11,699	12,201	12,090	11,962
Paid-up capital	3,484	3,658	3,658	3,658	3,658
Total equity	14,918	16,254	17,218	18,665	20,356
BVPS (Bt)	3.88	4.23	4.48	4.86	5.30

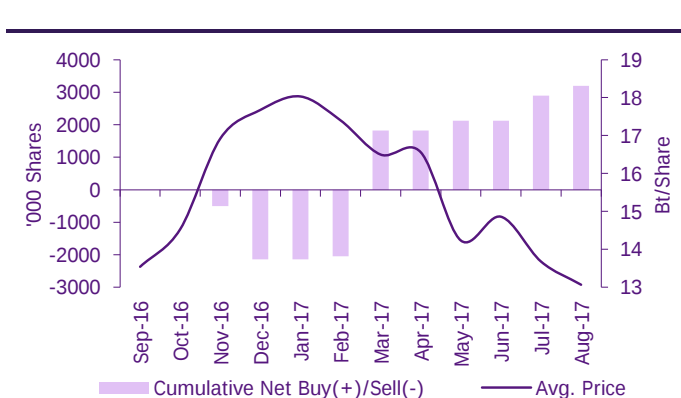
Cash Flow Statement (Btmn)

FY December 31	2015	2016	2017F	2018F	2019F
Core Profit	868	1,486	1,600	1,927	2,269
Depreciation and amortization	721	808	693	775	817
Operating cash flow	1,459	-306	2,570	2,808	3,045
Investing cash flow	-1,903	-2,760	-2,000	-1,750	-1,750
Financing cash flow	459	2,937	-436	-1,080	-1,297
Net cash flow	15	-128	134	-22	-3

Key Financial Ratios

	2015	2016	2017F	2018F	2019F
Gross margin(%)	16.9	20.6	21.1	21.3	21.5
Operating margin(%)	4.3	7.6	7.3	7.6	7.8
EBITDA margin(%)	11.6	15.0	13.9	14.1	14.2
EBIT margin(%)	7.3	10.7	10.5	10.8	11.1
Net profit margin(%)	5.2	7.9	7.8	8.2	8.6
ROE (%)	5.9	9.2	9.3	10.3	11.1
ROA (%)	3.8	5.3	5.4	6.3	7.0
Net D/E (x)	0.3	0.5	0.5	0.4	0.3
Interest coverage (x)	13.5	16.7	17.1	22.3	28.1
Payout Ratio (%)	18.9	42.5	30.0	30.0	30.0

12-Month Cumulative directors trade



Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17
Total revenue	4,787	4,362	4,554	5,377	5,174
Cost of goods sold	-3,794	-3,461	-3,579	-4,245	-4,077
Gross profit	993	901	975	1,132	1,096
SG&A	-536	-629	-759	-657	-704
Other income	151	131	130	176	183
Interest expense	-39	-44	-49	-48	-39
Pre-tax profit	570	359	297	602	537
Corporate tax	-111	-70	-59	-119	-106
Equity a/c profits	7	-5	1	1	2
Minority interests	0	0	0	0	0
Core profit	465	284	239	484	432
Extra-ordinary items	-3	0	12	0	0
Net Profit	462	284	251	484	432
EBITDA	743	727	563	818	759
Core EPS (Bt)	0.12	0.07	0.06	0.13	0.11
Net EPS (Bt)	0.12	0.07	0.07	0.13	0.11

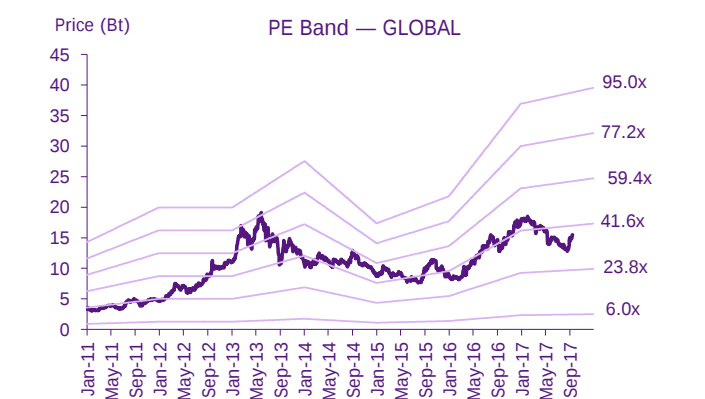
Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17
Total current assets	9,912	10,338	11,564	12,235	11,941
Total fixed assets	15,108	15,712	16,389	11,762	12,149
Total assets	25,020	26,051	27,953	23,997	24,090
Total loans	5,524	3,333	7,819	7,782	8,772
Total current liabilities	8,325	9,083	10,649	11,084	10,042
Total long-term liabilities	1,068	1,056	1,050	84	1,377
Total liabilities	9,393	10,139	11,699	11,168	11,419
Paid-up capital	3,658	3,658	3,658	3,658	3,841
Total equity	15,627	15,911	16,254	12,830	12,671
BVPS (Bt)	4.07	4.14	4.23	3.34	3.30

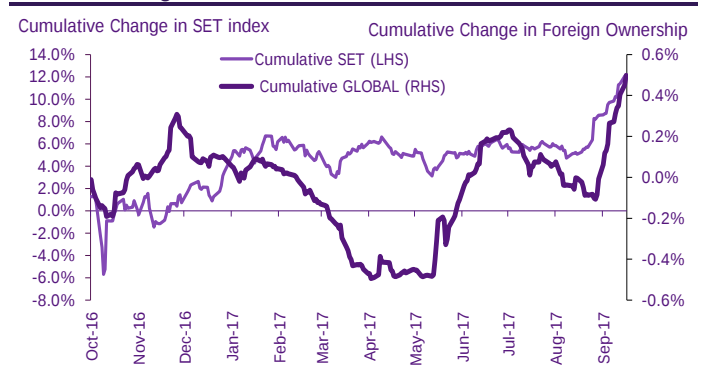
Main Assumptions

	2015	2016	2017F	2018F	2019F
SSS growth (%)	-0.8%	-0.1%	-6.2%	3.0%	3.0%
No of new stores (stores)	6	8	8	7	7
No of stores, ending (stores)	38	46	54	61	68
% private brand/sales	12.4%	12.9%	13.4%	14.4%	15.4%

PE Band Chart

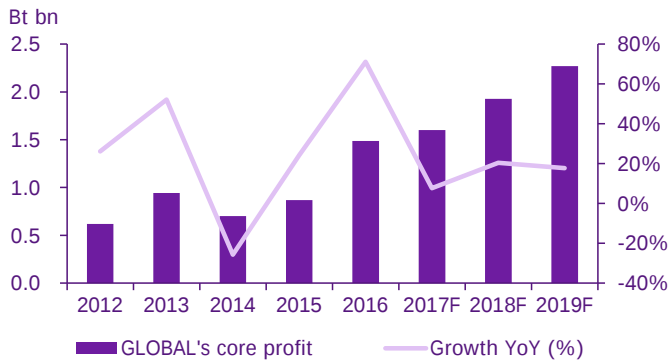


12 Month cumulative chg in foreign ownership versus cumulative chg in SET index



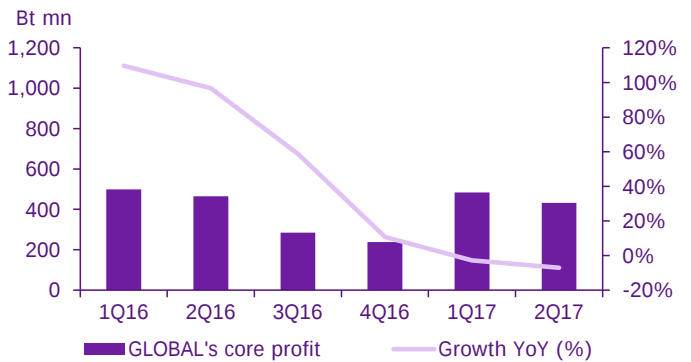
Source: SET, SCBS Investment Research

Figure 1: GLOBAL's core profit outlook in 2017-19F



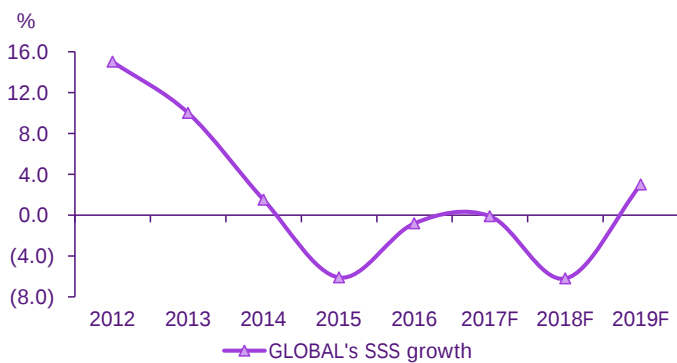
Source: SCBS Investment Research

Figure 2: GLOBAL's quarterly core profit



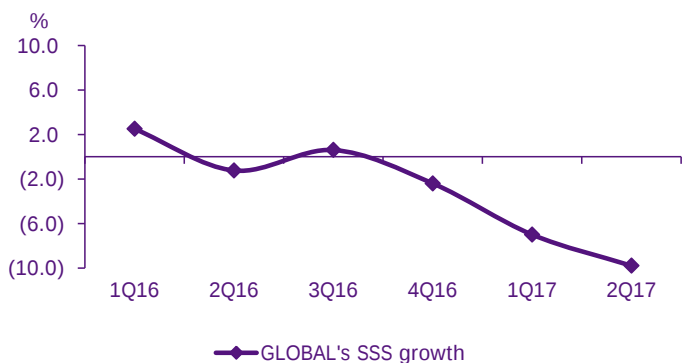
Source: SCBS Investment Research

Figure 3: GLOBAL's SSS growth in 2017-19F



Source: SCBS Investment Research

Figure 4: GLOBAL's quarterly SSS growth



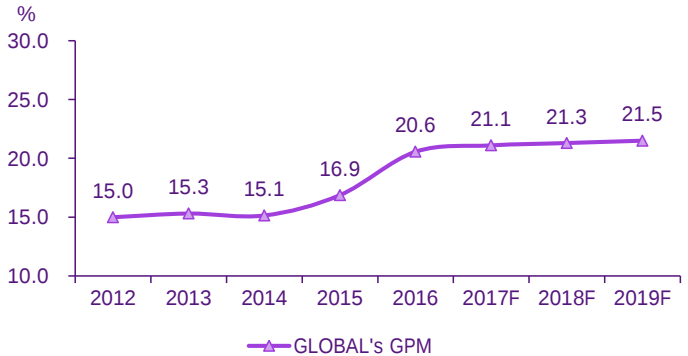
Source: SCBS Investment Research

Figure 5: GLOBAL's store expansion continues in 2017-19F



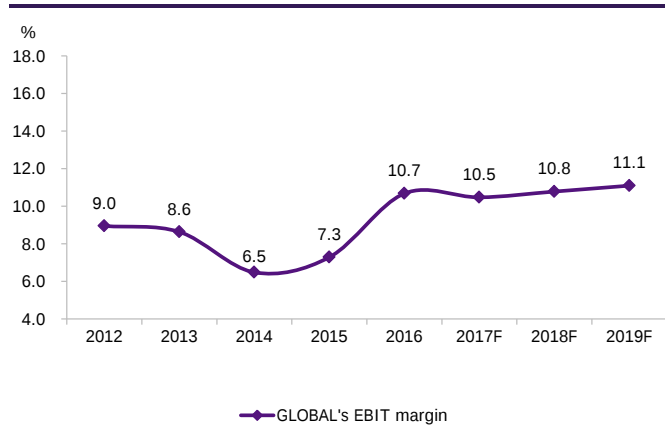
Source: SCBS Investment Research

Figure 6: GLOBAL's gross margin outlook in 2017-19F



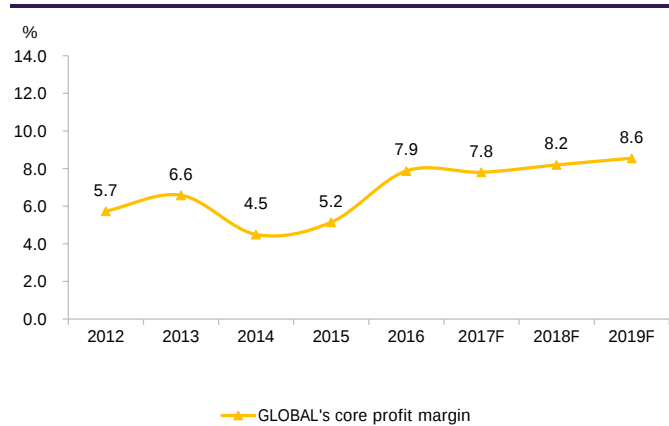
Source: SCBS Investment Research

Figure 7: GLOBAL's EBIT margin outlook in 2017-19F



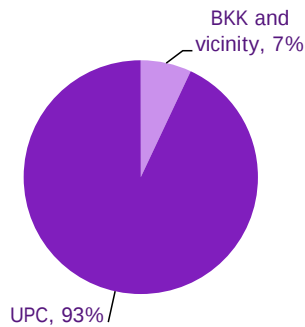
Source: SCBS Investment Research

Figure 8: GLOBAL's core profit margin outlook in 2017-19F



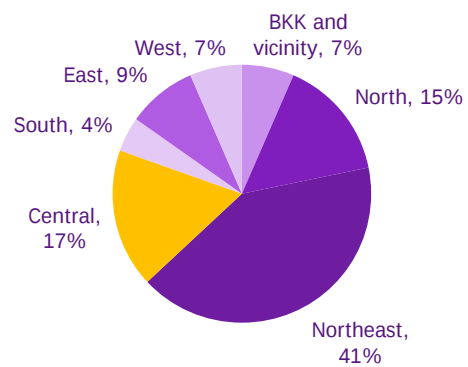
Source: SCBS Investment Research

Figure 9: GLOBAL's stores in Bangkok vs. upcountry



Source: SCBS Investment Research

Figure 10: GLOBAL's stores by regions



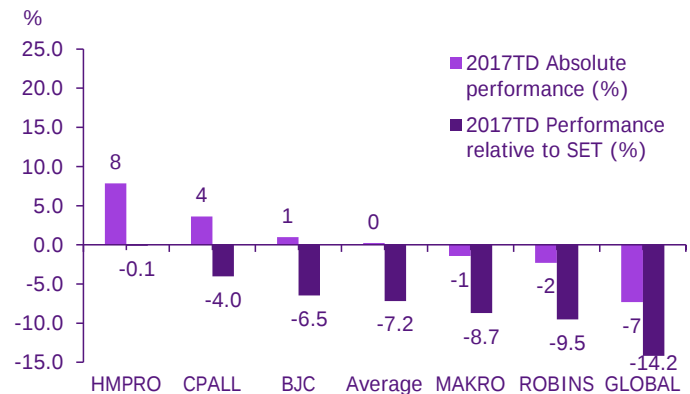
Source: SCBS Investment Research

Figure 11: GLOBAL's 7-year PE band



Source: SCBS Investment Research

Figure 12: Sector performance in 2017TD



Source: SCBS Investment Research

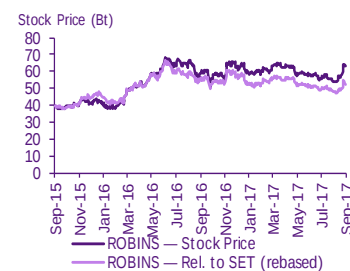
ข้อ

Stock data

Last close (Sep 18) (Bt)	63.00
12-m target price (Bt)	78.00
Upside (Downside) to TP (%)	23.81
Mkt cap (Btbn)	69.97
Mkt cap (US\$mn)	2,115

Bloomberg code	ROBINS TB
Reuters code	ROBINS.BK
Risk rating	L
Mkt cap (%) SET	0.42
Sector % SET	9.74
Shares issued (mn)	1,111
Par value (Bt)	3.55
12-m high / low (Bt)	66.8 / 48
Avg. daily 6m (US\$mn)	3.72
Foreign limit / actual (%)	49 / 14
Free float (%)	40.6
Dividend policy (%)	40

Price Performance



Source: SET, SCBS Investment Research

Share performance

	1M	3M	12M
Absolute	18.1	9.9	7.6
Relative to SET	11.4	4.4	(4.2)

Source: SET, SCBS Investment Research

ศิริมา ดิสรสา, CFA

นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1004

sirima.dissara@scb.co.th

มีแนวโน้มปรับตัวดีขึ้น

เราคาดว่าอัตราการเติบโตของยอดขายสาขาเดิมของ ROBINS จะปรับตัวดีขึ้นในช่วงครึ่งหลังปี 60 จากฐานต่ำของปีก่อน, ความเชื่อมั่นที่ปรับตัวดีขึ้น, นักท่องเที่ยวที่เข้ามาในประเทศไทยมากขึ้น, และรายได้เกษตรกรที่ดีขึ้น โดยเฉพาะอย่างยิ่งในกลุ่มข้าว อัตรากำไรขั้นต้นของบริษัทจะค่อย ๆ ปรับตัวดีขึ้น โดยได้รับปัจจัยหนุนจากการบริหารการส่งเสริมการขายและสินค้า private brand ได้ดีขึ้น ทั้งนี้ในปี 2560 ถึงปัจจุบัน ราคาหุ้น ROBINS ปรับตัว underperform SET อยู่ 10% ปัจจุบันหุ้น ROBINS ซื้อขายที่ PE ปี 2560 ระดับ 27 เท่า (-0.25SD ของ PE เฉลี่ย 7 ปีที่ 29 เท่า) และ PEG ปี 2561 ของบริษัทที่ 1.4 เท่า ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่มพาณิชย์ที่ 1.6 เท่า แนะนำ "ซื้อ" ด้วยราคาเป้าหมายกลางปี 61 อ้างอิงวิธี DCF ที่ 78 บาท

อัตราการเติบโตของยอดขายจะปรับตัวดีขึ้นในช่วงครึ่งหลังปี 60 หลังจากรายงานยอดขายสาขาเดิมหดตัวลง -4.7% YoY ในไตรมาส 2/60 จากความเชื่อมั่นที่เปราะบางและฐานสูงที่เกิดจากมาตรการกระตุ้นของรัฐบาล อัตราการเติบโตของยอดขายสาขาเดิมของ ROBINS ก็มีแนวโน้มที่จะปรับตัวดีขึ้นในช่วงครึ่งหลังปี 60 ปัจจัยกระตุ้นที่สำคัญจะมาจาก 1) ฐานต่ำของช่วงครึ่งหลังปี 59 ที่ -0.9% YoY; 2) ความเชื่อมั่นผู้บริโภคที่ปรับตัวดีขึ้น; 3) นักท่องเที่ยวที่เข้ามาในประเทศไทยมากขึ้น โดยได้รับปัจจัยหนุนจากการกลับมาเปิดบริการเที่ยวบินเป็นบวกรถของจำนวนนักท่องเที่ยวจีนในช่วง 3 เดือนที่ผ่านมา หลังจากได้รับผลกระทบจากมาตรการปราบปรามเอเยนต์ทัวร์ศูนย์เหรียญ; 4) รายได้เกษตรกรที่แข็งแกร่งมากขึ้น โดยเฉพาะอย่างยิ่งในกลุ่มข้าว เพราะผลผลิตมีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้นในฤดูเก็บเกี่ยวที่กำลังจะมาถึงในไตรมาส 4/60 สาขา 32% ของบริษัทตั้งอยู่ในภาคกลางและภาคตะวันออกเฉียงเหนือ (พื้นที่ปลูกข้าว)

วางแผนขยายสาขาปานกลาง ROBINS วางแผนเปิดสาขาใหม่ 3 สาขาในปี 2560 ทั้งนี้หลังจากเปิดสาขาแบบ lifestyle center 1 สาขา ในเพชรบุรี ในเดือนพ.ค. 2560 บริษัทจะเปิดห้างสรรพสินค้า 1 สาขา ในมหาชัย ในเดือนพ.ย. 2560 และสาขาแบบ lifestyle center 1 สาขา ในกำแพงเพชร ในเดือนธ.ค. 2560 บริษัทตั้งเป้าปรับปรุงใหญ่ที่ 4 สาขาเสร็จในปี 2560: พระราม 9, เชียงใหม่, ตรัง, และสระบุรี การปรับปรุงครั้งนี้จะส่งผลทำให้พื้นที่เช่ามีมากขึ้น ดังนั้นยอดขายต่อสาขาจะมีอัตราการเติบโตเป็นตัวเลขหลักเดียวด้านสูง บริษัทยังคงแผนเปิดสาขาใหม่เฉลี่ย 3 สาขา/ปีในปี 2561-2563

อัตรากำไรจะค่อย ๆ ปรับตัวดีขึ้น ในไตรมาส 2/60 อัตรากำไรขั้นต้นของ ROBINS ปรับตัวลดลง 0.4% YoY หลัก ๆ เกิดจากการจัดแคมเปญการตลาดมากขึ้นเพื่อดึงดูดลูกค้า และช่วงเปลี่ยนถ่ายผลิตภัณฑ์ ด้วยการจัดงาน clearance ผลิตภัณฑ์บางส่วนเพื่อวางจำหน่ายผลิตภัณฑ์ private brand ใหม่เพิ่มมากขึ้นในช่วงครึ่งหลังปี 60 เราคาดว่าอัตรากำไรขั้นต้นในไตรมาส 3/60 จะได้รับผลกระทบจากแคมเปญการตลาดน้อยกว่าในไตรมาส 2/60 อัตรากำไรน่าจะปรับตัวเพิ่มขึ้นในไตรมาส 4/60 โดยเกิดจาก 1) การบริหารแคมเปญการตลาดได้ดีขึ้นตามยอดขายที่ฟื้นตัวดีขึ้น; 2) สัดส่วนยอดขายสินค้า private brand อัตรากำไรสูงแบรนด์ใหม่ที่ปรับตัวเพิ่มขึ้น หลังจากส่งมอบสินค้ารายการใหม่ตอนต้นไตรมาส 3/60 และต้นไตรมาส 4/60 ROBINS วางแผนเพิ่มสัดส่วนยอดขายสินค้า private brand (อัตรากำไรสูงและราคาสมเหตุสมผล) ต่อยอดขายจาก 11% ในช่วงครึ่งแรกปี 60 สู่ 20% ณ สิ้นปี 2563 โดยหลัก ๆ จะเพิ่มซุ่มใหม่ และขยายพื้นที่ซุ่ม ทั้งนี้เราคาดการณ์อัตรากำไรขั้นต้นจากสินค้า private brand โดยเฉลี่ยที่ 35-40% เทียบกับ 25% สำหรับสินค้าแบรนด์อื่น ๆ

รายได้ค่าเช่าและส่วนแบ่งกำไรจะเพิ่มขึ้น รายได้ค่าเช่าและรายได้อื่นของ ROBINS เติบโต 8% YoY ในช่วงครึ่งแรกปี 60 และเราคาดว่าตัวเลขนี้จะปรับตัวดีขึ้นอย่างต่อเนื่องตามพื้นที่ให้เช่าที่เพิ่มขึ้นจากการเปิด lifestyle center สาขาใหม่เพิ่มมากขึ้น (จาก 33% ของยอดขายทั้งหมดในปี 2559 สู่ 35% ในปี 2560 และ 37% ในปี 2561) และอัตราค่าเช่าที่สูงขึ้น ในขณะที่ส่วนแบ่งกำไร (กำไรจาก Power Buy และ Super Sport) เติบโตเพียง 3% YoY ในช่วงครึ่งแรกปี 60 และมีแนวโน้มที่จะเติบโตขึ้นตามความเชื่อมั่นผู้บริโภคที่ปรับตัวดีขึ้นในช่วงปลายปี 2560

Forecasts and valuation

Year to 31 Dec	Unit	2015	2016	2017F	2018F	2019F
Revenue	(Btbn)	25,185	26,078	26,217	28,049	30,165
EBITDA	(Btbn)	4,499	4,881	4,795	5,261	5,862
Core profit	(Btbn)	2,153	2,513	2,637	3,083	3,631
Reported profit	(Btbn)	2,153	2,815	2,637	3,083	3,631
Core EPS	(Bt)	1.94	2.26	2.37	2.78	3.27
DPS	(Bt)	1.00	1.12	1.17	1.39	1.63
P/E, core	(x)	32.50	27.84	26.53	22.70	19.27
EPS growth, core	(%)	11.70	16.72	4.93	16.89	17.79
P/BV, core	(x)	4.84	4.32	4.01	3.64	3.28
ROE	(%)	15.66	16.40	15.68	16.82	17.92
Dividend yield	(%)	1.59	1.77	1.86	2.20	2.59
EV/EBITDA	(x)	15.88	14.54	14.89	13.50	12.00

Source: SCBS Investment Research

Financial statement

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	2015	2016	2017F	2018F	2019F
Total revenue	25,185	26,078	26,217	28,049	30,165
Cost of goods sold	(19,022)	(19,574)	(19,717)	(21,025)	(22,536)
Gross profit	6,163	6,504	6,499	7,024	7,629
SG&A	(7,231)	(7,557)	(7,854)	(8,227)	(8,643)
Other income	3,577	3,871	4,221	4,572	5,007
Interest expense	(79)	(84)	(69)	(60)	(49)
Pre-tax profit	2,431	2,734	2,798	3,309	3,945
Corporate tax	(534)	(556)	(518)	(612)	(730)
Equity a/c profits	451	516	534	575	620
Minority interests	(195)	(181)	(177)	(189)	(204)
Core profit	2,153	2,513	2,637	3,083	3,631
Extra-ordinary items	0	302	0	0	0
Net Profit	2,153	2,815	2,637	3,083	3,631
EBITDA	4,499	4,881	4,795	5,261	5,862
Core EPS (Bt)	1.94	2.26	2.37	2.78	3.27
Net EPS (Bt)	1.94	2.53	2.37	2.78	3.27
DPS (Bt)	1.00	1.12	1.17	1.39	1.63

Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	2015	2016	2017F	2018F	2019F
Total current assets	5,317	5,724	5,683	5,889	6,319
Total fixed assets	20,743	21,277	22,964	24,645	26,388
Total assets	26,059	27,001	28,647	30,534	32,707
Total loans	3,582	3,267	3,617	3,217	2,717
Total current liabilities	9,864	7,367	7,921	8,414	8,983
Total long-term liabilities	1,744	3,437	3,287	2,899	2,413
Total liabilities	11,608	10,804	11,209	11,313	11,396
Paid-up capital	3,943	3,943	3,943	3,943	3,943
Total equity	14,451	16,197	17,438	19,221	21,310
BVPS (Bt)	13.01	14.58	15.70	17.31	19.19

Cash Flow Statement (Btmn)

FY December 31	2015	2016	2017F	2018F	2019F
Core Profit	2,153	2,513	2,637	3,083	3,631
Depreciation and amortization	1,989	2,063	1,929	1,892	1,869
Operating cash flow	4,289	4,118	4,599	5,242	5,809
Investing cash flow	(4,226)	(2,597)	(3,617)	(3,575)	(3,614)
Financing cash flow	140	(1,384)	(1,046)	(1,700)	(2,041)
Net cash flow	202	137	(64)	(33)	153

Key Financial Ratios

	2015	2016	2017F	2018F	2019F
Gross margin(%)	24.5	24.9	24.8	25.0	25.3
Operating margin(%)	-4.2	-4.0	-5.2	-4.3	-3.4
EBITDA margin(%)	17.9	18.7	18.3	18.8	19.4
EBIT margin(%)	10.0	10.8	10.9	12.0	13.2
Net profit margin(%)	8.5	10.8	10.1	11.0	12.0
ROE (%)	14.9	17.4	15.1	16.0	17.0
ROA (%)	8.3	10.4	9.2	10.1	11.1
Net D/E (x)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0
Debt service coverage (x)	1.7	2.3	69.9	9.4	10.7
Payout Ratio (%)	51.6	49.3	49.3	50.0	50.0

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17
Total revenue	6,092	6,237	7,353	6,271	6,021
Cost of goods sold	(4,560)	(4,720)	(5,506)	(4,687)	(4,532)
Gross profit	1,532	1,517	1,847	1,584	1,489
SG&A	(1,834)	(1,902)	(2,057)	(1,822)	(1,919)
Other income	956	960	1,004	1,013	1,056
Interest expense	(23)	(23)	(21)	(20)	(16)
Pre-tax profit	631	553	772	755	610
Corporate tax	(125)	(111)	(162)	(147)	(109)
Equity a/c profits	147	103	144	147	129
Minority interests	(44)	(35)	(47)	(46)	(30)
Core profit	609	510	708	710	601
Extra-ordinary items	0	0	302	0	0
Net Profit	609	510	1,010	710	601
EBITDA	1,092	1,040	1,276	1,190	1,067
Core EPS (Bt)	0.55	0.46	0.64	0.64	0.54
Net EPS (Bt)	0.55	0.46	0.91	0.64	0.54

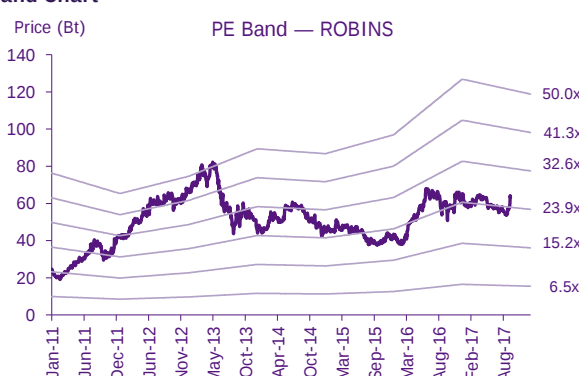
Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17
Total current assets	4,473	4,489	5,724	4,886	4,212
Total fixed assets	20,483	20,602	21,277	21,402	21,577
Total assets	24,956	25,091	27,001	26,289	25,790
Total loans	3,882	3,308	3,267	2,745	3,229
Total current liabilities	7,115	6,578	7,367	6,430	7,831
Total long-term liabilities	3,244	3,372	3,437	2,911	1,910
Total liabilities	10,359	9,951	10,804	9,341	9,741
Paid-up capital	3,943	3,943	3,943	3,943	3,943
Total equity	14,597	15,140	16,197	16,948	16,049
BVPS (Bt)	13.14	13.63	14.58	15.26	14.45

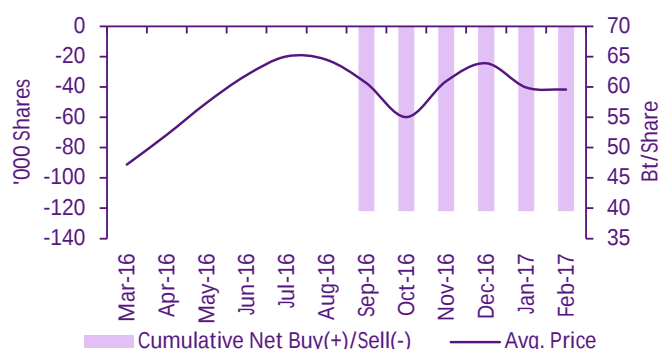
Main Assumptions

	2015	2016	2017F	2018F	2019F
SSS growth (%)	-2.1%	0.1%	-2.8%	3.0%	3.0%
No. of new stores (Stores)	3	2	2	3	3
No. of ending stores (Stores)	44	46	48	51	54
- Thai - Department stores	28	29	29	30	31
- Thai - Lifestyle centers	14	15	17	19	21
- Vietnam	2	2	2	2	2

PE Band Chart

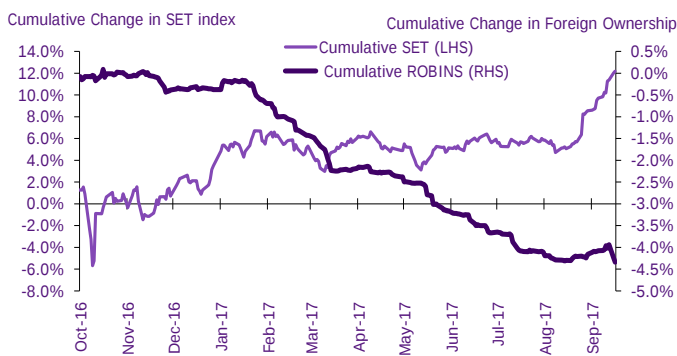


12-Month Cumulative directors trade



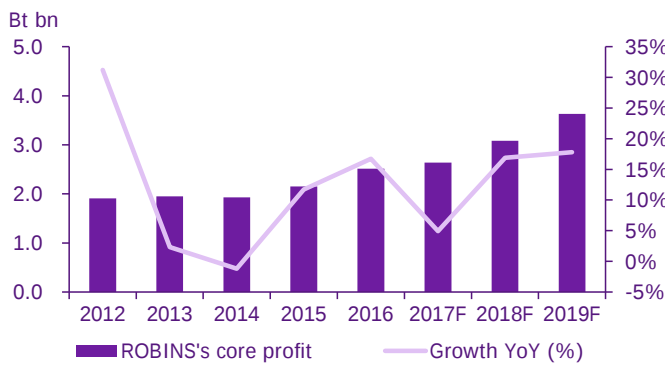
Source: SEC

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



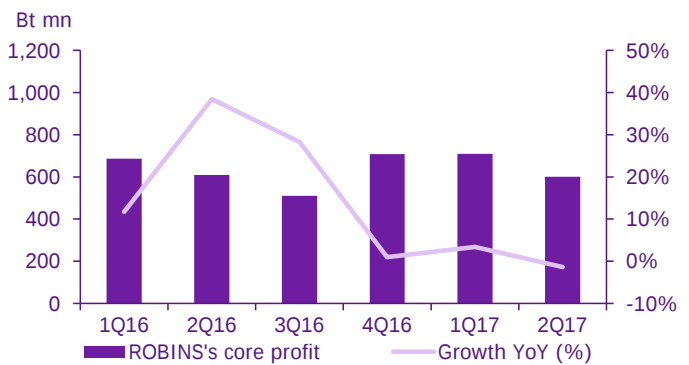
Source: SET, SCBS Investment Research

Figure 1: ROBINS's core profit outlook in 2017-19F



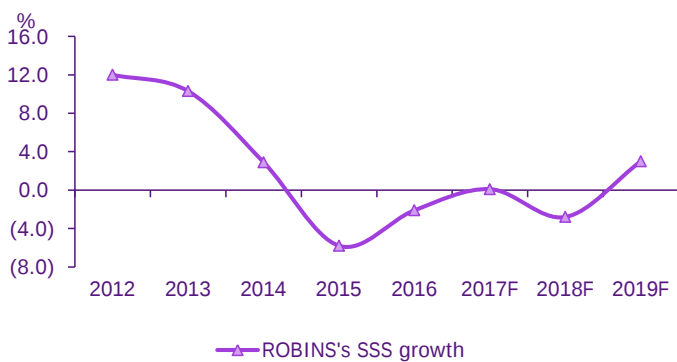
Source: SCBS Investment Research

Figure 2: ROBINS's quarterly core profit



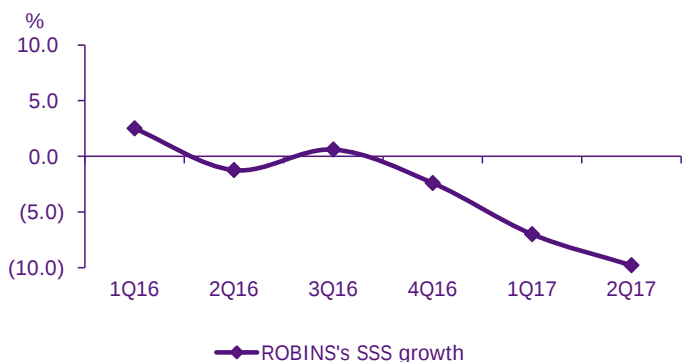
Source: SCBS Investment Research

Figure 3: ROBINS's SSS growth in 2017-19F



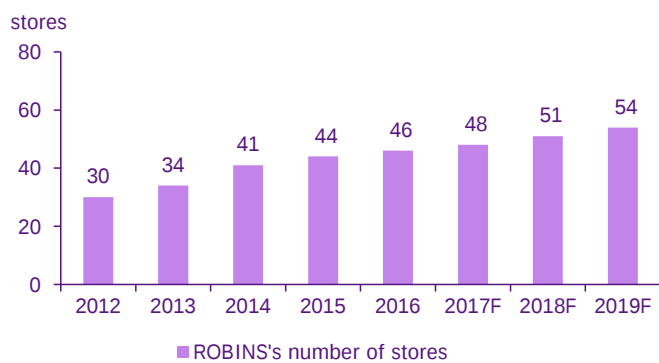
Source: SCBS Investment Research

Figure 4: ROBINS's quarterly SSS growth



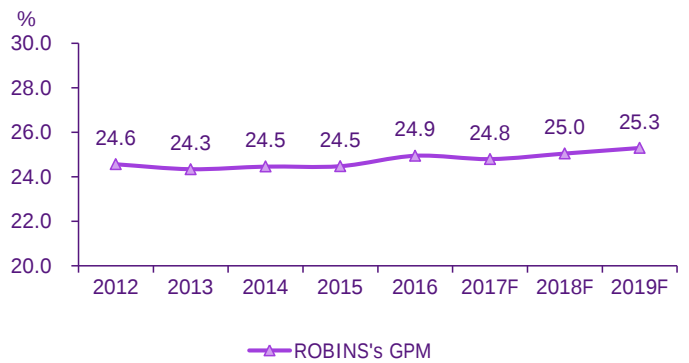
Source: SCBS Investment Research

Figure 5: ROBINS's store expansion continues in 2017-19F



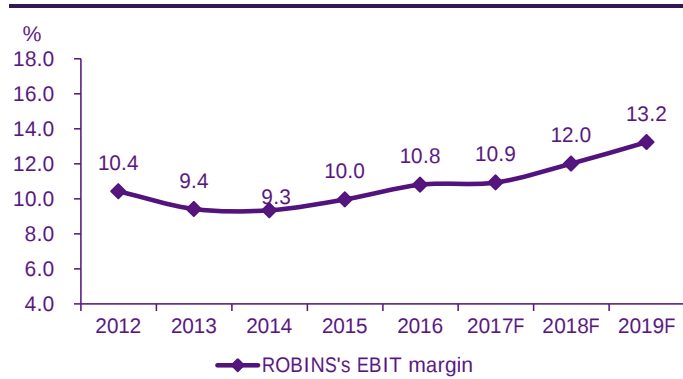
Source: SCBS Investment Research

Figure 6: ROBINS's gross margin outlook in 2017-19F



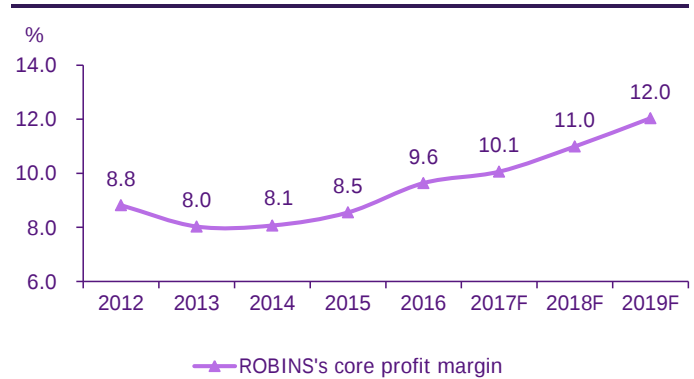
Source: SCBS Investment Research

Figure 7: ROBINS's EBIT margin outlook in 2017-19F



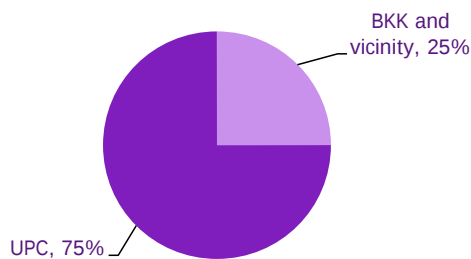
Source: SCBS Investment Research

Figure 8: ROBINS's core profit margin outlook in 2017-19F



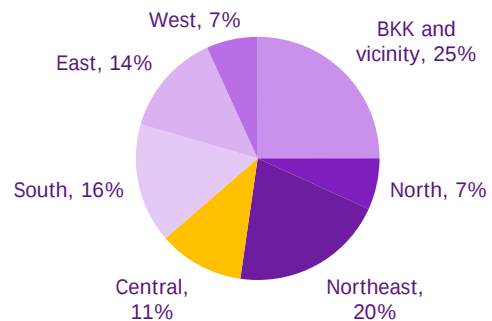
Source: SCBS Investment Research

Figure 9: ROBINS's stores in Bangkok vs. upcountry



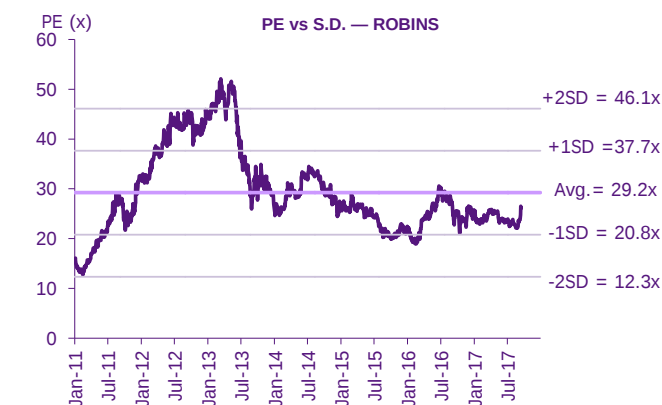
Source: SCBS Investment Research

Figure 10: ROBINS's stores by regions



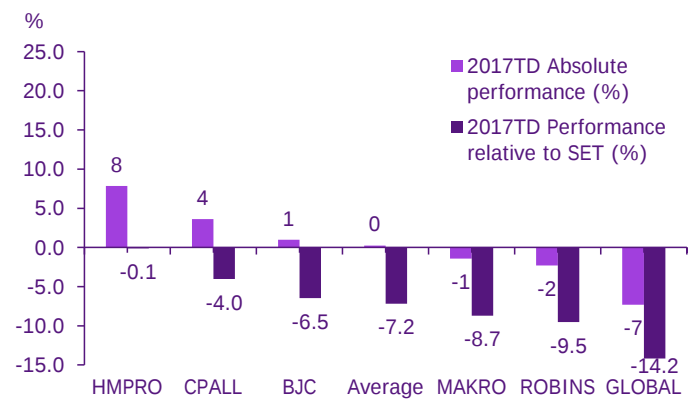
Source: SCBS Investment Research

Figure 11: ROBINS's 7-year PE band



Source: SCBS Investment Research

Figure 12: Sector performance in 2017TD



Source: SCBS Investment Research

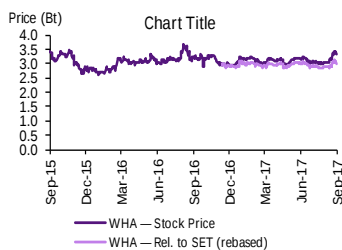
ชื่อ

Stock Data

Last close (Sep 18) (Bt)	3.32
12-m target price (Bt)	4.50
Upside (Downside) to TP (%)	35.54
Mkt cap (Btbn)	47.55
Mkt cap (US\$mn)	1,436

Bloomberg code	WHA TB
Reuters code	WHA.BK
Risk rating	H
Mkt cap (%) SET	0.29
Sector % SET	7.01
Shares issued (mn)	14,322
Par value (Bt)	0.10
12-m high / low (Bt)	n.a.
Avg. daily 6m (US\$mn)	n.a.
Foreign limit / actual (%)	n.a.
Free float (%)	25.4
Dividend policy (%)	≥ 40

Price Performance



Source: SET, SCBS Investment Research

Share performance

	1M	3M	12M
Absolute	9.9	5.7	3.1
Relative to SET	3.1	0.1	(7.9)

Source: SET, SCBS Investment Research

สิริกฤษฎ์ ฤกษ์นิพัทธ์

นักวิเคราะห์การลงทุนวิจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1020

sirikarn.krisnipat@scb.co.th

ครองท่าเลทองใน EEC

โครงการ EEC จะส่งผลดีต่อ WHA ซึ่งกิจการเกือบทั้งหมดของบริษัทอยู่ในพื้นที่ดังกล่าว นิคมอุตสาหกรรมของบริษัทมีชื่อเสียงและประกอบไปด้วยคลัสเตอร์อุตสาหกรรมยานยนต์และปิโตรเคมี เราคาดว่าส่วนแบ่งตลาดของบริษัทจะเพิ่มขึ้นจาก 28% สู่ 35% ซึ่งหมายความว่ายอดขายที่เติบโตในปีจนถึงปี 2564 จะอยู่ที่ 7,000 ไร่ หรือคิดเป็นยอดขายเฉลี่ย 1,400 ไร่/ปี เพิ่มขึ้นถึง 53% จากยอดขายเฉลี่ยในอดีต นอกจากนี้ผลการดำเนินงานของบริษัทยังได้รับการสนับสนุนจากรัฐกิจน้ำและไฟฟ้า (WHAUP) ที่จะมีกำลังการผลิตตามสัดส่วนการถือหุ้นเพิ่มขึ้นจาก 447 เมกะวัตต์ในปัจจุบัน สู่ 554 เมกะวัตต์ในปีหน้า ซึ่งจะหนุนให้ adjusted EBITDA เติบโตที่ CAGR 23% ในระยะ 3 ปีข้างหน้า เราประเมินราคาเป้าหมายกลางปี 2561 ได้ที่ 4.5 บาท/หุ้น ให้ผลตอบแทนรวมที่น่าดึงดูดในระดับ 38% แนะนำ “ซื้อ”

มีฐานที่มั่นคงใน EEC การเข้าซื้อกิจการของ HEMRAJ ในปี 2558 ทำให้ WHA ก้าวขึ้นเป็นผู้ให้บริการด้านอสังหาริมทรัพย์ โลจิสติกส์ และนิคมอุตสาหกรรมครบวงจรชั้นนำของประเทศไทย นิคมอุตสาหกรรม 8 แห่งจากทั้งหมด 9 แห่งของบริษัทอยู่ในจังหวัดระยองและชลบุรี พร้อมกับที่ดิน 8,000 ไร่ (ที่ดินรอการพัฒนาทั้งหมดอยู่ที่ 10,000 ไร่) และถูกเลือกใช้เป็นฐานการผลิตรถยนต์และปิโตรเคมีซึ่งเป็นอุตสาหกรรมเป้าหมายของโครงการ EEC เราคาดว่าส่วนแบ่งตลาดจะเพิ่มขึ้นจาก 28% ในปัจจุบัน สู่ 35% ด้วยยอดขายที่ดิน 7,000 ไร่ นับจากปี 2554 ไปจนถึงปี 2564 หรือคิดเป็นยอดขายเฉลี่ย 1,400 ไร่/ปี เพิ่มขึ้นถึง 53% จากยอดขายเฉลี่ยในปี 2542-2559 WHA มีส่วนแบ่งตลาดยอดขายที่ดินนิคมอุตสาหกรรมในประเทศไทยมากที่สุด

ธุรกิจน้ำและไฟฟ้ามีแนวโน้มเติบโตเพิ่มขึ้น WHAUP ซึ่ง WHA ถือหุ้นอยู่ 70% เป็นแกนนำธุรกิจสาธารณูปโภคของกลุ่ม และให้บริการน้ำแก่นิคมอุตสาหกรรมทั้งหมด นอกจากนี้ WHAUP ยังเข้าลงทุนในโรงไฟฟ้าหลายแห่ง กำลังการผลิตตามสัดส่วนการถือหุ้นรวม 447 เมกะวัตต์ และจะเพิ่มขึ้นสู่ 540 เมกะวัตต์ภายในปี 2562 การเริ่มดำเนินงานเชิงพาณิชย์ของโรงไฟฟ้า SPP 4 โรงในปีนี้จะช่วยสนับสนุนให้ส่วนแบ่งกำไรที่ปรับปรุงแล้วของ WHA เพิ่มขึ้นอีก 51% สู่ 1.1 พันล้านบาทในปี 2560 (ใช้สมมติฐานสัดส่วนการถือหุ้น 70%) และจะส่งผลทำให้สัดส่วนกำไรจากธุรกิจไฟฟ้าเพิ่มขึ้นสู่ 33% ของ adjusted EBITDA ของ WHA ในปีนี้ จาก 27% ในปีก่อน (ดูรายละเอียดการวิเคราะห์ของ WHAUP เพิ่มเติมได้ในรายงานฉบับวันที่ 19 กันยายน 2560)

กำไรมีแนวโน้มเติบโตต่อเนื่อง หากตัดรายการพิเศษ (การขายสินทรัพย์จำนวนมากให้กับ REIT เพื่อนำเงินมาชำระหนี้, ค่าใช้จ่ายพิเศษสำหรับที่ปรึกษาทางการเงินในการเข้าซื้อกิจการของ HEMRAJ และการทำ IPO ของ WHAUP, และกำไรจากการขายสินทรัพย์ที่ไม่ใช่สินทรัพย์หลัก) ออกไป เราคาดว่า adjusted EBITDA ของ WHA จะเติบโตที่ CAGR 23% ในระหว่างปี 2560-2562 ปัจจัยสำคัญที่ช่วยกระตุ้นให้กำไรเติบโต คือ รายได้ระดับสูงจากการขายที่ดินเพราะการลงทุนขยายตัว และส่วนแบ่งกำไรจากธุรกิจไฟฟ้า

แนะนำ “ซื้อ” ด้วยราคาเป้าหมาย 4.5 บาท เราประเมินราคาเป้าหมายกลางปี 2561 ของ WHA ได้ที่ 4.5 บาท/หุ้น อ้างอิงวิธี SOTP โดยใช้วิธี NAV สำหรับที่ดินอุตสาหกรรม, วิธี DCF สำหรับอสังหาริมทรัพย์เพื่อการอุตสาหกรรมและโลจิสติกส์ และ WHAUP, และมูลค่าตลาดสำหรับ REIT จากนั้นก็ลบด้วยหนี้สินสุทธิ เราใช้ discount rate 5.8% โดยใช้สมมติฐาน cost of equity (COE) อ้างอิง: 1) risk free rate (RFR) ที่ 3.5%, 2) beta 0.6 เท่า, และ 3) equity risk premium (ERP) ที่ 6.5% เราอ้างอิงสมมติฐาน RFR ของเรากับผลตอบแทนพันธบัตรระยะยาวในอดีต; สมมติฐาน beta อิงกับ beta เฉลี่ยในอดีตของหุ้นกลุ่มเดียวกัน, และสมมติฐาน ERP อิงกับผลตอบแทนของ SET ในอดีตลบ RFR เราใช้สมมติฐานว่าไม่มี terminal value สำหรับที่ดินนิคมอุตสาหกรรม ณ ราคาปิดล่าสุด upside อยู่ในระดับที่น่าดึงดูดที่ 38% แนะนำ “ซื้อ”

Forecasts and valuation

Year to 31 Dec	Unit	2015	2016	2017F	2018F	2019F
Revenue	(Btmn)	11,437	17,821	9,626	11,728	13,021
EBITDA	(Btmn)	4,005	5,973	4,008	4,475	5,055
Core Profit	(Btmn)	1,837	2,898	3,061	3,602	4,162
Reported Profit	(Btmn)	1,954	2,898	3,061	3,602	4,162
EPS	(Bt)	0.13	0.20	0.21	0.25	0.29
DPS	(Bt)	0.00	0.15	0.09	0.10	0.14
P/E	(x)	25.9	16.4	15.5	13.2	11.4
EPS growth	(%)	26.3	57.8	5.6	17.7	15.5
P/BV	(x)	2.2	2.2	1.6	1.5	1.4
ROE	(%)	14.9	13.3	11.9	11.8	12.7
Dividend yield	(%)	0.0	4.6	2.6	3.0	4.3
EV/EBITDA	(x)	22.8	14.2	20.8	18.5	16.2

Source: SCBS Investment Research

Financial statement

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	2015	2016	2017F	2018F	2019F
Total revenue	11,437	17,821	9,626	11,728	13,021
Cost of goods sold	7,431	11,415	5,322	7,085	7,852
Gross profit	4,006	6,406	4,304	4,643	5,169
SG&A	1,133	1,495	1,458	1,440	1,507
Other income	510	498	558	633	725
Interest expense	2,284	2,432	1,583	1,414	1,440
Pre-tax profit	1,099	2,977	1,820	2,422	2,947
Corporate tax	87	813	182	242	295
Equity a/c profits	1,038	1,006	1,997	2,024	2,176
Minority interests	(213)	(272)	(574)	(602)	(667)
Core profit	1,837	2,898	3,061	3,602	4,162
Extra-ordinary items	117	0	0	0	0
Net Profit	1,954	2,898	3,061	3,602	4,162
EBITDA	4,005	5,973	4,008	4,475	5,055
Core EPS	0.13	0.20	0.21	0.25	0.29
Net EPS	0.14	0.20	0.21	0.25	0.29
DPS	0.00	0.15	0.09	0.10	0.14

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17
Total revenue	1,053	1,300	13,205	618	2,215
Cost of goods sold	(611)	(498)	(9,096)	(296)	(1,051)
Gross profit	442	802	4,109	322	1,164
SG&A	100	44	511	197	317
Other income	115	108	171	137	158
Interest expense	617	628	577	453	419
Pre-tax profit	(160)	238	3,193	(191)	586
Corporate tax	(17)	12	826	(25)	67
Equity a/c profits	491	208	(143)	258	686
Minority interests	(15)	(38)	(177)	(11)	(233)
Core profit	334	396	2,048	81	972
Extra-ordinary items	0	0	0	0	0
Net Profit	334	396	2,048	81	972
EBITDA	0	0	215	199	136
Core EPS (Bt)	0.02	0.03	0.14	0.01	0.07
Net EPS (Bt)	0.02	0.03	0.14	0.01	0.07

Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	2015	2016	2017F	2018F	2019F
Total current assets	26,233	22,059	20,671	21,017	22,090
Total fixed assets	52,834	52,724	56,097	57,053	57,884
Total assets	79,066	74,783	76,768	78,070	79,975
Total loans	47,688	41,995	37,004	36,144	35,551
Total current liabilities	20,902	15,414	14,964	19,797	23,204
Total long-term liabilities	36,505	37,408	32,348	26,655	22,655
Total liabilities	57,407	52,821	47,312	46,452	45,859
Paid-up capital	1,432	1,432	1,432	1,432	1,432
Total equity	21,659	21,962	29,456	31,618	34,116
BVPS (Bt)	1.5	1.5	2.1	2.2	2.4

Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17
Total current assets	26,731	27,765	22,059	21,924	22,413
Total fixed assets	52,170	52,754	52,724	51,704	52,151
Total assets	78,902	80,519	74,783	73,628	74,564
Total Loans	48,695	50,927	41,995	40,663	37,482
Total current liabilities	0	0	1,599	1,945	2,906
Total long-term liabilities	59,131	60,687	51,223	49,647	45,074
Total liabilities	59,131	60,687	52,821	51,592	47,979
Paid-up capital	1,432	1,432	1,432	1,432	1,432
Total equity	19,771	19,833	21,962	22,036	26,585
BVPS (Bt)	1.38	1.38	1.53	1.54	1.86

Cash Flow Statement (Btmn)

FY December 31	2015	2016	2017F	2018F	2019F
Core Profit	1,924	2,254	3,243	3,844	4,456
Depre. and amortization	505	564	605	639	668
Operating cash flow	4,510	(1,581)	737	1,498	1,914
Investing cash flow	(33,584)	10,168	(1,812)	813	469
Financing cash flow	31,266	(8,491)	(559)	(2,300)	(2,257)
Net cash flow	2,191	95	(1,634)	11	126

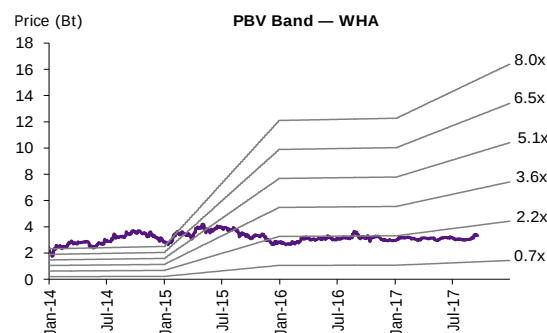
Main Assumptions

	2015	2016	2017F	2018F	2019F
Land sales (Rai)	1,043	835	1,400	1,400	1,800
Revenue from rent (Btmn)	2,971	2,261	1,832	2,004	2,253
Revenue from property sales (Btmn)	n.a.	14,163	6,241	7,998	8,820
Revenue from water (Btmn)	n.a.	17,821	9,626	11,728	13,021
GP for rent (%)	54.3	54.3	54.3	54.3	54.3
GP for property sales (%)	n.a.	31.7	45.0	37.8	37.7

Key Financial Ratios

	2015	2016	2017F	2018F	2019F
Gross margin	35.0	35.9	44.7	39.6	39.7
Operating margin	25.1	27.6	29.6	27.3	28.1
EBITDA margin	35.0	33.5	41.6	38.2	38.8
EBIT margin	29.6	30.4	35.4	32.7	33.7
Net profit margin	17.1	16.3	31.8	30.7	32.0
ROE	14.9	13.3	11.9	11.8	12.7
ROA	3.9	3.8	4.0	4.7	5.3
D/E	2.7	2.4	1.6	1.5	1.3
Interest cover	1.8	2.5	2.5	3.2	3.5
Payout Ratio	0.0	75.9	40.0	40.0	49.6

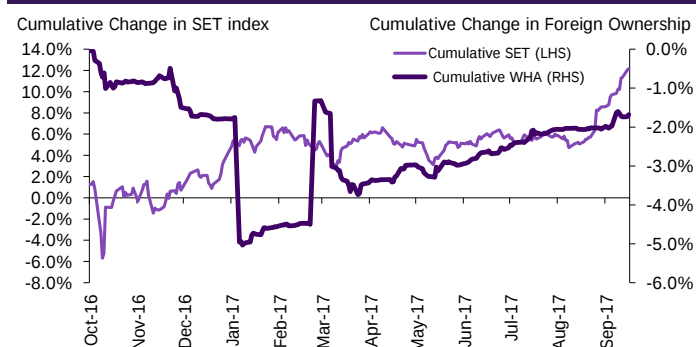
PBV Band Chart



12-Month Cumulative directors trade

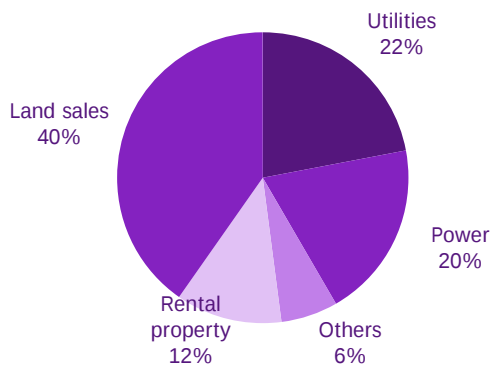
NA

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



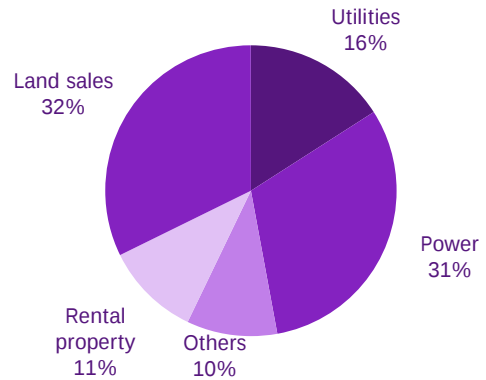
Source: SET, SCBS Investment Research

Figure 1: Revenue profit breakdown (1H17 = Bt4.8bn)



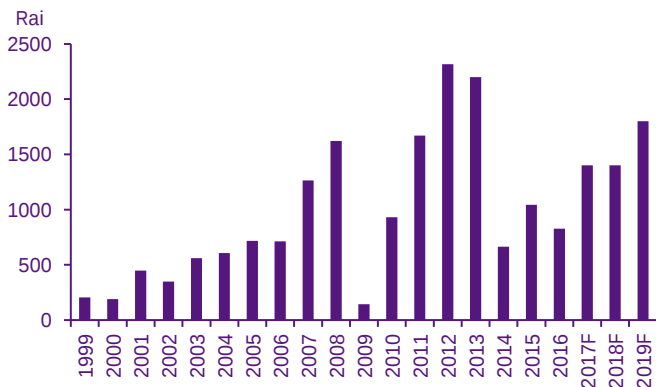
Source: WHA

Figure 2: Gross profit breakdown (1H17 = Bt3bn)



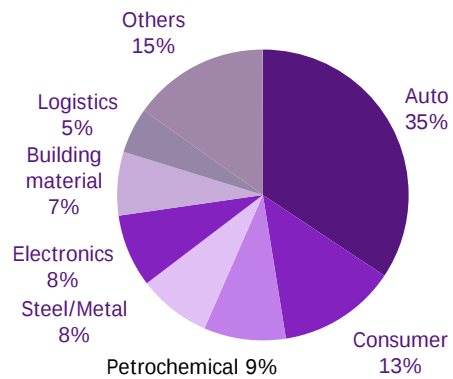
Source: WHA

Figure 3: Land sales



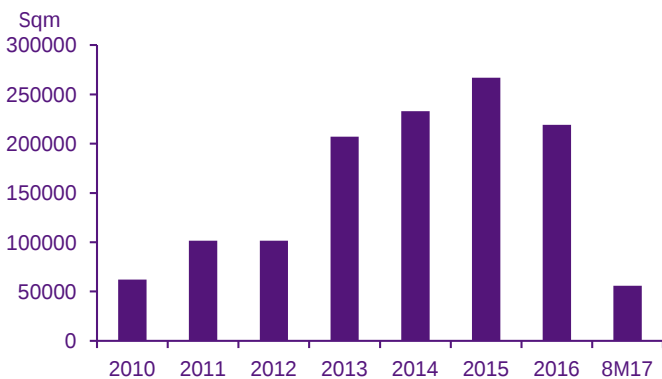
Source: WHA, SCBS Investment Research

Figure 4: Industrial estate customer breakdown



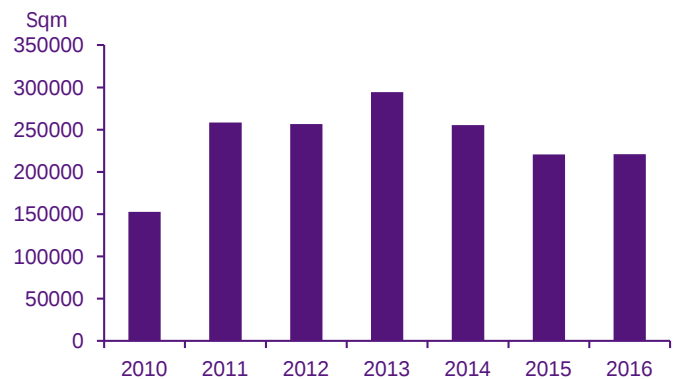
Source: WHA, SCBS Investment Research

Figure 5: Logistics property: Pre-lease



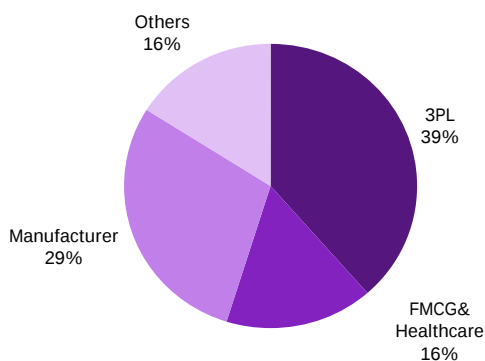
Source: WHA

Figure 6: Logistics property: Leased area



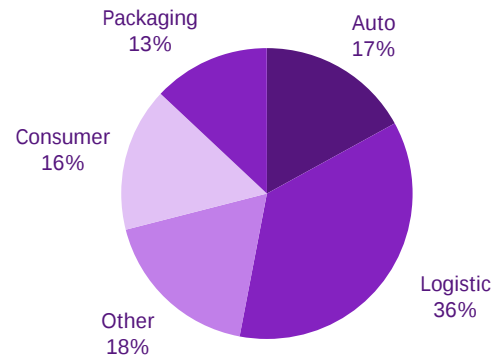
Source: WHA

Figure 7: Logistics property: Customer breakdown



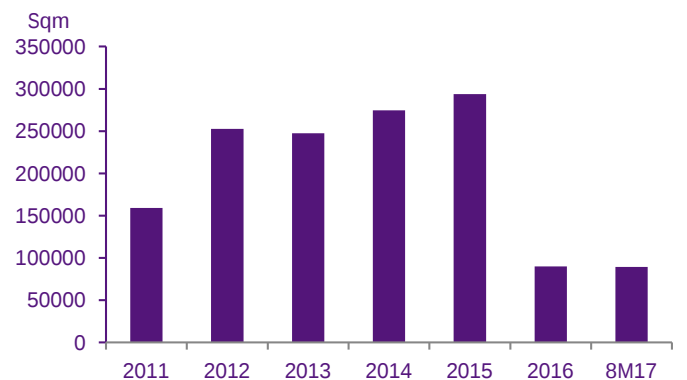
Source: WHA

Figure 8: Industrial property: Customer breakdown



Source: WHA

Figure 9: Industrial property: Leased area



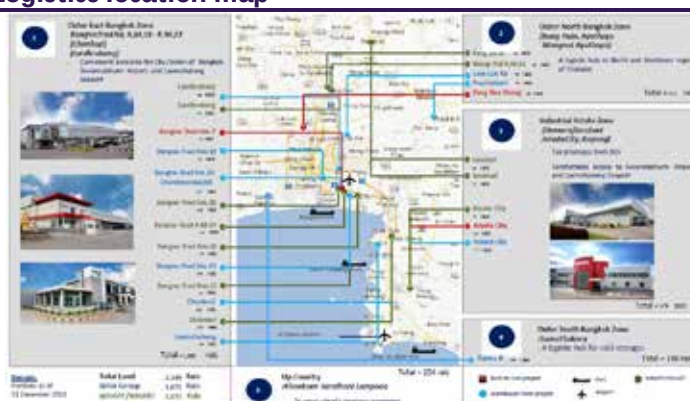
Source: WHA

Figure 10: SOTP valuation

	Method	Value (Btmn)	Bt/Sh
Industrial land	NAV	15,484	1.1
Industrial and logistic property	DCF	54,078	3.8
Core EV		69,562	4.9
Less: Net debt		(29,135)	(2.0)
Net core EV		40,427	2.8
WHAUP	DCF	18,911	1.3
REIT	MV	4,833	0.3
Total equity value		64,172	4.5

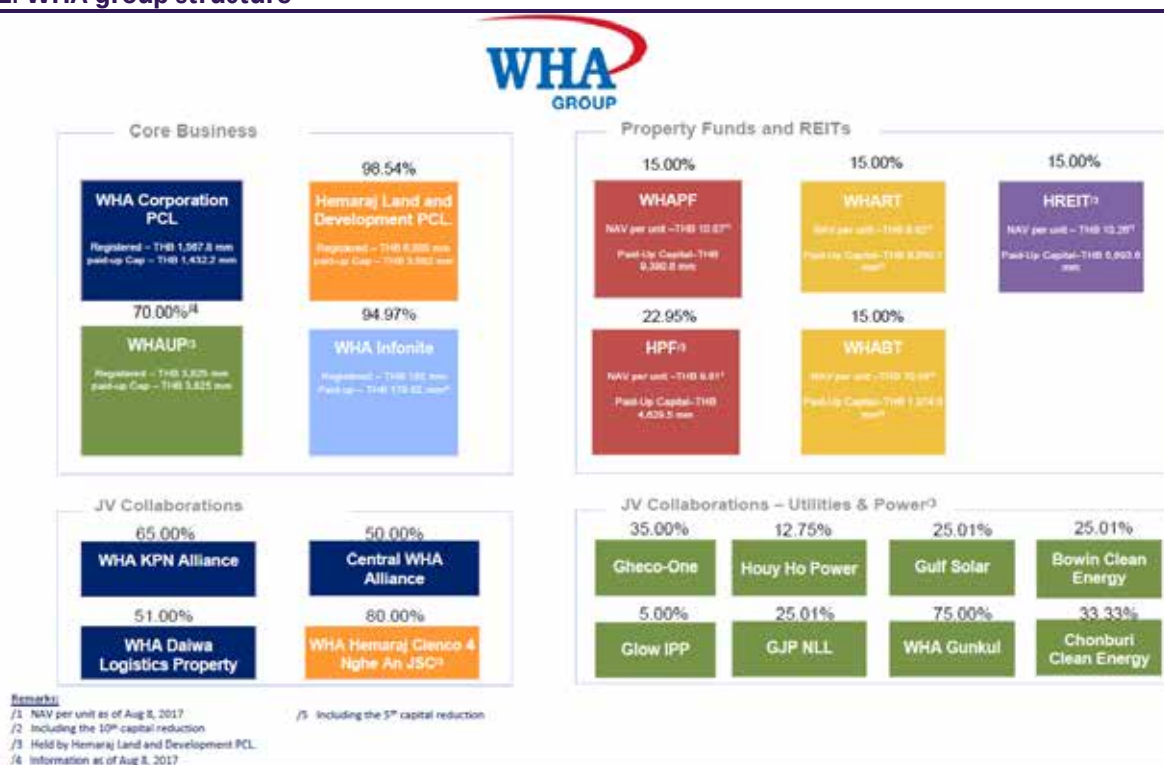
Source: SCBS Investment Research

Figure 11: Logistics location map



Source: WHA

Figure 12: WHA group structure



Source: WHA

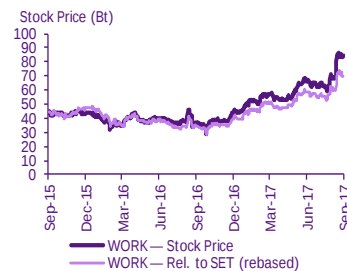
ข้อ

Stock Data

Last close (Sep 18) (Bt)	84.00
12-m target price (Bt)	110.00
Upside (Downside) to TP (%)	30.95
Mkt cap (Btbn)	35.38
Mkt cap (US\$mn)	1,069

Bloomberg code	WORK TB
Reuters code	WORK.BK
Risk rating	M
Mkt cap (%) SET	0.21
Sector % SET	1.50
Shares issued (mn)	421
Par value (Bt)	1.00
12-m high / low (Bt)	87.8 / 27.8
Avg. daily 6m (US\$mn)	4.48
Foreign limit / actual (%)	49 / 12
Free float (%)	34.0
Dividend policy (%)	≥ 70

Price Performance



Source: SET, SCBS Investment Research

Share performance

	1M	3M	12M
Absolute	17.6	14.0	66.1
Relative to SET	14.7	10.2	58.2

Source: SET, SCBS Investment Research

ปฏิภาณ นาววัฒน

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

อัตราค่าโฆษณายังปรับขึ้นได้อีกมาก

แม้ราคาหุ้น WORK ปรับตัวขึ้นมามากแล้วในช่วง 1 ปีที่ผ่านมา แต่เรามองว่าราคาหุ้นยังมีโอกาสปรับขึ้นได้อีก โดยได้รับปัจจัยหนุนจากความสำเร็จในการขึ้นอัตราค่าโฆษณาสู่ระดับที่ทำสถิติสูงสุดที่ 80,000 บาท/นาทีในไตรมาส 3/60 และยังมีแนวโน้มที่จะปรับขึ้นได้อย่างต่อเนื่อง เพราะต้นทุนโฆษณาต่อเรตติ้ง (CPRP) ของ WORK ต่ำกว่า BEC อยู่ถึง 50% และต่ำกว่าช่อง 7 อยู่ 34% CPRP ระดับต่ำจะเปิดโอกาสให้ WORK ทอยปรับขึ้นอัตราค่าโฆษณาได้อย่างต่อเนื่องในระยะ 2-3 ปีข้างหน้าจนกระทั่งอัตราค่าโฆษณาขึ้นไปถึง 100,000 บาท/นาทีในปี 2563 ด้วยกำไรที่คาดว่าจะเติบโตที่ CAGR 108% ในปี 2560-62 ทำให้เรามองว่า WORK ไม่แพง โดยซื้อขายที่ PE ปี 2560 ระดับ 20 เท่า และจะปรับตัวลดลง แนะนำ “ซื้อ”

อัตราค่าโฆษณาปรับขึ้นอย่างต่อเนื่อง นับตั้งแต่เริ่มออกอากาศในปี 2557 WORK สามารถขึ้นอัตราค่าโฆษณาของบริษัทได้อย่างต่อเนื่องตาม TVR ที่แข็งแกร่งและสูงขึ้น บริษัทเริ่มต้นออกอากาศด้วยอัตราค่าโฆษณาเพียง 12,000 บาท/นาทีในปี 2557 ด้วย TVR 0.4% และปี 2558 ก็ปรับอัตราค่าโฆษณาเพิ่มขึ้นเกือบ 162% สู่ 35,000 บาท/นาที ด้วย TVR 0.86% ต่อจากนั้นก็ปรับอัตราค่าโฆษณาขึ้นอีก 51% สู่ 53,000 บาท/นาทีในปี 2559 ด้วย TVR 1.12% และในช่วงครึ่งแรกปี 60 อัตราค่าโฆษณาก็ปรับขึ้นสู่ 69,000 บาท/นาที และเรคาดาวว่า จะปรับขึ้นได้อีกในช่วงครึ่งหลังปี 60 สู่ 81,000 บาท/นาที ปัจจัยที่ช่วยสนับสนุนให้อัตราค่าโฆษณาเติบโต คือ TVR ที่ปรับตัวดีขึ้นอย่างมากสำหรับรายการช่วงไพรม์ไทม์ บริษัทออกอากาศรายการ “big format” ในช่วงไพรม์ไทม์ทุกวัน และเห็นผลที่ดี: The Mask Singer ได้รับความนิยมสูงมาก และตอนนี้ก็มีรายการใหม่เข้ามาเพิ่มอย่าง The X-Factor (Thailand) และ Let Me In #3 ประเมินการของเราใช้สมมติฐานอัตราค่าโฆษณา 83,000 บาท/นาทีในปี 2561 เทียบกับ 76,000 บาท/นาทีในปี 2560 ต่อจากนั้นจะเพิ่มขึ้นสู่ 91,000 บาท/นาทีในปี 2562 และ 100,000 บาท/นาทีในปี 2563 โดยได้รับปัจจัยหนุนจาก TVR ที่สูงขึ้น

CPRP ยังต่ำกว่าคู่แข่งอย่าง BEC เปิดโอกาสให้ขึ้นอัตราค่าโฆษณาได้อีก แม้อัตราค่าโฆษณาปรับขึ้นอย่างรวดเร็วตั้งแต่ต้นปี 2557 แต่อัตราค่าโฆษณาของ WORK ยังถูกกว่าช่อง 7 และ BEC 18-hour TVR ในเดือนกรกฎาคมของ WORK อยู่ที่ 1.5% สูงที่สุดนับตั้งแต่ออกอากาศ (เพิ่มขึ้นจาก 1.13% ในปี 2559) เข้าใกล้ช่อง 7 และ BEC ทั้งนี้ CPRP ของ WORK เพิ่มขึ้นจาก 20,000 บาท/นาทีในปี 2558 สู่ 24,000 บาท/นาทีในปี 2559 และ 25,000 บาท/นาทีในช่วงครึ่งหลังปี 60 แตกต่างจากคู่แข่งอย่าง BEC อยู่ที่ 50% (จาก 70% ในปี 2558) และต่ำกว่าช่อง 7 อยู่ 34% (จาก 45% ในปี 2558) ซึ่งหมายความว่า WORK จะสามารถขึ้นอัตราค่าโฆษณาได้อย่างต่อเนื่องอย่างน้อยในระยะ 2-3 ปีข้างหน้า เมื่อใช้สมมติฐานว่า WORK สามารถรักษา TVR ที่ 1.5% เอาไว้ได้เพื่อให้ CPRP เท่ากับ BEC หมายความว่าอัตราค่าโฆษณาของ WORK จะอยู่ที่ 100,000 บาท/นาที ซึ่งเรคาดาวว่า จะเกิดขึ้นในปี 2563

ถ้าเราจะเติบโตอย่างโดดเด่น เรคาดาวว่ากำไรของ WORK จะเติบโตอย่างโดดเด่นในระยะ 3 ปีข้างหน้า โดยได้รับปัจจัยหนุนจากการขึ้นอัตราค่าโฆษณาอย่างต่อเนื่อง เรคาดาวว่ากำไรจะทำสถิติสูงสุดที่ 1.2 พันล้านบาทในปี 2560 ต่อจากนั้นก็จะเติบโตที่ CAGR 21% ในปี 2561-62 ประเมินการกำไรของเรา ยังคงสูงกว่าประมาณการของตลาด เนื่องจากเรามีมุมมองเชิงบวกมากกว่าตลาดต่อความสามารถของ WORK ในการปรับอัตราค่าโฆษณาให้ขึ้นมาอยู่ในระดับเดียวกับผู้ประกอบการรายใหญ่กว่า เราใช้สมมติฐานว่าอัตราค่าโฆษณาจะปรับเพิ่มขึ้นสู่ 100,000 บาท/นาทีในปี 2563 ซึ่งหากบริษัทสามารถทำได้เร็วกว่านี้ก็จะเพิ่ม upside ให้กับประมาณการกำไรของเรา

แนะนำ “ซื้อ” ด้วยปรับราคาเป้าหมายอ้างอิงวิธี DCF ที่ 110 บาท แม้ราคาหุ้น WORK ปรับขึ้นมามากในระยะหลังนี้ แต่เรามองว่าราคาหุ้นยังมีโอกาสปรับขึ้นได้อีก ปัจจุบันหุ้น WORK ซื้อขายที่ PE ปี 2560 ระดับ 20 เท่า และกำไรมีแนวโน้มเติบโตโดดเด่นที่ CAGR 17.8% ในปี 2560-61 ทำให้เรามองว่า WORK เป็นหุ้นที่ไม่แพง ปัจจัยกระตุ้นราคาหุ้นจะมาจากการปรับประมาณการกำไรของนักวิเคราะห์ในตลาดเพิ่มขึ้น

Forecasts and valuation

Year to 31 Dec	Unit	2015	2016	2017F	2018F	2019F
Revenue	(Btmn)	2,434	2,634	4,034	4,498	4,939
EBITDA	(Btmn)	800	847	2,090	2,449	2,780
Core profit	(Btmn)	150	199	1,224	1,531	1,795
Reported profit	(Btmn)	150	199	1,224	1,531	1,795
Core EPS	(Bt)	0.39	0.45	2.78	3.48	4.08
DPS	(Bt)	0.21	0.27	1.38	1.76	2.06
P/E, core	(x)	217.8	186.2	30.2	24.2	20.6
EPS growth, core	(%)	n.m.	17.0	516.0	25.1	17.2
P/BV, core	(x)	12.5	12.0	7.3	5.9	4.8
ROE	(%)	6.7	6.9	30.5	27.0	25.8
Dividend yield	(%)	0.2	0.3	1.6	2.1	2.4
EV/EBITDA	(x)	43.9	42.2	17.7	15.0	13.2

Source: SCBS Investment Research

Financial statement

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	2015	2016	2017F	2018F	2019F
Total revenue	2,434	2,634	4,034	4,498	4,939
Cost of goods sold	(1,376)	(1,496)	(1,679)	(1,772)	(1,851)
Gross profit	1,058	1,137	2,354	2,726	3,088
SG&A	(764)	(822)	(822)	(863)	(924)
Other income	20	51	40	41	41
Interest expense	(132)	(113)	(110)	(110)	(110)
Pre-tax profit	182	253	1,462	1,794	2,095
Corporate tax	(45)	(52)	(236)	(260)	(299)
Equity a/c profits	14	2	2	2	3
Minority interests	(1)	(4)	(4)	(4)	(4)
Core profit	150	199	1,224	1,531	1,795
Extra-ordinary items	0	0	0	0	0
Net Profit	150	199	1,224	1,531	1,795
EBITDA	800	847	2,090	2,449	2,780
Core EPS (Bt)	0.39	0.45	2.78	3.48	4.00
Net EPS (Bt)	0.39	0.45	2.78	3.48	4.00
DPS (Bt)	0.21	0.27	1.38	1.76	0.00

Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	2015	2016	2017F	2018F	2019F
Total current assets	1,572	1,780	4,003	6,200	6,200
Total fixed assets	4,042	3,643	9,668	10,059	10,062
Total assets	5,614	5,422	13,671	16,259	16,262
Total loans	109	816	3,088	4,289	4,289
Total current liabilities	542	957	660	686	686
Total long-term liabilities	1,651	1,479	4	5	6
Total liabilities	2,786	2,436	8,571	9,903	9,903
Paid-up capital	417	417	436	445	445
Total equity	2,808	2,987	5,035	6,286	6,286
BVPS (Bt)	6.32	7.14	11.55	14.14	13.86

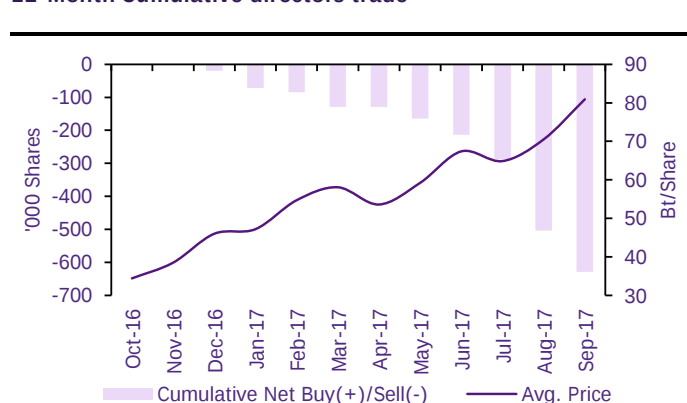
Cash Flow Statement (Btmn)

FY December 31	2015	2016	2017F	2018F	2019F
Core Profit	150	199	1,224	1,531	1,795
Depreciation and amortization	506	532	558	586	615
Operating cash flow	321	709	1,570	2,081	2,415
Investing cash flow	(1,326)	(827)	(2,227)	(933)	(463)
Financing cash flow	1,319	974	1,433	922	922
Net cash flow	314	856	775	2,071	2,875

Key Financial Ratios

	2015	2016	2017F	2018F	2015F
Gross margin(%)	43.5	43.2	58.4	60.6	62.5
Operating margin(%)	12.1	12.0	38.0	41.4	43.8
EBITDA margin(%)	32.9	32.2	51.8	54.4	56.3
EBIT margin(%)	12.1	12.0	38.0	41.4	43.8
Net profit margin(%)	6.2	7.5	30.3	34.0	36.3
ROE (%)	4.2	4.0	17.8	16.3	16.9
ROA (%)	2.3	2.3	10.4	10.2	11.0
Net D/E (x)	0.4	0.5	0.6	0.7	0.7
Interest coverage (x)	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
Debt service coverage (x)	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
Payout Ratio (%)	53.7	59.9	49.5	50.5	50.5

12-Month Cumulative directors trade



Source: SEC

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17
Total revenue	802	776	1,055	806	1,114
Cost of goods sold	(409)	(430)	(657)	(393)	(448)
Gross profit	392	347	398	413	666
SG&A	(197)	(201)	(244)	(160)	(200)
Other income	3	25	23	1	26
Interest expense	(30)	(28)	(54)	(26)	(23)
Pre-tax profit	168	142	(57)	236	463
Corporate tax	(34)	(27)	9	(61)	(89)
Equity a/c profits	(1)	1	1	2	(5)
Minority interests	0	(8)	3	3	(1)
Core profit	134	108	(43)	173	373
Extra-ordinary items	0	0	0	-	-
Net Profit	134	108	(43)	173	373
EBITDA	280	262	305	337	667
Core EPS (Bt)	0.32	0.26	(0.10)	0.41	0.89
Net EPS (Bt)	0.32	0.26	(0.10)	0.41	0.89

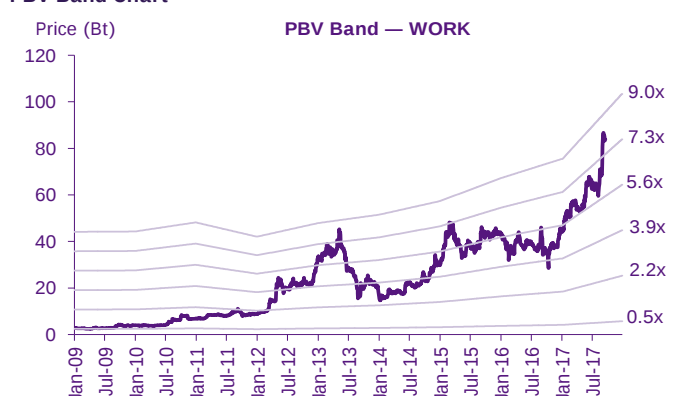
Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17
Total current assets	1,657	1,778	1,780	1,984	1,657
Total fixed assets	3,845	3,769	3,643	3,639	3,845
Total assets	5,503	5,547	5,422	5,623	5,503
Total loans	839	797	816	550	839
Total current liabilities	1,184	1,153	957	1,126	1,184
Total long-term liabilities	1,412	1,359	1,479	1,251	1,412
Total liabilities	2,595	2,512	2,436	2,377	2,595
Paid-up capital	417	417	417	419	417
Total equity	2,907	3,034	2,987	3,246	2,907
BVPS (Bt)	6.60	7.27	7.14	7.74	6.60

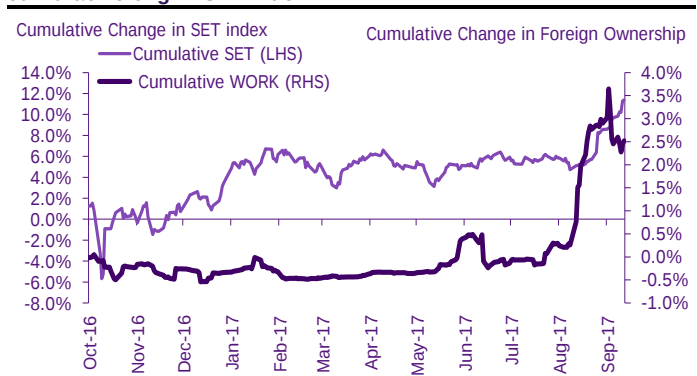
Main Assumptions

	2015	2016	2017F	2018F	2019F
Revenue breakdown (%)					
TV ad revenue	86.8	80.4	85.7	87.2	89.0
Printing and production revenue	1.0	1.5	1.1	1.0	1.2
Movie revenue	1.2	1.1	0.7	0.7	0.6

PBV Band Chart

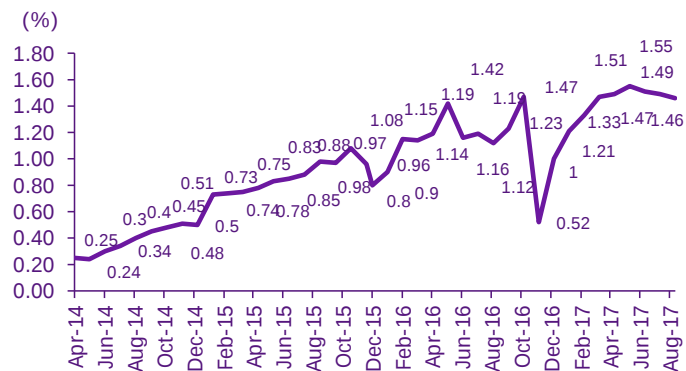


12 Month cumulative chg in foreign ownership versus cumulative chg in SET index



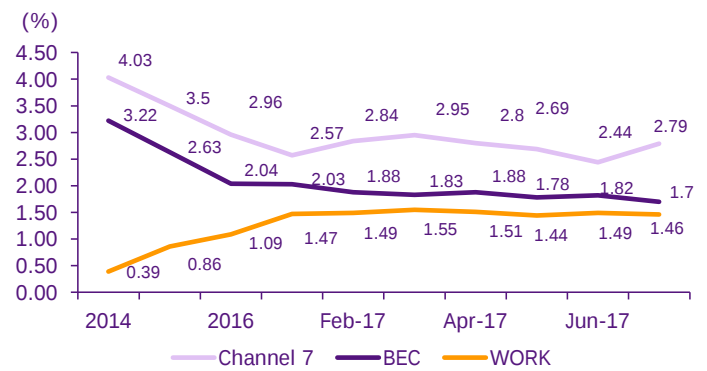
Source: SET, SCBS Investment Research

Figure 1: TVR nationwide is on rise



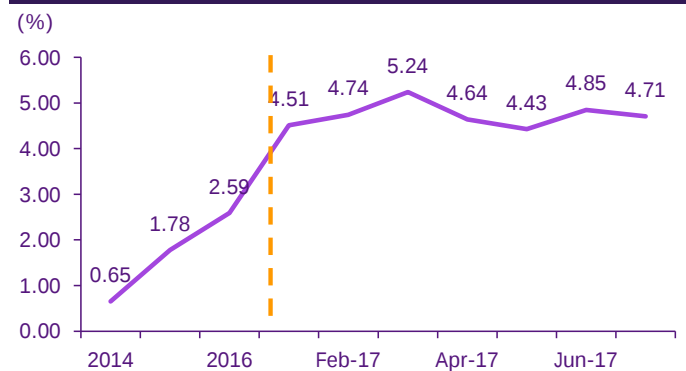
Company and SCBS Investment Research

Figure 2: Gap on TVR is close to big rivals



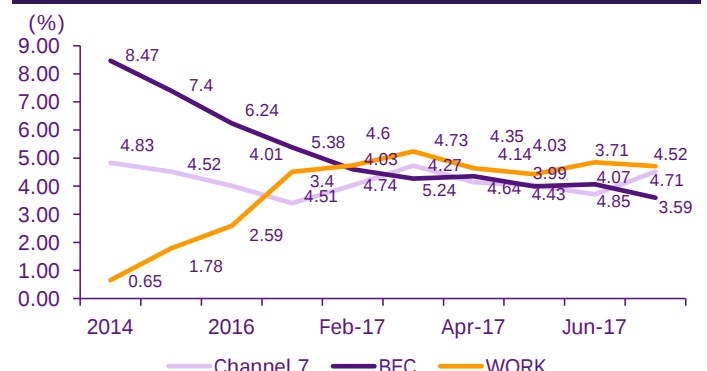
Company and SCBS Investment Research

Figure 3: TVR in primetime explosively increase in 2017



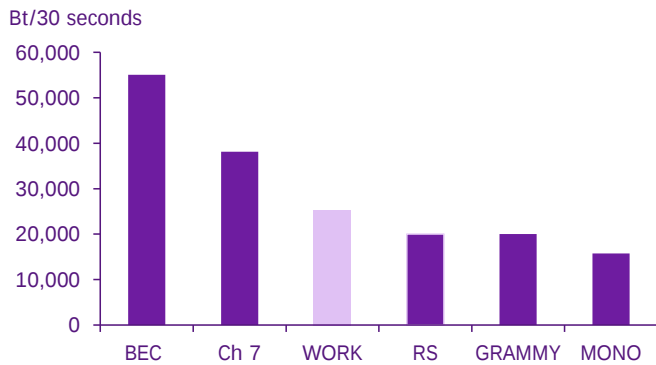
Source: Company and SCBS Investment Research

Figure 4: WORK is becoming number #1 in primetime



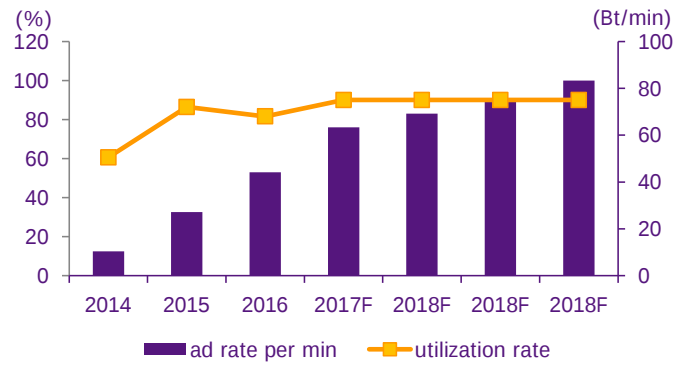
Source: Company and SCBS Investment Research

Figure 5: Still far below its major peer on CPRP



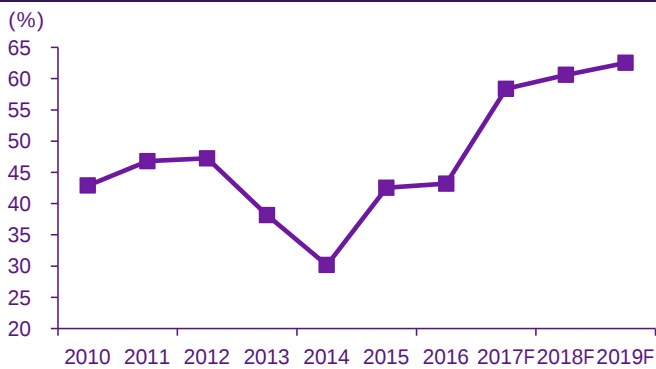
Source: Nielsen and SCBS Investment Research

Figure 6: Expect series of ad rate hike



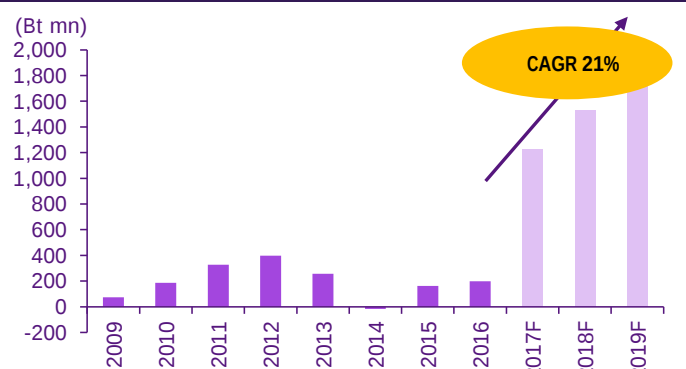
Source: Nielsen and SCBS Investment Research

Figure 7: Gross margin is expanding



Source: Company and SCBS Investment Research

Figure 8: Still offer high earnings growth in 2017-19



Source: Company and SCBS Investment Research

ทำไมมีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้น

รวีบุษ ปิยะกรียงไกร

นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1002

raweenuch.piyakriengkai@scb.co.th

- หลังจากราคาหุ้นกลุ่มยานยนต์ปรับตัวขึ้นแรงตั้งแต่ต้นปีนี้ สถานการณ์ในไตรมาส 3/60 ถึงปัจจุบันค่อนข้างเจียบ และหุ้นกลุ่มยานยนต์ก็ปรับตัว underperform ตลาด: PCSGH -5%, AH -5%, STANLY -4%, และ SAT -3% เทียบกับ SET ที่ +6%
- เราเชื่อว่าสถานการณ์ดังกล่าวสะท้อนถึงความกังวลเกี่ยวกับอัตราภาษีสรรพสามิตใหม่ แต่โดยสรุปแล้วจะมีผลกระทบน้อยมากต่อราคาขายในประเทศ
- เรายังคงมุมมองเชิงบวกว่ากำไรของหุ้นกลุ่มยานยนต์ไทยจะฟื้นตัวดีขึ้นสู่ระดับที่สูงกว่ากำไรที่สูงมากเป็นพิเศษในปี 2555-56 SAT เป็น top pick ของเรา

ไม่ได้รับผลกระทบจากอัตราภาษีสรรพสามิตใหม่ ในช่วง 7 เดือนแรกปี 60 ยอดขายรถยนต์ในประเทศไทยอยู่ที่ 475,000 คัน (43% ของยอดผลิตรถยนต์) เพิ่มขึ้น 10% YoY โดยแบ่งเป็นยอดขายรถยนต์เพื่อการพาณิชย์ (57% ของยอดขายรถยนต์ในประเทศ) ที่ +5% YoY และยอดขายรถยนต์นั่งส่วนบุคคล (43%) ที่ +18% YoY ความกังวลในตลาดรถยนต์ในประเทศที่เกิดขึ้นเมื่อไม่นานนี้ คือ ผลกระทบต่อความต้องการซื้อรถยนต์ หลังจากโครงสร้างภาษีสรรพสามิตใหม่มีผลบังคับใช้วันที่ 16 กันยายน 2560 ทั้งนี้ภายใต้โครงสร้างอัตราภาษีสรรพสามิตใหม่ ภาษีสรรพสามิตจะอิงกับราคาขายปลีกแนะนำ แทนราคาหน้าโรงงานและราคารวมตัวสินค้า ค่าระวางเรือขนส่งสินค้า และค่าประกันภัย (CIF) เพื่อให้เกิดความเท่าเทียมกันระหว่างผู้ผลิตและผู้นำเข้า อย่างไรก็ตาม อัตราภาษีสรรพสามิตใหม่ลดลง (Figure 1) เนื่องจากฐานในการคำนวณสูงขึ้น โดยกรมสรรพสามิตยืนยันว่าโครงสร้างภาษีสรรพสามิตใหม่จะไม่เพิ่มภาระแก่ผู้ประกอบการมากนัก การสำรวจของเราพบว่าผู้ผลิตรถยนต์คงราคาขายไว้ไม่เปลี่ยนแปลงเนื่องจากต้องการกระตุ้นความต้องการซื้อ

ยอดส่งออกรถยนต์ที่ลดลงจะกลับคืนสู่ภาวะปกติ ยอดส่งออกรถยนต์อยู่ในระดับต่ำที่ 626,000 คัน ในช่วง 7 เดือนแรกปี 60 (57% ของยอดผลิตรถยนต์) ลดลง 10% YoY หลักๆ เกิดจากตลาดตะวันออกกลางที่ปรับตัวแย่ลง (9% ของยอดส่งออกรถยนต์, -46% YoY) เพราะเศรษฐกิจชะลอตัวตามราคาน้ำมันที่ลดลง และส่งผลกระทบต่อความต้องการซื้อรถยนต์ อย่างไรก็ตาม เนื่องจากความต้องการซื้อรถยนต์เปลี่ยนแปลงตามวัฏจักรเศรษฐกิจ ดังนั้นเราเชื่อว่ายอดส่งออกรถยนต์ที่ปรับตัวลดลงในตลาดตะวันออกกลาง (รวมถึงการส่งออกของไทยไปยังภูมิภาคดังกล่าว) จะฟื้นตัวขึ้นเมื่อเศรษฐกิจของตะวันออกกลางปรับตัวดีขึ้น IMF คาดการณ์ว่าเศรษฐกิจในซาอุดีอาระเบียและสหรัฐอาหรับเอมิเรตส์ (ประเทศตะวันออกกลางที่เป็นผู้นำเข้ารถยนต์ไทยรายใหญ่) จะปรับตัวดีขึ้น โดยคาดว่า GDP ในปี 2561 จะขยายตัว +1.3% (จาก 0.4% ในปี 2560) และ +4.4% (จาก 1.5% ในปี 2560)

กำไรจะฟื้นตัวสู่ระดับที่สูงกว่ากำไรที่สูงมากเป็นพิเศษในปี 2555-56 ยอดผลิตรถยนต์ในประเทศไทยในช่วง 7 เดือนแรกปี 60 ปรับตัวลดลง 3% YoY ต่ำกว่าประมาณการทั้งปีของเราที่คาดว่าจะยอดผลิตรถยนต์จะเติบโต 6% YoY สู้อยู่ 2.1 ล้านคัน อย่างไรก็ตามกำไรในช่วงครึ่งแรกปี 60 แข็งแกร่ง เนื่องจากรายได้ที่ลดลงถูกชดเชยโดยอัตรากำไรที่แข็งแกร่งมากขึ้น เรายังคงมุมมองของเราว่ากำไรของหุ้นกลุ่มยานยนต์ไทยจะปรับตัวเพิ่มขึ้นสู่จุดสูงสุดใหม่หลังจากเริ่มเข้าสู่แนวโน้มขาขึ้นในปี 2555-56 โดยคาดว่ากำไรของ AH จะทำจุดสูงสุดใหม่ในปี 2560, SAT ในปี 2561, และ STANLY ในปีบัญชี 2562 (สิ้นสุดเดือนมีนาคม 2562) เรายังมองว่า PCSGH จะต้องใช้เวลาระยะหนึ่งก่อนที่กำไรจะทำลายสถิติเดิมในปี 2555 เนื่องจากปี 2555 เป็นปีที่มีคำสั่งซื้อส่งออกมากเป็นพิเศษ นอกเหนือจากประโยชน์ที่อุตสาหกรรมยานยนต์โดยรวมได้รับ

ชอบ SAT ในฐานะหุ้น laggard play ไตรมาส 3/60 ถึงปัจจุบันเป็นช่วงเวลาที่ดีขึ้นสำหรับหุ้นกลุ่มยานยนต์ไทย: PCSGH -5%, AH -5%, STANLY -4%, และ SAT -3% เทียบกับ SET ที่ +6% เพราะมีความกังวลเกี่ยวกับภาษีสรรพสามิตใหม่ แต่ปัจจุบันความกังวลดังกล่าวผ่อนคลายลงแล้ว top pick ของเรา คือ SAT เพราะกำไรมีแนวโน้มเติบโตอย่างแข็งแกร่งและราคาหุ้นยังปรับขึ้นน้อยกว่าหุ้นยานยนต์ตัวอื่นๆ: YTD SAT +10%, AH +55%, PCSGH +40%, และ STANLY +16%

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	24.80	29.0	21.1	14.7	9.3	7.4	73	58	25	1.3	1.1	1.0	9	13	14	2.7	4.2	5.3	8.4	8.4	6.5
PCSGH	Buy	7.00	8.2	20.9	28.3	18.8	16.0	(28)	50	18	2.2	2.1	2.1	8	12	13	1.7	3.7	4.4	10.5	8.2	6.8
SAT	Buy	16.20	24.0	52.7	11.4	8.8	7.5	(6)	29	18	1.2	1.1	1.0	11	13	14	3.7	4.5	5.3	5.0	4.1	3.3
STANLY	Neutral	218.00	250.0	17.3	13.4	11.5	10.3	22	16	12	1.3	1.2	1.1	10	10	11	2.3	2.6	2.9	5.1	4.3	3.5
Average					17.0	12.1	10.3	15	38	18	1.5	1.4	1.3	9	12	13	2.6	3.8	4.5	7.2	6.2	5.0

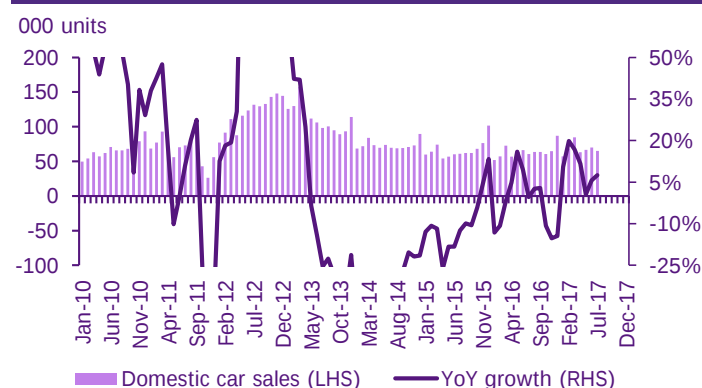
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: New excise tax rate effective on September 16, 2017

Type	Engine	CO2 emission	Previous excise tax rate			New excise tax rate		
			E0-20	E85/NGV	Hybrid	E0-20	E85/NGV	Hybrid
Passenger car	<3,000 cc	<100 g/km	-	-	10%	-	-	4%
		<150 g/km	30%	25%	20%	25%	20%	8%
		151-200 g/km	35%	30%	25%	30%	25%	10.5%
		>200 g/km	40%	35%	30%	35%	30%	13%
	>3,000 cc		50%	50%	50%	40%	40%	40%
Pick-up truck	<3,250 cc	<200 g/km	3% (5% for space cab)			2.5% (4% for space cab)		
		>200 g/km	5% (7% for space cab)			4% (6% for space cab)		
Pick-up truck (Double cab)	<3,250 cc	<200 g/km		12%			10%	
		>200 g/km		15%			13%	
PPV	<3,250 cc	<200 g/km		25%			20%	
		>200 g/km		30%			25%	
	>3,250 cc			50%			40%	
Eco-car		<100 g/km	14% (12% for E85)			12% (10% for E85)		
		>101-120 g/km		17%			14%	

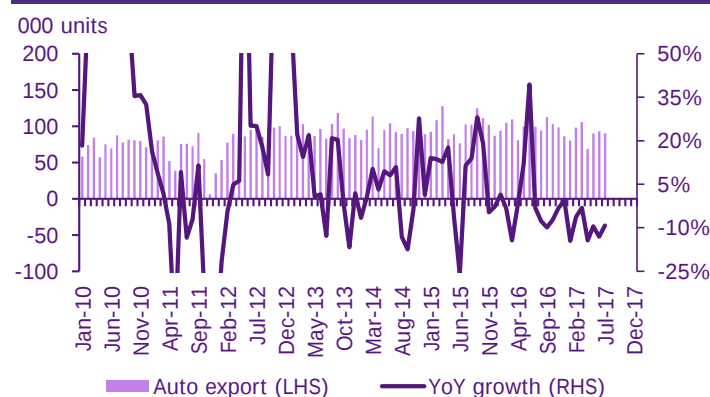
Source: The Excise Department and SCBS Investment Research

Figure 2: Domestic car sales



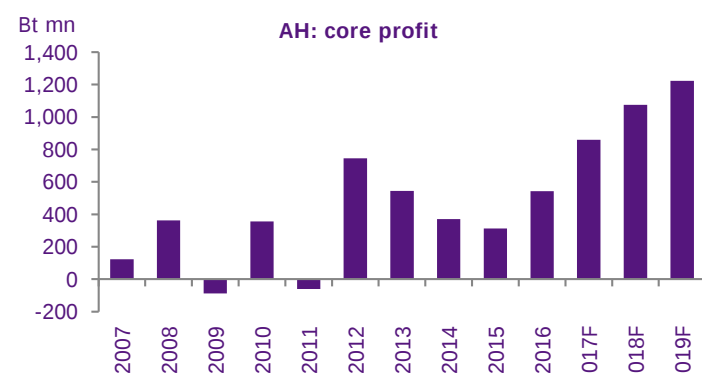
Source: Thailand Automotive Institute and SCBS Investment Research

Figure 3: Auto exports



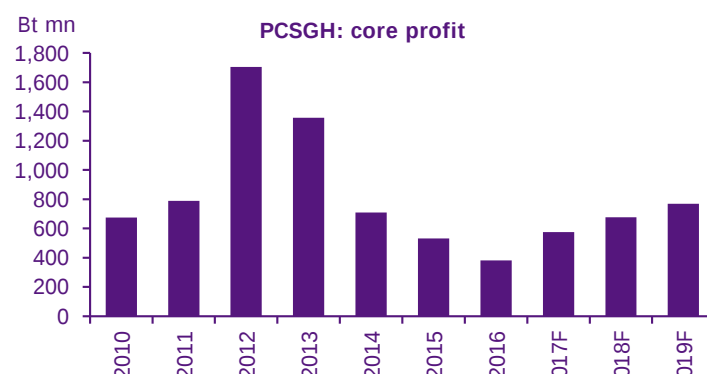
Source: Thailand Automotive Institute and SCBS Investment Research

Figure 4: AH: Core earnings trend



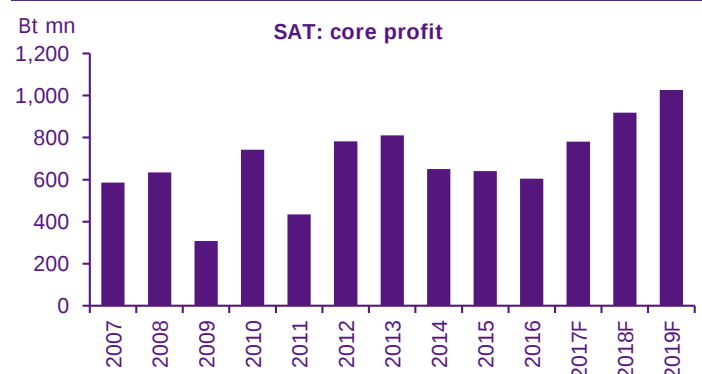
Source: SCBS Investment Research

Figure 5: PCSGH: Core earnings trend



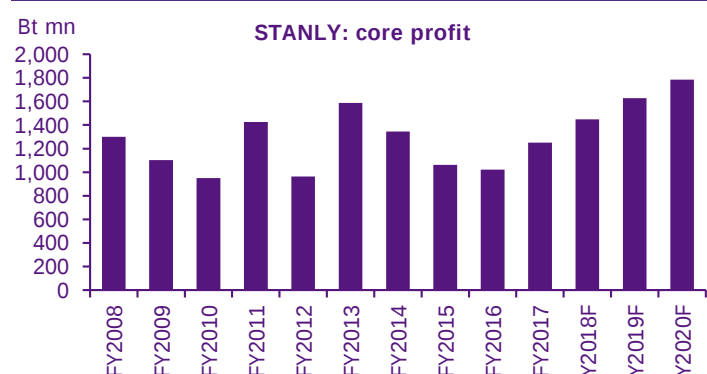
Source: SCBS Investment Research

Figure 6: SAT: Core earnings trend



Source: SCBS Investment Research

Figure 7: STALY: Core earnings trend



Source: SET and SCBS Investment Research

ร.วิบูลย์ ปิยะกรียงไกร

นักวิเคราะห์การลงทุนวิจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1002

raweenuch.piyakriengkai@scb.co.th

ได้รับประโยชน์จากฤดูกาลท่องเที่ยวที่สดใสมากขึ้น

- **สายการบิน:** เราเชื่อว่าผลประกอบการของกลุ่มสายการบินทำจุดต่ำสุดไปแล้วในไตรมาส 2/60 และคาดว่าผลประกอบการช่วงครึ่งหลังปี 60 จะได้รับปัจจัยหนุนจากแนวโน้มอุตสาหกรรมที่สดใสมากขึ้น ซึ่งรวมถึงช่วงไฮซีซั่นของการท่องเที่ยวไทยและการแข็งค่าของเงินบาท บวกกับฐานกำไรระดับต่ำในไตรมาส 4/59 AAV เป็นหุ้นที่เราชื่นชอบ
- **ท่าอากาศยาน:** ปัจจัยบวกระยะสั้นของ AOT คือ การประมูลพื้นที่เชิงพาณิชย์ใหม่ และช่วงไฮซีซั่นของการท่องเที่ยวไทย อย่างไรก็ตาม เรามองว่าปัจจัยบวกสะท้อนในราคาหุ้นไปค่อนข้างมากแล้ว ราคาหุ้น AOT ปรับตัวขึ้นมาแล้วถึง 53% ในช่วง 6 เดือนที่ผ่านมา และปัจจุบันซื้อขายที่ระดับ PE ปีบัญชี 60 ที่ 37 เท่า ซึ่งสูงกว่าค่าเฉลี่ยของหุ้นกลุ่มเดียวกันในตลาดภูมิภาคอยู่ราว 29%

ปัจจัยบวก: อุตสาหกรรมการท่องเที่ยวไทยเติบโตแบบเร่งตัวขึ้นและการแข็งค่าของเงินบาท การท่องเที่ยวแห่งประเทศไทย (ททท.) คาดว่าจะมีนักท่องเที่ยวต่างชาติเดินทางเข้ามาในประเทศไทยจำนวน 34.4 ล้านคนในปีนี้ ซึ่งหมายความว่าจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติจะเติบโตในอัตราเร่งตัวขึ้นที่ 7% YoY (เทียบกับ +4% YoY ในช่วง 8 เดือนแรกปี 60) อย่างไรก็ตาม เราคาดว่าเมื่อเชอร์ไพรส์จากจำนวนนักท่องเที่ยวที่เติบโต 17% YoY ในเดือนที่เหลือของปีจนถึงระดับที่เราคาดการณ์ไว้ที่ 35.5 ล้านคนในปี 2560 โดยเกิดจากฐานต่ำในไตรมาส 4/59 (นักท่องเที่ยวจีนลดลงหลังรัฐบาลออกมาตรการปราบปรามเอเยนต์ทัวร์ศูนย์เหรียญ ประกอบกับเป็นช่วงเวลาแห่งการไว้อาลัยของประเทศไทย) บวกกับการฟื้นตัวของตลาดจีน จำนวนนักท่องเที่ยวจากจีนกลับมามีอัตราการเติบโตเป็นบวกในเดือนพฤษภาคม และเราคาดว่าโมเมนตัมจะแข็งแกร่งมากขึ้นอย่างต่อเนื่อง โดยได้รับปัจจัยกระตุ้นจากวันหยุดยาว golden week ของจีน (1-8 ตุลาคม) และจำนวนนักท่องเที่ยวจีนที่จะเข้ามาในประเทศไทยเพิ่มมากขึ้นหลังจากจีนมีคำสั่งห้ามบริษัทตัวแทนท่องเที่ยวขายแพ็คเกจทัวร์ไปเกาหลีตั้งแต่เดือนมีนาคม เนื่องจากต้นทุนส่วนใหญ่ของสายการบินอยู่ในสกุลดอลลาร์สหรัฐ ดังนั้นสายการบินเหล่านี้จะได้รับประโยชน์จากการแข็งค่าของเงินบาท: อัตราแลกเปลี่ยนบาท/ดอลลาร์สหรัฐเฉลี่ยในไตรมาส 3/60 ถึงปัจจุบันอยู่ที่ 33.4 บาท (-4% YoY และ -3% QoQ)

ความคืบหน้าประเด็น ICAO สำนักงานการบินพลเรือนแห่งประเทศไทย (กพท.) ออกใบรับรองผู้ดำเนินการเดินอากาศใหม่ (AOC) ให้แก่สายการบินสัญชาติไทย 9 ราย: สายการบินบางกอกแอร์เวย์ส (BA), ไทยแอร์เอเชีย (AAV), การบินไทย และไทยสมายล์ (THAI), Thai AirAsia X, NokScoot และนกแอร์ (NOK), ไทยไลอ้อนแอร์, และสายการบินสมายด์ (นิวเจน) องค์การการบินพลเรือนระหว่างประเทศ (ICAO) จะเข้ามาตรวจสอบมาตรฐานการบินของไทยในวันที่ 20-27 กันยายน และจะประกาศผลอย่างเป็นทางการในอีก 1 เดือนต่อมา หลักฐานที่แสดงให้เห็นถึงมาตรฐานความปลอดภัยที่ดีขึ้นจะช่วยสนับสนุนให้ ICAO ปลดธงแดง (หลังจากปักธงแดงมาตั้งแต่เดือนมิถุนายน 2558) สายการบินสัญชาติไทย 12 รายที่ยังไม่ได้ AOC ใหม่จาก กพท. จะต้องหยุดบินในเส้นทางระหว่างประเทศจนกว่าจะได้รับ ICAO ซึ่งคาดว่าจะได้รับในเดือนมกราคม 2561 อย่างไรก็ตาม เราไม่คิดว่าอุตสาหกรรมท่องเที่ยวไทยจะได้รับผลกระทบด้านลบ เนื่องจากผู้โดยสารระหว่างประเทศของสายการบิน 9 รายที่ได้รับ AOC ใหม่ คิดเป็น 98% ของจำนวนผู้โดยสารระหว่างประเทศทั้งหมดที่โดยสารสายการบินสัญชาติไทย

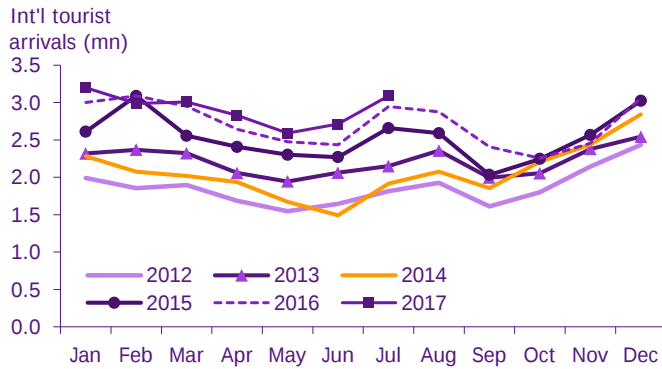
AAV เป็นหุ้นที่เราชื่นชอบ เราเชื่อว่าผลประกอบการของ AAV ทำจุดต่ำสุดไปแล้วในไตรมาส 2/60 และจะปรับตัวดีขึ้นในช่วงครึ่งหลังปี 60 โดยได้รับปัจจัยหนุนจากอุตสาหกรรมท่องเที่ยวไทยที่ปรับตัวดีขึ้น โดยเฉพาะอย่างยิ่งในตลาดจีน ซึ่งจะช่วยสนับสนุนให้อัตราค่าโดยสารเฉลี่ยของ AAV ปรับเพิ่มขึ้น บวกกับการแข็งค่าของเงินบาท และฐานกำไรระดับต่ำในไตรมาส 4/59 เรามองว่า AAV จะได้รับประโยชน์จากโครงการระเบียงเศรษฐกิจภาคตะวันออก (EEC) เนื่องจากบริษัทมีฐานการบินที่สนามบินอู่ตะเภาอยู่แล้ว โดยครองส่วนแบ่ง 80% ของเที่ยวบินภายในประเทศ และ 70% ของเที่ยวบินระหว่างประเทศ อ้างอิงข้อมูลจากเว็บไซต์ของสนามบินอู่ตะเภา

AOT: ปัจจัยบวกสะท้อนในราคาหุ้นไปค่อนข้างมากแล้ว ปัจจัยบวกระยะสั้น คือ การประมูลพื้นที่พาณิชย์ใหม่ และช่วงไฮซีซั่นของอุตสาหกรรมท่องเที่ยวไทย AOT วางแผนเปิดประมูลพื้นที่เชิงพาณิชย์ที่สนามบินสุวรรณภูมิในไตรมาส 4/60 ที่พื้นที่เดิม (~20,000 ตร.ม. ซึ่งสัมปทานจะหมดอายุในเดือนกันยายน 2563) และพื้นที่ใหม่จากการขยายสนามบิน (~10,000 ตร.ม.) อย่างไรก็ตาม เรามองว่าปัจจัยบวกเหล่านี้สะท้อนในราคาหุ้น AOT ไปแล้ว เนื่องจากราคาหุ้นปรับขึ้นมาแล้วถึง 53% ในช่วง 6 เดือนที่ผ่านมา เทียบกับ SET ที่ +7% โดยปัจจุบันหุ้น AOT ซื้อขายที่ PE ปีบัญชี 60 ที่ 37 เท่า ซึ่งสูงกว่าค่าเฉลี่ยของหุ้นกลุ่มเดียวกันในตลาดภูมิภาคอยู่ราว 29%

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	59.25	48.0	(17.7)	43.4	37.4	35.7	24	16	5	7.0	6.4	5.8	17	18	17	1.2	1.3	1.4	25.5	22.9	22.1
AAV	Buy	6.40	7.5	19.3	16.2	17.5	14.8	61	(7)	18	1.5	1.4	1.3	9	8	9	2.3	2.1	2.4	9.3	8.7	7.6
THAI	Sell	19.10	15.5	(17.1)	12.3	14.1	12.5	n.m.	(12)	12	1.2	1.1	1.1	10	8	9	0.0	1.8	2.0	6.8	5.8	5.5
Average					24.0	23.0	21.0	42	(1)	12	3.2	3.0	2.7	12	11	12	1.2	1.7	1.9	13.8	12.5	11.7

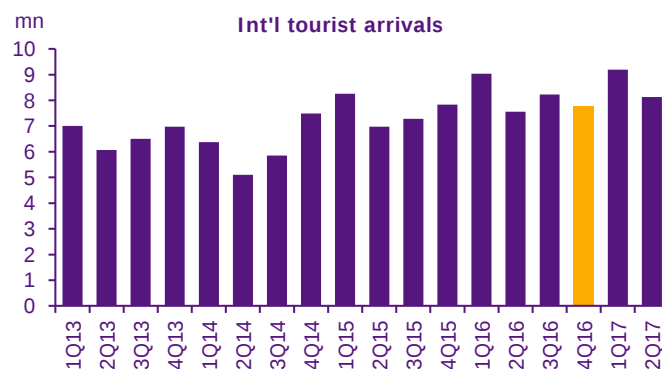
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: Stronger growth of Thai tourism

Source: Thailand Authority of Thailand and SCBS Investment Research

Figure 2: Thai tourism forecast

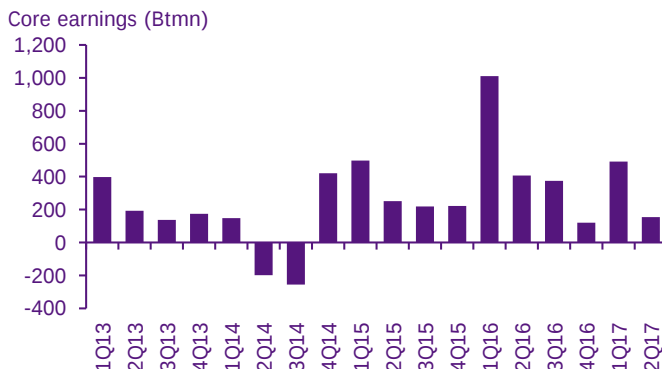
Source: SCBS Investment Research

Figure 3: Thai tourism: Positive off low base in 4Q16

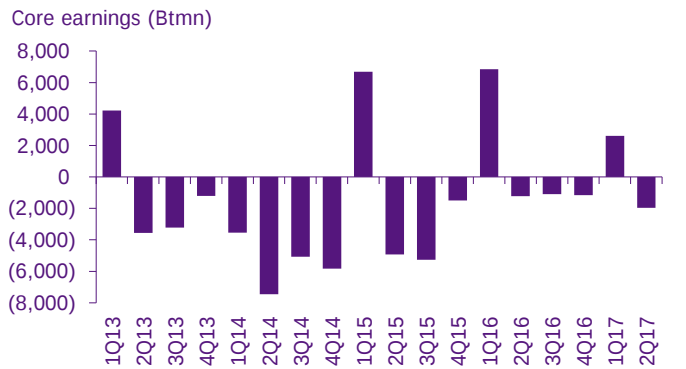
Source: Thailand Authority of Thailand and SCBS Investment Research



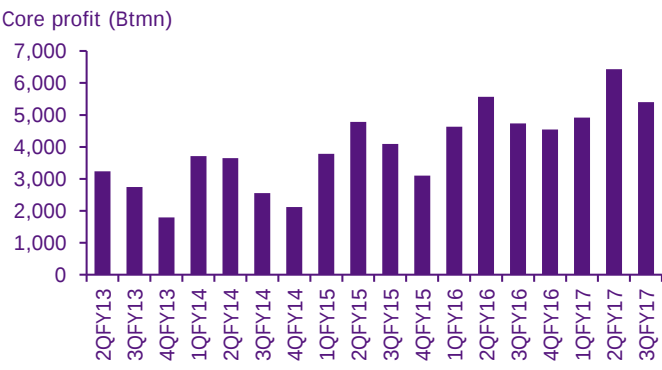
Source: Thailand Authority of Thailand and SCBS Investment Research

Figure 4: Quarterly earnings: AAV

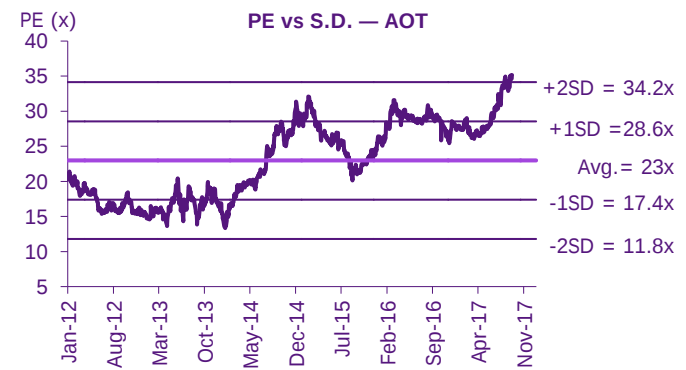
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 5: Quarterly earnings: THAI

Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 6: Quarterly earnings: AOT

Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 7: AOT PE band

Source: SET and SCBS Investment Research

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

ผ่านช่วงเวลาทีเลวร้ายไปแล้ว

■ เราคาดว่ากลุ่มธนาคารจะฟื้นตัวเล็กน้อย โดย NPL จะทำจุดสูงสุดและสินเชื่อจะขยายตัวเพิ่มขึ้นในช่วงครึ่งหลังปี 60

■ เรายังคงเลือก BBL และ KTB เป็น top picks

แนวโน้มช่วงครึ่งหลังปี 2560: ถ้าอะไรจะฟื้นตัวเล็กน้อย โดย NPL จะทำจุดสูงสุด และสินเชื่อจะเติบโตเพิ่มขึ้น ถ้าไรสุทธิช่วงครึ่งแรกปี 60 ของกลุ่มธนาคารคิดเป็น 47% ของประมาณการกำไรสุทธิปี 2560 ของเรา ผลประกอบการไตรมาส 2/60 ช่วยยืนยันมุมมองของเราว่าวัฏจักร NPL ของกลุ่มธนาคารอยู่ในช่วงปลายแล้ว และการขยายสินเชื่อกำลังจะเคลื่อนเข้าสู่วัฏจักรขาขึ้น ในด้านกำไรสุทธิ เราคาดว่ากำไรจะฟื้นตัว HoH เล็กน้อยในช่วงครึ่งหลังปี 60 เนื่องจากเราคาดว่ากำไรสุทธิจะลดลง HoH จะถูกชดเชยโดยค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานที่เพิ่มขึ้น HoH ตามฤดูกาล

สินเชื่อจะขยายตัวเพิ่มขึ้น เราคาดว่าอัตราการขยายตัวของสินเชื่อจะเร่งตัวขึ้นในช่วงครึ่งหลังปี 60 (หลักๆ จะเกิดขึ้นในไตรมาส 4/60) จาก 1.8% ในช่วงครึ่งแรกปี 60 และเรายังคงประมาณการอัตราการขยายตัวของสินเชื่อปี 2560 ของกลุ่มธนาคารไว้ที่ 6% (5% จากธุรกิจปกติ) เทียบกับ 3% (2% จากธุรกิจปกติ) ในปี 2559 เราคาดว่าอัตราการขยายตัวของสินเชื่อจะปรับตัวเพิ่มขึ้น HoH ในช่วงครึ่งหลังปี 60 โดยได้รับปัจจัยหนุนจาก: 1) การส่งออกที่ฟื้นตัวดีขึ้น, 2) การเร่งลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานขนาดใหญ่ (โดยเฉพาะอย่างยิ่งผ่านกระบวนการอนุมัติแบบ fast track), 3) การออกหุ้นกู้และตัวแลกเงิน (B/E) น้อยลง เพื่อสะท้อนผลตอบแทนพันธบัตรที่ปรับตัวขึ้นเร็วกว่าอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ และความกังวลที่มีมากขึ้นเกี่ยวกับการผิดนัดชำระหนี้ตัว B/E, 4) การกลับมาขยายสินเชื่อบริษัท, และ 5) ปัจจัยฤดูกาล

NPL ไหลเข้าน้อยลง NPL ไหลเข้าเพิ่มขึ้น หลักๆ เกิดจาก EARTH ถ้าตัดกรณีของ EARTH ซึ่งเป็นประเด็นพิเศษ ออกไป NPL ไหลเข้าจะอยู่ในระดับทรงตัวในไตรมาส 2/60 เราคาดว่า NPL จะลดลงในช่วงครึ่งหลังปี 60 โดยได้รับปัจจัยหนุนจากการส่งออกที่ฟื้นตัวดีขึ้น และอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ที่ลดลง

NIM ตกอยู่ภายใต้แรงกดดัน การลดอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ MRR ลง 0.50% ในเดือนพ.ค. จะส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนจากการให้สินเชื่อที่อยู่อาศัยและสินเชื่อ SME (หลักๆ เป็นสินเชื่อที่ปล่อยให้ SME รายย่อยและธุรกิจขนาดเล็ก) ของกลุ่มธนาคาร ซึ่งจะสร้างแรงกดดันขาลงต่อ NIM ในไตรมาส 3/60 ดังนั้นเราคาดว่า NIM จะลดลงเล็กน้อยในปี 2560

ค่าธรรมเนียมการโอนที่ลดลงจะได้รับการชดเชยจากการปิดสาขา ในปี 2560 ระบบ National e-payment จะทำให้รายได้ค่าธรรมเนียมการโอนลดลงเล็กน้อย แต่เนื่องจากธนาคารกำลังปรับโครงสร้างธนาคารดิจิทัล ดังนั้นจะเห็นการปิดสาขาเพิ่มมากขึ้นในปี 2560 ดังเห็นได้จากจำนวนสาขาทั้งหมดของกลุ่มธนาคารที่ลดลง 82 สาขา (1%) ในช่วง 5 เดือนแรกปี 60 การประหยัดต้นทุนจากการปิดสาขาจะช่วยชดเชยรายได้ค่าธรรมเนียมการโอนที่ลดลง

ยืนยันเลือก BBL และ KTB เป็น top picks เรายืนยันเลือก BBL เป็น top buy ของกลุ่มธนาคาร เนื่องจากเราคาดว่า BBL จะได้รับประโยชน์มากที่สุดจากการลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานที่เร่งตัวขึ้นในแง่ของการขยายสินเชื่อ และการส่งออกที่ฟื้นตัวดีขึ้นในแง่ของการขยายสินเชื่อและคุณภาพสินทรัพย์ เรายังคงเลือก KTB เป็น top pick อีกตัว เนื่องจาก valuation น่าสนใจที่สุด และจะได้รับประโยชน์มากที่สุดจากการเร่งลงทุนในโครงการขนาดใหญ่

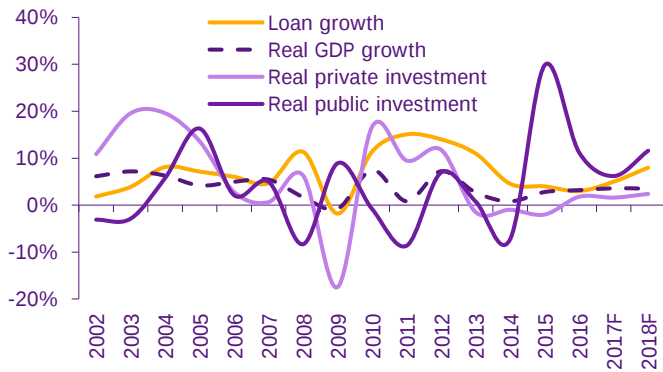
Valuation Summary

	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	Buy	38.50	42.0	11.7	13.2	11.6	9.8	15	14	18	1.4	1.3	1.1	11	11	12	2.3	2.6	3.0
BBL	Buy	191.50	218.0	17.2	11.5	10.7	9.0	(7)	8	18	1.0	0.9	0.9	9	9	10	3.1	3.4	4.0
KBANK	Buy	216.00	225.0	6.3	12.9	13.1	10.0	2	(2)	31	1.6	1.5	1.3	13	12	14	1.9	2.1	2.3
KKP	Neutral	68.00	70.0	11.8	10.4	10.1	10.0	67	2	1	1.4	1.4	1.4	14	14	14	8.8	8.9	9.0
KTb	Buy	19.10	22.0	19.2	8.3	9.2	8.0	13	(10)	14	1.0	0.9	0.9	12	10	11	4.5	4.0	4.6
LHBANK	Sell	1.81	1.7	(3.4)	9.2	14.8	12.9	63	(38)	15	1.2	1.0	1.0	14	9	8	2.9	2.7	3.1
TCAP	Neutral	48.00	52.0	12.5	9.6	8.8	9.0	17	9	(2)	1.0	0.9	0.9	11	11	10	4.2	4.2	4.2
TISCO	Neutral	73.00	77.0	11.1	11.7	9.7	9.4	18	20	3	1.9	1.7	1.6	17	18	17	4.8	5.6	5.8
TMB	Buy	2.50	2.7	10.5	13.3	12.1	10.0	(12)	10	21	1.3	1.2	1.1	10	10	12	2.3	2.5	3.0
Average					11.1	11.1	9.8	6	5	15	1.3	1.2	1.1	13	12	12	3.8	4.0	4.3

Source: SCBS Investment Research

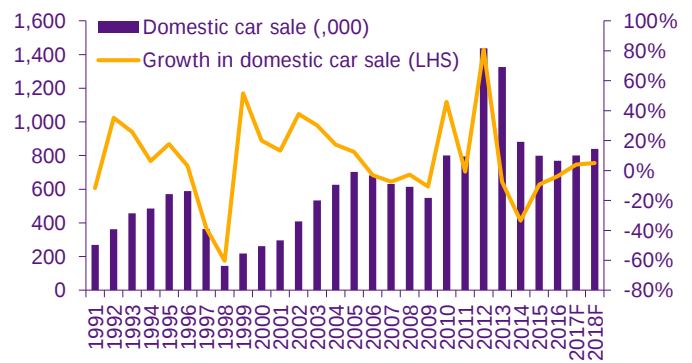
หมายเหตุสำคัญ: บริษัทหลักทรัพย์ ไทยพาณิชย์ จำกัด (SCBS) เป็นบริษัทย่อยที่ธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) (SCB) ถือหุ้นทั้งหมด ข้อมูลใดๆ ที่เกี่ยวข้องกับ SCB มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ในการเปรียบเทียบเท่านั้น

Figure 1: Loans vs. GDP & investment growth



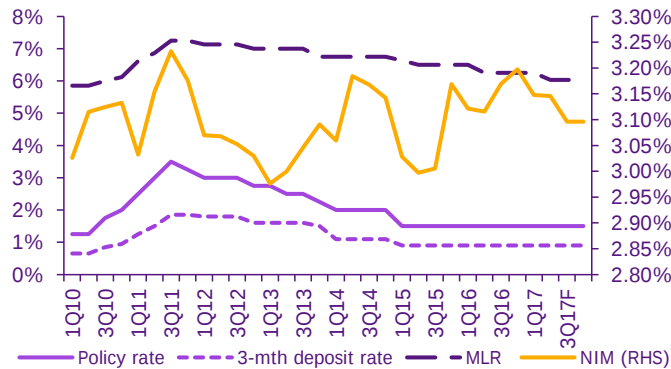
Source: NESDB, SCB EIC and SCBS Investment Research

Figure 2: Domestic car sales



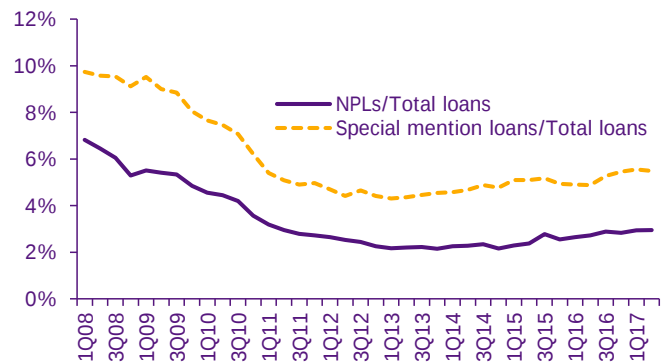
Source: Toyota (Thailand) and SCBS Investment Research

Figure 3: NIM and interest rates



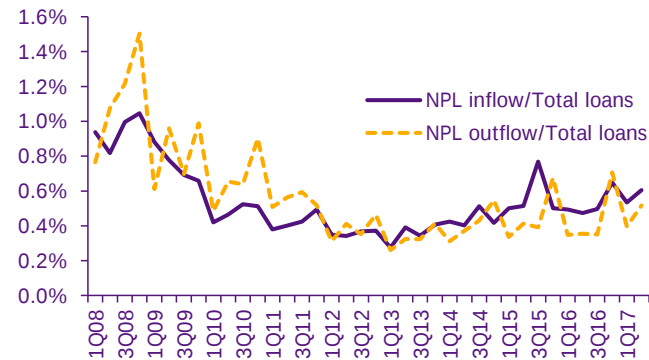
Source: SCBS Investment Research

Figure 4: NPL ratio and special-mention loans



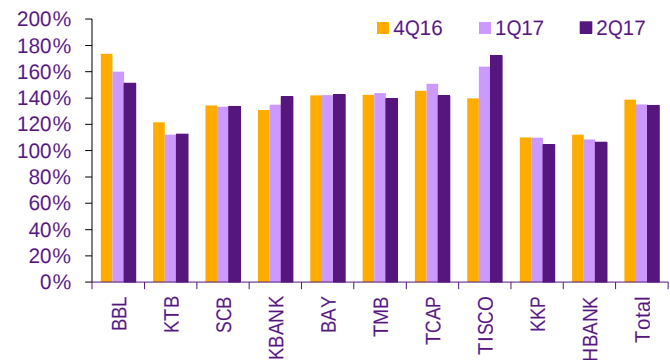
Source: BoT and SCBS Investment Research

Figure 5: NPL inflow and outflow



Source: BoT and SCBS Investment Research

Figure 6: LLR coverage



Source: BoT and SCBS Investment Research

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

กลับมาบีแบร์นิวส์ที่ดีขึ้น

หลังจากทำสถิติต่ำสุดในไตรมาส 2/60 อัตราการเติบโตของยอดขายสาขาเดิมของกลุ่มพาณิชย์ก็เริ่มปรับตัวดีขึ้นในไตรมาส 3/60 ตัวเลขดังกล่าวจะออกมาดีขึ้น โดยเกิดจากฐานต่ำของไตรมาส 4/59 ซึ่งเป็นช่วงไว้อาลัย นักท่องเที่ยวที่เข้ามาในประเทศไทยมากขึ้น โดยเฉพาะอย่างยิ่งนักท่องเที่ยวจากจีน, รายได้เกษตรกรที่ดีขึ้นในผลิตภัณฑ์การเกษตรหลายกลุ่ม, และมาตรการช่วยเหลือผู้มีรายได้น้อยของรัฐบาล แนวโน้มเช่นนี้จะช่วยสนับสนุนให้ valuation ของกลุ่มพาณิชย์ปรับตัวเพิ่มขึ้น Top picks คือ ROBINS, GLOBAL, และ CPALL

อัตราการเติบโตของยอดขายสาขาเดิมทำจุดต่ำสุดไปแล้ว ในไตรมาส 2/60 อัตราการเติบโตของยอดขายสาขาเดิมของกลุ่มพาณิชย์ทำสถิติต่ำสุดที่ -6.4% YoY (ผู้ประกอบการทุกราย) และ -4.6% YoY (ไม่รวม BIGC ที่เปลี่ยนนโยบายมาลดสัดส่วนยอดขายสินค้าที่ให้อัตรากำไรต่ำในช่วงกลางปี 2559) โดยเกิดจากฐานสูงจากมาตรการกระตุ้นของรัฐบาลในไตรมาส 2/59 และกิจกรรมการอุปโภคบริโภคที่ชะลอตัวลงหลังช่วงไว้อาลัยตั้งแต่ไตรมาส 4/59 ฐานในระดับปกติทำให้เราคาดว่าอัตราการเติบโตของยอดขายสาขาเดิมของกลุ่มพาณิชย์จะปรับตัวดีขึ้นสู่ระดับติดลบเล็กน้อยที่ 1-2% YoY ในไตรมาส 3/60 โดยตัวเลขที่ดีขึ้นเกิดจากผู้ประกอบการค้าปลีกทั้งสินค้าจำเป็นและสินค้าฟุ่มเฟือย อัตราการเติบโตของยอดขายสาขาเดิมของกลุ่มพาณิชย์มีแนวโน้มที่จะปรับตัวเพิ่มขึ้นอีก โดยเกิดจากฐานต่ำของไตรมาส 4/59 เพราะเป็นช่วงไว้อาลัย และนักท่องเที่ยวเข้ามาในประเทศไทยน้อย เพราะได้รับผลกระทบจากมาตรการปราบปรามเอเยนต์ทัวร์ศูนย์เหรียญ, ความเชื่อมั่นที่ดีขึ้น, รายได้เกษตรกรที่ดีขึ้นในผลิตภัณฑ์การเกษตรหลายกลุ่ม, และมาตรการช่วยเหลือผู้มีรายได้น้อยของรัฐบาล

ความเชื่อมั่นปรับตัวดีขึ้น ดัชนีความเชื่อมั่นผู้บริโภค (CCI) กลับมาปรับตัวเพิ่มขึ้นเป็นครั้งแรกในรอบ 4 เดือน โดยปรับขึ้นจาก 73.9 จุดในเดือนกรกฎาคม สู่ 74.5 จุดในเดือนสิงหาคม สะท้อนถึงการคาดการณ์ของตลาดว่าตัวเลขส่งออกจะแข็งแกร่งมากขึ้น, นักท่องเที่ยวจะเข้ามาในประเทศไทยมากขึ้น รวมถึงการลงทุนภาครัฐจะเร่งตัวขึ้นในช่วงที่เหลือของปีนี้

นักท่องเที่ยวเข้ามาในประเทศไทยมากขึ้น ในไตรมาส 4/59 เนื่องจากนักท่องเที่ยวจากจีนปรับตัวลดลงมาก (-21% YoY) หลังจากรัฐบาลออกมาตรการปราบปรามเอเยนต์ทัวร์ศูนย์เหรียญ จำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติที่เดินทางเข้ามาในประเทศไทยจึงปรับตัวลดลง 1% YoY (เทียบกับ +10% YoY ในช่วง 9 เดือนแรกปี 59) การปรับตัวอย่างรวดเร็วภายหลังการเปลี่ยนแปลงกฎระเบียบทำให้นักท่องเที่ยวจีนกลับมาเติบโต 6% YoY ในเดือนพฤษภาคม-กรกฎาคม 2560 ส่งผลทำให้จำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติที่เดินทางเข้ามาในประเทศไทยเติบโต 7% YoY ในช่วงดังกล่าว ด้วยเหตุนี้และฐานที่กลับคืนสู่ระดับปกติหลังจากได้รับผลกระทบจากมาตรการปราบปรามเอเยนต์ทัวร์ศูนย์เหรียญ จำนวนนักท่องเที่ยวที่เข้ามาในประเทศไทยจึงมีแนวโน้มเร่งตัวขึ้นตั้งแต่ไตรมาส 4/60 เป็นต้นไป ซึ่งจะช่วยกระตุ้นให้การอุปโภคบริโภคภาคเอกชนในตลาดในประเทศ (20% เกิดจากการใช้จ่ายของนักท่องเที่ยว) ปรับเพิ่มขึ้น

รายได้เกษตรกรที่ดีขึ้นในผลิตภัณฑ์การเกษตรหลายกลุ่ม ดัชนีรายได้เกษตรกรปรับตัวเพิ่มขึ้นในไตรมาส 3/59-ไตรมาส 2/60 โดยได้รับปัจจัยหนุนจากการขึ้นราคาผลิตภัณฑ์การเกษตรบางกลุ่ม ในเดือนกรกฎาคม ดัชนีรายได้เกษตรกรกลับมาปรับตัวลดลง -3% YoY โดยเกิดจากผลผลิตการเกษตรที่เพิ่มขึ้น 16% ในขณะที่ราคาลดลง 16% ทั้งนี้เมื่อแยกตามกลุ่ม พบว่ารายได้เกษตรกรปรับตัวดีขึ้น โดยได้รับปัจจัยหนุนจากผลผลิตที่เพิ่มขึ้นในผลิตภัณฑ์การเกษตรกลุ่มใหญ่ๆ หลายกลุ่ม: ข้าว (+272% YoY), อ้อย (+41% YoY), มันสำปะหลัง (+104% YoY), ยาง (+5% YoY), และผลิตภัณฑ์ประมง (+9% YoY) เราคาดว่าผลผลิตการเกษตรจะเพิ่มขึ้น โดยได้รับปัจจัยหนุนจากฝนที่ตกหนักและระดับน้ำสูงในเขื่อนหลักๆ แต่ราคามีแนวโน้มปรับตัวลดลงจากฐานสูงในผลิตภัณฑ์การเกษตรบางกลุ่มและผลผลิตที่เพิ่มขึ้น รายได้เกษตรกรที่ดีขึ้นในผลิตภัณฑ์การเกษตรหลายกลุ่มน่าจะช่วยสนับสนุนกำลังซื้อโดยรวม

มาตรการช่วยเหลือผู้มีรายได้น้อย ครม. มีมติอนุมัติมาตรการช่วยเหลือผู้มีรายได้น้อยที่มีคุณสมบัติตรงตามเกณฑ์ที่กำหนดจำนวน 11.67 ล้านคน มูลค่า 4.2 หมื่นล้านบาท/ปี มีผลบังคับใช้วันที่ 1 ตุลาคม ผู้ที่มีรายได้ต่อปีต่ำกว่า 30,000 บาทจะได้รับเงินช่วยเหลือ 3,600 บาท/ปี และผู้ที่มีรายได้ต่อปี 30,000-100,000 บาทจะได้รับเงินช่วยเหลือ 2,400 บาท/ปี ในบัตรสวัสดิการแห่งรัฐ โดยผู้มีรายได้น้อยสามารถใช้บัตรดังกล่าวซื้อสินค้าที่ร้านธงฟ้า และจะได้รับความช่วยเหลือในแง่ของการลดค่าใช้จ่ายในการเดินทางและค่าใช้จ่ายสาธารณูปโภค

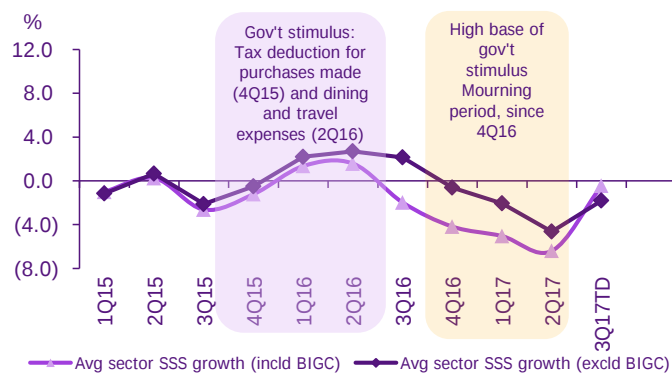
Top picks: ROBINS, GLOBAL, และ CPALL แม้ปรับตัวเพิ่มขึ้นในช่วง 1 เดือนที่ผ่านมา แต่กลุ่มพาณิชย์ยังคงปรับตัว underperform SET อยู่ 7% YTD การฟื้นตัวของกำไรโดยรวมจะช่วยสนับสนุน performance ของกลุ่มพาณิชย์ และหนุนให้ valuation ปรับตัวขึ้นได้อีก หันที่ถูกปรับมูลค่าลดลงเมื่อไม่นานนี้, ปรับตัว underperform SET YTD, และซื้อขายที่ valuation ระดับต่ำ น่าจะกลับมาได้รับความสนใจอีกครั้ง Top picks ของเรา คือ ROBINS, GLOBAL, และ CPALL

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	211.00	225.00	7.6	26.5	25.9	23.1	5	2	12	3.5	3.1	2.8	14	13	13	0.9	1.0	1.1	15.2	14.9	13.5
BJC	Neutral	52.50	54.0	3.8	43.2	40.1	34.2	(28)	8	17	1.2	1.9	1.9	5	5	5	1.0	0.9	1.1	18.3	19.4	18.1
CPALL	Buy	65.00	78.0	21.6	35.2	31.7	26.9	21	11	18	9.8	7.3	6.3	33	27	26	1.5	1.6	1.9	20.0	18.0	15.9
GLOBAL	Buy	16.00	19.0	19.5	41.4	38.4	31.9	71	8	20	3.8	3.6	3.3	10	10	11	6.5	0.8	0.9	24.5	24.4	20.7
HMPRO	Buy	11.00	13.0	20.8	35.1	30.5	26.5	18	15	15	8.3	7.7	7.1	24	26	28	2.5	2.6	3.0	18.6	16.8	15.3
MAKRO	Buy	34.50	44.0	29.9	30.6	27.2	23.8	1	12	14	10.5	9.3	8.0	36	36	36	2.5	2.4	2.4	18.8	16.9	14.6
ROBINS	Buy	63.00	78.0	25.7	27.8	26.5	22.7	17	5	17	4.3	4.0	3.6	16	16	17	1.8	1.9	2.2	14.5	14.9	13.5
Average					34.3	31.5	27.0	15	9	16	5.9	5.3	4.7	20	19	19	2.4	1.6	1.8	18.6	17.9	15.9

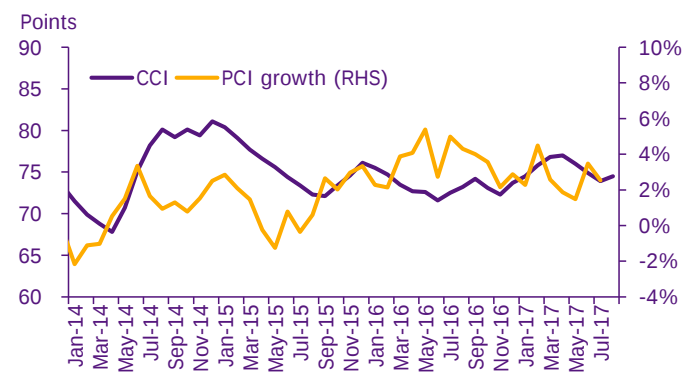
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: Sector SSS growth bottomed



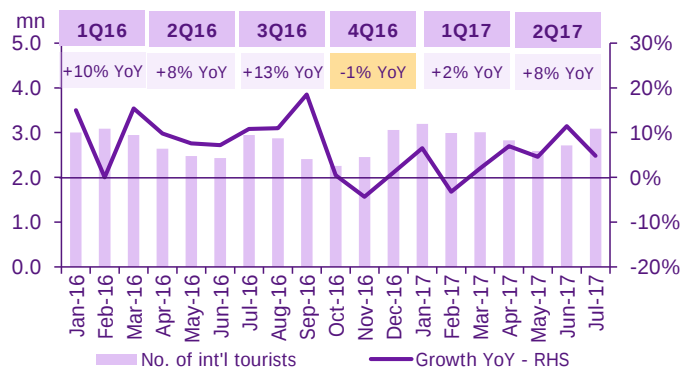
Source: SCBS Investment Research

Figure 2: CCI finally rose in Aug, a positive indicator for private consumption



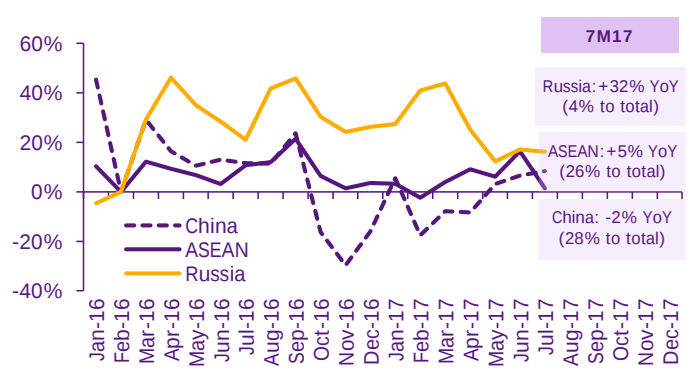
Source: UTCC and SCBS Investment Research

Figure 3: International tourists grew 5% YoY in 7M17 with stronger growth ahead



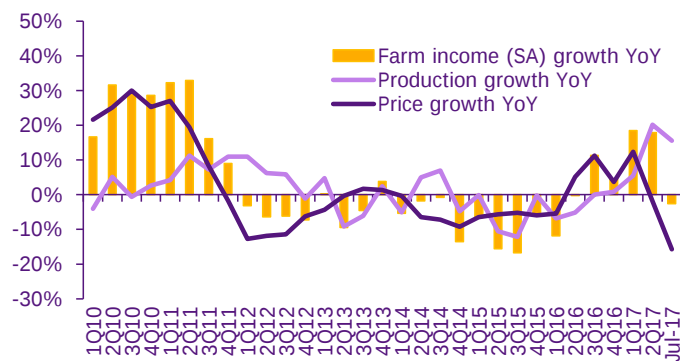
Source: Immigration Bureau and SCBS Investment Research

Figure 4: After the exit of zero-dollar tours in 4Q16, Chinese tourists returned to grow in May-July 2017



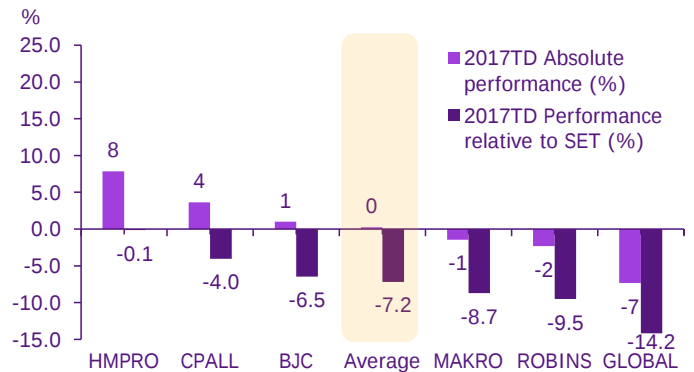
Source: Immigration Bureau and SCBS Investment Research

Figure 5: Farm income index in July, better production but lower price



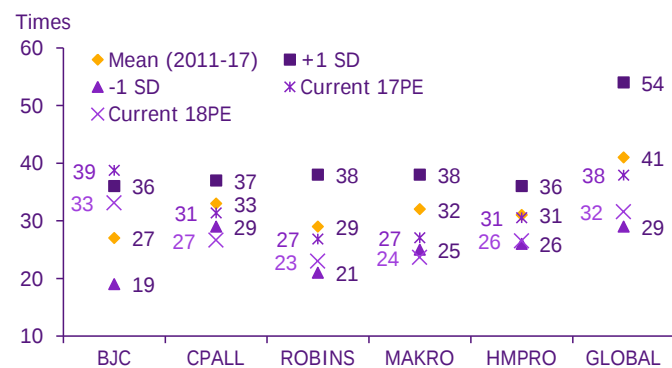
Source: AOE and SCBS Investment Research

Figure 6: Share price performance in 2017TD



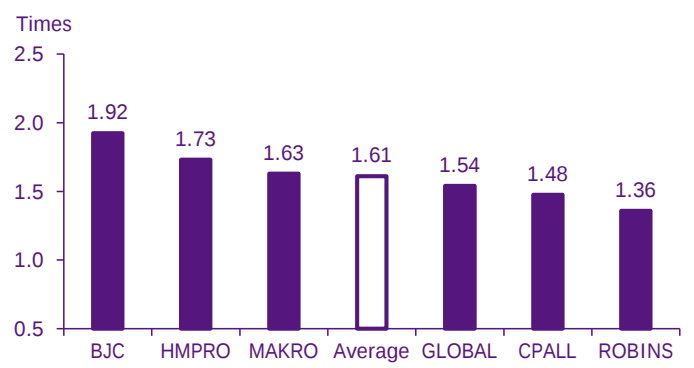
Source: SCBS Investment Research

Figure 7: Current 2017PE and 2018PE vs. 7-year PE



Source: SCBS Investment Research

Figure 8: 1-year 2018PEG



Source: SCBS Investment Research

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

อุปสงค์และราคาฟื้นตัวอย่างประปราย

- อุปสงค์วัสดุก่อสร้างในประเทศมีแนวโน้มปรับตัวดีขึ้นอย่างช้า ๆ ในช่วงครึ่งหลังปี 60 นำโดยการลงทุนภาครัฐและส่วนหนึ่งเกิดจากการลงทุนภาคเอกชน
- ดัชนีต้นทุนเชื้อเพลิงมีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้น ทำให้มีความจำเป็นต้องปรับราคาขึ้นเพื่อชดเชย
- Top pick ของเรา คือ SCC

สรุปผลประกอบการไตรมาส 2/60: อ่อนแอเพราะปริมาณขายและอัตรากำไรลดลง กำไรปกติของ DCC ลดลง 11% YoY โดยเกิดจากปริมาณขายที่ลดลงและอัตรากำไรที่อ่อนแอลงเพราะต้นทุนเชื้อเพลิงสูงขึ้น กำไรปกติของ SCC ลดลง 21% YoY โดยเกิดจากธุรกิจเคมีภัณฑ์ (ขาดทุนจากสินค้าคงคลัง) และธุรกิจปูนซีเมนต์ และวัสดุก่อสร้าง (ปริมาณขายและราคาขายในประเทศลดลง) ที่อ่อนแอลง กำไรปกติของ SCCC ลดลง 65% YoY โดยเกิดจากปริมาณขายและราคาขายในประเทศที่ลดลง ในขณะที่ต้นทุนเชื้อเพลิงสูงขึ้น

อุปสงค์ฟื้นตัวอย่างช้า ๆ เมื่ออิงตัวเลขจากรพท. พบว่าอุปสงค์ปูนซีเมนต์และกระเบื้องเซรามิกในประเทศลดลงในอัตราชะลอตัวลงที่ -1% YoY (เทียบกับ -5% YoY ในช่วงครึ่งแรกปี 60) และ -8% YoY (เทียบกับ -9% YoY ในช่วงครึ่งแรกปี 60) อุปสงค์ในประเทศมีแนวโน้มค่อย ๆ ปรับตัวดีขึ้น โดยได้รับปัจจัยหนุนจากการลงทุนภาครัฐและการปรับตัวดีขึ้นอย่างช้า ๆ ของการลงทุนภาคเอกชน สถานการณ์น้ำท่วมและฝนตกหนักในปีนี้ทำให้กิจกรรมการก่อสร้างชะลอตัวในระยะสั้น แต่น่าจะช่วยสนับสนุนกิจกรรมการฟื้นฟูและซ่อมแซมในช่วงปลายปี 2560-ต้นปี 2561

- โครงการภาคเอกชน พื้นที่ที่ได้รับอนุญาตก่อสร้าง (เครื่องขึ้นอุปสงค์ปูนซีเมนต์และวัสดุก่อสร้าง) ปรับตัวลดลงตั้งแต่ปลายปี 2558 แต่พลิกกลับมาแสดงสัญญาณที่ดีขึ้น โดยในเดือนกรกฎาคม พื้นที่ที่ได้รับอนุญาตก่อสร้าง (ค่าเฉลี่ยเคลื่อนที่ 6 เดือน) พลิกกลับมาเติบโต +2% YoY จาก -4% YoY ในช่วงครึ่งแรกปี 60 โดย 67% เป็นพื้นที่ที่ได้รับอนุญาตก่อสร้างนอกเขตเทศบาล (-2% YoY) และที่เหลือเป็นพื้นที่ที่ได้รับอนุญาตก่อสร้างในเขตเทศบาล (+11% YoY, เติบโตทุกกลุ่มที่อยู่อาศัย (+10% YoY), พาณิชยกรรม (+12% YoY), และอุตสาหกรรม (+13% YoY))

- โครงการภาครัฐ ในเดือนต.ค. 2559-ก.ค. 2560 รัฐบาลเบิกจ่ายงบประมาณลงทุนไปแล้ว 2.99 แสนล้านบาท (+4% YoY) คิดเป็นอัตราการเบิกจ่าย 51% ของงบประมาณ 10 เดือนแรกปีงบประมาณ 60 (เทียบกับ 56% ของงบประมาณ 10 เดือนแรกปีงบประมาณ 59) ทั้งนี้หลังจากอัตราเบิกจ่ายงบประมาณชะลอตัว YTD รัฐบาลก็ตั้งเป้าเร่งเบิกจ่ายงบประมาณในช่วงที่เหลือของปี สำหรับโครงการขนาดใหญ่ภายใต้การกำกับดูแลของกระทรวงคมนาคม SCB EIC คาดว่าการเบิกจ่ายงบประมาณจะเร่งตัวขึ้นในปี 2560-63 โดยเฉพาะอย่างยิ่งโครงการระบบรางและมอเตอร์เวย์ การอนุมัติและการก่อสร้างโครงการเหล่านี้จะช่วยเพิ่มความเชื่อมั่นและกระตุ้นให้การลงทุนภาคเอกชนปรับตัวเพิ่มขึ้น

เนื่องจากอุปสงค์จะฟื้นตัวอย่างช้า ๆ ในช่วงที่เหลือของปี 2560 ดังนั้นเราคาดว่าอุปสงค์ปูนซีเมนต์และกระเบื้องเซรามิกจะลดลง 3.5% YoY ในปี 2560 (เทียบกับ -4% YoY สำหรับปูนซีเมนต์ และ -8% YoY สำหรับกระเบื้องเซรามิก ในช่วง 7 เดือนแรกปี 60) ในขณะที่อุปสงค์มีแนวโน้มเติบโต 3% YoY ในปี 2561 โดยเกิดจากฐานต่ำ, การลงทุนภาครัฐจำนวนมากอย่างต่อเนื่อง, และการลงทุนภาคเอกชนที่ค่อย ๆ ปรับตัวเพิ่มขึ้น

จับตาอัตรากำไร เนื่องจากต้นทุนเชื้อเพลิงสูงขึ้น ต้นทุนถ่านหินเริ่มปรับขึ้นในช่วงครึ่งหลังปี 59 โดยต้นทุนถ่านหิน (spot price) ปรับขึ้น 12% YoY ในปี 2559 และ 30% YoY ตั้งแต่ต้นปี 2560 ถึงปัจจุบัน ในขณะที่ราคาน้ำมันก็ปรับขึ้นมาแล้ว 18% YoY ตั้งแต่ต้นปี 2560 ถึงปัจจุบัน โดยปกติแล้วผู้ผลิตปูนซีเมนต์มักจะถือครองถ่านหินล่วงหน้า 6-12 เดือน และราคาก๊าซหุงต้มจะปรับตัวตามหลังราคาน้ำมันอยู่ประมาณ 6 เดือน แนวโน้มเช่นนี้บ่งชี้ว่าต้นทุนเชื้อเพลิงจะปรับตัวขึ้นอีกในช่วงครึ่งหลังปี 60

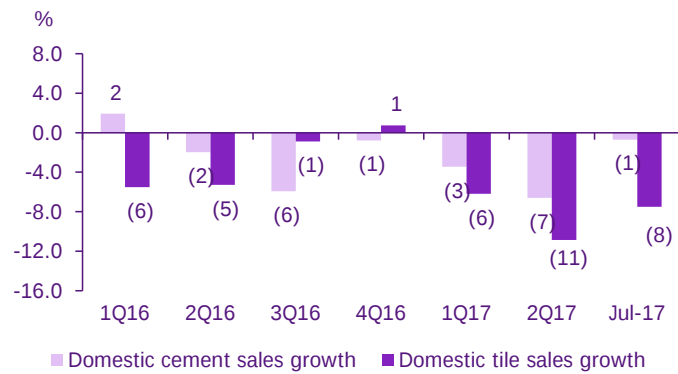
ราคาปูนซีเมนต์ในประเทศปรับตัวลดลง 6% YoY ในช่วงครึ่งแรกปี 60 หลังจากปรับตัวลดลงมาตั้งแต่ปี 2557 ในเดือนกรกฎาคม-สิงหาคม ราคาปูนซีเมนต์ในประเทศพลิกกลับมาปรับตัวเพิ่มขึ้น 2% QoQ แต่ยังลดลง 4% YoY ในขณะที่ราคากระเบื้องเซรามิกในประเทศอยู่ในระดับที่ค่อนข้างทรงตัว YoY ในช่วง 8 เดือนแรกปี 60 เรามองว่าต้นทุนที่สูงขึ้นน่าจะผลักดันให้ราคาผลิตภัณฑ์ปรับขึ้นอีก แต่อุปสงค์ที่ฟื้นตัวอย่างประปรายอาจจะทำให้การปรับราคาขึ้นเพื่อให้ครอบคลุมต้นทุนที่สูงขึ้นทำได้จำกัดในระยะสั้น

Top pick คือ SCC เนื่องจากอุปสงค์และอัตรากำไรจะฟื้นตัวอย่างช้า ๆ ในระยะสั้น ดังนั้นเราจึงชอบ SCC มากกว่าบริษัทอื่น ๆ ที่ทำธุรกิจวัสดุก่อสร้างเพียงอย่างเดียว เราคาดว่ากำไรปกติในช่วงครึ่งหลังปี 60 ของ SCC จะปรับตัวดีขึ้น YoY โดดเด่นกว่าบริษัทอื่น ๆ ในกลุ่มเดียวกัน เพราะจะไม่มีขาดทุนจากสินค้าคงคลังเหมือนในไตรมาส 2/60 และการหยุดซ่อมบำรุงโรงงาน ROC เหมือนในไตรมาส 4/59 เกิดขึ้นอีก

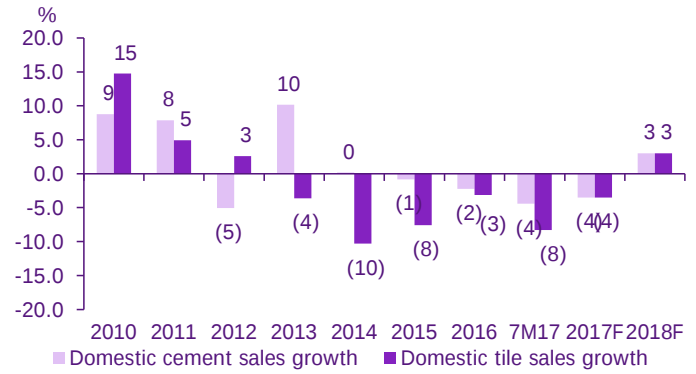
Valuation summary

	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
DCC	Neutral	3.98	4.2	9.2	18.3	20.6	19.2	4	(11)	7	7.7	7.1	6.4	44	36	35	4.1	3.6	3.9	12.8	14.0	12.8
SCC	Buy	512.00	600.0	21.0	11.3	11.1	10.4	25	2	6	2.2	1.9	1.8	21	19	18	3.7	3.8	3.9	7.4	7.1	6.6
SCCC	Sell	291.00	260.0	(8.5)	17.6	31.3	28.3	(17)	(44)	11	3.0	2.0	2.2	17	8	8	5.2	2.2	2.8	12.5	13.6	13.6
Average					15.7	21.0	19.3	4	(18)	8	4.3	3.7	3.4	27	21	20	4.3	3.2	3.6	10.9	11.5	11.0

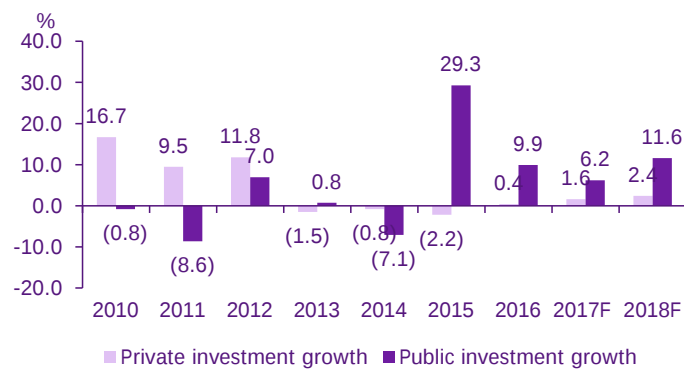
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: Weak local sales volume growth in 2017TD

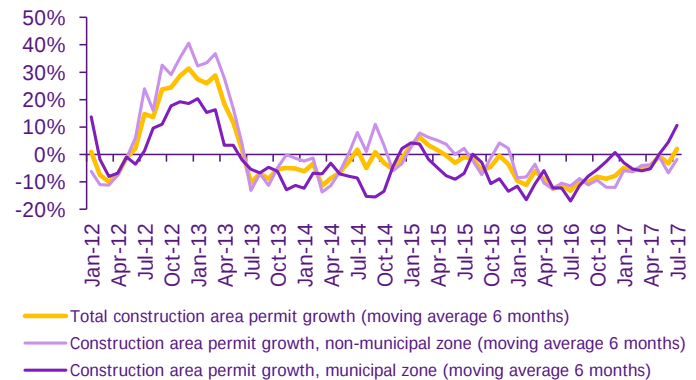
Source: BOT and SCBS Investment Research

Figure 2: Local sales volume growth in 2017-18F

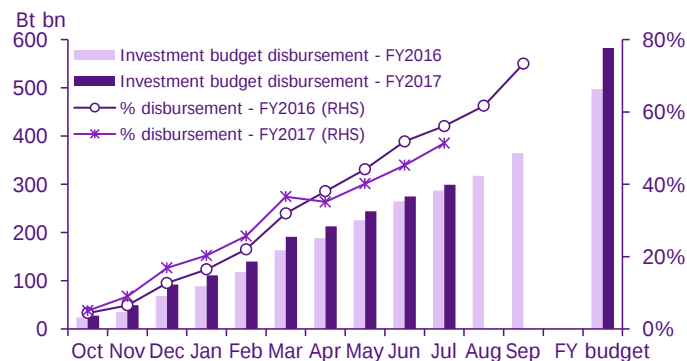
Source: BOT and SCBS Investment Research

Figure 3: Public and private investment growth in 2017-18F

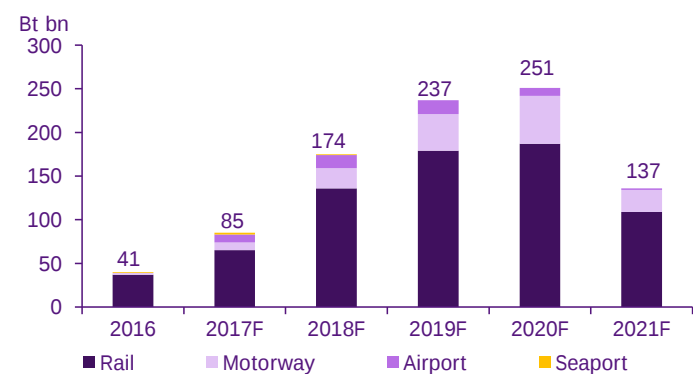
Source: SCB EIC and SCBS Investment Research

Figure 4: Growth from construction area permits (moving average 6 months) in July better than 1H17

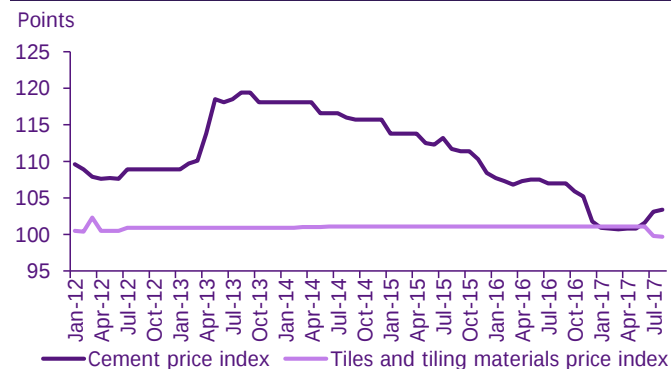
Source: BOT and SCBS Investment Research

Figure 5: Disbursement rate of the gov't investment budget was slower YTD, but set to ramp up ahead

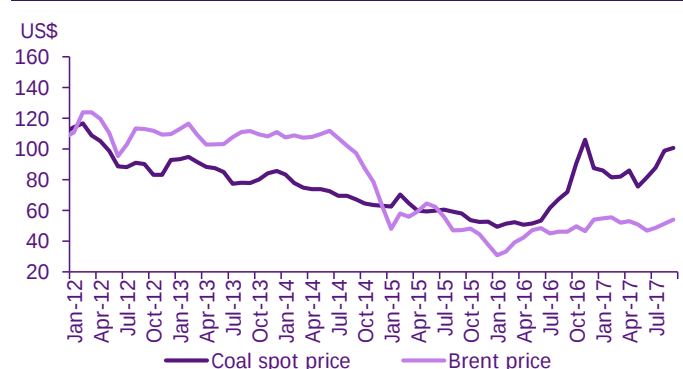
Source: FPO and SCBS Investment Research

Figure 6: Disbursement of gov't funds for mega-projects to accelerate in 2017-20F

Source: SCB EIC based on MOT 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 on the rise

Source: NEX, Bloomberg and SCBS Investment Research

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

อุปสงค์แข็งแกร่ง แต่มีแรงกดดันต่ออัตรากำไรอยู่บ้าง

- อุตสาหกรรมชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์ยังอยู่ในแนวโน้มขาขึ้น
- ...แต่มีแรงกดดันต่ออัตรากำไรอยู่บ้างจากประเด็นอัตราแลกเปลี่ยนและวัตถุดิบ
- กลุ่มชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์จะเข้าสู่ช่วง peak ตามฤดูกาลในไตรมาส 3/60 ก่อนที่จะอ่อนตัวลงเล็กน้อยในไตรมาส 4/60
- HANA เป็น top pick ในกลุ่มชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์ เพราะได้รับผลกระทบจากประเด็นวัตถุดิบน้อยกว่าบริษัทอื่น ๆ ในกลุ่มเดียวกัน, ให้ผลตอบแทนจากเงินปันผลสูงที่สุดที่ 4.3%, และ PE ปี 2560 ถูกที่สุดที่ 15.3 เท่า เมื่อเทียบกับหุ้นอื่น ๆ ในกลุ่มเดียวกัน

อุตสาหกรรมชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์ยังอยู่ในแนวโน้มขาขึ้น ตัวเลขยอดขายเซมิคอนดักเตอร์ทั่วโลกยังคงบ่งชี้ว่าอุตสาหกรรมชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์อยู่ในแนวโน้มขาขึ้นที่แข็งแกร่ง Semiconductor Industry Association (SIA) รายงานว่ายอดขายเซมิคอนดักเตอร์ทั่วโลกเติบโตอย่างโดดเด่นที่ 20% YoY สู่ 2.22 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐในช่วง 7 เดือนแรกปี 60 และเติบโต 24% YoY สู่ 3.37 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐในเดือนกรกฎาคม ทำสถิติใหม่อีกครั้ง อเมริกาเป็นผู้นำด้วยอัตราการเติบโต 36% YoY ในเดือนกรกฎาคม ในขณะที่ภูมิภาคอื่นๆ ก็มีอัตราการเติบโตที่น่าประทับใจที่ 17-24% YoY ทั้งนี้เมื่ออิงกับรายงานของ SEMI พบว่าปัจจัยกระตุ้นการเติบโตหลักๆ คือ โทรศัพท์เคลื่อนที่, ชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์สำหรับยานยนต์, ชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์ทางการแพทย์, และชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์อุตสาหกรรม นอกจากนี้ SEMI ยังรายงานด้วยว่ายอดขายอุปกรณ์เซมิคอนดักเตอร์ในอเมริกาเหนืออยู่ที่ 2.27 พันล้านดอลลาร์สหรัฐในเดือนกรกฎาคม เพิ่มขึ้น 33% YoY บ่งชี้ถึงอุปสงค์ที่แข็งแกร่งอย่างต่อเนื่องในห่วงโซ่อุปทานการผลิตชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์

ยอดขายสมาร์ทโฟนจะเติบโตที่ CAGR 3.3% ในปี 2559-2564 เมื่ออิงกับตัวเลขคาดการณ์ล่าสุดโดย International Data Corporation (IDC) เมื่อวันที่ 29 สิงหาคม IDC คาดว่ายอดขายจัดส่งสมาร์ทโฟนทั่วโลกจะเติบโตอย่างต่อเนื่องไปจนถึงปี 2564 และคาดการณ์อัตราการเติบโตเฉลี่ยสะสมต่อปี (CAGR) ที่ 3.3% ปัจจัยกระตุ้นการเติบโตจะมาจากอุปสงค์ใหม่และการซื้อทดแทน (ประมาณ 2 ปี) ทั้งนี้ IDC คาดว่าประชากรครึ่งหนึ่งของโลกใช้สมาร์ทโฟน ณ สิ้นปี 2559 ซึ่งสะท้อนถึงโอกาสเติบโตได้อีกมาก แม้ IDC คาดว่ายอดขายจัดส่งสมาร์ทโฟนจะเติบโตเพียง 1.7% ในปี 2560 แต่คาดว่าราคายเฉลี่ยจะเพิ่มขึ้นมากกว่า 7% ในปี 2560 โดยได้รับปัจจัยหนุนจากการเติบโตอย่างแข็งแกร่งในกลุ่มสมาร์ทโฟนระดับบนและ phablet ระดับพรีเมียม เราเชื่อว่าการเติบโตในกลุ่มชิ้นส่วนสมาร์ทโฟนจะสูงกว่าการเติบโตของยอดขายจัดส่งสมาร์ทโฟน เนื่องจากมีชิ้นส่วนมากขึ้นสำหรับการใช้งานที่มากขึ้นในสมาร์ทโฟน 1 เครื่อง

กลุ่มชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์จะเข้าสู่ช่วง peak ตามฤดูกาลในไตรมาส 3/60 ก่อนที่จะอ่อนตัวลงเล็กน้อยในไตรมาส 4/60 โดยปกติแล้วไตรมาส 3 มักจะเป็น peak season สำหรับกลุ่มชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์ แต่ปีนี้เราเชื่อว่าอเดอร์ในไตรมาส 3/60 บางส่วนจะเลื่อนมายังไตรมาส 4/60 เพราะต้องใช้ระยะเวลาจัดหาวัตถุดิบนานขึ้น ซึ่งหมายความว่ากำไรในไตรมาส 4/60 จะลดลง QoQ น้อยกว่าปกติ

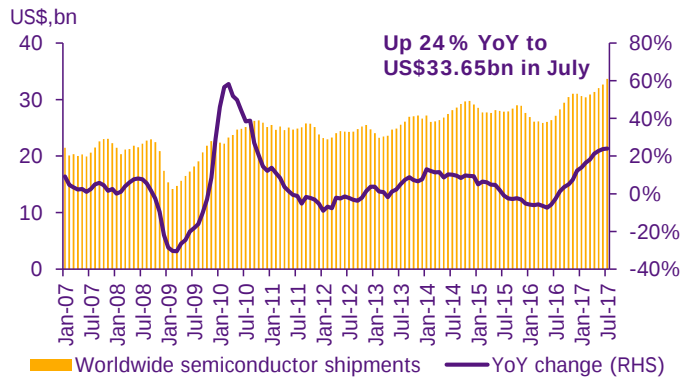
แต่จะมีแรงกดดันต่ออัตรากำไรอยู่บ้างจากประเด็นอัตราแลกเปลี่ยนและวัตถุดิบ อัตรากำไรของบริษัทผู้ผลิตชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์ไทยตกอยู่ภายใต้แรงกดดันจาก: 1) เงินบาทที่แข็งค่าขึ้น 8% YTD เมื่อเทียบกับดอลลาร์สหรัฐ เพราะรายได้ส่วนใหญ่อยู่ในสกุลดอลลาร์สหรัฐ, เงินบาทที่แข็งค่าขึ้นทุกๆ 1 บาทจะส่งผลกระทบต่อกำไรลดลง 5-8%; และ 2) การขาดแคลนวัตถุดิบ หรือราคาวัตถุดิบที่สูงขึ้น โดยมีสาเหตุมาจากอุปสงค์ที่เติบโตอย่างรวดเร็วในปีนี้เป็นพิเศษสำหรับประเด็นหลัง KCE และ SVI ได้รับผลกระทบมากที่สุด จากราคาแผ่นทองแดงบางที่สูงขึ้นสำหรับ KCE และการขาดแคลนวัตถุดิบอย่างรุนแรงเพื่อใช้ผลิตผลิตภัณฑ์อุตสาหกรรมบางอย่างสำหรับ SVI สถานการณ์เหล่านี้จะเกิดขึ้นต่อเนื่องในปี

HANA เป็น top pick ในกลุ่มชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์ ปัจจุบันเราชอบ HANA มากที่สุดในกลุ่มชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์: 1) บริษัทจะได้รับประโยชน์มากที่สุดจากยอดขายเซมิคอนดักเตอร์ทั่วโลกที่เติบโตอย่างรวดเร็วและยอดขายสมาร์ทโฟนที่เติบโตอย่างต่อเนื่อง, 2) บริษัทจะรายงานกำไรเติบโต YoY ในไตรมาส 3/60 สูงที่สุด, 3) บริษัทได้รับผลกระทบจากประเด็นวัตถุดิบน้อยกว่า SVI และ KCE, 4) บริษัทให้ผลตอบแทนจากเงินปันผลสูงที่สุดที่ 4.3% จากผลการดำเนินงานปี 2560 และ 5) หุ้น HANA ซื้อขายที่ PE ปี 2560 ถูกที่สุด 15.3 เท่า เทียบกับค่าเฉลี่ยของกลุ่มเดียวกันที่ 18.5 เท่า เราให้ราคาเป้าหมายกลางปี 2561 ที่ 49 บาท

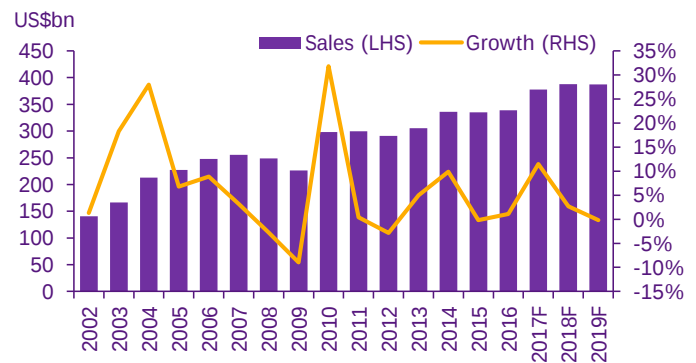
Valuation summary

	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
DELTA	Sell	92.75	76.0	(14.7)	21.7	19.4	17.8	(17)	12	9	3.6	3.4	3.2	17	18	19	3.2	3.3	3.6	15.2	13.4	12.2
HANA	Buy	46.75	49.0	9.1	18.6	15.3	13.5	(13)	21	14	1.9	1.8	1.7	10	12	13	4.3	4.3	4.3	8.4	7.3	6.3
KCE	Buy	95.25	95.0	2.2	19.0	21.5	16.7	31	(12)	29	5.6	4.9	4.2	32	24	27	2.2	2.4	2.8	14.7	15.9	12.9
SVI	Buy	5.10	6.3	25.1	20.0	17.7	12.1	(17)	13	47	1.6	1.5	1.4	9	9	12	1.6	1.6	2.4	9.3	8.1	5.7
Average					19.8	18.5	15.0	(4)	9	24	3.2	2.9	2.6	17	16	18	2.8	2.9	3.3	11.9	11.2	9.3

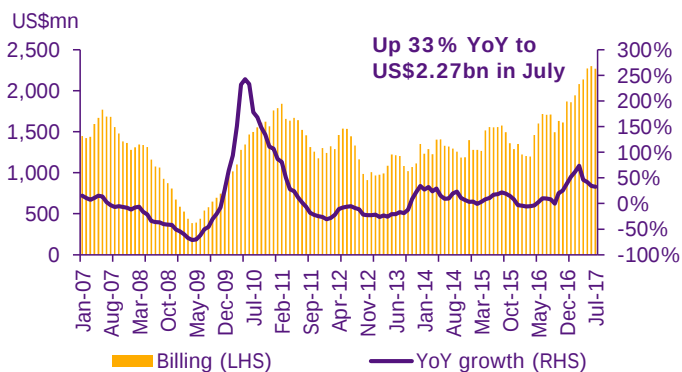
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: Worldwide semiconductor monthly sales

Source: WSTS, SIA

Figure 2: Worldwide semiconductor market

Source: WSTS, SIA

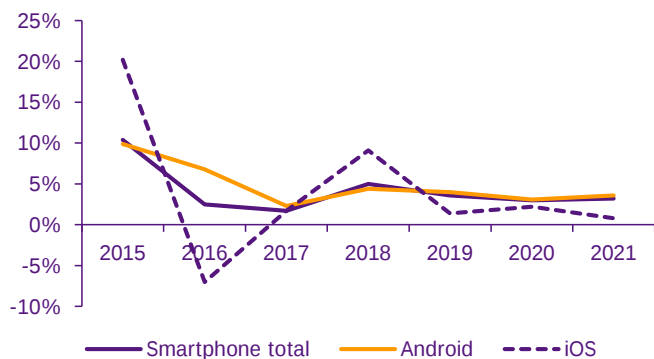
Figure 3: N. American semi. equipment billing

Source: SEMI.org, Note: 3 month average

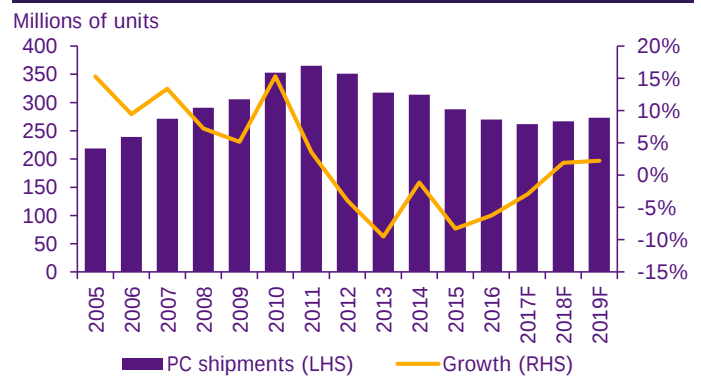
Figure 4: Worldwide Smartphone Platform Shipments

Platform	2017 Shipment Vol (mn)	2017 YoY growth	2021 Shipment Vol (mn)	2021 YoY Growth	2016-2021 CAGR
Android	1,276.0	2.3%	1,476.4	3.6%	3.50%
iOS	218.7	1.5%	249.3	0.8%	3.00%
Others	2.7	-74.5%	1.2	-3.5%	-34.90%
Total	1,497.5	1.7%	1,730.0	3.2%	3.30%

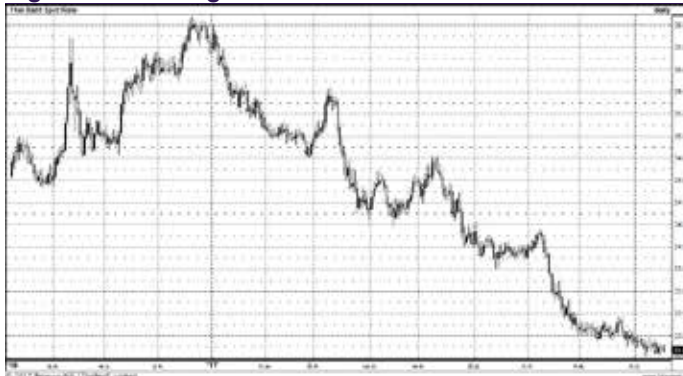
Source: IDC Worldwide Quarterly Mobile Phone Tracker, August 29, 2017

Figure 5: Worldwide Smartphone YoY Growth, 2015-21

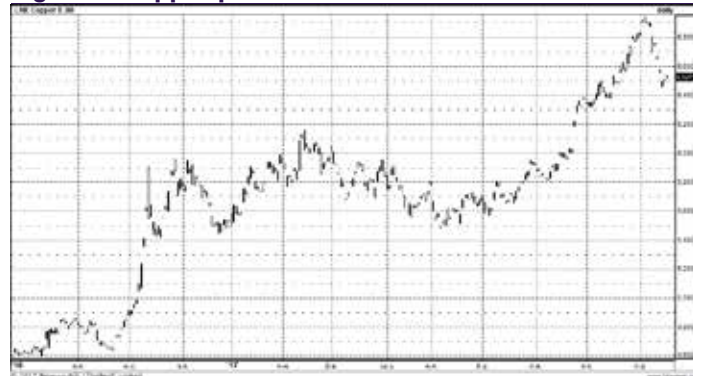
Source: IDC

Figure 6: Worldwide PC shipments

Source: Gartner (July 2017)

Figure 7: Exchange rate: Bt/US\$

Source: Biznews

Figure 8: Copper price

Source: Biznews

ชัยภัทร ธนวัฒน์

นักวิเคราะห์การลงทุนวิจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1005

chaipat.thanawattano@scb.co.th

แนวโน้มราคาน้ำมันสดไล่ขึ้นในระยะสั้น

- ธุรกิจกลั่นน้ำมันเป็นส่วนสำคัญที่ช่วยสนับสนุนผลการดำเนินงานของกลุ่มพลังงานในไตรมาส 3/60 และอาจจะชะลอตัวลงในไตรมาส 4/60
- ภาวะตลาดหมีของราคาน้ำมันไม่น่าจะเกิดขึ้นในฤดูหนาวที่กำลังจะมาถึง เพราะโอเปกน่าจะขยายระยะเวลาควบคุมปริมาณการผลิตน้ำมันไปจนถึงเดือนกันยายน 2561
- **Top picks: PTT และ BCP**

ธุรกิจกลั่นน้ำมันช่วยสนับสนุนผลการดำเนินงานของกลุ่มพลังงานในไตรมาส 3/60 ดัชนีกลุ่มพลังงานปรับตัวเพิ่มขึ้น 10% QTD, outperform SET index ซึ่งปรับขึ้นมาเพียง 5% performance ของกลุ่มพลังงานได้รับปัจจัยกระตุ้นหลักๆ จากผู้ประกอบการปลายน้ำอย่างโรงกลั่นน้ำมัน ซึ่งราคาหุ้นปรับขึ้นมาในช่วง 13-18% ใกล้เคียงกับราคาน้ำมันที่ปรับตัวเพิ่มขึ้น 15-16% ซึ่งน่าจะส่งผลดีต่อผู้ประกอบการเหล่านี้ในแง่ของกำไรจากสต็อกน้ำมัน >3 ดอลลาร์สหรัฐ/บาร์เรลในไตรมาสดังกล่าว อย่างไรก็ตาม performance ของหุ้นผู้ประกอบการต้นน้ำอย่าง PTTEP ยังคงล้าหลังกลุ่มและหุ้นกลุ่มเดียวกันในตลาดภูมิภาค เมื่อรวมกับ sentiment ที่เป็นบวกมากขึ้นต่อการประชุมสมัชชาปิโตรเลียมที่กำลังจะมาถึงซึ่งจะส่งผลทำให้ความกังวลเกี่ยวกับแหล่งก๊าซหลักๆ ในประเทศไทย 2 แหล่งของบริษัทหมดไป เราคาดว่าตลาดจะกลับมาให้ความสนใจต่อ PTTEP มากขึ้น

แนวโน้มราคาน้ำมัน: ได้เวลาหมีจำศีล ราคาน้ำมันในไตรมาส 3/60 แข็งแกร่งกว่าที่เราคาดการณ์ไว้ โดยได้รับปัจจัยหนุนจากสต็อกน้ำมันในสหรัฐฯ ที่ค่อยๆ ปรับตัวลดลงสู่ระดับค่าเฉลี่ย 5 ปี ซึ่งเป็นระดับเป้าหมายของโอเปกในการควบคุมปริมาณการผลิตน้ำมันมาตั้งแต่เดือนพฤศจิกายน 2559 การประชุมประจำปีของโอเปกในเดือนพฤศจิกายน 2560 จะมีการลงมติว่าจะขยายระยะเวลาควบคุมปริมาณการผลิตออกไปอีก 6 เดือนจนถึงเดือนกันยายน 2561 เพื่อพยุงราคาน้ำมันไว้ในระดับสูงหรือไม่ เรามองว่าเรื่องนี้จะได้รับการสนับสนุนจากซาอุดีอาระเบียซึ่ง Saudi Aramco (บริษัทน้ำมันแห่งชาติของซาอุดีอาระเบีย) วางแผนทำ IPO ในไตรมาส 4/61 ดังนั้นเราเชื่อว่าภาวะตลาดหมีของราคาน้ำมันไม่น่าจะเกิดขึ้นในฤดูหนาวที่กำลังจะมาถึงในไตรมาส 4/60-ไตรมาส 1/61 เพื่อดูทิศทางของราคาน้ำมันในระยะ 6 เดือนข้างหน้า อย่างไรก็ตาม ราคาน้ำมันยังไม่แน่ว่าจะปรับตัวขึ้นแรงเมื่อพิจารณาจากการผลิต shale oil ในสหรัฐฯ

ราคาน้ำมันที่สูงขึ้นจะส่งผลดีต่อผู้ประกอบการโรงกลั่นน้ำมันในระยะสั้น เรายังคงมุมมองที่ว่าผู้ประกอบการโรงกลั่นน้ำมันน่าจะได้รับประโยชน์ภายใต้สภาวะราคาน้ำมันต่ำในระยะยาวมากกว่า แต่ผู้ประกอบการเหล่านี้ก็อาจจะได้รับประโยชน์จากราคาน้ำมันที่สูงขึ้นในระยะสั้นจากกำไรสต็อกน้ำมันด้วย นอกจากนี้ผลการดำเนินงานของผู้ประกอบการโรงกลั่นน้ำมันยังน่าจะได้รับประโยชน์จากค่าการกลั่นที่ดีในไตรมาส 3/60 โดยได้รับปัจจัยกระตุ้นจากการผลิตที่หยุดชะงักลงสืบเนื่องมาจากผลกระทบของเฮอริเคนฮาร์วีย์ตอนปลายเดือนสิงหาคม-กันยายนด้วย ทั้งนี้อัตรากำไรเฉลี่ยของโรงกลั่นน้ำมัน hydrocracking ในสิงคโปร์ปรับตัวเพิ่มขึ้นจาก 6.4 ดอลลาร์สหรัฐ/บาร์เรลในไตรมาส 2/60 สู่ 8.2 ดอลลาร์สหรัฐ/บาร์เรลในไตรมาส 3/60 ถึงปัจจุบันซึ่งเป็นระดับสูงที่สุดนับตั้งแต่ไตรมาส 2/58 ต่อจากนั้นก็ปรับตัวลดลง QoQ ในไตรมาส 4/60 เมื่ออุปสงค์น้ำมันเบนซินชะลอตัวลง และการผลิตที่หยุดชะงักก็กลับมาดำเนินงานได้ตามปกติ เราเชื่อว่าราคาหุ้นที่ปรับตัวขึ้นมามากของบริษัทกลั่นน้ำมันจดทะเบียนน่าจะสะท้อนกำไรที่ดีในไตรมาส 3/60 ไปค่อนข้างมากแล้ว

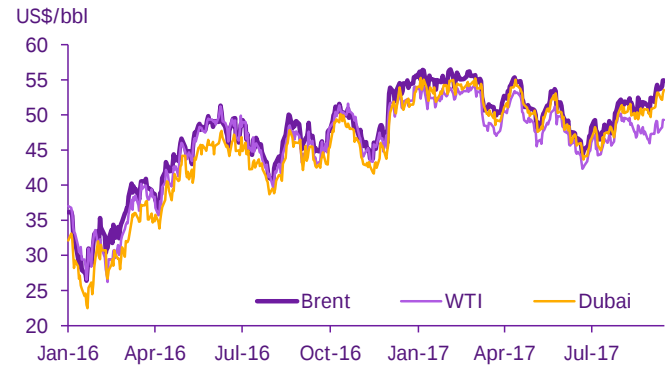
แนะนำซื้อหุ้นที่ประกอบธุรกิจน้ำมันครบวงจรและหุ้นโรงกลั่นน้ำมันที่ราคาหุ้นปรับตัวขึ้นช้า ในภาวะที่ราคาน้ำมันดิบมีแนวโน้มปรับตัวขึ้นอย่างน้อยในไตรมาส 4/60-ไตรมาส 1/61 เราเชื่อว่าตลาดจะกลับมาให้ความสนใจต่อหุ้นผู้ประกอบการต้นน้ำซึ่งราคาหุ้นยังปรับตัวตามหลังกลุ่มพลังงานและราคาน้ำมัน เราเลือก PTTEP และ PTT สำหรับพัฒนาการเชิงบวกของราคาน้ำมัน เรายังคงชอบ PTT ในภาวะที่ราคาน้ำมันผันผวน: บริษัทรายงานกำไรปกติที่แข็งแกร่งในช่วง 2 ปีที่ผ่านมา โดยได้รับปัจจัยหนุนจากการทำธุรกิจพลังงานแบบครบวงจร ความเสี่ยงของสองบริษัทนี้จากการบันทึกค่าใช้จ่ายด้วยค่าจากมูลค่าสินทรัพย์ที่ปรับตัวลดลงน่าจะมีจำกัด นอกจากนี้เรายังเลือกหุ้นพลังงานปลายน้ำ ซึ่ง top pick ของเรา คือ BCP เพราะ valuation น่าสนใจ และราคาหุ้นยังปรับขึ้นช้ากว่าหุ้นอื่นๆ ในกลุ่มเดียวกัน

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
BCP	Buy	38.00	42.0	15.5	12.7	10.2	8.8	(10)	24	16	1.3	1.2	1.2	11	13	14	5.3	5.0	5.8	6.3	5.0	4.2
ESSO	Neutral	11.60	10.8	(0.9)	6.0	6.5	7.2	291	(8)	(8)	1.9	1.5	1.3	39	26	20	0.0	6.0	5.2	6.1	5.5	5.4
IRPC	Buy	6.35	6.0	(2.0)	10.2	11.4	9.5	82	(11)	20	1.6	1.5	1.3	16	13	15	3.0	3.5	4.3	9.3	8.8	6.9
PTT	Buy	416.00	484.0	20.4	12.2	10.7	9.9	(1)	14	8	1.0	0.9	0.9	9	9	9	3.8	4.1	4.3	4.5	3.9	3.5
PTTEP	Buy	90.00	100.0	15.0	20.0	16.9	13.8	15	18	22	0.9	0.9	0.8	4	5	6	3.6	3.9	4.5	2.9	3.4	3.0
SPRC	Neutral	17.50	15.0	(8.6)	9.3	9.7	11.7	0	(4)	(17)	1.8	1.8	1.7	21	19	15	11.4	5.7	5.7	6.1	5.9	6.5
TOP	Sell	93.00	86.0	(2.8)	9.0	10.6	9.9	56	(15)	7	1.8	1.6	1.5	21	16	16	4.8	4.7	4.9	6.0	6.0	5.5
Average					11.3	10.9	10.1	10	8.0	9	1.5	1.3	1.2	17	14	13	4.6	4.7	5.0	5.9	5.5	5.0

Source: SCBS Investment Research

Figure 1: Benchmark crude oil price



Source: Bloomberg Finance LP, SCBS Investment Research

Figure 2: Light-heavy crude premium*

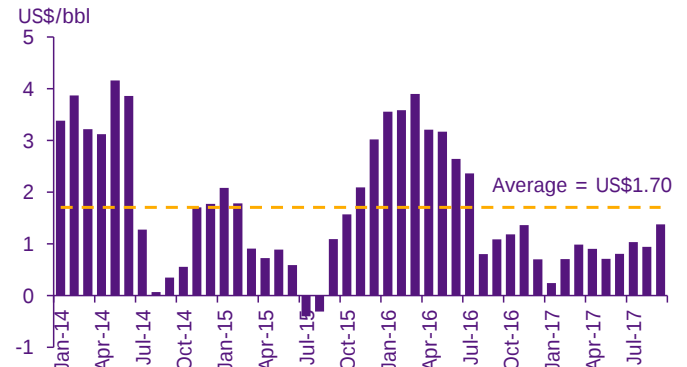
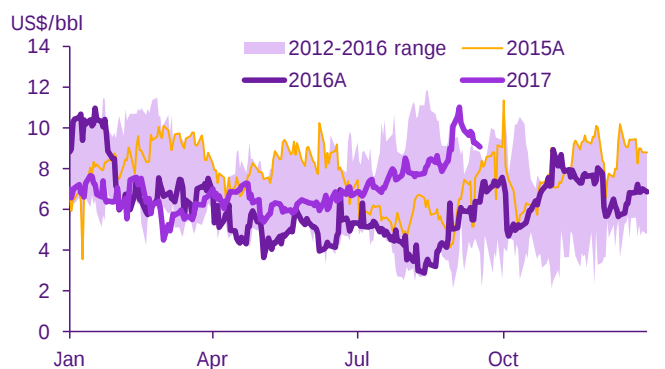
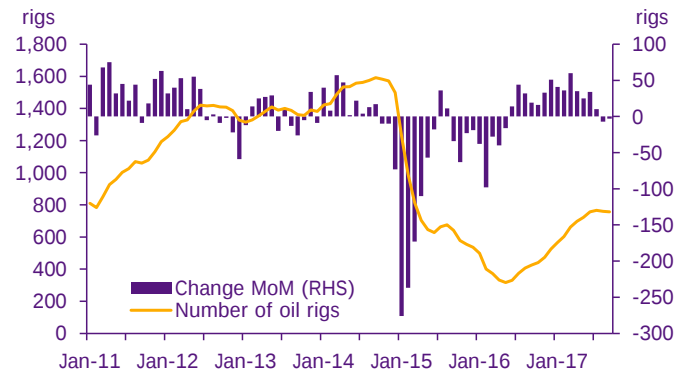
Source: Bloomberg Finance LP, SCBS Investment Research
Note: * Brent-Dubai crude oil price differential

Figure 3: Singapore GRM



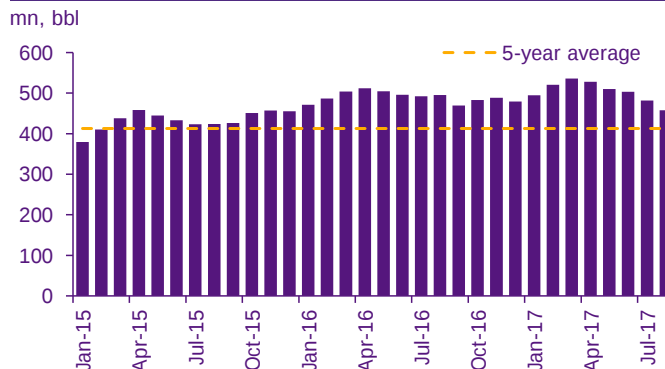
Source: Reuters, SCBS Investment Research

Figure 4: US rig count (oil)



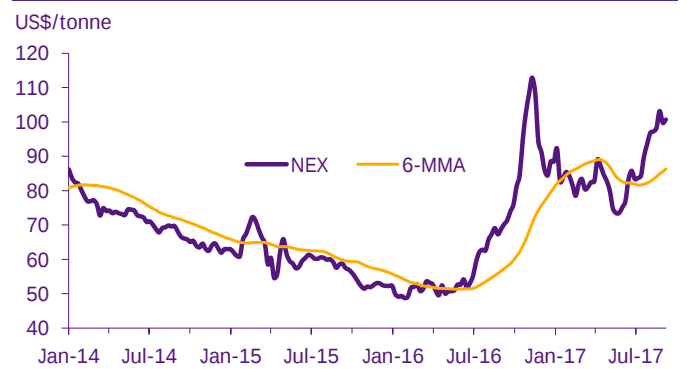
Source: Baker Hughes, SCBS Investment Research

Figure 5: US crude oil stock



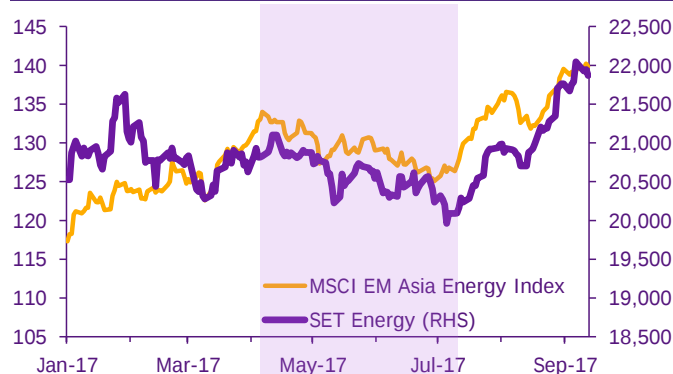
Source: Bloomberg Finance LP, SCBS Investment Research

Figure 6: Regional thermal coal price index



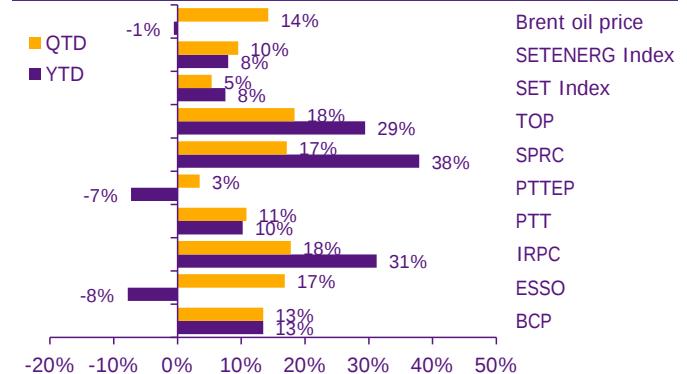
Source: NEX, SCBS Investment Research

Figure 7: MSCI Energy (EM) vs. Thailand Energy Index



Source: Bloomberg Finance LP, SCBS Investment Research

Figure 8: Share price performance (QTD and YTD)



Source: Bloomberg Finance LP, SCBS Investment Research

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

ตกอยู่ภายใต้หลักเกณฑ์ที่เข้มงวดมากขึ้น

■ เราคาดว่าหลักเกณฑ์ที่เข้มงวดมากขึ้นสำหรับสินเชื่อบัตรเครดิตและสินเชื่อส่วนบุคคลจะส่งผลกระทบต่อ NIM ของ KTC และ AEONTS อย่างหนัก และมีแนวโน้มเติบโตจำกัด

■ แนะนำ “ขาย” KTC และ AEONTS เนื่องจากความเสี่ยงด้านหลักเกณฑ์ที่สูงขึ้น

NIM จะได้รับผลกระทบอย่างหนักจากการลดอัตราดอกเบี้ยสินเชื่อบัตรเครดิต การประกาศปรับลดเพดานอัตราดอกเบี้ยสินเชื่อบัตรเครดิตจาก 20% สู่ 18% มีตั้งแต่วันที่ 1 กันยายน 2560 จะส่งผลกระทบต่อ NIM ของทั้ง KTC และ AEONTS สินเชื่อบัตรเครดิตคิดเป็นสัดส่วน 66% ของพอร์ตสินเชื่อของ KTC และ 44% ของพอร์ตสินเชื่อของ AEONTS เราคำนวณได้ว่าการลดอัตราดอกเบี้ยสินเชื่อบัตรเครดิตลง 2% จะส่งผลกระทบต่อกำไรทั้งปีของ KTC ลดลงประมาณ 20% และกำไรทั้งปีของ AEONTS ลดลงประมาณ 15%

แนวโน้มการขยายตัวของสินเชื่อถูกควบคุมโดยหลักเกณฑ์ที่เข้มงวดมากขึ้น เราคาดว่าทั้ง KTC และ AEONTS จะเผชิญกับการขยายสินเชื่อได้น้อยลงในปี 2560 และปี 2561 โดยมีสาเหตุมาจากหลักเกณฑ์ที่เข้มงวดมากขึ้นเกี่ยวกับวงเงินสินเชื่อสูงสุดสำหรับบัตรเครดิตและสินเชื่อส่วนบุคคล ซึ่งมีผลบังคับใช้ตั้งแต่วันที่ 1 กันยายน 2560 สำหรับสินเชื่อบัตรเครดิต วงเงินสินเชื่อสูงสุดจะปรับลดลงจาก 5 เท่า สู่ 1.5 เท่าของรายได้ต่อเดือนต่อสถาบันการเงิน สำหรับผู้สมัครรายใหม่ที่มีรายได้ต่อเดือนต่ำกว่า 30,000 บาท และ 3 เท่าสำหรับผู้สมัครรายใหม่ที่มีรายได้ต่อเดือน 30,000-50,000 บาท สำหรับสินเชื่อส่วนบุคคล วงเงินสินเชื่อสูงสุดสำหรับผู้สมัครรายใหม่ที่มีรายได้ต่อเดือนต่ำกว่า 30,000 บาท จะปรับลดลงจาก 5 เท่า สู่ 1.5 เท่าของรายได้ต่อสถาบันการเงิน และกำหนดไม่เกิน 3 สถาบันการเงิน KTC คาดว่าบริษัทจะได้รับผลกระทบน้อยมากจากการลดวงเงินสินเชื่อสำหรับผู้สมัครบัตรเครดิตและสินเชื่อส่วนบุคคลรายใหม่ เนื่องจากโดยปกติแล้วบริษัทให้วงเงินสินเชื่อที่ประมาณ 2-3 เท่าของรายได้ต่อเดือนสำหรับผู้สมัครรายใหม่ เราคาดว่าอัตราการขยายตัวของสินเชื่อของ KTC จะปรับลดลงจาก 13% ในปี 2559 สู่ 9% ในปี 2560 และ 7% ในปี 2561 เราคาดว่าอัตราการขยายตัวของสินเชื่อของ AEONTS จะปรับลดลงจาก 5% ในปีบัญชี 2559 สู่ 4% ในปีบัญชี 2560 และปีบัญชี 2561

คุณภาพสินทรัพย์ปรับตัวดีขึ้นอย่างต่อเนื่อง แม้หลักเกณฑ์ที่เข้มงวดมากขึ้นจะส่งผลกระทบต่อกระบวนการขยายสินเชื่อ แต่จะส่งผลดีต่อคุณภาพสินทรัพย์ และเราคาดว่าคุณภาพสินทรัพย์ทั้งของ KTC และ AEONTS จะปรับตัวดีขึ้นอย่างต่อเนื่อง AEONTS ติดตามหนี้ได้ดีขึ้นหลังจากบริษัทเพิ่มจำนวนพนักงานในทีมติดตามหนี้ในภาคใต้อีก 120 คน และย้ายศูนย์ติดตามหนี้ไปยังสำนักงานที่ใหญ่ขึ้นในไตรมาส 3 ปีบัญชี 59 ในขณะที่เดียวกัน KTC ก็เปลี่ยนแปลงกระบวนการติดตามหนี้เพื่อปรับปรุงคุณภาพสินทรัพย์ในไตรมาส 3/60

พรีวิวผลประกอบการไตรมาส 2 ปีบัญชี 60 ของ AEONTS เราคาดว่ากำไรสุทธิไตรมาส 2 ปีบัญชี 60 (มิถุนายน-สิงหาคม) ของ AEONTS จะเพิ่มขึ้น 8% YoY และจะอยู่ในระดับทรงตัว QoQ ทั้งนี้ในไตรมาส 2 ปีบัญชี 60 เราคาดว่า: 1) สินเชื่อจะขยายตัวเพิ่มขึ้น โดยได้รับปัจจัยกระตุ้นจากช่วงไฮซีซั่นสำหรับสินเชื่อส่วนบุคคลและแคมเปญการตลาดเชิงรุกมากขึ้นสำหรับบัตรเครดิต; 2) NIM ในระดับทรงตัว QoQ; และ 3) คุณภาพสินทรัพย์ที่ปรับตัวดีขึ้นหลังจากขยายทีมติดตามหนี้

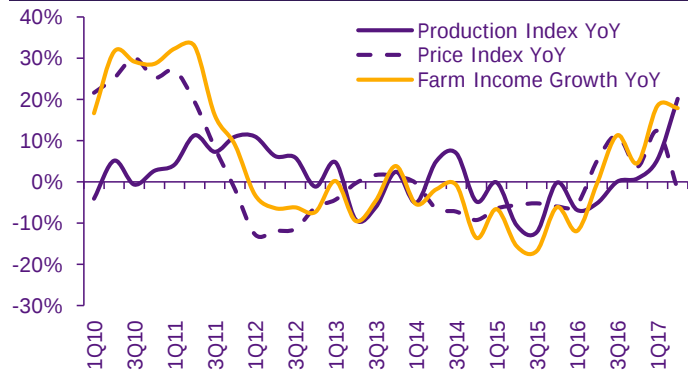
แนะนำ “ขาย” ทั้ง AEONTS และ KTC ผลกระทบจากหลักเกณฑ์ที่เข้มงวดมากขึ้นทำให้เราไม่คิดว่าสองบริษัทนี้จะสามารถรักษากำไรเอาไว้ไม่ให้ลดลงได้ในไตรมาส 4/60 และปี 2561

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
AEONTS	Sell	104.00	92.0	(8.1)	10.8	10.8	11.8	(2)	(0)	(8)	1.9	1.7	1.6	19	17	14	3.3	3.5	3.0
KTC	Sell	114.50	105.0	(4.5)	11.8	10.7	11.2	20	11	(5)	2.9	2.4	2.2	26	25	21	3.5	3.7	3.6
Average					11.3	10.7	11.5	9	5	(6)	2.4	2.1	1.9	22	21	17	3.4	3.6	3.3

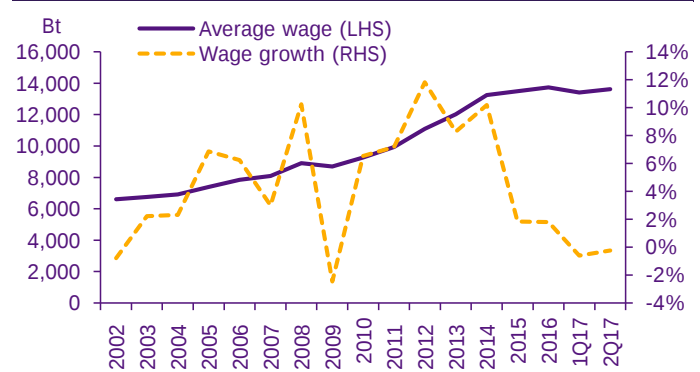
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: Farm income



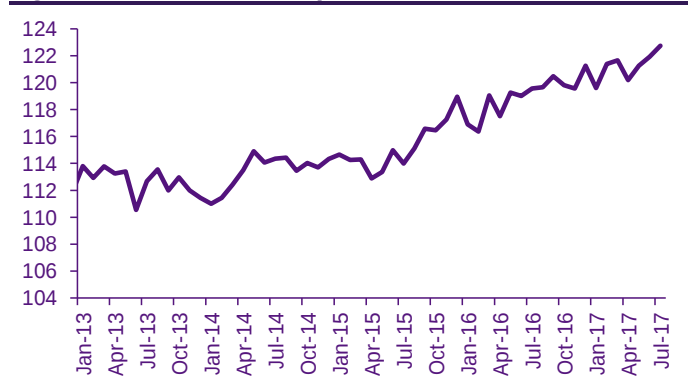
Source: NESDB, BoT and SCBS Investment Research

Figure 2: Average wages



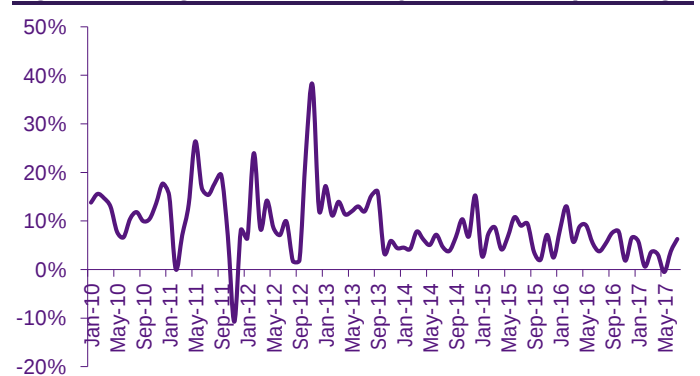
Source: BoT and SCBS Investment Research

Figure 3: Private consumption index



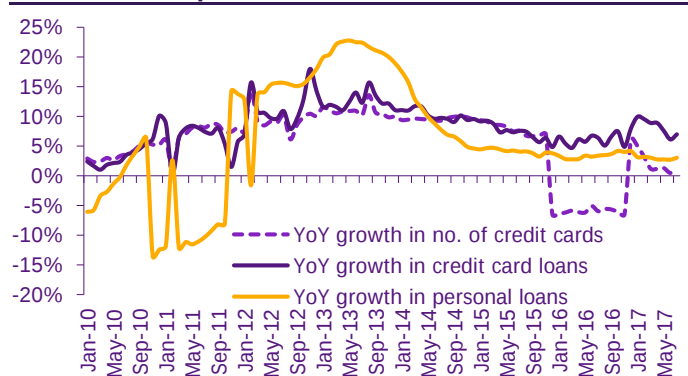
Source: BoT and SCBS Investment Research

Figure 4: YoY growth in monthly credit card spending



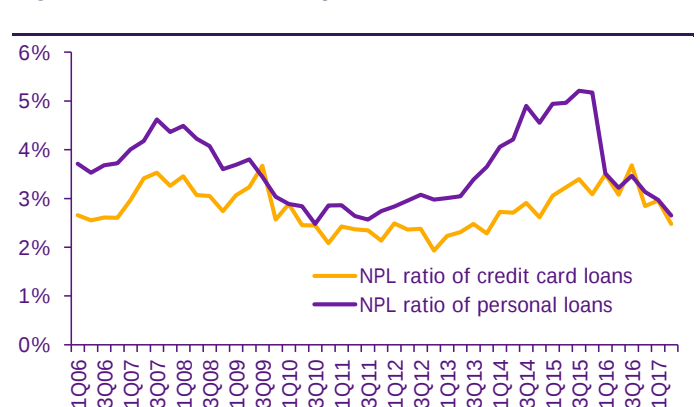
Source: BoT and SCBS Investment Research

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

ธุรกิจไก่ยังคงเป็นผู้นำกลุ่ม

- ธุรกิจไก่จะยังคงเป็นธุรกิจที่เติบโตดีที่สุดในกลุ่มอาหาร ตามด้วยธุรกิจกุ้งที่ปรับตัวดีขึ้น (ปริมาณขายแข็งแกร่ง) และธุรกิจแชลมอนกับธุรกิจหมูที่ฟื้นตัวดีขึ้น (จากการปรับอุปทาน)
- ต้องจับตาธุรกิจหมู เนื่องจากต้นทุนวัตถุดิบปรับตัวเพิ่มขึ้นในระยะหลังนี้
- Top picks ของเรา คือ GFPT และ CPF

ธุรกิจไก่: แข็งแกร่ง ในไตรมาส 3/60 ถึงปัจจุบัน ส่วนต่างราคาไก่กับต้นทุนอาหารสัตว์เพิ่มขึ้น 11% YoY โดยได้รับปัจจัยหนุนจากราคาไก่ในประเทศที่มีเสถียรภาพ (38 บาท/กก., ทรงตัว YoY) ขณะที่ต้นทุนอาหารสัตว์ลดลง (ราคาข้าวโพดลดลงสู่ 8.5 บาท/กก., -2% YoY, และราคาถั่วเหลืองลดลงสู่ 15.0 บาท/กก., -15% YoY) เราคาดว่าส่วนต่างราคาไก่กับต้นทุนอาหารสัตว์จะเพิ่มขึ้น YoY อย่างต่อเนื่องในช่วงที่เหลือของปี 2560 เพราะต้นทุนอาหารสัตว์อยู่ในระดับต่ำอย่างต่อเนื่อง และราคาผลิตภัณฑ์แข็งแกร่ง โดยได้รับปัจจัยหนุนจากอุปสงค์จำนวนมากในตลาดส่งออกจากการกลับมาเปิดตลาดนำเข้าเนื้อไก่แช่แข็งจากประเทศไทย (เกาหลีใต้และสิงคโปร์), เรื่องอื้อฉาวในอุตสาหกรรมอาหารของบราซิล, และปัญหาโรคระบาดในประเทศอื่นๆ

หลังจากมีประเด็นความปลอดภัยด้านอาหารในบราซิลเมื่อปลายเดือนมีนาคม ปริมาณการส่งออกเนื้อไก่ไทยก็เติบโตในอัตราเร็วขึ้นจาก 9% YoY ในไตรมาส 1/60 สู่ 13% YoY ในไตรมาส 2/60 และ 12% YoY ในเดือนกรกฎาคม 2560 ในด้านราคา ราคาส่งออกเนื้อไก่ไทยปรับตัวดีขึ้นจาก 3,611 ดอลลาร์สหรัฐ/ตัน (ทรงตัว YoY) ในไตรมาส 1/60 สู่ 3,784 ดอลลาร์สหรัฐ/ตัน (+1% YoY) ในไตรมาส 2/60 และ 3,780 ดอลลาร์สหรัฐ/ตัน (+3% YoY) ในเดือนกรกฎาคม 2560 หลักๆ เกิดจากราคาส่งออกเนื้อไก่แช่แข็งที่สูงขึ้น ราคาส่งออกที่สูงขึ้นน่าจะช่วยชดเชยผลกระทบของเงินบาทที่แข็งค่าเมื่อเทียบกับดอลลาร์สหรัฐ ทั้งนี้ในช่วง 7 เดือนแรกปี 60 การส่งออกไก่ไทยเติบโตอย่างโดดเด่น: ญี่ปุ่น (+21% YoY), เกาหลีใต้ (+289% YoY), สิงคโปร์ (+14% YoY),ฮ่องกง (+25% YoY), และมาเลเซีย (+184% YoY)

ธุรกิจหมู: ผ่านจุดต่ำสุดไปแล้ว ในไตรมาส 3/60 ถึงปัจจุบัน ส่วนต่างราคากับต้นทุนอาหารสัตว์ปรับตัวลดลง 16% YoY เพราะราคาหมูในประเทศ (61 บาท/กก., -13% YoY) ลดลงเร็วกว่าต้นทุนอาหารสัตว์ แต่ยังสามารถทำกำไรได้ ราคาหมูในเวียดนามทำสถิติต่ำสุดที่ 22,000 ดองเวียดนาม/กก. (34 บาท/กก., -55% YoY) ในไตรมาส 2/60 แต่ฟื้นตัวสู่ 30,400 ดองเวียดนาม/กก. (45 บาท/กก., -36% YoY) ในเดือนกรกฎาคม และปรับขึ้นอีกในเดือนสิงหาคม โดยได้รับปัจจัยหนุนจากการลดอุปทานในตลาดหลังจากมีผลขาดทุนจำนวนมากในช่วงครึ่งแรกปี 60 และการกลับมาเปิดการค้าชายแดนระหว่างเวียดนามกับจีน ในด้านต้นทุน จุดคุ้มทุนของ CPF อยู่ที่ 33,000-34,000 ดองเวียดนาม/กก. (50 บาท/กก.) ในขณะที่ผู้เลี้ยงหมูรายย่อยมีต้นทุนสูงกว่าบริษัทประมาณ 10-15% อุปทานที่ลดลงอย่างต่อเนื่องน่าจะทำให้ราคาหมูในเวียดนามปรับตัวขึ้นอีก ซึ่งจะช่วยสนับสนุนราคาหมูในประเทศไทยและกัมพูชาในช่วงครึ่งหลังปี 60 และปี 2561

ธุรกิจกุ้ง: ปรับตัวดีขึ้น ในไตรมาส 3/60 ถึงปัจจุบัน ราคากุ้งในประเทศอยู่ในระดับทรงตัว YoY ที่ 170 บาท/กก. แม้สถานการณ์น้ำท่วมและฝนตกหนักในปีนี้ทำให้การผลิตกุ้งล่าช้า แต่ปริมาณผลผลิตกุ้งไทยยังมีแนวโน้มเติบโต 5-10% YoY ในปี 2560 ทั้งนี้แม้อุปทานเพิ่มขึ้น แต่ราคากุ้งในประเทศยังแข็งแกร่ง โดยได้รับปัจจัยหนุนจากอุปสงค์จำนวนมากจากสหรัฐและญี่ปุ่น และอุปสงค์ที่เพิ่มขึ้นจากจีนซึ่งได้รับผลกระทบจากโรคในกุ้ง (โรคตัวแดงดวงขาว และ EMS) ทำให้ผลผลิตกุ้งในจีนปรับตัวลดลง

ธุรกิจแชลมอน: ฟื้นตัว หลังจากปรับตัวเพิ่มขึ้นในช่วง 2 ปีที่ผ่านมา ในที่สุดราคาแชลมอนในไตรมาส 3/60 ถึงปัจจุบันก็เริ่มปรับตัวลดลง YoY สู่ 60 โครนอร์เวย์/กก., -3% YoY อันเป็นผลมาจากการปรับอุปทาน ทั้งนี้เมื่ออิงกับสัญญาล่วงหน้า พบว่าราคาแชลมอนในระยะ 12 เดือนข้างหน้าเปลี่ยนแปลงน้อยมากจากราคาในไตรมาส 3/60 ถึงปัจจุบัน ต้นทุนวัตถุดิบที่ลดลง และแผนฟื้นฟูธุรกิจแชลมอนของ TU ผ่านการปรับราคาใหม่ และทำสัญญาระยะสั้นลง น่าจะช่วยให้ธุรกิจแชลมอนฟื้นตัวจากขาดทุน 500 ล้านบาทในปี 2559 สู่จุดคุ้มทุนในปี 2560

ธุรกิจหมู: ต้นทุนยังสูง ในไตรมาส 3/60 ถึงปัจจุบัน ราคาหมูปรับตัวขึ้นสู่ระดับสูงสุดในรอบ 4 ปีที่ 1,965 ดอลลาร์สหรัฐ/ตัน, +37% YoY และ +11% QoQ รายงานข่าวระบุว่าราคาหมูจะยังอยู่ในระดับสูงในระยะสั้นจากสถานการณ์อุปทานตึงตัวเพราะจับปลาหมูได้น้อยและประเด็นความยั่งยืนในการจับปลา ต้นทุนวัตถุดิบหมูที่เพิ่มขึ้นส่งผลกระทบต่อผู้ผลิตหมูแบรนด์ เช่น TU เนื่องจากจะต้องใช้เวลาส่งผ่านต้นทุนด้วยการปรับราคาผลิตภัณฑ์เพิ่มขึ้น

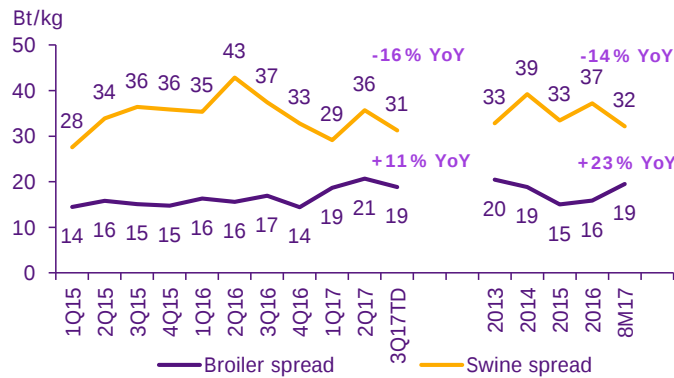
Top picks: GFPT และ CPF ในฐานะที่ประกอบธุรกิจไก่อย่างเดียว GFPT จึงมีแนวโน้มที่จะรายงานกำไรไตรมาส 3/60 เติบโต YoY ดีที่สุดในกลุ่มอาหาร โดยได้รับปัจจัยหนุนจากราคาผลิตภัณฑ์ที่สูงขึ้น, ต้นทุนอาหารสัตว์ที่ลดลง, และปริมาณการส่งออกที่ให้อัตรากำไรสูงที่ปรับตัวเพิ่มขึ้น นอกจากนี้เราก็คง CPF เนื่องจากเป็นหุ้น laggard ในกลุ่มอาหาร แต่กำไรสัญญาปรับตัวดีขึ้นในช่วงครึ่งหลังปี 60 โดยได้รับปัจจัยหนุนจากสถานการณ์อุปทานหมูในตลาดที่คลี่คลายลง บวกกับธุรกิจไก่และธุรกิจกุ้งที่แข็งแกร่ง

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	27.50	35.0	30.4	13.8	20.7	17.3	479	(34)	20	1.0	0.8	0.9	8	5	5	3.5	3.1	2.8	10.4	13.4	11.6
GFPT	Buy	20.20	23.0	15.6	15.9	13.2	11.9	34	20	11	2.3	2.0	1.8	16	17	16	1.5	1.7	1.9	10.8	9.1	8.5
TU	Buy	19.80	24.0	24.3	18.3	18.7	16.2	(14)	(2)	15	2.0	1.9	1.8	11	10	11	3.2	3.1	3.1	14.5	14.4	12.9
Average					16.0	17.5	15.1	166	(5)	15	1.8	1.6	1.5	12	11	11	2.7	2.6	2.6	11.9	12.3	11.0

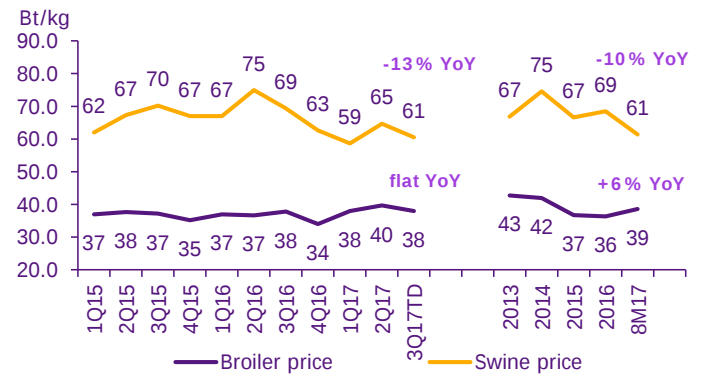
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: In 3Q17TD, broiler spreads picked up, but swine spreads declined



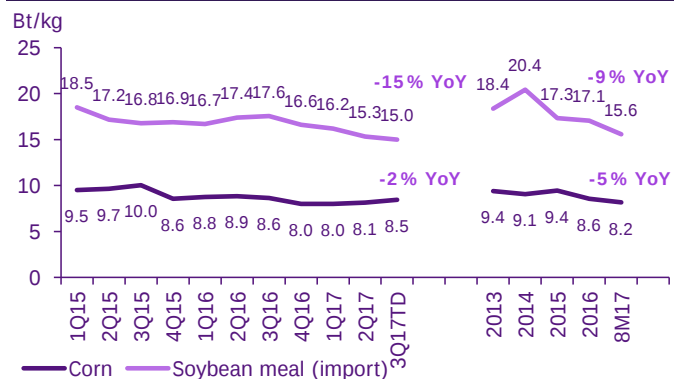
Source: Industry sources and SCBS Investment Research

Figure 2: In 3Q17TD, broiler price has been flat YoY, but swine price edged down YoY



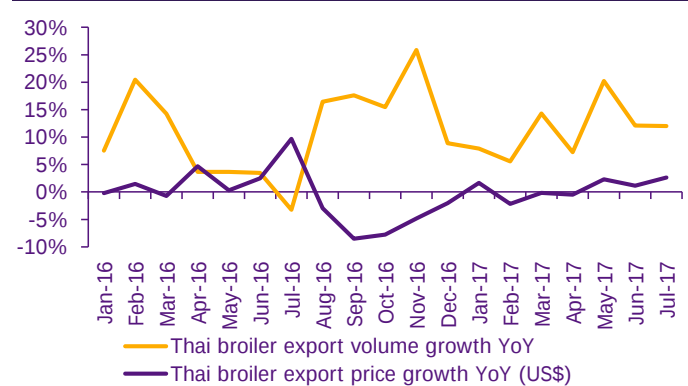
Source: Industry sources and SCBS Investment Research

Figure 3: In 3Q17TD, corn and soybean meal costs declined further



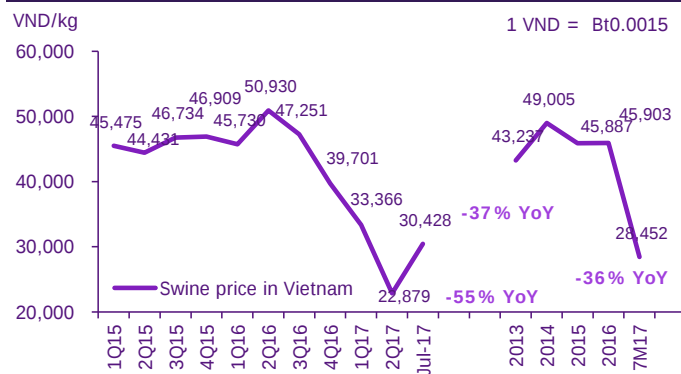
Source: Industry sources and SCBS Investment Research

Figure 4: In July 2017, Thai broiler export volume and price grew 12% YoY and 3% YoY, respectively



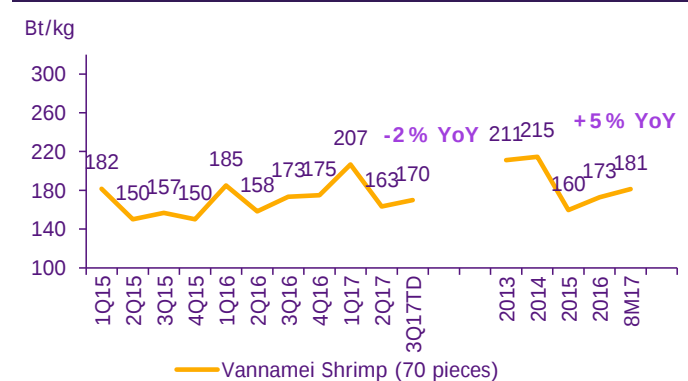
Source: OAE, MOC and SCBS Investment Research

Figure 5: Swine price in Vietnam bottomed out in 2Q17



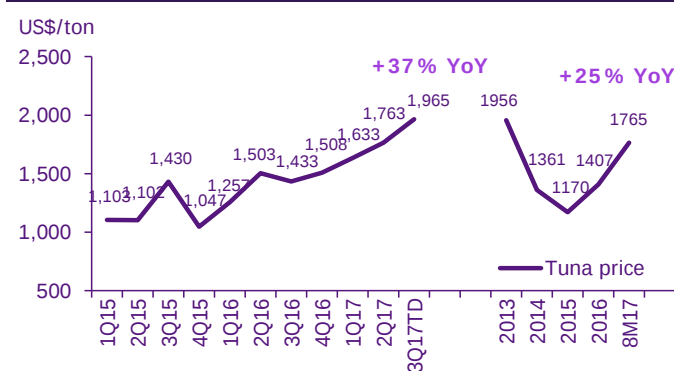
Source: Industry sources and SCBS Investment Research

Figure 6: In 3Q17TD, shrimp price has been stable YoY



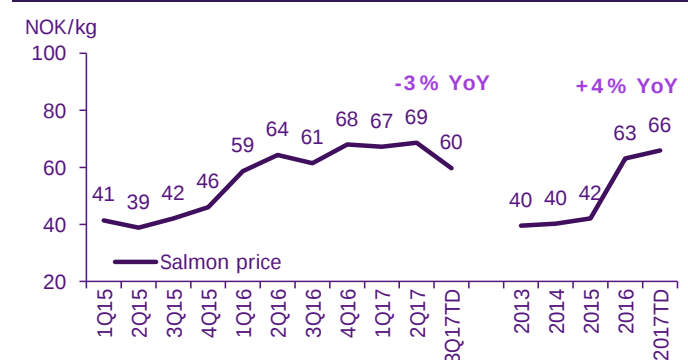
Source: Industry sources and SCBS Investment Research

Figure 7: In 3Q17TD, tuna price surged to hit 4-year high from low catches and sustainability issues



Source: Industry sources and SCBS Investment Research

Figure 8: In 3Q17TD, salmon price finally – after two years – began to come down YoY



Source: Fishpool and SCBS Investment Research

รวีบุษ ปิยะกรียงไกร

นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1002

raweenuch.piyakriengkai@scb.co.th

แข็งแรงแกร่งมากขึ้นในช่วงครึ่งหลังปี 60 และปี 2561

- ผลประกอบการไตรมาส 2/60 ช่วยยืนยันว่าการดำเนินงานปรับตัวดีขึ้น และเราคาดว่าผลประกอบการจะปรับตัวดีขึ้นอย่างต่อเนื่องในช่วงครึ่งหลังปี 60 โดยได้รับปัจจัยหนุนจากบริการผู้ป่วยต่างชาติที่ปรับตัวดีขึ้น, รายได้จากการให้บริการภายใต้โครงการประกันสังคมที่สูงขึ้น, และมาตรการควบคุมต้นทุน
- Top picks ของเราคือ BDMS (ราคาเป้าหมาย 27.5 บาท/หุ้น) และ CHG (ราคาเป้าหมาย 3.5 บาท/หุ้น) ซึ่งราคาหุ้นปรับตัวลดลงอย่างมาก และให้ผลตอบแทนที่น่าดึงดูดเมื่อเทียบกับความเสี่ยง แม้ริบาวด์ขึ้นมาแล้วในไตรมาส 3/60 ถึงปัจจุบัน แต่หุ้นสองตัวนี้ยังคงปรับตัว underperform ตลาด YTD อยู่ 16% และ 17% ตามลำดับ

ผลประกอบการปรับตัวดีขึ้นในไตรมาส 2/60 หลังจากผลประกอบการไตรมาส 4/59-ไตรมาส 1/60 ออกมาไม่ดีหวัง หุ่นกลุ่มการแพทย์ก็รายงานผลประกอบการที่ปรับตัวดีขึ้นในไตรมาส 2/60 หลักๆ ได้รับปัจจัยกระตุ้นจากรายได้ที่เพิ่มขึ้นจากจำนวนผู้ป่วยโรคระบาดที่สูงขึ้น (จำนวนผู้ป่วยโรคไข้หวัดใหญ่และไข้เลือดออกเพิ่มขึ้น 33% YoY ในไตรมาส 2/60 หลังจากลดลง 54% YoY ในไตรมาส 1/60) และบริการผู้ป่วยต่างชาติที่แข็งแกร่งมากขึ้น (นักท่องเที่ยวเข้ามาในประเทศไทยเพิ่มขึ้น +8% YoY ในไตรมาส 2/60)

ผลประกอบการจะปรับตัวดีขึ้นในช่วงครึ่งหลังปี 60 ผู้ป่วยโรคไข้หวัดใหญ่และไข้เลือดออกจำนวนมากในประเทศไทยในช่วงครึ่งหลังปี 59 สร้างฐานสูงที่อาจจะส่งผลทำให้เกิดความกังวลเกี่ยวกับผลการดำเนินงานช่วงครึ่งหลังปี 60 อย่างไรก็ดี เราเชื่อว่าผลกระทบจากความแตกต่างในระดับความรุนแรงในการระบาดของโรคต่อกำไรในช่วงครึ่งหลังปี 60 จะลดน้อยลง โดยได้รับอานิสงส์จากมาตรการควบคุมต้นทุน (BDMS), จำนวนผู้ป่วยต่างชาติที่เพิ่มขึ้นตามอุตสาหกรรมท่องเที่ยวไทยที่ปรับตัวดีขึ้น (BDMS และ BH), และรายได้เพิ่มเติมจากการเพิ่มอัตราเหมาจ่ายผู้ป่วยประกันสังคมที่มีผลบังคับใช้วันที่ 1 กรกฎาคม 2560 (BCH และ CHG)

แนวโน้มปี 2560 ในขณะที่โรงพยาบาลไทยเผชิญความผันผวนจากจำนวนผู้ป่วยโรคระบาดที่เปลี่ยนแปลงตลอดปี แต่เรายังคงมุมมองที่ว่าจำนวนผู้ป่วยโรคไข้หวัดใหญ่และไข้เลือดออกสร้างผลกระทบทางฤดูกาลแค่ช่วงสั้นๆ และไม่ใช้เครื่องชี้แนวโน้มผลการดำเนินงานของโรงพยาบาลแต่อย่างใด เราคาดว่าความต้องการใช้บริการทางการแพทย์จะเติบโตอย่างต่อเนื่อง โดยได้รับปัจจัยหนุนจากการเกิดโรคไม่ติดต่อเพิ่มมากขึ้นและความต้องการใช้บริการทางการแพทย์เพิ่มมากขึ้นจากการเปลี่ยนแปลงทางโครงสร้างประชากร ทั้งนี้ในระยะ 2 ปีข้างหน้า โรงพยาบาลขนาดกลางถึงเล็กอย่าง CHG และ BCH มีแนวโน้มที่จะรายงานกำไรปกติเติบโตอย่างแข็งแกร่งที่ CAGR 18% และ CAGR 17% โดยได้รับปัจจัยกระตุ้นจากรายได้ที่เพิ่มขึ้นจากบริการผู้ป่วยเงินสดและประกันสังคม กำไรปกติของ BH จะเติบโตปานกลางที่ CAGR 9% เราคาดว่ากำไรปกติของ BDMS จะเติบโตที่ CAGR 7% ในปี 2559-61 ต่ำกว่าบริษัทอื่นๆ ในกลุ่มเดียวกัน โดยมีสาเหตุมาจากการขาดทุนจากการเริ่มดำเนินงาน BDMS Wellness Clinic ในไตรมาส 4/60 เราคาดว่าขาดทุนที่ BDMS Wellness Clinic จะค่อยๆ ลดลงสู่ระดับที่พลิกกำไรกำไรได้ในปี 2564

Top picks คือ BDMS และ CHG หุ่นกลุ่มการแพทย์โดยรวมปรับตัวดีขึ้นในไตรมาส 3/60 ถึงปัจจุบัน (+23% สำหรับ BH, +12% สำหรับ BCH, +9% สำหรับ BDMS, และ +5% สำหรับ CHG เทียบกับ +6% สำหรับ SET) โดยได้รับปัจจัยหนุนจากผลประกอบการที่ปรับตัวดีขึ้นในไตรมาส 2/60 top picks ของเราคือ BDMS (ราคาเป้าหมาย 27.5 บาท) และ CHG (ราคาเป้าหมาย 3.5 บาท) เป็น top picks อ้างอิงกับมุมมองที่ว่าแม้ราคาหุ้นริบาวด์ขึ้นมาบ้างแล้ว แต่ราคาหุ้น BDMS ยัง underperform ตลาดอยู่ 16% และ CHG underperform ตลาดอยู่ 17% YTD สำหรับ BDMS เรามองว่าประเด็นที่ตลาดวิตกกังวลอยู่ที่ผลกระทบจากการเปิด BDMS Wellness Clinic ต่อกำไรในระยะสั้น อย่างไรก็ดี เราเชื่อว่าราคาหุ้นสะท้อนปัจจัยลบไปค่อนข้างมากแล้ว เรายังคงมุมมองเชิงบวกต่อความแข็งแกร่งในระยะยาวของ BDMS ในฐานะที่บริษัทเป็นผู้ให้บริการทางการแพทย์ที่มีเครือข่ายครอบคลุมมากที่สุดซึ่งจะช่วยสนับสนุนให้รายได้และอัตรากำไรปรับตัวเพิ่มขึ้น เราชอบ CHG เพราะกำไรของบริษัทมีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้น โดยได้รับปัจจัยหนุนจากประโยชน์จากการปรับเพิ่มอัตราเหมาจ่ายรายหัวประกันสังคมและบริการผู้ป่วยเงินสดที่ปรับตัวดีขึ้น การขยายกิจการโรงพยาบาลในปราจีนบุรีและฉะเชิงเทราเป็นไปตามเป้า และเราคาดว่าความต้องการใช้บริการทางการแพทย์ในสองจังหวัดนี้จะปรับตัวเพิ่มขึ้น โดยได้รับอานิสงส์จากเศรษฐกิจและกิจกรรมทางธุรกิจภาคตะวันออกของประเทศไทยที่มีแนวโน้มเติบโตเพิ่มขึ้นจากการดำเนินโครงการ EEC

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	15.20	17.0	12.6	50.3	46.2	36.6	43	9	26	7.1	6.6	5.9	15	15	17	1.1	0.8	1.0	22.8	22.1	18.2
BDMS	Buy	20.90	27.5	33.1	39.6	41.7	34.9	5	(5)	20	5.6	5.5	5.0	14	13	15	1.4	1.5	1.4	23.7	24.0	20.5
BH	Sell	211.00	190.0	(8.7)	42.7	40.7	36.2	6	5	13	10.4	9.4	8.3	26	24	24	1.2	1.2	1.4	26.6	24.9	22.2
CHG	Buy	2.56	3.5	38.5	49.9	46.8	35.8	5	7	31	8.7	8.2	7.4	18	18	22	1.4	1.7	2.1	31.4	27.5	21.7
Average					45.6	43.9	35.9	15	4	22	7.9	7.4	6.6	18	18	20	1.3	1.3	1.5	26.1	24.6	20.7

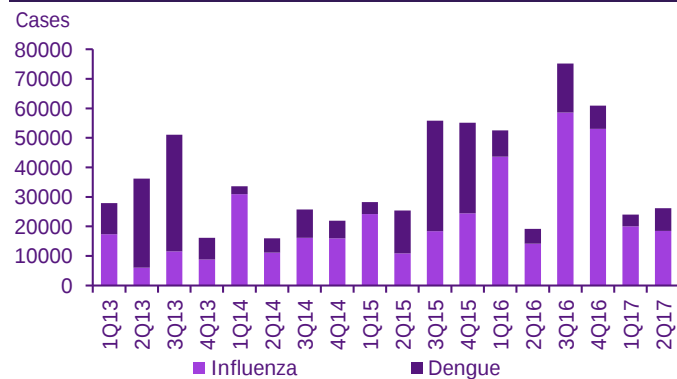
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: Earnings improvement in 2Q17

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17
Revenue (Bt mn)										
BCH	1,330	1,354	1,476	1,606	1,541	1,531	1,747	1,693	1,622	1,676
BDMS	14,845	14,117	15,343	15,934	16,406	14,863	17,299	16,669	16,535	16,216
BH	4,366	4,374	4,315	4,545	4,618	4,337	4,579	4,317	4,436	4,416
CHG	732	765	805	853	886	876	963	912	937	890
Sector	21,273	20,611	21,939	22,938	23,452	21,606	24,586	23,591	23,530	23,199
Core earnings (Bt mn)										
BCH	95	98	144	191	156	156	243	198	165	172
BDMS	2,289	1,491	1,879	2,096	2,406	1,619	2,187	1,965	1,974	1,596
BH	962	836	831	760	972	848	964	819	1,004	961
CHG	133	142	121	142	157	116	160	131	153	119
Sector	3,479	2,567	2,975	3,189	3,691	2,740	3,555	3,114	3,295	2,848
YoY growth										
Revenue										
BCH	2%	7%	7%	19%	16%	13%	18%	5%	5%	10%
BDMS	10%	12%	11%	10%	11%	5%	13%	5%	1%	9%
BH	22%	16%	6%	9%	6%	-1%	6%	-5%	-4%	2%
CHG	15%	19%	17%	22%	21%	14%	20%	7%	6%	2%
Sector	12%	13%	10%	11%	10%	5%	12%	3%	0%	7%
Core earnings										
BCH	-32%	-11%	12%	32%	64%	59%	69%	4%	6%	10%
BDMS	10%	-1%	2%	24%	5%	9%	16%	-6%	-18%	-1%
BH	53%	35%	9%	13%	1%	1%	16%	8%	3%	13%
CHG	8%	20%	-5%	27%	18%	-18%	32%	-8%	-2%	2%
Sector	17%	9%	4%	22%	6%	7%	19%	-2%	-11%	4%

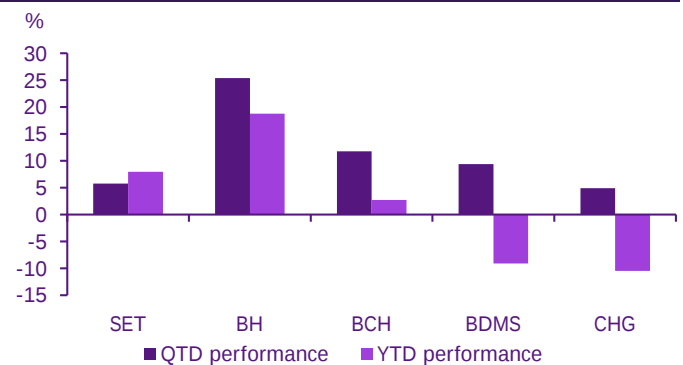
Source: SCBS Investment Research

Figure 2: Epidemic cases in Thailand by quarter



Source: Department of Disease Control and SCBS Investment Research

Figure 3: Share price performance



Source: SET and SCBS Investment Research

สิริกรรณ ฤกษ์นิพัทธ์
นักวิเคราะห์การลงทุนวิจัยพื้นฐาน
ด้านหลักทรัพย์
0-2949-1020
sirikarn.krisnipat@scb.co.th

ท่าเลทอง

- ประเทศไทยจะเริ่มดำเนินโครงการระเบียงเขตเศรษฐกิจภาคตะวันออก หรือ EEC ในช่วงเวลาที่เหมาะสมที่จะได้รับอานิสงส์จากเม็ดเงิน FDI ทั่วโลกฟื้นตัว
- โครงการ EEC จะช่วยกระตุ้นให้ส่วนแบ่งเม็ดเงิน FDI ของประเทศไทยปรับเพิ่มขึ้นสู่ 4.0 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐ และเม็ดเงิน FDI ที่เข้ามามากขึ้นจะผลักดันให้ยอดขายที่ดินนิคมอุตสาหกรรมนับจากปี 2564 ปรับเพิ่มขึ้นสู่ 20,000 ไร่ เพิ่มขึ้น 26% จากยอดขายเฉลี่ยในอดีต
- อุปสงค์ที่แข็งแกร่งจะช่วยกระตุ้นให้ราคาอสังหาริมทรัพย์ปรับขึ้น และสนับสนุนการปรับประมาณการกำไรเพิ่มขึ้น
- Top picks: AMATA และ WHA ผู้นำกลุ่มที่มีที่ดินจำนวนมากในพื้นที่ EEC

โครงการ EEC จะเริ่มดำเนินการในเวลาที่เหมาะสมกับเม็ดเงิน FDI ทั่วโลกฟื้นตัว ประเทศไทยจะเริ่มดำเนินโครงการระเบียงเขตเศรษฐกิจภาคตะวันออก (EEC) ในช่วงเวลาที่เหมาะสมที่จะได้รับอานิสงส์จากเม็ดเงิน FDI ทั่วโลกฟื้นตัว และจะกระตุ้นให้เกิดการลงทุนรอบใหม่ในประเทศไทย รัฐบาลจะโปรโมทให้ประเทศไทยเป็นแกนนำเขตเศรษฐกิจพิเศษ (SEZ) ของอาเซียน โดยจะออกมาตรการจูงใจทางภาษีที่ดึงดูดพร้อมด้วยโครงสร้างพื้นฐานที่มีการเชื่อมโยงด้วยโครงข่ายคมนาคมขนส่งครบวงจร เพื่อเพิ่มกลุ่มคลัสเตอร์การผลิตสำหรับ 10 อุตสาหกรรมเป้าหมาย เราเห็นความคืบหน้าที่ดีในการประมูลและเซ็นสัญญาโครงการโครงสร้างพื้นฐาน ซึ่งช่วยยืนยันถึงความมุ่งมั่นของรัฐบาลที่ต้องการทำให้โครงการ EEC ประสบความสำเร็จ

เม็ดเงิน FDI ทั่วโลกมีแนวโน้มฟื้นตัว...ประเทศไทยจะได้ส่วนแบ่งเพิ่มขึ้น ตามรายงานของ UNCTAD เม็ดเงิน FDI ทั่วโลกมีแนวโน้มที่จะเพิ่มขึ้น 5% ในปีนี้ และ 3% ในปีหน้า และเราคาดว่าเม็ดเงิน FDI ทั่วโลกจะเติบโตในอัตราระดับน้อยอย่างต่อเนื่องในระยะ 2-3 ปีข้างหน้า สอดคล้องกับอัตราการเติบโตของ GDP และปริมาณการค้าโลก ส่วนแบ่งเม็ดเงิน FDI ของประเทศไทยปรับตัวลดลงสู่ระดับต่ำสุดเป็นประวัติการณ์ที่ 0.1% ในปีที่ผ่านมา แต่ความน่าดึงดูดของโครงการ EEC น่าจะช่วยกระตุ้นให้ส่วนแบ่งของประเทศไทยปรับเพิ่มขึ้นสู่ 0.4% นับจากปี 2564 ซึ่งคิดเป็นเม็ดเงิน FDI ไหลเข้า 4.0 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐในช่วงดังกล่าว หรือคิดเป็นเม็ดเงิน FDI ไหลเข้าเฉลี่ย 8 พันล้านดอลลาร์สหรัฐ/ปี สูงกว่าค่าเฉลี่ยในปี 2543-2559 มากถึง 77%

ยอดขายที่ดินนิคมอุตสาหกรรมและราคามีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้น เม็ดเงิน FDI ที่มีแนวโน้มไหลเข้าจำนวนมากทำให้เราคาดว่ายอดขายที่ดินนิคมอุตสาหกรรมจะเพิ่มขึ้นสู่ 20,000 ไร่ในระยะ 5 ปีข้างหน้า หรือคิดเป็นยอดขายเฉลี่ย 4,000 ไร่/ปี เพิ่มขึ้นถึง 26% จากยอดขายเฉลี่ยในอดีต โครงการ EEC จะมีขอบเขตหลักอยู่ในพื้นที่ 3 จังหวัด คือ ฉะเชิงเทรา ชลบุรี และระยอง ซึ่งอุปสงค์ที่ดินจะเพิ่มขึ้นอย่างมาก และเป็นทำเลทองของ AMATA กับ WHA ซึ่งมีอสังหาริมทรัพย์จำนวนมากในพื้นที่ดังกล่าว อุปสงค์ที่เพิ่มขึ้นจะกระตุ้นให้มีการปรับราคาอสังหาริมทรัพย์เพิ่มขึ้น และปรับประมาณการกำไรเพิ่มขึ้น

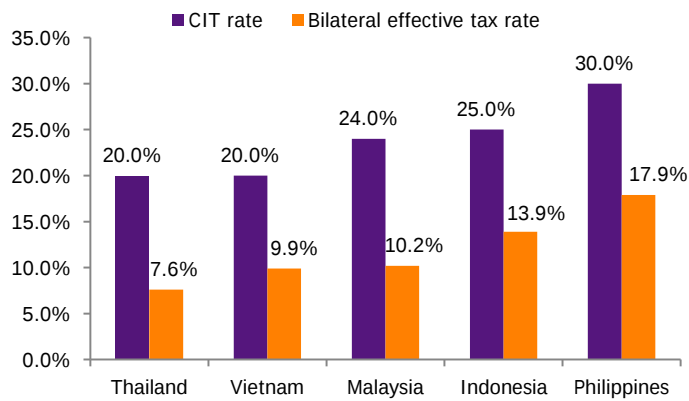
ราคาเป้าหมายและคำแนะนำ เราเริ่มต้นการวิเคราะห์ WHA ด้วยคำแนะนำ "ซื้อ" และ ROJNA ด้วยคำแนะนำ "Neutral" เราชอบ WHA เพราะกำไรของบริษัทมีแนวโน้มเติบโตดี และธุรกิจที่แข็งแกร่ง 4 ธุรกิจจะได้รับประโยชน์จากการลงทุนที่กลับมาเติบโตอีกครั้ง ROJNA จะได้รับประโยชน์น้อยที่สุดจากโครงการ EEC และไม่น่าจะสามารถปรับราคาที่ดินขึ้นได้ เรายังคงคำแนะนำ "ซื้อ" AMATA และ AMATAV เราชอบ AMATA เนื่องจากที่ดินรอการพัฒนาทั้งหมดของบริษัทอยู่ในพื้นที่ EEC ซึ่งบริษัทจะสามารถปรับราคาขึ้นได้ นอกจากนี้เรายังชอบ AMATAV เพราะจะได้รับประโยชน์จากการเติบโตอย่างแข็งแกร่งของเวียดนาม เราชื่นชอบหุ้นผู้นำกลุ่มที่จะได้รับประโยชน์จากโครงการ EEC มากที่สุด เพราะมีที่ดินรอการพัฒนาจำนวนมากเพื่อรองรับอุปสงค์ที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างมากในอีกหลายปีข้างหน้า นอกจากนี้เรายังชอบหุ้นที่กำไรมีแนวโน้มเติบโตดีด้วย AMATA (ราคาเป้าหมาย 29 บาท) และ WHA (ราคาเป้าหมาย 4.5 บาท) มีคุณสมบัติตรงตามเกณฑ์ดังกล่าวข้างต้น และเป็น top picks ของเรา

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	20.10	29.0	47.3	15.3	12.6	9.2	62	21	37	1.5	1.4	1.3	10	11	14	2.2	3.0	4.2	12.2	11.7	9.1
AMATAV	Buy	7.80	10.5	36.8	25.2	15.2	10.0	105	66	51	2.5	2.2	1.9	10	16	21	2.1	2.2	2.3	15.7	11.7	7.3
ROJNA	Neutral	5.70	6.0	10.8	98.8	32.6	17.4	(84)	203	88	1.0	0.9	0.9	1	3	5	1.8	5.5	3.2	18.5	20.3	15.1
WHA	Buy	3.32	4.5	38.1	16.4	15.5	13.2	58	6	18	2.2	1.6	1.5	13	12	12	4.6	2.6	3.0	14.2	20.8	18.5
Average					38.9	19.0	12.5	35	74	48	1.8	1.5	1.4	9	10	13	2.7	3.3	3.2	15.1	16.1	12.5

Source: SCBS Investment Research

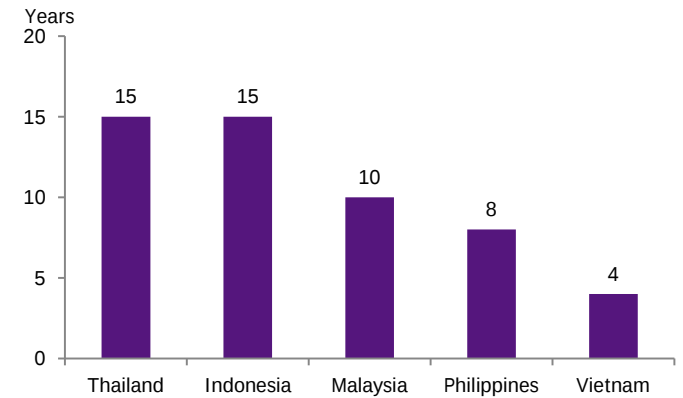
Figure 1: Bilateral effective average tax rate of five ASEAN in 2017 (average from 16 major country pairs*)



Source: Athiphat Muthitacharoen, Ph.D.

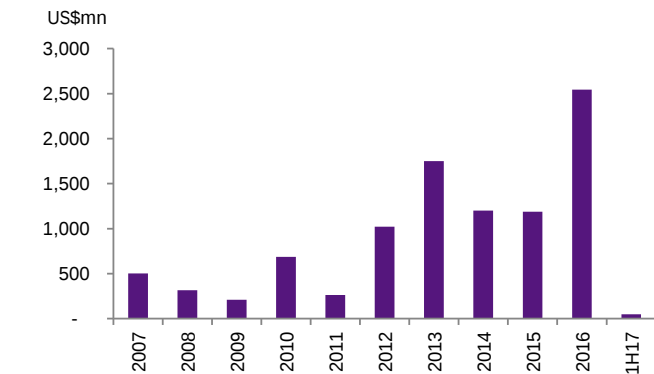
* Major country pairs are South Korea, Canada, China, Japan, France, Portugal, the Netherlands, Germany, Spain, Switzerland, the United States, the United Kingdom, Singapore, Australia, Italy and Hong Kong.

Figure 2: Maximum years of corporate income tax exemption



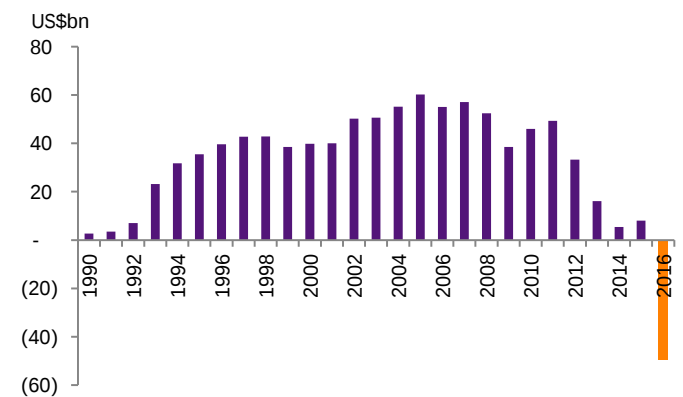
Source: Athiphat Muthitacharoen, Ph.D., Earns & Yong, SCBEIC

Figure 3: Accelerating Japan FDI to Mexico for the past decade, but a sharp drop in 1H17



Source: JETRO

Figure 4: China's FDI turns to net outflow in 2016



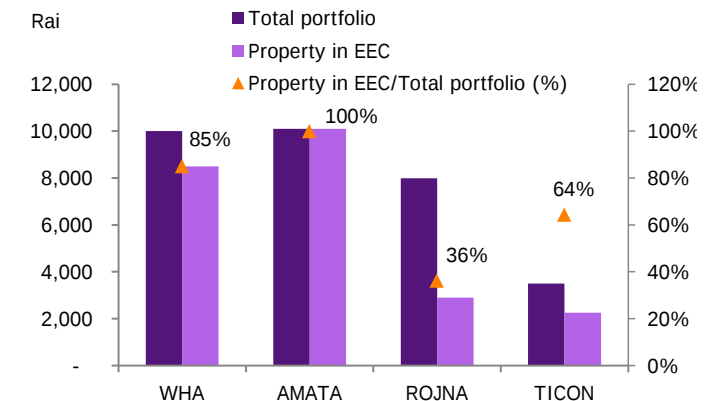
Source: UNCTAD

Figure 5: FDI inflow versus IE land sales



Source: UNCTAD, CBRE, ROJNA, AMATA, Hemaraj (WHA), SCBS Investment Research

Figure 6: Land bank inventory in EEC



Source: Company, SCBS Investment Research

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

ขอบธุรกิจประกันชีวิตมากกว่าธุรกิจประกันวินาศภัย

- การอนุญาตให้นำเบี้ยประกันสุขภาพมาหักลดหย่อนภาษีได้ส่งผลดีเล็กน้อย โดย THRE จะได้รับประโยชน์มากที่สุด
- BLA: เราคาดว่าเบี้ยประกันรับเติบโตในอัตราที่ชะลอตัวลงอย่างต่อเนื่อง และมีความเสี่ยงที่ผลตอบแทนพันธบัตรจะกลับมาปรับตัวลดลงในช่วงครึ่งหลังปี 60 อย่างไรก็ดี หลังจากปี 2560 บริษัทจะได้รับประโยชน์จากผลตอบแทนพันธบัตรที่มีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้นในระยะยาว
- THREL: เราคาดว่ากำไรช่วงครึ่งหลังปี 60 จะเติบโตดี YoY โดยเกิดจาก: 1) combined ratio ที่ปรับตัวดีขึ้น YoY, 2) กำไรพิเศษจากการขายเงินลงทุนในบริษัทในเครือ, และ 3) เบี้ยประกันรับที่เติบโตเพิ่มขึ้น
- THRE: แม้เราคาดว่า combined ratio ที่ปรับตัวดีขึ้นจะช่วยสนับสนุนให้กำไรฟื้นตัวในช่วงครึ่งหลังปี 60 และเบี้ยประกันรับจะเติบโตในปี 2561 แต่หุ้น THRE ยังแพง
- เราชอบ THREL กับ BLA มากกว่า THRE เพราะ valuation น่าสนใจมากกว่า และกำไรมีแนวโน้มฟื้นตัวชัดเจนมากกว่า

กรม.เห็นชอบนำเบี้ยประกันสุขภาพหักลดหย่อนภาษีได้ กรม.มีมติเห็นชอบมาตรการภาษีเพื่อส่งเสริมการประกันสุขภาพโดยผู้ที่ซื้อประกันสุขภาพกับบริษัทประกันชีวิตหรือประกันวินาศภัยในประเทศตั้งแต่วันที่ 1 ม.ค. 60 เป็นต้นไป สามารถนำค่าใช้จ่ายตามจำนวนที่จ่ายจริงไม่เกิน 15,000 บาทมาลดหย่อนภาษีได้ โดยที่ค่าใช้จ่ายดังกล่าวเมื่อนำมารวมกับค่าลดหย่อนในการทำประกันชีวิตจะต้องมีวงเงินไม่เกิน 100,000 บาท ผลกระทบจะมีน้อยมาก เนื่องจากเบี้ยประกันชีวิตสูงสุดที่สามารถนำมาหักลดหย่อนภาษีได้ไม่ได้เปลี่ยนแปลงที่ 100,000 บาท เพียงแต่อนุญาตให้รวมเบี้ยประกันสุขภาพไม่เกิน 15,000 บาทเข้ามาด้วยเท่านั้น THRE จะได้รับประโยชน์มากที่สุดในด้านจำนวนบริษัทประกัน 3 บริษัทที่อยู่ภายใต้การวิเคราะห์ของเรา เบี้ยประกันสุขภาพคิดเป็นสัดส่วนประมาณ 20% ของเบี้ยประกันรับทั้งหมดของ THRE, 13-14% สำหรับ THREL, และ 1-2% สำหรับ BLA

BLA: เบี้ยประกันรับเติบโตในอัตราชะลอตัวพร้อมกับการกลับมาของความเสียหายจากผลตอบแทนพันธบัตรที่ลดลง เราคาดว่าเบี้ยประกันรับสุทธิของ BLA จะอยู่ในระดับทรงตัวต่อเนื่องในช่วงครึ่งหลังปี 60 เพราะจะมีกรมธรรม์ที่ครบอายุมากขึ้น HoH การเติบโตของเบี้ยประกันรับสุทธิจะถูกฉุดรั้งโดยกรมธรรม์ครบอายุ ซึ่งจะเพิ่มขึ้นจาก 3 พันล้านบาทในปี 2559 สู่ปีละ 6-7 พันล้านบาทในปี 2560 (หลักๆ เกิดขึ้นในช่วงครึ่งหลังปี 60) และปี 2561 และ 1.0 หมื่นล้านบาทในปี 2562 เราคาดว่าผลตอบแทนพันธบัตรระยะยาวที่ฟื้นตัวดีขึ้นจะทำให้บริษัทสามารถตั้งสำรองกรมธรรม์ประกันชีวิตลดลง แต่จะส่งผลกระทบต่อกำไรจากเงินลงทุน และยังไม่มากพอที่จะช่วยสนับสนุนให้ผลตอบแทนจากการลงทุนในตราสารหนี้ปรับตัวเพิ่มขึ้น เราคาดว่าอัตราการตั้งสำรองกรมธรรม์ประกันชีวิตของ BLA จะเพิ่มขึ้น HoH จาก 55% ในช่วงครึ่งแรกปี 60 สู่ 60% ในช่วงครึ่งหลังปี 60 หลังจากผลตอบแทนพันธบัตรระยะยาวเริ่มปรับตัวลดลงในช่วง 8 เดือนแรกปี 60 (-0.23% YTD สำหรับผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปี) เราคาดว่า ROI จะลดลงในช่วงครึ่งหลังปี 60 โดยเกิดจากกำไรจากเงินลงทุนที่ลดลง และผลตอบแทนจากการลงทุนในตราสารหนี้ที่ลดลงอย่างต่อเนื่อง อย่างไรก็ดี หลังจากปี 2560 เราคาดว่า BLA จะได้รับประโยชน์จากผลตอบแทนพันธบัตรที่มีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้นในระยะยาว

THREL: คาดกำไรช่วงครึ่งหลังปี 60 เติบโตแข็งแกร่ง YoY เราคาดว่ากำไรของ THREL จะเติบโตอย่างแข็งแกร่งถึง 111% YoY ในช่วงครึ่งหลังปี 60 โดยได้รับปัจจัยหนุนจาก: 1) combined ratio ที่คาดว่าจะลดลงอย่างมาก YoY จาก 94% ในช่วงครึ่งหลังปี 59 สู่ 85% ในช่วงครึ่งหลังปี 60 กลับสู่ระดับปกติ, 2) กำไรพิเศษ 37 ล้านบาทจากการขายหุ้นที่บริษัทถืออยู่ 20% ใน บริษัท อีเอ็มซีเอส ไทย จำกัด, และ 3) เบี้ยประกันรับที่เติบโตเพิ่มขึ้นเล็กน้อยจาก 7% YoY ในช่วงครึ่งแรกปี 60 สู่ 8% ในปี 2560

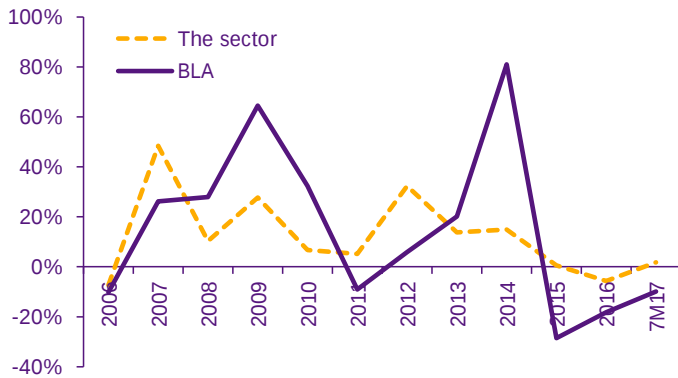
THRE: อ่อนแอทุกด้าน ผลประกอบการช่วงครึ่งแรกปี 60 ของ THRE ออกมาไม่ผิดหวังอย่างมา เพราะรายได้จากการรับประกันภัยต่อลดลง 14% YoY, combined ratio สูงผิดปกติที่ 106% โดยเกิดจากการเรียกร้องค่าสินไหมทดแทนความเสียหายที่เกิดขึ้นต่อทรัพย์สินเพิ่มขึ้น และขาดทุนพิเศษจากเงินลงทุนใน THREL ที่เกิดจากการโอนเงินลงทุนใน THREL ซึ่งเดิมถูกจัดประเภทเป็นเงินลงทุนในหลักทรัพย์เมื่อขายไปเป็นเงินลงทุนในหลักทรัพย์เพื่อค่า เราคาดว่ากำไรจะฟื้นตัวในช่วงครึ่งหลังปี 60 โดยเกิดจาก combined ratio ที่ปรับตัวดีขึ้น แต่กำไรยังคงอ่อนแอไปในปี 2561 เราคาดว่าเบี้ยประกันรับสุทธิจะลดลง 5% ในปี 2560 (เทียบกับ -14% YoY ในช่วงครึ่งแรกปี 60) ต่อจากนั้นจะกลับมาฟื้นตัวเพิ่มขึ้น 10% ในปี 2561 โดยได้รับปัจจัยหนุนจากการอนุญาตให้นำเบี้ยประกันชีวิตมาลดหย่อนภาษีได้ และการขยายธุรกิจไปยังประเทศเวียดนาม, กัมพูชา, และลาว โดยคาดว่าตลาดเหล่านี้จะเริ่มสร้างรายได้เข้ามาในไตรมาส 4/60

ชอบ THREL กับ BLA มากกว่า THRE เราชอบ THREL กับ BLA มากกว่า THRE เพราะ valuation น่าสนใจมากกว่า และกำไรมีแนวโน้มฟื้นตัวชัดเจนมากกว่า ราคาหุ้นที่ปรับตัวลดลง 13-15% YTD ทั้งๆ ที่กำไรมีแนวโน้มฟื้นตัวต่อเนื่อง ส่งผลทำให้ราคาหุ้น BLA และ THRE ต่ำกว่ามูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน

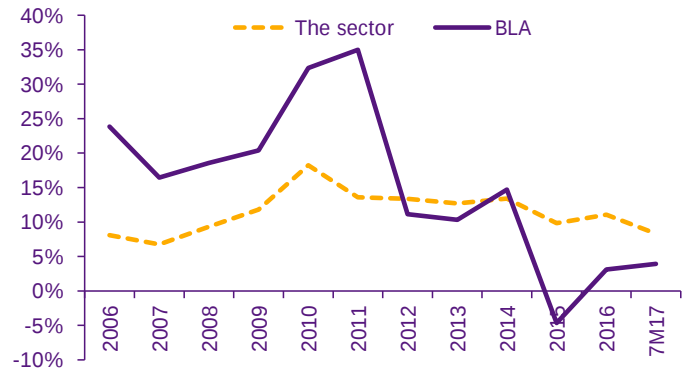
Valuation Summary

	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	Buy	45.00	50.0	12.8	15.0	14.9	14.6	24	1	2	2.3	2.1	1.9	17	15	13	1.3	1.7	1.7
THRE	Sell	1.79	1.5	(14.5)	27.2	37.8	23.8	(53)	(28)	59	1.4	1.5	1.5	5	4	6	8.4	1.7	2.1
THREL	Buy	9.15	10.0	15.3	17.1	12.0	12.0	(17)	42	1	4.2	3.6	3.3	25	32	29	4.4	6.0	6.0
Average					19.8	21.6	16.8	(15)	5	20	2.6	2.4	2.2	16	17	16	4.7	3.1	3.3

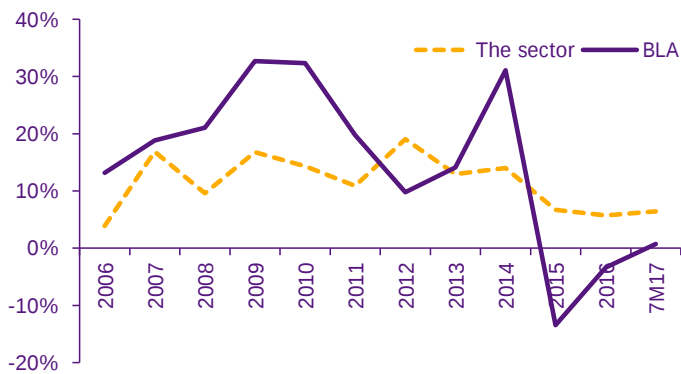
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: New business premium growth

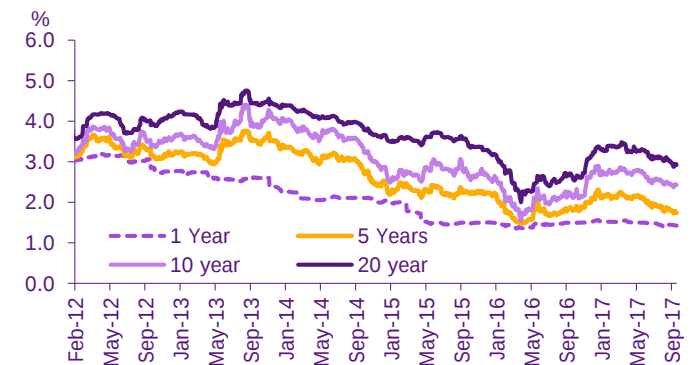
Source: The Thai Life Assurance Association and SCBS Investment Research

Figure 2: Renewal premium growth

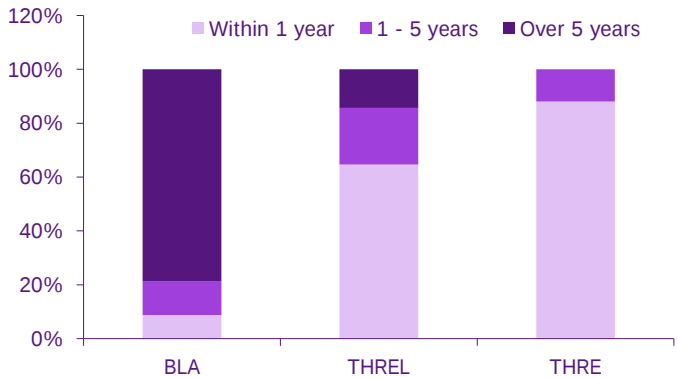
Source: Thai BMA and SCBS Investment Research

Figure 3: Total premium growth

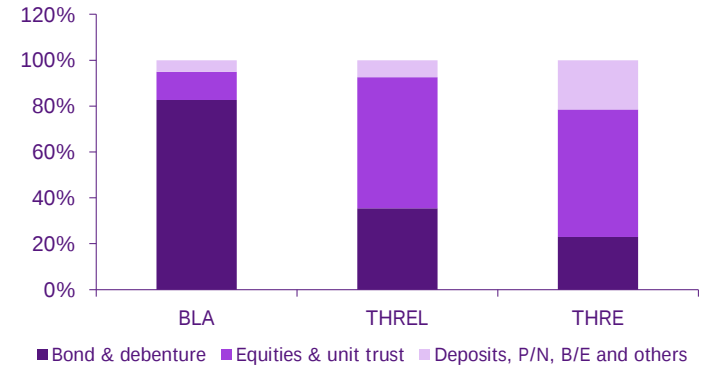
Source: The Thai Life Assurance Association and SCBS Investment Research

Figure 4: Government bond yield

Source: Thai BMA and SCBS Investment Research

Figure 5: Investment in debt securities by maturity

Source: BLA, THRE, THREL and SCBS Investment Research

Figure 6: Investment portfolio

Source: BLA, THRE, THREL and SCBS Investment Research

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

ยังอยู่บนหนทางอันขรุขระ

- ตัวเลขเม็ดเงินโฆษณาโดยรวมนับตั้งแต่ต้นปี 2560 ยังอ่อนแอ โดยเม็ดเงินโฆษณาเดือนสิงหาคม ลดลง 11% YoY
- แม้ กสทช.เสนอทางออกโดยจะอนุญาตให้ผู้ประกอบการทีวีดิจิตอลรายเล็กยื่นใบอนุญาตทีวีดิจิตอลได้ แต่เราไม่คิดว่าจะช่วยอะไรได้มากนัก เนื่องจากเม็ดเงินโฆษณาส่วนใหญ่ถูกจัดสรรไปยังผู้ประกอบการรายใหญ่ 10 อันดับแรกอยู่แล้ว
- WORK เป็นหุ้น top pick ของเราในกลุ่มสื่อโทรทัศน์ เนื่องจากช่อง DTTV สามารถดึงดูดเม็ดเงินโฆษณาได้มากขึ้น และบริษัทยังมีโอกาสขึ้นอัตราค่าโฆษณาได้อีกมาก

ตัวเลขเม็ดเงินโฆษณาโดยรวมยังอ่อนแอ YTD เมื่ออ้างอิงข้อมูลจาก Nielsen พบว่าการใช้จ่ายเม็ดเงินโฆษณาในเดือนสิงหาคม 2560 อยู่ที่ 8.99 พันล้านบาท ลดลง 11% YoY แต่เพิ่มขึ้น 5% MoM โดยปรับตัวลดลง YoY ติดต่อกันนาน 2 ปีแล้ว เม็ดเงินโฆษณาที่ลดลงในเดือนสิงหาคมเกิดขึ้นในสื่อทุกประเภท ยกเว้นสื่อโฆษณากลางแจ้ง และโรงภาพยนตร์ เม็ดเงินโฆษณาทางทีวีดิจิตอลปรับตัวลดลง 5% YoY ซึ่งเป็นการปรับตัวลดลงครั้งแรกนับตั้งแต่เดือนธันวาคม 2559

ผู้ประกอบการทีวีดิจิตอลมีแนวโน้มปรับตัวลดลง คณะกรรมการกิจการกระจายเสียง กิจการโทรทัศน์ และกิจการโทรคมนาคมแห่งชาติ (กสทช.) กำลังพิจารณาเสนอทางออกให้กับธุรกิจทีวีดิจิตอล โดยจะอนุญาตให้ผู้ประกอบการทีวีดิจิตอลรายเล็กซึ่งประสบปัญหาทางการเงินยื่นใบอนุญาตทีวีดิจิตอลได้ แม้ตามกฎหมายแล้วไม่สามารถทำได้ อย่างไรก็ตาม กสทช.จะดำเนินการตามแนวคิดดังกล่าว โดยขอให้รัฐบาลใช้อำนาจตามมาตรา 44 ดำเนินการ ทั้งนี้ยังไม่มีความชัดเจนว่ารัฐบาลจะดำเนินการตามข้อเสนอของ กสทช.หรือไม่ แต่เราเชื่อว่าทางออกดังกล่าวจะไม่ช่วยให้ภาพรวมของกลุ่มปรับตัวดีขึ้นมากนัก เนื่องจากงบโฆษณาส่วนใหญ่ถูกจัดสรรไปยังผู้ประกอบการรายใหญ่ 10 อันดับแรก (จากทั้งหมด 22 ราย) อยู่แล้ว

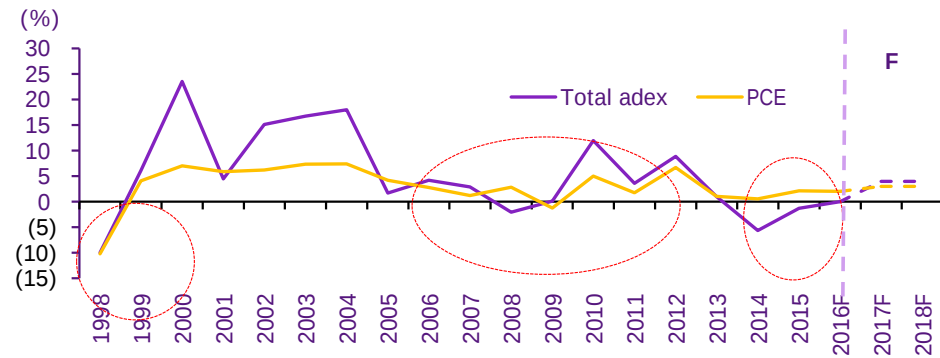
อุตสาหกรรมสื่อโฆษณาใกล้ถึงจุดต่ำสุด เราเชื่อว่าการใช้จ่ายเม็ดเงินโฆษณา ซึ่งปรับตัวลดลงอย่างต่อเนื่องมาตั้งแต่ปี 2556 มีสาเหตุมาจากภาวะเศรษฐกิจชะลอตัว ประชาชนยังคงใช้จ่ายอย่างระมัดระวัง โดยเฉพาะการซื้อสินค้าไม่คงทน ซึ่งส่งผลกระทบต่อบริษัทที่ใช้จ่ายโฆษณาอย่าง Unilever และ P&G เราเชื่อว่าสถานการณ์เช่นนี้ไม่ได้สะท้อนถึงการเปลี่ยนแปลงทางโครงสร้าง และคาดว่าจะการใช้จ่ายเม็ดเงินโฆษณาอยู่ในช่วงปลายวัฏจักรขาลงแล้ว สถิติที่ผ่านมาแสดงให้เห็นว่าการปรับตัวลดลงยิ่งแรงก็จะยิ่งรับवादแรง นอกจากนี้การศึกษาของเรายังพบว่าการใช้จ่ายโฆษณาต่อหัวประชากรในประเทศไทยยังต่ำกว่าประเทศอื่นๆ อย่างมาก โดยเฉพาะอย่างยิ่งประเทศที่พัฒนาแล้ว ซึ่งชี้ให้เห็นว่าการใช้จ่ายเม็ดเงินโฆษณาในประเทศไทยยังมีโอกาสเติบโตได้อีกมากในระยะหลายปีข้างหน้า

WORK เป็น top pick ของเรา เนื่องจากกลุ่มสื่อยังคงเผชิญแรงกดดันทางเศรษฐกิจ เราจึงแนะนำให้เลือกหุ้นที่มีปัจจัยหนุนเฉพาะตัว เราชอบ WORK เพราะบริษัทมีแนวโน้มสูงที่จะขึ้นอัตราค่าโฆษณาได้ เนื่องจากต้นทุนต่อระดับคะแนนความนิยม (CPRP) ของบริษัทอยู่ในระดับต่ำมาก โดยต่ำกว่าผู้นาอยู่ถึง 50% ซึ่งเรามองว่าไม่สมเหตุสมผล เพราะเรตติ้งของบริษัทเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง เราคาดว่า EPS ของ WORK จะเติบโตที่ CAGR 108% ในปี 2560-62 และ ROE จะเพิ่มขึ้น 4 เท่าจาก 7% ในปี 2559 สู่ 29% ในปี 2562 นอกจากนี้แล้ว WORK ยังเป็นหุ้นที่ถูกที่สุดเมื่อมองที่อัตราส่วน PEG ด้วย WORK เป็นหุ้นเติบโต และเราแนะนำ "ซื้อ" ด้วยราคาเป้าหมายอ้างอิงวิธี DCF ที่ 110 บาท

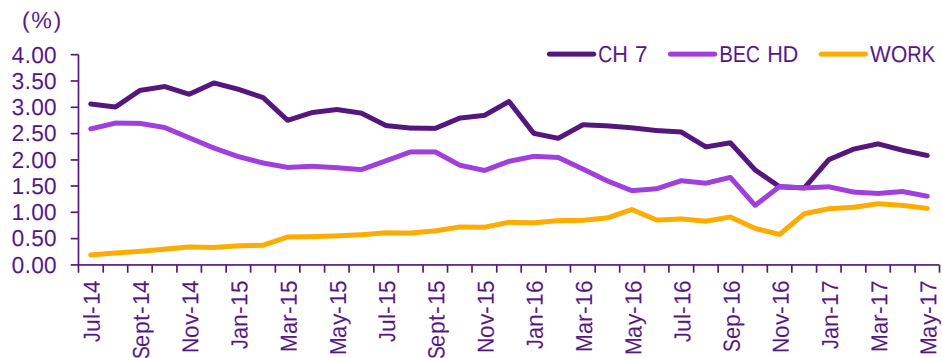
Valuation summary

	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	17.20	14.0	(16.0)	27.8	34.3	46.3	(59)	(19)	(26)	4.8	5.0	5.1	16	14	11	3.2	2.6	1.9	9.8	9.1	9.5
GRAMMY	Neutral	11.30	8.0	(29.2)	n.m.	n.m.	38.1	80	24	n.m.	5.2	5.7	4.7	(11)	(10)	13	0.0	0.0	2.1	14.4	24.3	14.0
MAJOR	Sell	31.25	31.0	2.5	32.0	27.0	22.2	(12)	19	21	4.3	4.2	4.0	13	16	18	2.9	3.3	4.0	17.4	13.4	11.7
MCOT	Sell	13.30	6.0	(54.9)	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	431.1	(61.4)	(28.9)
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	Neutral	17.80	14.0	(20.6)	n.m.	80.1	42.4	n.m.	n.m.	89	10.7	10.2	9.3	(6)	13	23	0.0	0.8	1.4	20.9	12.6	13.0
VGI	Neutral	5.55	5.8	6.3	58.2	47.0	41.5	(21)	24	13	20.4	20.3	19.2	36	43	47	1.8	1.8	2.0	26.4	22.3	18.2
WORK	Buy	84.00	110.0	32.6	186.2	30.2	24.2	17	516	25	12.0	7.3	5.9	7	31	27	0.3	1.6	2.1	42.2	17.7	15.0
Average					72.8	41.5	33.9	(2)	99	17	8.3	7.5	6.9	7	15	19	1.1	1.5	2.0	73.4	6.6	8.0

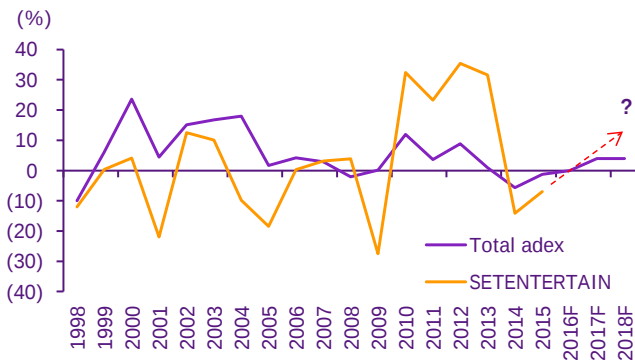
Source: SCBS Investment Research

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

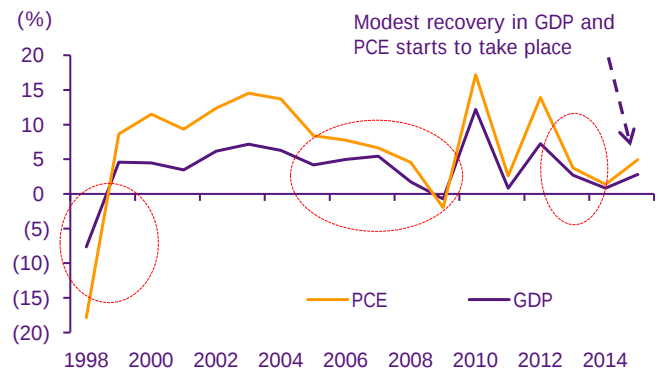
Source: Company and SCBS Investment Research

Figure 2: WORK is closing the gap with Channel 7 and BEC in terms of TV rating

Source: Company and SCBS Investment Research

Figure 3: Adspend dictates media price performance

Source: Company and SCBS Investment Research

Figure 4: PCE is slowing but we see signs of recovery

Source: Company and SCBS Investment Research

ตลาดจะให้ความสนใจต่อกลุ่มปิโตรเคมีน้อยลงในไตรมาส 4/60

ชัยพัชร ธนวัฒน์

นักวิเคราะห์การลงทุนวิจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1005

chaiapat.thanawattano@scb.co.th

- PTTGC และ IVL เป็นผู้นำกลุ่ม
- ส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ PE จะแคบลงอย่างต่อเนื่อง
- ความกังวลต่อผลิตภัณฑ์สายอะโรเมติกส์กลับคืนมาอย่างน้อยในระยะสั้น
- IVL ยังคงเป็น top BUY ของกลุ่มปิโตรเคมี

การ **outperform** ของกลุ่มปิโตรเคมีได้รับปัจจัยกระตุ้นจาก PTTGC และ IVL ดัชนีกลุ่มปิโตรเคมีปรับตัว outperform ตลาดอย่างต่อเนื่องในไตรมาส 3/60 โดยปรับตัวขึ้น 11% QTD นำโดย PTTGC (+14%) และ IVL (+12%) ซึ่งสะท้อนถึงส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ที่ปรับตัวดีขึ้น โดยเฉพาะอย่างยิ่งในฤดูเฮอริเคนในสหรัฐ ที่ส่งผลทำให้โรงงานปิโตรเคมีหลายแห่งต้องหยุดดำเนินการผลิต และผลการดำเนินงานที่แข็งแกร่งมากกว่าคาดของกลุ่มปิโตรเคมีในไตรมาสดังกล่าว ส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์โดยเฉลี่ยในไตรมาส 3/60 ปรับตัวลดลง 3-8% QoQ โดยเฉพาะอย่างยิ่ง LDPE และเบนซิน โดยเกิดจากฐานสูงในไตรมาส 2/60 เราเชื่อว่าเนื่องจากอุตสาหกรรมปิโตรเคมีกำลังจะเข้าสู่ช่วงโลว์ซีซั่นในไตรมาส 4/60 ดังนั้นตลาดจะให้ความสนใจต่อกลุ่มปิโตรเคมีลดน้อยลง

ส่วนต่างราคา HDPE-แนฟทาจะแคบลงอย่างต่อเนื่อง ตลาดจะมีมุมมองเชิงบวกต่อผลิตภัณฑ์สายโอเลฟินส์ ซึ่งรวมถึงผลิตภัณฑ์ PE ขึ้นไปลงอย่างต่อเนื่อง เพราะกำลังการผลิตจะเพิ่มขึ้นในอัตราที่สูงกว่าอัตราการเติบโตของอุปสงค์ แม้จะไม่ได้เดินเครื่องกำลังการผลิตทั้งหมดเต็มกำลัง ทั้งนี้ HIS คาดการณ์ว่ากำลังการผลิตเอทิลีน 7.7 ล้านตัน/ปี จะเข้าสู่ตลาดในปี 2561 แต่จะมีการใช้กำลังการผลิตดังกล่าวเพียง 78% โดยมีสาเหตุมาจากข้อจำกัดหลายอย่าง เช่น ความล่าช้าในการเพิ่มอัตราการผลิต และวัตถุดิบที่มีจำกัด แนวโน้มของผลิตภัณฑ์ PP ดูเหมือนจะดีกว่าที่คาดการณ์ไว้ก่อนหน้านี้ ดังเห็นได้จากความแตกต่างที่แคบลงระหว่างส่วนต่างราคา HDPE-แนฟทา กับส่วนต่างราคา PP-แนฟทา โดยมีสาเหตุมาจากอุปสงค์ที่เพิ่มขึ้น นอกจากนี้ส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ PP ระดับต่ำยังทำให้การลงทุนใหม่มีจำกัด ซึ่งจะกระตุ้นให้ราคาขายผลิตภัณฑ์และอัตรากำไรปรับตัวเพิ่มขึ้น

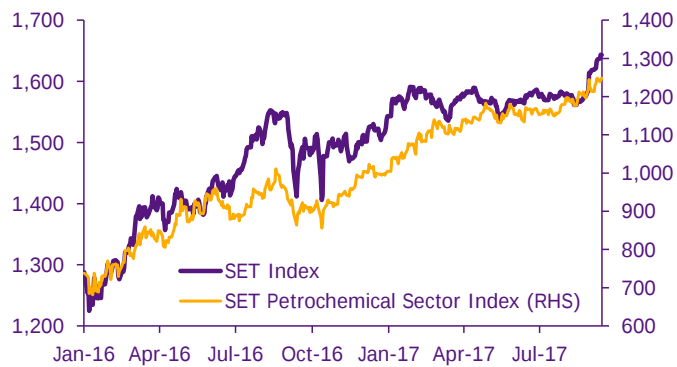
ความกังวลเกี่ยวกับผลิตภัณฑ์พาราไซลีนกลับมาอีกครั้ง เรามองว่าราคา ULG95 ที่สูงขึ้นจะส่งผลทำให้ผลตอบแทนจากการผลิต PX ปรับตัวลดลง เพราะส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์จะแคบลง ในขณะที่อุปทานเพิ่มเติมจะสร้างแรงกดดันต่อราคาขาย อุปทานพาราไซลีน (PX) ในตลาดภูมิภาคจะปรับตัวเพิ่มขึ้นหลังจาก ExxonMobil เข้าซื้อโรงงาน Jurong Aromatics เสร็จตอนปลายเดือนสิงหาคม ซึ่งจะส่งผลทำให้กำลังการผลิตพาราไซลีน 8 แสนตัน/ปี และเบนซิน 4 แสนตัน/ปี กลับสู่ตลาดหลังจากไม่มีการผลิตตั้งแต่ปลายปี 2557 เรามองว่าเหตุการณ์นี้อาจจะเป็นปัจจัยอย่างหนึ่งที่ทำให้ราคาหุ้นปรับตัวลดลงในระยะสั้น ส่วนในระยะยาว กำลังการผลิตจะเข้าสู่ตลาดมากขึ้นตั้งแต่ปี 2563-64 เป็นต้นไป อ้างอิงข้อมูลจาก PCI

IVL เป็น top pick ของเราในกลุ่มปิโตรเคมี เรายังคงชอบ IVL เพราะบริษัทมีกลยุทธ์ที่จะเพิ่มกำลังการผลิตผลิตภัณฑ์ HVA โดยเฉพาะอย่างยิ่งสำหรับอุตสาหกรรมยานยนต์ซึ่งให้อัตรากำไรสูงกว่าผลิตภัณฑ์อุปโภคบริโภค เราเชื่อว่าการเข้าซื้อกิจการที่ประกอบธุรกิจผลิตผลิตภัณฑ์ HVA ในปี 2559 และช่วงครึ่งแรกปี 60 ซึ่งช่วยขยายฐานตลาดผลิตภัณฑ์ปิโตรเคมีชนิดพิเศษของบริษัท ช่วยสนับสนุนให้แนวโน้มกำไรของบริษัทปรับตัวดีขึ้น ผลิตภัณฑ์ HVA ซึ่งมีอัตรากำไรที่แข็งแกร่งเหล่านี้จะเป็นปัจจัยสำคัญที่ช่วยสร้างเสถียรภาพให้กับ core EBITDA/t ของ IVL ในระยะยาว core EBITDA/t ของผลิตภัณฑ์ HVA ที่ 225 ดอลลาร์สหรัฐ/ตันในปี 2559 และ 300 ดอลลาร์สหรัฐ/ตันในช่วงครึ่งแรกปี 60 สูงกว่า core EBITDA/t ของผลิตภัณฑ์ commodity-grade ซึ่งมีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 34-44 ดอลลาร์สหรัฐ/ตัน อย่างมาก ประเมินการกำไรของเราอ้างอิงสมมติฐาน core EBITDA/t ที่ 100-102 ดอลลาร์สหรัฐ/ตันสำหรับปี 2560-62 เพิ่มขึ้นจากสมมติฐานเดิมที่ 94-100 ดอลลาร์สหรัฐ/ตัน เนื่องจากผลิตภัณฑ์ HVA ในกลุ่มเส้นใยช่วยหนุนให้ core EBITDA/t ของ IVL ปรับขึ้นมาอยู่ที่ 104 ดอลลาร์สหรัฐในช่วงครึ่งแรกปี 60 แล้ว นอกจากนี้เรายังแนะนำ “ซื้อ” PTTGC ท่ามกลางความกังวลเกี่ยวกับส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์อะโรเมติกส์ แต่ความกังวลดังกล่าวจะได้รับการชดเชยจากราคาผลิตภัณฑ์ HDPE ที่สูงขึ้น ซึ่งโดยปกติแล้วจะช่วยสนับสนุนให้อัตรากำไรของผลิตภัณฑ์สายโอเลฟินส์ภายใต้สูตรราคา netback ปรับตัวสูงขึ้น

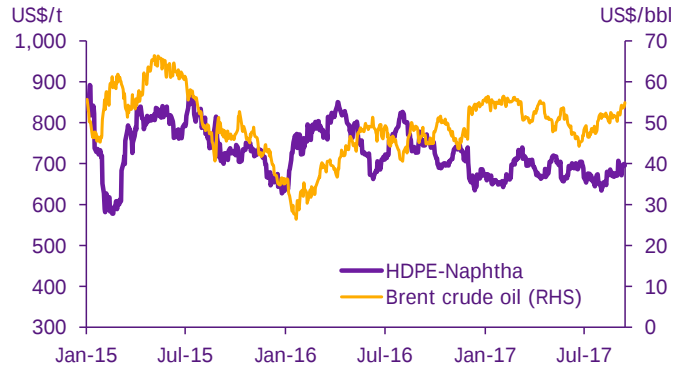
Valuation Summary

	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
GGC	Neutral	15.60	15.4	1.3	12.9	16.0	15.6	24	(20)	3	1.5	1.4	1.3	11	10	9	3.6	2.6	3.2	9.3	9.2	9.2
IVL	Buy	42.50	47.0	12.8	21.4	16.0	15.8	226	34	1	2.3	2.0	1.8	11	13	12	1.6	2.2	2.2	10.9	8.6	8.2
PTTGC	Buy	78.00	80.0	6.8	13.2	11.2	10.1	17	19	11	1.4	1.3	1.2	11	12	13	3.6	4.2	4.5	7.9	6.8	6.1
Average					15.8	14.4	13.8	89	11	5	1.7	1.5	1.4	11	12	11	2.9	3.0	3.3	9.4	8.2	7.8

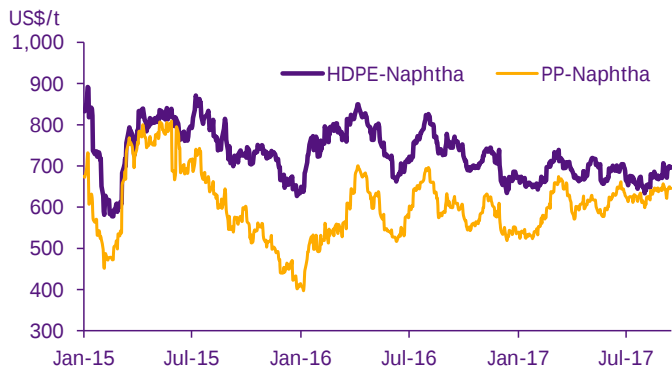
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: SET Index vs. SET Petrochemical Index

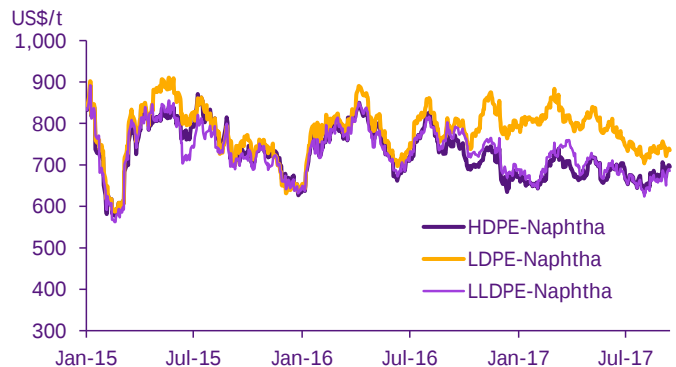
Source: Bloomberg Finance LP, SCBS Investment Research

Figure 2: HDPE vs. Brent crude oil price

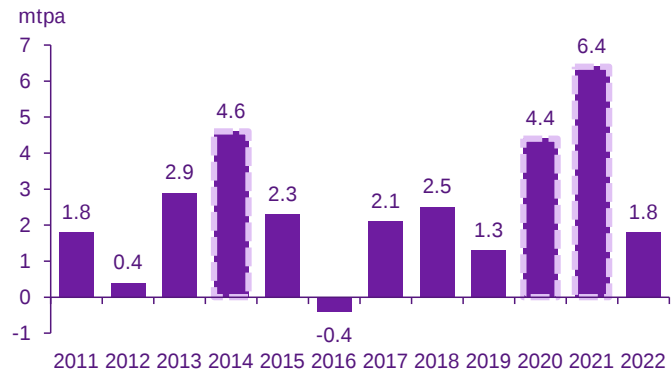
Source: Bloomberg Finance LP, SCBS Investment Research

Figure 3: HDPE-naphtha vs. PP-naphtha spread

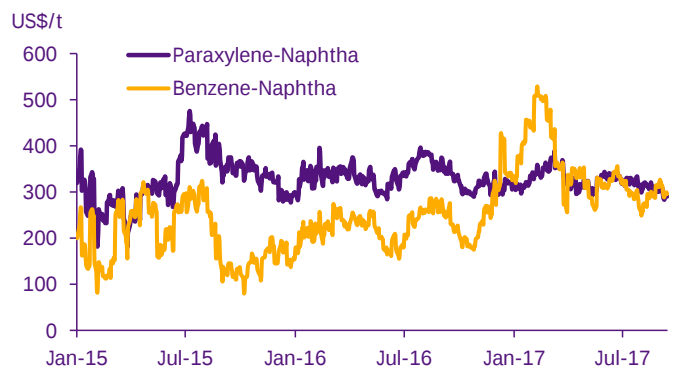
Source: Bloomberg Finance LP, SCBS Investment Research

Figure 4: PE-naphtha spread

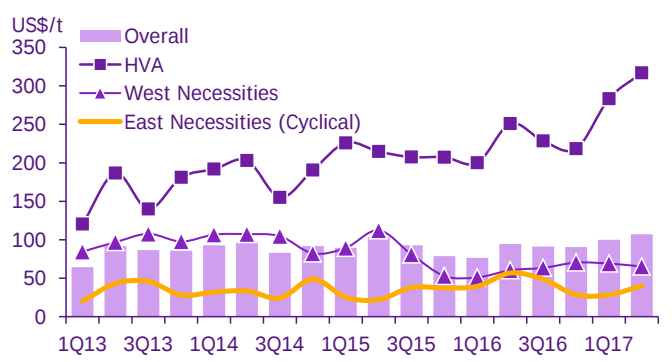
Source: Bloomberg Finance LP, SCBS Investment Research

Figure 5: Global PX capacity additions

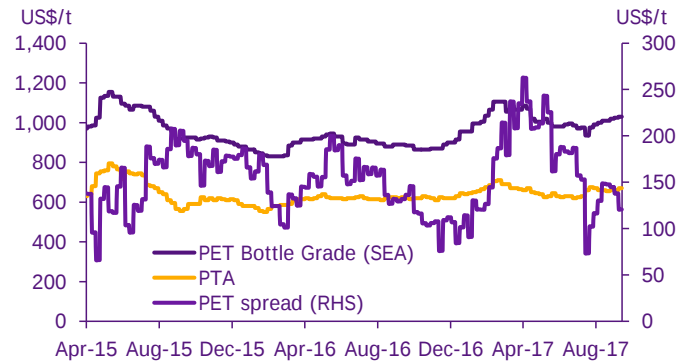
Source: PCI, SCBS Investment Research

Figure 6: PX-naphtha vs. benzene-naphtha spread

Source: Bloomberg Finance LP, SCBS Investment Research

Figure 7: IVL's core EBITDA/ton

Source: IVL, SCBS Investment Research

Figure 8: PET/PTA spread

Source: Bloomberg Finance LP, SCBS Investment Research

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

ยอดขายทำจุดสูงสุดในไตรมาส 3/60, กำไรทำจุดสูงสุดในไตรมาส 4/60

- ผลประกอบการไตรมาส 2/60 ได้รับปัจจัยหนุนจากยอดขายและยอดโอนคอนโดที่ฟื้นตัวขึ้น
- การวางแผนเปิดตัวโครงการใหม่เพิ่มขึ้น จะช่วยหนุนให้ยอดขายทำจุดสูงสุดในไตรมาส 3/60...
- แต่กำไรจะทำจุดสูงสุดในไตรมาส 4/60
- LH และ SPALI ยังคงเป็น top picks ของเรา

ช่วงครึ่งแรกปี 60: อุปสงค์, อุปทาน, และสต็อกโดยรวมเติบโตอย่างต่อเนื่อง การสำรวจที่จัดทำโดย AREA พบว่าอุปทานที่อยู่อาศัยใหม่ในเขตกรุงเทพฯ และปริมณฑล เติบโต 29% สู่ 53,592 ยูนิต (คอนโด 55%, ทาวน์เฮ้าส์ 27%, บ้านเดี่ยว 13%, และบ้านแฝด 5%) สูงกว่าอุปสงค์ที่เติบโต 12% (44,102 ยูนิต) ส่งผลทำให้สต็อกที่ยังขายไม่ได้เพิ่มขึ้น 11% (187,581 ยูนิต) สถานการณ์เช่นนี้ทำให้ระยะเวลาเฉลี่ยในการขายสต็อกที่ยังขายไม่ได้สำหรับบ้านเดี่ยวเพิ่มขึ้นเป็น 26 เดือน จาก 22 เดือน ณ สิ้นปี 2559 ระยะเวลาในการขายสต็อกที่ยังขายไม่ได้สำหรับบ้านแฝด และทาวน์เฮ้าส์ เพิ่มขึ้น แต่ไม่น่าเป็นห่วง เนื่องจากสะท้อนถึงการปรับพอร์ตและยังไม่ได้สร้าง ผู้ประกอบการที่เน้นผลิตภัณฑ์กลุ่มนี้ คือ AP, PSH, QH, และ SPALI อุปสงค์ที่เพิ่มขึ้นและอุปทานใหม่ของบริษัทเดียวทำให้สต็อกอยู่ในระดับทรงตัวที่ 37,000-39,000 ยูนิตในช่วงไตรมาสที่ผ่านมา LH เป็นผู้นำตลาดบ้านเดี่ยวโดยมีส่วนแบ่งตลาดมากที่สุดที่ 10% สิ่งที่ทำให้เรารู้สึกกังวลมากกว่าคือ ระยะเวลาในการขายคอนโดนานขึ้นซึ่งสะท้อนถึงอัตราการขายระดับต่ำ ถ้ามีการก่อสร้างคอนโดทุกโครงการ สต็อกที่ก่อสร้างเสร็จจะไหลเข้าสู่ตลาด และอาจจะส่งผลให้ต้องปรับราคาลดลง

อุปสงค์โยกไปสู่ตลาดระดับบน ราคาขายเฉลี่ยเพิ่มขึ้น 6% สู่ 3.7 ล้านบาท/ยูนิต เนื่องจากอุปสงค์โยกไปสู่ตลาดระดับบนมากขึ้น (>3 ล้านบาท/ยูนิต) แนวโน้มของตลาดระดับล่าง (ทาวน์เฮ้าส์ และคอนโด ราคา <1 ล้านบาท/ยูนิต) ปรับตัวแย่ลง เนื่องจากต้นทุนที่สูงขึ้นทำให้ผู้ประกอบการลดอุปทานลง และเนื่องจากไม่มีอุปทาน อุปสงค์จึงปรับตัวลดลง อุปสงค์ที่อยู่อาศัยระดับล่างหดตัวลงจากที่มีสัดส่วนมากกว่าครึ่งหนึ่งของอุปสงค์ทั้งหมดในปี 2540-2546 สัดส่วนเพียง 3% ในช่วงครึ่งแรกปี 60 เราพบผลิตภัณฑ์ทดแทนบางส่วน: บ้านเดี่ยวราคา <3 ล้านบาท/ยูนิต ถูกแทนที่โดยทาวน์เฮ้าส์และบ้านแฝด ราคา <3 ล้านบาท/ยูนิต ผู้ประกอบการที่ได้รับผลกระทบ คือ PSH ส่วนผู้ประกอบการที่ได้รับประโยชน์ คือ QH และ SPALI

ยอดขายฟื้นตัว QoQ ในไตรมาส 2/60; จะทำจุดสูงสุดในไตรมาส 3/60 ยอดขายทั้งหมดของ AP, LH, LPN, PSH, QH, SIRI, และ SPALI เพิ่มขึ้น 24% YoY และ 16% QoQ สู่ 5.37 หมื่นล้านบาทในไตรมาส 2/60 โดยได้รับปัจจัยหนุนจากคอนโด ส่งผลให้ยอดขายในช่วงครึ่งแรกปี 60 อยู่ที่ 1.0 แสนล้านบาท +25% YoY คิดเป็น 48% ของยอดขายที่บริษัทเหล่านี้ตั้งเป้าไว้ทั้งปี เราคาดว่าไม่แนมยอดขายจะดีต่อเนื่อง โดยยอดขายจะทำจุดสูงสุดของปีนี้ในไตรมาส 3/60 แทนที่จะเป็นไตรมาส 4/60 ตามที่คาดการณ์ไว้ก่อนหน้านี้ โดยได้รับปัจจัยหนุนจากยอดขายที่แข็งแกร่งที่ AP, SIRI, และ SPALI ซึ่งปรับแผนเปิดตัวโครงการใหม่เพิ่มขึ้นอีก 8% สู่ 2.38 แสนล้านบาท (AP +40%, PSH +12%, และ SIRI +9%), +28% YoY โดยส่วนใหญ่จะเปิดตัวในไตรมาส 3/60 SIRI ปรับเป้ายอดขายของบริษัทเพิ่มขึ้น 11% สู่ 4.0 หมื่นล้านบาท ในขณะที่ AP, SPALI, และ PSH มีแนวโน้มที่จะทำยอดขายได้สูงกว่าเป้าหมายของบริษัท มีเพียง LPN และ QH ที่อาจจะทำยอดขายได้ต่ำกว่าเป้า

กำไรฟื้นตัว QoQ ในไตรมาส 2/60; จะปรับขึ้นในไตรมาส 3/60 และทำจุดสูงสุดในไตรมาส 4/60 กำไรทั้งหมดในไตรมาส 2/60 เติบโตแบบก้าวกระโดดถึง 51% QoQ สู่ 8.1 พันล้านบาท โดยได้รับปัจจัยหนุนจากคอนโด ส่งผลทำให้กำไรปกติในช่วงครึ่งแรกปี 60 อยู่ที่ 1.35 หมื่นล้านบาท, +3% YoY, คิดเป็น 40% ของประมาณการกำไรทั้งปีของเรา และ 42% ของประมาณการกำไรทั้งปีของตลาด เราคาดว่ากำไรจะปรับตัวเพิ่มขึ้นสู่จุดสูงสุดในไตรมาส 4/60 โดยได้รับปัจจัยหนุนจากยอดขายรอรับรายได้ในปัจจุบันที่ 1.35 แสนล้านบาท (รวมบริษัทรวมทุนด้วย) ซึ่งรองรับรายได้ 74% ที่เราคาดการณ์ไว้ในปี 2560 ยอดขายรอรับรายได้ในปัจจุบันของ SPALI (รองรับรายได้ 90% ที่เราคาดการณ์ไว้ในปี 2560), LH (86%), SIRI (81%) สูงกว่าค่าเฉลี่ย แต่ QH (55%), AP (61%), LPN (68%), และ PSH (69%) ต่ำกว่าค่าเฉลี่ย

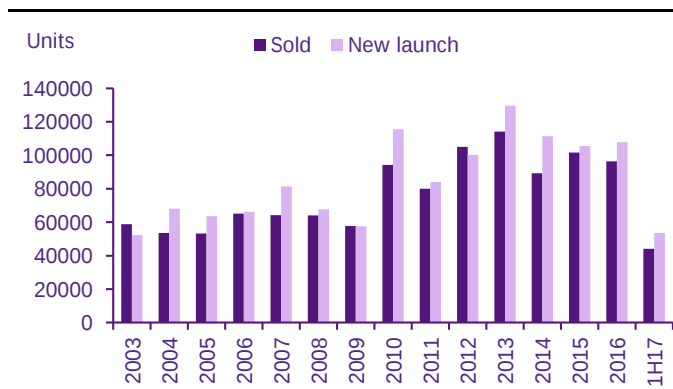
Top picks: LH และ SPALI เราเลือก LH และ SPALI เป็น top picks เพราะถ้าไม่มีแนวโน้มเติบโตและยอดขายรอรับรายได้สูงรองรับการรับรู้รายได้เป็นเวลานาน เราคาดว่า LH จะบันทึกกำไรทางบัญชี 1.2 พันล้านบาทในไตรมาส 3/60 จากดีล LHBANK ขณะที่ SPALI จะบันทึกกำไร 170-200 ล้านบาทในไตรมาส 4/60 จากการขายอาคารสำนักงาน 1 แห่งในฟิลิปปินส์

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	7.90	8.5	11.9	9.5	8.2	7.1	5	16	15	1.3	1.2	1.0	14	15	15	3.8	4.4	4.9	11.2	10.4	9.2
LH	Buy	9.80	12.0	30.7	14.2	12.5	12.3	21	14	2	2.5	2.3	2.3	18	19	19	6.6	8.2	7.3	14.5	12.5	14.0
LPN	Buy	11.40	14.0	27.4	7.8	13.2	10.1	(11)	(41)	31	1.4	1.4	1.3	18	10	13	7.9	4.6	6.1	7.4	13.3	10.8
PSH	Neutral	24.20	23.5	3.3	8.9	8.3	7.5	(21)	8	11	1.5	1.4	1.2	17	17	17	5.8	6.1	6.8	9.9	9.4	8.5
QH	Buy	2.66	3.8	48.9	8.6	8.0	7.2	7	8	10	1.2	1.1	1.1	15	15	15	5.6	6.0	6.6	12.3	11.4	10.2
SIRI	Buy	2.26	2.5	16.0	9.7	9.2	8.5	16	6	8	1.1	1.1	1.0	12	12	12	5.3	5.3	6.0	14.5	13.6	12.6
SPALI	Buy	22.90	30.0	31.0	8.0	6.8	5.6	12	19	21	1.7	1.4	1.2	23	22	23	4.6	0.0	6.6	10.2	8.5	7.0
Average					9.5	9.4	8.3	4	4	14	1.5	1.4	1.3	17	16	16	5.7	5.0	6.3	11.4	11.3	10.3

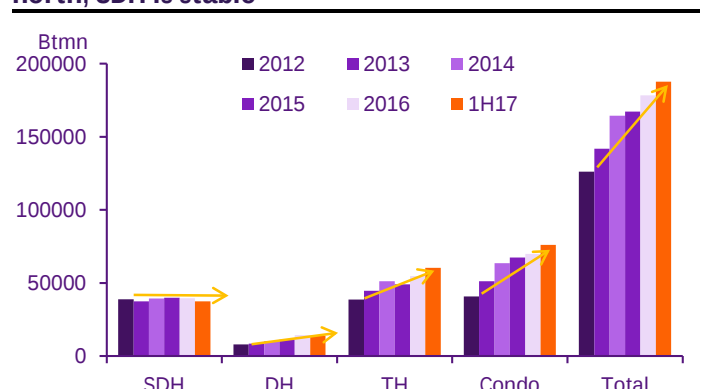
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: Overall demand and new supply are rising



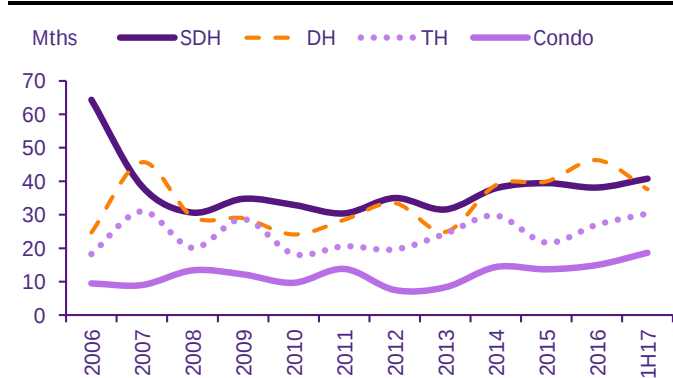
Source: AREA

Figure 2: Unsold stock of DH, TH, condo are heading north; SDH is stable



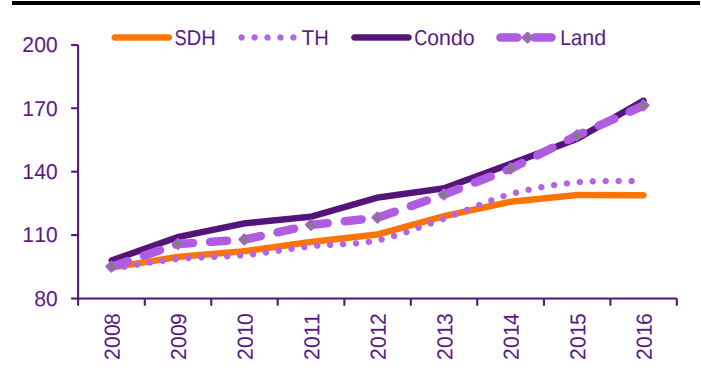
Source: AREA

Figure 3: Time to sell unsold stock is taking longer: a concern for condo



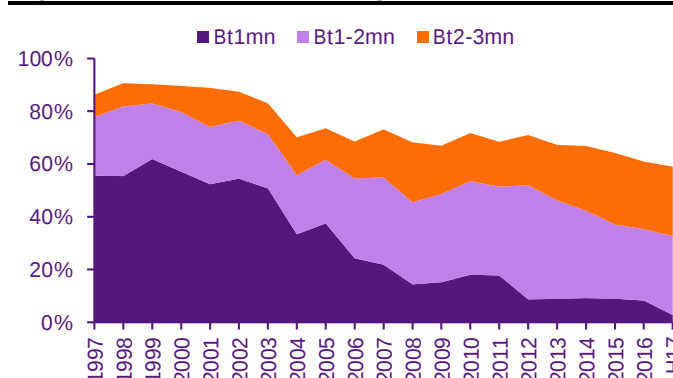
Source: AREA

Figure 4: Property price index continues to rise



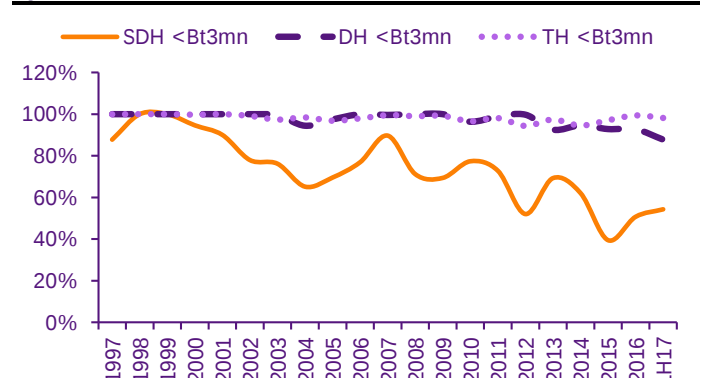
Source: REIC

Figure 5: Demand has been shifting to higher-end segment; no more <Bt1mn segment



Source: AREA

Figure 6: Product substitution: SDH <Bt3mn replaced by TH <Bt3mn and DH <Bt3mn



Source: AREA

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

ชอบ ASP มากกว่า MBKET เพราะได้ประโยชน์จากการ rally ของตลาดมากกว่า

- เราคาดว่ากำไรไตรมาส 3/60 ของกลุ่มหลักทรัพย์จะเพิ่มขึ้น QoQ โดยได้รับปัจจัยหนุนจากทุก ๆ ด้าน แต่จะลดลง YoY เพราะค่านายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ปรับตัวลดลง
- ปรับคำแนะนำสำหรับ MBKET ลงสู่ “ขาย” และปรับราคาเป้าหมายลดลงสู่ 20 บาท เพราะส่วนแบ่งการตลาดลดลง; คงคำแนะนำ “ซื้อ” ASP และปรับราคาเป้าหมายเพิ่มขึ้นสู่ 4.2 บาท จากการปรับประมาณการค่านายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์เพิ่มขึ้น

มูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดฯ พื้นตัวดีขึ้น มูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์เฉลี่ยต่อวัน (ไม่รวมบัญชีบล.) เพิ่มขึ้นอย่างมากจาก 4.1 หมื่นล้านบาทในช่วง 8 เดือนแรกปี 60 สู่ 5.5 หมื่นล้านบาท ณ วันที่ 18 กันยายน มูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์เฉลี่ยต่อวันในไตรมาส 3/60 (ณ วันที่ 18 กันยายน) อยู่ที่ 4.3 หมื่นล้านบาท เพิ่มขึ้น 14% QoQ แต่ลดลง 21% YoY มูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์เฉลี่ยต่อวันในช่วง 9 เดือนแรกปี 60 อยู่ที่ 4.18 หมื่นล้านบาท ทรงตัว YoY เราคาดว่ามูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์เฉลี่ยต่อวันสำหรับปี 2560 จะอยู่ที่ 4.5 หมื่นล้านบาท (เทียบกับ 4.7 หมื่นล้านบาทในปี 2559) โดยใช้สมมติฐานว่ามูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์เฉลี่ยต่อวันแข็งแกร่งต่อเนื่องในไตรมาส 4/60

ส่วนแบ่งการตลาดของ MBKET แยกว่าคาด MBKET ยังคงเผชิญกับสถานการณ์ที่ส่วนแบ่งการตลาดลดลงอย่างต่อเนื่องสู่ 5.9% ในไตรมาส 3/60 (ณ วันที่ 18 กันยายน) จาก 6.94% ในไตรมาส 2/60 และ 7.99% ในไตรมาส 1/60 เราปรับสมมติฐานส่วนแบ่งการตลาดในปี 2560 ของ MBKET ลดลงอีกครั้งจาก 7.5% สู่ 6.8% เทียบกับ 8.15% ในปี 2559 ในขณะที่ ASP สามารถรักษาส่วนแบ่งการตลาดของบริษัทเอาไว้ได้ QoQ ที่ 2.6% เรายังคงสมมติฐานส่วนแบ่งการตลาดในปี 2560 ของ ASP เอาไว้ที่ 2.6%

รายได้ค่าธรรมเนียมที่ไม่ใช่ค่านายหน้าดีต่อเนื่อง เรายังคงคาดว่ารายได้ค่าธรรมเนียมที่ไม่ใช่ค่านายหน้าของทั้ง ASP และ MBKET จะเพิ่มขึ้นอย่างมากในปี 2560 โดยคาดว่ารายได้ค่าธรรมเนียมที่ไม่ใช่ค่านายหน้าจะดีต่อเนื่องในช่วงครึ่งหลังปี 60 โดยในไตรมาส 2/60 MBKET ทำดี IPO ไปแล้ว 2 ดีล คือ บริษัท อิงเกรส อินดัสเตรียล (ไทยแลนด์) จำกัด (มหาชน) (INGRS) มูลค่า IPO 769 ล้านบาท และกองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐานโรงไฟฟ้ากลุ่มน้ำตาลบุรีรัมย์ (BRRGIF) มูลค่า IPO 3.6 พันล้านบาท MBKET เปิดเผยว่าบริษัทยังมีดีลงานพาณิชย์ธนกิจรออยู่อีก 25 ดีล ซึ่งประกอบด้วย M&A 3-4 ดีล, REIT 3-4 ดีล, กองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐาน 1-2 ดีล, IPO 14-158 ดีล, การเสนอขายหุ้นที่ออกใหม่แก่บุคคลในวงจำกัด (private placement) 3-4 ดีล, และที่ปรึกษาทางการเงิน 1-2 ดีล MBKET มีดีล IPO 2 ดีลที่ยื่นคำขอเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ฯ แล้ว: เจ้าพระยามหานคร และกรังด์ปรีซ์ อินเตอร์เนชั่นแนล ในขณะที่ ASP มีงานพาณิชย์ธนกิจ (IB) 62 ดีลอยู่ในมือ โดยในจำนวนนี้เป็นดีล IPO 29 ดีล และที่ปรึกษาทางการเงิน 33 ดีล รายได้ค่าธรรมเนียมการบริหารสินทรัพย์ของ ASP ซึ่งคิดเป็นสัดส่วนประมาณครึ่งหนึ่งของรายได้ค่าธรรมเนียมที่ไม่ใช่ค่านายหน้าเติบโต 16% YoY ในช่วงครึ่งแรกปี 60 และน่าจะเร่งตัวขึ้นในไตรมาส 3/60 อันเป็นมาจากการ rally ของ SET เราคาดว่ารายได้ค่าธรรมเนียมที่ไม่ใช่ค่านายหน้าในปี 2560 จะเพิ่มขึ้น 300% สำหรับ MBKET และ 45% สำหรับ ASP

กำไรจากเงินลงทุนมีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้น โดยได้รับปัจจัยหนุนจากการ rally ของ SET เราคาดว่ากำไรจากเงินลงทุนจะเพิ่มขึ้น QoQ ในไตรมาส 3/60 หลังจาก SET ปรับขึ้นถึง 6.6% ในเดือนที่ผ่านมา ASP น่าจะได้รับประโยชน์จากการ rally ของ SET ในระยะหลังนี้มากกว่า MBKET เนื่องจาก ASP มีพอร์ตการลงทุนที่ใหญ่กว่า MBKET ทั้งนี้ ณ ไตรมาส 2/60 ASP มีเงินลงทุนในหุ้นจำนวน 2.7 พันล้านบาท (ทั้งตลาดในประเทศและตลาดต่างประเทศ) และ MBKET มีเงินลงทุนในหุ้นจำนวน 1.3 พันล้านบาท

คาดการณ์กำไรไตรมาส 3/60: เพิ่มขึ้น QoQ แต่ลดลง YoY สำหรับ MBKET เราคาดการณ์กำไรสุทธิไตรมาส 3/60 ที่ 190 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 60% QoQ หลักๆ เกิดจากรายได้ค่าธรรมเนียม IB และกำไรจากเงินลงทุนที่สูงขึ้น แต่จะลดลง 34% YoY เพราะรายได้ค่านายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ลดลง (มูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์เฉลี่ยต่อวันและส่วนแบ่งการตลาดลดลงมากเมื่อเทียบกับช่วงเดียวกันของปีก่อน) ทั้งนี้แม้มูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์เฉลี่ยต่อวันเพิ่มขึ้น แต่เราคาดว่ารายได้ค่านายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ในไตรมาส 3/60 ของ MBKET จะอยู่ในระดับทรงตัว QoQ โดยมีสาเหตุมาจากการลดลงของส่วนแบ่งการตลาดที่ลดลงอย่างมาก สำหรับ ASP เราคาดการณ์กำไรสุทธิไตรมาส 3/60 ที่ 215 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 28% QoQ (จากรายได้ค่านายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์, รายได้ค่าธรรมเนียมที่ไม่ใช่ค่านายหน้า, และกำไรจากเงินลงทุนที่เพิ่มขึ้น) แต่จะลดลง 7% YoY

ปรับคำแนะนำสำหรับ MBKET ลงสู่ “ขาย” และปรับราคาเป้าหมายลดลง; คงคำแนะนำ “ซื้อ” ASP และปรับราคาเป้าหมายเพิ่มขึ้น เราปรับคำแนะนำสำหรับ MBKET ลงสู่ “ขาย” และปรับราคาเป้าหมายลดลงสู่ 22 บาท (14.2 เท่าของประมาณการ EPS ปี 2560) เนื่องจากเราปรับสมมติฐานส่วนแบ่งการตลาดลดลง ในขณะที่เรายังคงคำแนะนำ “ซื้อ” ASP และปรับราคาเป้าหมายเพิ่มขึ้นสู่ 4.2 บาท (11.7 เท่าของประมาณการ EPS ปี 2560) เพราะปรับสมมติฐานรายได้ค่าธรรมเนียมที่ไม่ใช่ค่านายหน้าเพิ่มขึ้น เราชอบ ASP มากกว่า MBKET เนื่องจาก ASP จะได้รับประโยชน์จากการ rally ของ SET มากกว่า MBKET และมี valuation ที่น่าสนใจกว่า MBKET

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	3.82	4.2	17.7	10.6	10.6	10.3	35	1	2	1.7	1.6	1.6	16	16	16	7.8	7.8	7.9
MBKET	Neutral	21.80	20.0	(1.7)	12.8	15.3	16.7	(4)	(17)	(8)	2.5	2.6	2.7	20	17	16	7.8	6.5	6.0
Average					11.7	12.9	13.5	15	(8)	(3)	2.1	2.1	2.1	18	16	16	7.8	7.1	7.0

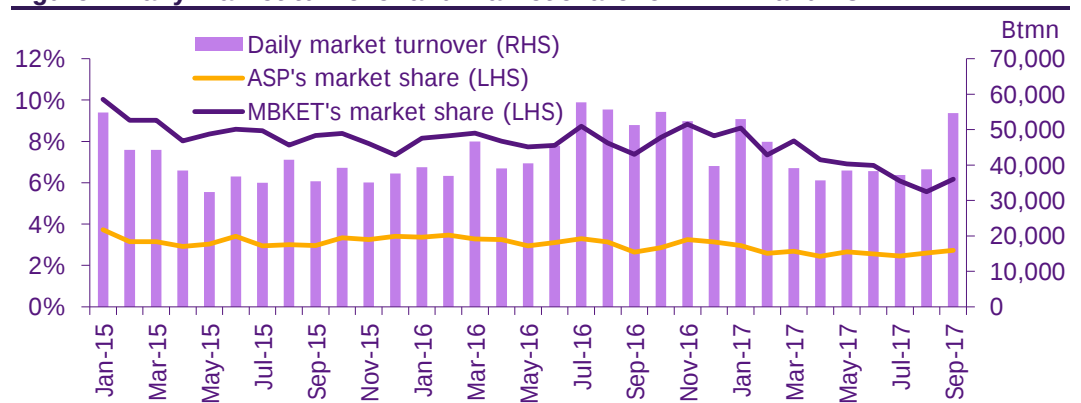
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: Target price sensitivity to turnover

	ASP	MBKET
Target price at 2017F various daily mkt. turnover		
Bt40bn	3.8	16
Bt45bn — base case	4.2	20
Bt50bn	4.6	24
2017F EPS (Bt) at 2017F various daily mkt. turnover		
Bt40bn	0.33	1.15
Bt45bn — base case	0.36	1.43
Bt50bn	0.39	1.70
2017F DPS (Bt) at 2017F various daily mkt. turnover		
Bt40bn	0.27	1.15
Bt45bn — base case	0.30	1.42
Bt50bn	0.32	1.69
Dividend payout	82%	100%
Target PE (x)	11.7	14.2

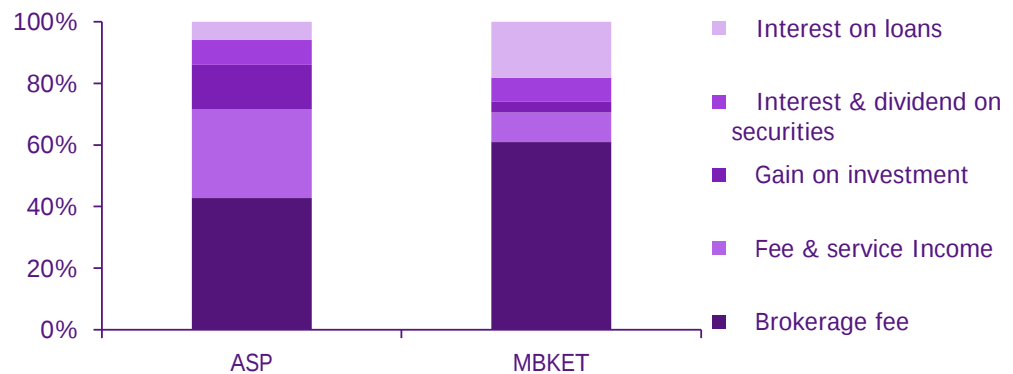
Source: SCBS Investment Research

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

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

พยายามเปลี่ยนผู้ใช้บริการแบบ prepaid เป็นผู้ใช้บริการแบบ postpaid

- การแข่งขันลดลงในช่วง 6 เดือนที่ผ่านมา เนื่องจากผู้ประกอบการลดผลขาดทุนจากการอุดหนุนราคาเครื่องโทรศัพท์สำหรับผู้ให้บริการแบบ prepaid และโฟกัสไปที่ postpaid
- การอุดหนุนราคาเครื่องโทรศัพท์สำหรับผู้ให้บริการแบบ postpaid เป็นการเคลื่อนไหวที่ดี เนื่องจากจะทำให้ ARPU เพิ่มขึ้น
- ADVANC เป็น top pick ของเรา เนื่องจากบริษัทยังคงเป็นหุ้น laggard play ในตลาด postpaid

การแข่งขันลดลง เราเริ่มเห็นการแข่งขันปรับตัวลดลง โดยเฉพาะอย่างยิ่งการอุดหนุนราคาเครื่องโทรศัพท์ โดยตั้งแต่ต้นปี ADVANC และ DTAC ลดการอุดหนุนราคาเครื่องโทรศัพท์สำหรับผู้ให้บริการแบบ prepaid แล้วหันมาเน้นผู้ใช้บริการแบบ postpaid แทน ในขณะที่ TRUE ยังคงอุดหนุนราคาเครื่องโทรศัพท์สำหรับผู้ให้บริการแบบ prepaid แต่เป็นการอุดหนุนแบบเฉพาะเจาะจงมากขึ้น ค่าใช้จ่ายในการอุดหนุนราคาเครื่องโทรศัพท์ในช่วงครึ่งแรกปี 60 อยู่ที่ 5 พันล้านบาท ลดลงอย่างมากจาก 1.5 หมื่นล้านบาทในช่วงครึ่งแรกปี 59 และเราคาดว่าค่าใช้จ่ายในการอุดหนุนราคาเครื่องโทรศัพท์ในช่วงครึ่งหลังปี 60 จะอยู่ในระดับที่ค่อนข้างใกล้เคียงกับช่วงครึ่งแรกปี 60

การอุดหนุนราคาเครื่องโทรศัพท์สำหรับผู้ให้บริการแบบ postpaid ไม่ได้ส่งผลกระทบต่อผลดำเนินงาน เราไม่ได้มีมุมมองเชิงลบต่อการอุดหนุนราคาเครื่องโทรศัพท์สำหรับผู้ให้บริการแบบ postpaid เนื่องจากจะส่งผลดี 3 อย่าง ประการแรก การอุดหนุนราคาเครื่องโทรศัพท์สำหรับผู้ให้บริการแบบ postpaid จะทำให้ผู้ประกอบการสามารถเข้าถึงตลาดที่เติบโต (postpaid) เพราะยอดผู้ใช้บริการเติบโตที่ CAGR 20% ในช่วง 2 ปีที่ผ่านมา ประการที่สอง ARPU สำหรับ postpaid สูงกว่า prepaid อย่างมาก (226%) ARPU เฉลี่ยในไตรมาส 2/60 อยู่ที่ 251 บาท เพิ่มขึ้น 13% จาก ARPU เฉลี่ยในปี 2557 ที่ 222 บาท ประการสุดท้าย ผู้ให้บริการแบบ postpaid มีแนวโน้มขายค่ายน้อยกว่า prepaid โดยมีอัตราการยกเลิกบริการเท่ากับครึ่งหนึ่งของ prepaid การเปลี่ยนแปลงดังกล่าวสะท้อนถึงรายได้ที่มีแนวโน้มเติบโตอย่างแข็งแกร่งในระยะ 2-3 ปีข้างหน้า

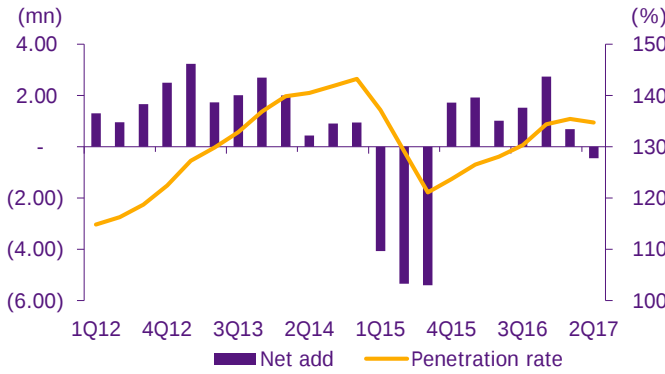
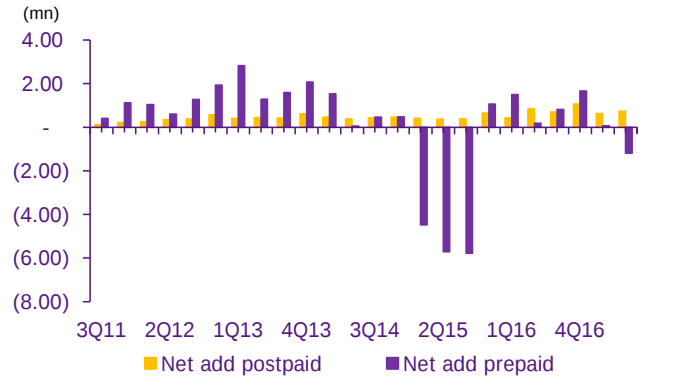
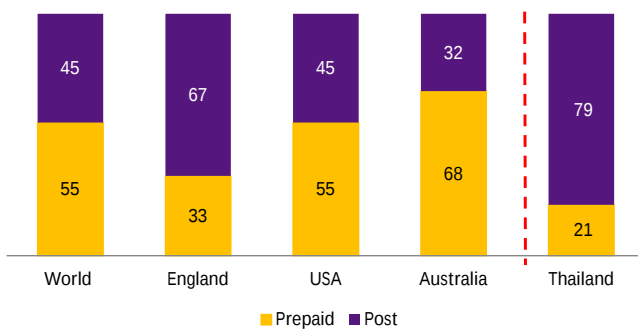
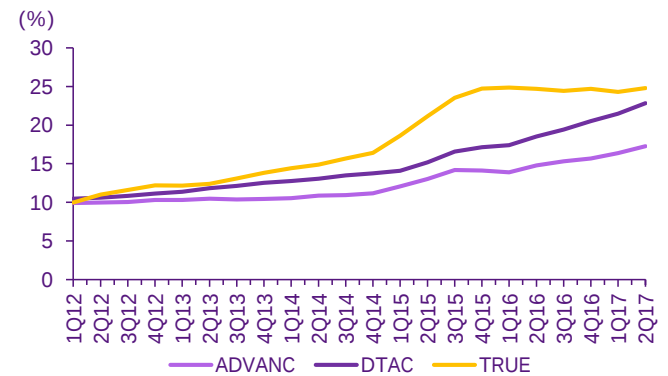
กำไรไตรมาส 3/60 มีแนวโน้มปรับตัวดีขึ้น เราคาดว่ากำไรไตรมาส 3/60 ของผู้ประกอบการทั้งสามรายจะเติบโตทั้ง YoY และ QoQ เราคาดว่า ADVANC จะเป็นบริษัทที่รายงานกำไรเติบโต YoY มากที่สุด ตามมาด้วย TRUE และ DTAC สำหรับ ADVANC และ TRUE ปัจจัยกระตุ้นกำไร คือ: 1) รายได้ที่เติบโตเพิ่มขึ้น โดยได้รับปัจจัยหนุนจาก mobile data, 2) ผลขาดทุนที่ลดลงจากการอุดหนุนราคาเครื่องโทรศัพท์ และ 3) ค่าตัดจำหน่ายในระดับทรงตัว ทั้งนี้ ADVANC และ TRUE เริ่มบันทึกค่าตัดจำหน่ายใบอนุญาตคลื่น 900MHz ในไตรมาส 3/59 นอกจากนี้ ADVANC ยังมีต้นทุนเพิ่มเติมจากการจ่ายค่าเช่าโครงข่ายคลื่น 2100MHz ให้กับทีโอทีในไตรมาส 3/59 ด้วย ดังนั้นฐานกำไรระดับต่ำจะช่วยให้ ADVANC และ TRUE รายงานกำไรเติบโต YoY ดีกว่า DTAC

“ซื้อ” ADVANC เราเลือก ADVANC เป็น top pick ในกลุ่มสื่อสาร ด้วยราคาเป้าหมายอ้างอิงวิธี DCF ที่ 230 บาท เนื่องจากบริษัทเป็น laggard play ในตลาด postpaid และยังมีโอกาสเติบโตได้อีกมาก แม้สัดส่วนผู้ใช้บริการแบบ postpaid ต่อผู้ใช้บริการทั้งหมดของบริษัทเพิ่มขึ้นสู่ 17% ในไตรมาส 2/60 แต่ยังคงต่ำกว่า TRUE ที่ 25% และ DTAC ที่ 23% อย่างมาก การอุดหนุนราคาเครื่องโทรศัพท์สำหรับผู้ให้บริการ postpaid จะทำให้ ADVANC สามารถเพิ่มจำนวนผู้ใช้บริการ postpaid ได้เร็วขึ้น เราคาดว่ากำไรของ ADVANC จะเติบโตที่ CAGR 6% ในระยะ 3 ปีข้างหน้า เรายังคงคำแนะนำ “ซื้อ” ADVANC ด้วยราคาเป้าหมายอ้างอิงวิธี DCF ที่ 230 บาท

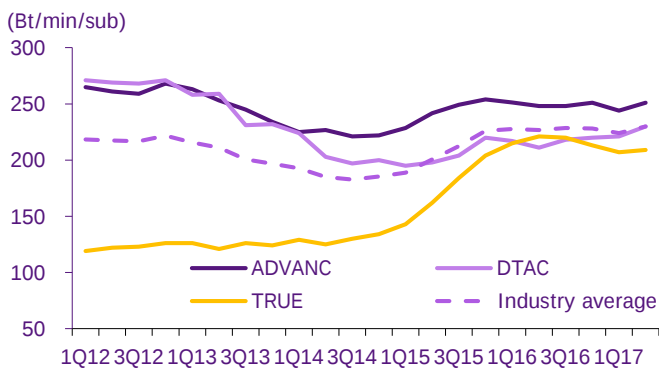
Valuation summary

	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	194.00	230.0	22.3	18.4	18.6	17.3	(20)	(1)	8	13.5	11.9	11.4	69	68	67	5.2	3.8	4.0	10.9	10.4	9.9
DTAC	Neutral	57.75	55.0	(4.8)	89.5	62.0	48.8	(75)	44	27	5.0	5.0	5.0	6	8	10	0.7	0.0	0.0	7.5	8.1	7.6
INTUCH	Buy	59.00	59.0	4.6	12.8	21.8	17.8	(1)	(41)	22	13.3	13.3	13.3	103	61	74	7.7	4.6	5.6	12.7	21.5	17.6
THCOM	Sell	16.80	16.5	1.3	12.6	14.4	20.5	(46)	(12)	(30)	1.0	0.9	0.9	8	7	5	3.9	3.1	2.1	5.2	5.1	5.1
TRUE	Buy	6.35	8.0	26.0	n.m.	n.m.	129.4	n.m.	(42)	n.m.	1.2	2.2	0.7	(2)	(3)	1	0.0	0.0	0.0	15.1	13.3	7.4
Average					33.3	29.2	46.8	(36)	(10)	7	6.8	6.7	6.3	37	28	31	3.5	2.3	2.4	10.3	11.7	9.5

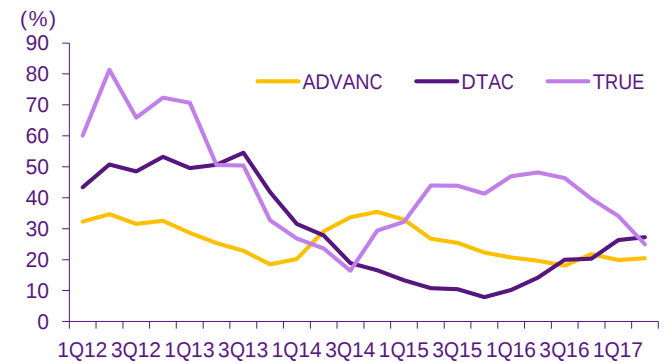
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: Net add started to come down in 2Q17**Figure 2: Postpaid net add rose against industry****Figure 3: Growing postpaid subs still account less****Figure 4: ADVANC is still lagging its peers on postpaid**

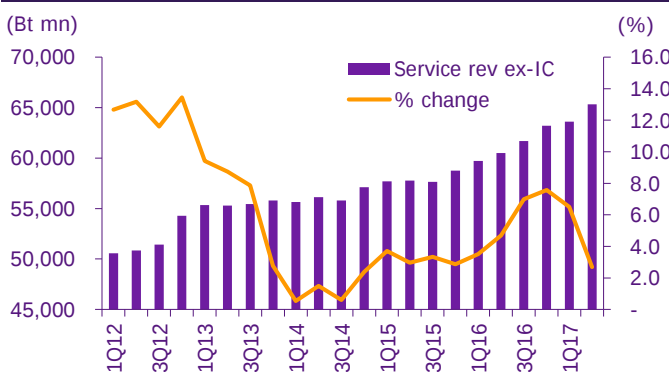
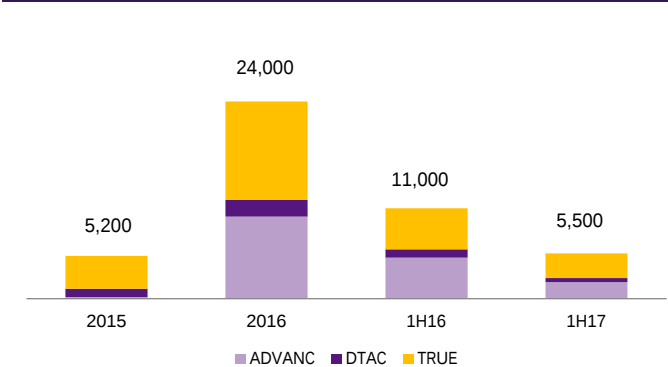
Source: The company and SCBS Investment Research

Figure 5: Blended ARPU are trending up

Source: The company and SCBS Investment Research

Figure 6: Non-voice revenue continues to grow

Source: The company and SCBS Investment Research

Figure 7: Revenue for sector is rising**Figure 8: Handset subsidy for the sector**

รวีบุษ ปิยะกรียงไกร

นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1002

raweenuch.piyakriengkai@scb.co.th

จำนวนนักท่องเที่ยวที่เพิ่มขึ้นหนุนอัตราการเข้าพักโรงแรมสูง

- การท่องเที่ยวแห่งประเทศไทย (ททท.) คาดว่าจะมีนักท่องเที่ยวต่างชาติเดินทางเข้ามาในประเทศไทย 34.4 ล้านคนในปีนี้ ซึ่งหมายความว่าจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติจะเติบโต 7% YoY ในเดือนที่เหลือของปีนี้ (เทียบกับ +4% YoY ในช่วง 8 เดือนแรกปี 60)
- เราคาดว่าจะมีนักท่องเที่ยวต่างชาติเดินทางเข้าในประเทศไทยจำนวน 35.5 ล้านคนในปี 2560 สูงกว่าเป้าของ ททท. ซึ่งหมายความว่าจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติจะเติบโต 17% YoY ในเดือนที่เหลือของปีนี้ โดยได้รับปัจจัยหนุนจากฐานต่ำในไตรมาส 4/59 และการฟื้นตัวของตลาดจีน
- กำไรของกลุ่มท่องเที่ยว (โรงแรม) น่าจะเติบโตอย่างแข็งแกร่งในช่วงครึ่งหลังปี 60 Top picks ของเรา คือ ERW (ราคาเป้าหมาย 7.2 บาท/หุ้น) และ CENTEL (ราคาเป้าหมาย 48 บาท/หุ้น)

เติบโตแบบเร่งตัวและคาดว่าจะมีเซอร์ไพรส์เชิงบวก จำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติที่เดินทางเข้ามาในประเทศไทยเติบโต 4% YoY ในช่วง 8 เดือนแรกปี 60 และ ททท. คาดว่าจะมีนักท่องเที่ยวต่างชาติเดินทางเข้ามาในประเทศไทยจำนวน 34.4 ล้านคนในปีนี้ ซึ่งหมายความว่าจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติจะเติบโต 7% YoY ในเดือนที่เหลือของปีนี้ อย่างไรก็ตาม เราคาดว่าจะมีเซอร์ไพรส์จากจำนวนนักท่องเที่ยวที่เติบโต 17% YoY ในเดือนที่เหลือของปีนี้จนถึงระดับที่เราคาดการณ์ไว้ที่ 35.5 ล้านคนในปี 2560 โดยเกิดจากฐานต่ำในไตรมาส 4/59 และการฟื้นตัวของตลาดจีน ประเทศไทยพลาดการได้รับประโยชน์จากไฮซีซั่นในไตรมาส 4/59 หลังจากมาตรการปราบปรามเอเยนต์ทัวร์ศูนย์เหรียญทำให้นักท่องเที่ยวจีนปรับตัวลดลง ประกอบกับเป็นช่วงเวลาแห่งการไว้อาลัยของประเทศไทย ตลาดจีน (28% ของจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติทั้งหมดที่เดินทางเข้ามาในประเทศไทย) เติบโต 10% YoY ในเดือนสิงหาคม โดยมีอัตราเติบโตเป็นบวกติดต่อกันเป็นเดือนที่ 4 หลังจากมีแนวโน้มปรับตัวลดลงมาตั้งแต่ไตรมาส 4/59 เราคาดว่าตลาดจีนจะมีโมเมนตัมที่แข็งแกร่งมากยิ่งขึ้น โดยได้รับปัจจัยกระตุ้นจากวันหยุดยาว golden week ของจีน (1-8 ตุลาคม) และจำนวนนักท่องเที่ยวจีนที่จะเข้ามาในประเทศไทยเพิ่มมากขึ้นหลังจากจีนมีคำสั่งห้ามบริษัทตัวแทนท่องเที่ยวขายแพ็คเกจทัวร์ไปเกาหลีตั้งแต่เดือนมีนาคม มุมมองของเราได้รับการยืนยันจาก AAV ที่พบว่ายอดจองตั๋วโดยสารล่วงหน้าในเส้นทางบินจีนปรับตัวเพิ่มขึ้นในช่วงวันหยุดยาว golden week สำหรับปี 2561 เราคาดว่าจะมีนักท่องเที่ยวต่างชาติเดินทางเข้ามาในประเทศไทยจำนวน 38 ล้านคน หรือเติบโต 7% YoY

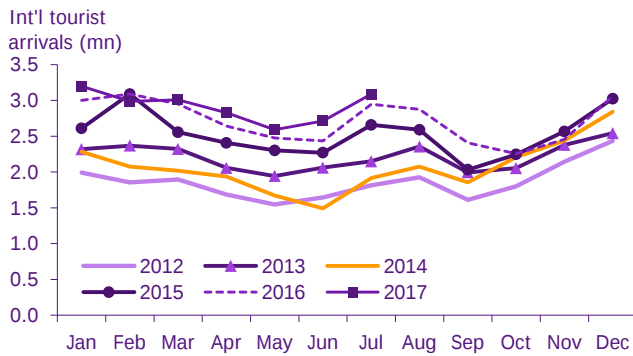
กำไรจะเติบโตอย่างแข็งแกร่งต่อเนื่องในช่วงครึ่งหลังปี 60 CENTEL, ERW, และ MINT รายงานผลประกอบการที่แข็งแกร่งในไตรมาส 2/60 โดยได้รับปัจจัยกระตุ้นจากช่วงโลว์ซีซั่นที่แข็งแกร่งมากขึ้นของอุตสาหกรรมท่องเที่ยวไทยซึ่งช่วยสนับสนุนให้อัตราการเข้าพักสูงอย่างต่อเนื่อง (78.5% สำหรับ CENTEL, 83% สำหรับ ERW, และ 70.5% สำหรับ MINT) และเปิดโอกาสให้ผู้ประกอบการโรงแรมขึ้นอัตราค่าห้องพักเฉลี่ย (ARR; +5% YoY สำหรับ CENTEL, +4% YoY สำหรับ ERW, และ +4% YoY สำหรับ MINT) ซึ่งเป็นปัจจัยที่ช่วยกระตุ้นให้กำไรเติบโตโดยไม่มีต้นทุนเพิ่ม ภาพรวมอุตสาหกรรมที่เป็นบวกเช่นนี้จะช่วยสนับสนุนให้อัตราการเข้าพักอยู่ในระดับสูง ซึ่งจะส่งผลทำให้ ARR ปรับขึ้นได้อย่างต่อเนื่องในช่วงครึ่งหลังปี 60 ประมาณการกำไรปี 2560 ของเราบ่งชี้ถึงกำไรที่เติบโตอย่างแข็งแกร่งที่ +31% YoY สำหรับ ERW, +26% YoY สำหรับ MINT, และ +25% YoY สำหรับ CENTEL

Top picks คือ ERW และ CENTEL ERW (ราคาเป้าหมาย 7.2 บาท/หุ้น) เป็น top pick อันดับหนึ่งของเรา ราคาหุ้น ERW ปรับขึ้นมาแล้ว 11% ในช่วง 3 เดือนที่ผ่านมา สู่ระดับใกล้เคียงสูงสุดในรอบ 5 ปี แต่ valuation ที่ EV/EBITDA ปี 2560 ระดับ 13 เท่า ยังต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของหุ้นกลุ่มเดียวกันในตลาดภูมิภาคอยู่ 26% เรามองว่าราคาหุ้น ERW น่าจะปรับตัวขึ้นได้อีก เนื่องจากกำไรของบริษัทจะปรับตัวเพิ่มขึ้นทำจุดสูงสุดใหม่อย่างต่อเนื่องหลังจากผลการดำเนินงานฟื้นตัวดีขึ้นได้จากการทำกำไรได้แม้กระทั่งในช่วงโลว์ซีซั่น เราคาดว่ากำไรปกติของ ERW จะทำสถิติสูงสุดที่ 470 ล้านบาทในปี 2560 (+36% YoY) และ 550 ล้านบาทในปี 2561 (+17% YoY) เราชอบ CENTEL (ราคาเป้าหมาย 48 บาท/หุ้น) เพราะ valuation น่าสนใจ ในขณะที่แนวโน้มการเติบโตของกำไรในช่วงครึ่งหลังปี 60 คล้ายกัน แต่ valuation ของ CENTEL ต่ำกว่า MINT: PE ปี 2560 ของ CENTEL อยู่ที่ 28 เท่า เทียบกับ 31 เท่าสำหรับ MINT และใกล้เคียงกับระดับวิกฤตในปี 2556-57 ซึ่งเป็นช่วงที่อุตสาหกรรมท่องเที่ยวไทยได้รับผลกระทบจากสถานการณ์ความไม่สงบทางการเมือง

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	42.50	48.0	14.4	31.0	27.8	22.8	11	12	21	5.2	4.6	4.1	18	18	19	1.3	1.4	1.8	13.6	12.8	11.3
ERW	Buy	5.80	7.2	25.3	41.5	30.6	26.1	77	36	17	2.8	2.7	2.5	7	9	10	1.0	1.1	1.3	13.9	12.9	12.6
MINT	Buy	39.25	44.0	13.2	37.6	30.8	27.3	(1)	22	13	4.2	3.9	3.6	12	13	14	0.9	1.1	1.3	20.4	17.8	16.1
Average					36.7	29.7	25.4	29	23	17	4.1	3.7	3.4	12	13	14	1.1	1.2	1.5	15.9	14.5	13.3

Source: SCBS Investment Research

Figure 1: Improving Thai tourism

Source: Department of Tourism, Thailand and SCBS Investment Research

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

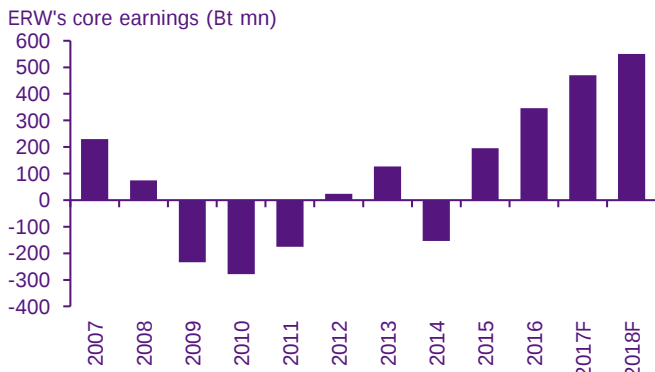
Source: Department of Tourism, Thailand and SCBS Investment Research

Figure 3: Low base for Thai tourism in 4Q16

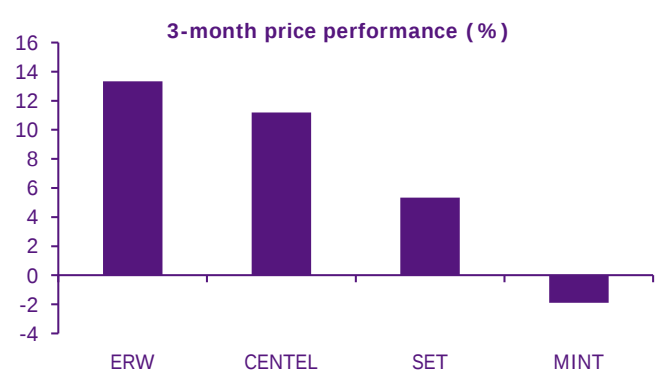
Source: Department of Tourism, Thailand and SCBS Investment Research

Figure 4: Low base for Thai tourism in 4Q16

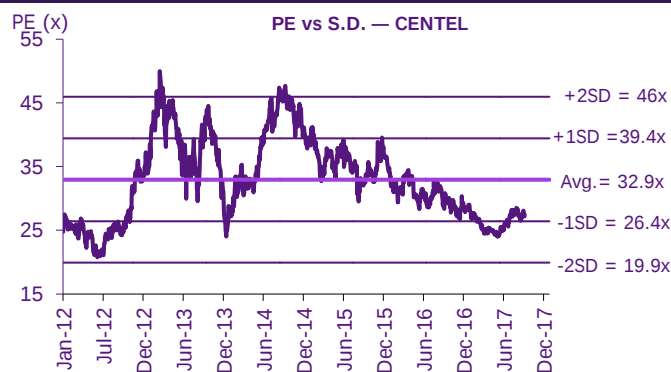
Source: Department of Tourism, Thailand and SCBS Investment Research

Figure 5: ERW's earnings forecast

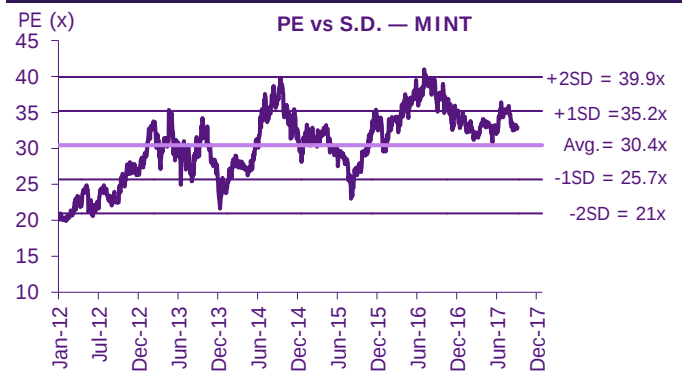
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 6: 3-month price performance

Source: SET and SCBS Investment Research

Figure 7: CENTEL PE band

Source: SET and SCBS Investment Research

Figure 8: MINT PE band

Source: SET and SCBS Investment Research

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

เปิดประมูลโครงการ SPP Hybrid ในไตรมาส 4/60

- บริษัทผลิตไฟฟ้าจะมีโอกาสลงทุนใหม่ในโรงไฟฟ้าพลังงานหมุนเวียนผ่านการประมูล
- การขยายการลงทุนในต่างประเทศยังคงมีความสำคัญ: BCPG, BPP, และ RATCH ประกาศดีลใหม่ในต่างประเทศออกมาแล้วในปี
- EGCO, WHAUP, และ GPSC มีกำหนด SCOD โรงไฟฟ้าใหม่ในช่วงครึ่งหลังปี 60
- WHAUP และ BPP เป็น top picks ในกลุ่มสาธารณูปโภค

โอกาสลงทุนใหม่ในโรงไฟฟ้าพลังงานหมุนเวียนผ่านการประมูล เมื่อไม่นานนี้ คณะกรรมการกำกับกิจการพลังงาน (กกพ.) ได้ประกาศแผนรับซื้อไฟฟ้าพลังงานหมุนเวียน กำลังการผลิตรวม 300 เมกะวัตต์ ภายใต้โครงการ SPP Hybrid Firm โดยสามารถเลือกหลายประเภทผสมผสานกันได้เพื่อให้การผลิตไฟฟ้าของประเทศมีความมั่นคงมีไฟฟ้าใช้ 24 ชั่วโมง การคัดเลือกจะดำเนินการผ่านการประมูล โดยกำหนดอัตราซื้อไฟฟ้าในรูปแบบ Feed-in Tariff (FIT) สูงสุดไม่เกิน 3.66 บาท/หน่วย ระยะเวลา 20 ปี ความเสี่ยงของโครงการนี้คือ ราคาไฟฟ้าฐานจะอยู่ในระดับต่ำมากหรือไม่ อย่างไรก็ดี เนื่องจากโรงไฟฟ้าในโครงการนี้จะมีกำหนด COD ในอีก 3-4 ปีข้างหน้า ดังนั้นต้นทุนอุปกรณ์จะถูกลง เราสรุปกรอบเวลาได้ดังนี้

2-6 ตุลาคม 2560	ยื่นใบสมัคร
9 พฤศจิกายน 2560	อนุมัติเทคนิคของโครงการ
8 ธันวาคม 2560	เปิดซองประมูล
14 ธันวาคม 2560	ประกาศรายชื่อบริษัทชนะการประมูล
13 ธันวาคม 2562	เซ็นสัญญาซื้อขายไฟฟ้า (PPA)
ปี 2563-2564	กำหนดวันจ่ายไฟฟ้าเข้าระบบตามที่ระบุไว้ในสัญญาซื้อขายไฟฟ้า (SCOD)

การขยายการลงทุนในต่างประเทศยังคงมีความสำคัญ ในช่วงครึ่งแรกปี 60 บริษัทหลายแห่งประกาศโครงการใหม่ (ทั้งการก่อสร้างโรงไฟฟ้าใหม่และการเข้าซื้อกิจการ) ซึ่งทั้งหมดอยู่ในต่างประเทศ ได้แก่ โครงการโรงไฟฟ้าพลังงานลมในฟิลิปปินส์ และโครงการโรงไฟฟ้าพลังงานความร้อนใต้พิภพในอินโดนีเซียของ BCPG, โครงการโซลาร์ในจีนและญี่ปุ่นของ BPP, และโครงการโรงไฟฟ้าถ่านหินในอินโดนีเซียของ RATCH ในขณะที่ EGCO เข้าซื้อโรงไฟฟ้าพลังงานความร้อนใต้พิภพในอินโดนีเซียเพิ่มอีก 2 แห่งเสร็จในช่วงครึ่งแรกปี 60

EGCO, WHAUP, และ GPSC มีกำหนด SCOD โรงไฟฟ้าใหม่ในไตรมาส 4/60 ในจำนวนหุ้นกลุ่มสาธารณูปโภคทั้งหมดภายใต้การวิเคราะห์ของเรา มีเพียง EGCO, WHAUP, และ GPSC ที่มีโรงไฟฟ้าใหม่มีกำหนด SCOD ในช่วงครึ่งหลังปี 60 ทั้งนี้หลังจาก COD โรงไฟฟ้า TJ Cogen SPP ในเดือนก.ค. 2560 EGCO ก็มีโรงไฟฟ้า SPP อีก 2 โรง (TP และ SK Cogen) ที่มีกำหนด SCOD ในเดือนต.ค. 2560 ด้วยกำลังการผลิตตามสัดส่วนการถือหุ้นรวม 220 เมกะวัตต์ หรือคิดเป็นกำลังการผลิตเพิ่มเติม 5% สำหรับ WHAUP หลังจาก COD โรงไฟฟ้า SPP ใหม่ 2 โรงในเดือนพ.ค.-ก.ย. 2560 บริษัทก็มีโรงไฟฟ้า SPP อีก 1 โรง (Gulf TS 3) กำหนด SCOD ในเดือนพ.ย. 2560 ซึ่งจะทำให้กำลังการผลิตตามสัดส่วนการถือหุ้นเพิ่มขึ้นอีก 31.3 เมกะวัตต์ หรือคิดเป็น 7% ของกำลังการผลิตจากสินทรัพย์ดำเนินงาน โดยจะทำให้กำลังการผลิตทั้งหมดของบริษัทเพิ่มขึ้นสู่ 478 เมกะวัตต์ สำหรับ GPSC หลังจาก COD โรงไฟฟ้า BIC-2 SPP ในเดือนมิ.ย. 2560 บริษัทก็มีกำหนด SCOD โรงไฟฟ้า SPP 1 โรง (IRPC-CP เฟส 2) และโครงการโซลาร์ในญี่ปุ่น 1 โครงการ ในไตรมาส 4/60 ด้วยกำลังการผลิตตามสัดส่วนการถือหุ้นรวม 120 เมกะวัตต์ หรือคิดเป็นกำลังการผลิตเพิ่มเติม 9%

ค่า Ft เพิ่มขึ้นอีก 8.87 สตางค์/หน่วยในเดือนก.ย. ภายหลังจากปรับค่า Ft เพิ่มขึ้น 12.52 สตางค์/หน่วยสำหรับช่วงเดือนพ.ค.-ส.ค. ค่า Ft ก็ถูกปรับขึ้นอีก 8.87 สตางค์/หน่วย สู่ 15.90 สตางค์/หน่วย สำหรับช่วงเดือนก.ย.-ธ.ค. ผู้ที่ได้รับประโยชน์คือ ผู้ผลิตไฟฟ้ารายเล็ก (SPP) ที่มีลูกค้าอุตสาหกรรมจำนวนมาก (GPSC) และผู้ผลิตไฟฟ้าพลังงานหมุนเวียนที่ได้รับส่วนเพิ่มราคาซื้อไฟฟ้า (BCPG, EA)

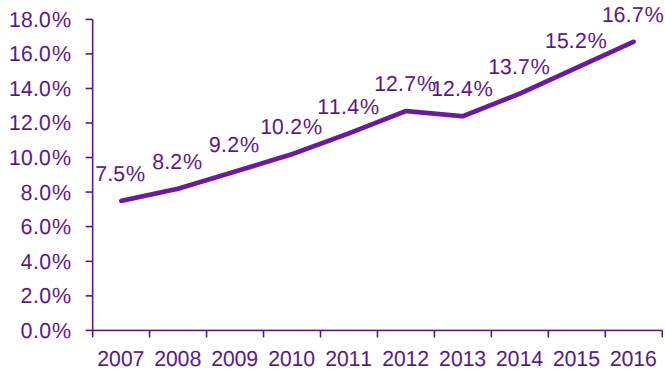
WHAUP และ BPP เป็น top picks ในกลุ่มสาธารณูปโภค WHAUP เป็น top pick อันดับหนึ่งในกลุ่มสาธารณูปโภคสำหรับไตรมาส 4/60 เพราะบริษัทจะ COD โรงไฟฟ้า SPP 1 โรงในเดือนพ.ย. 2560 และอีก 1 โรงในไตรมาส 1/61 อีกทั้งคาดว่าจะกำไรจะเติบโตสูงที่สุดในกลุ่มที่ 35% ในปี 2561 นอกจากนี้เราก็คือชอบ BPP จากการขยายธุรกิจอย่างต่อเนื่อง โดยบริษัทประกาศดีลใหม่ คือ โครงการในต่างประเทศ 6 โครงการแล้ว YTD และโครงการหงสาวดีดำเนินงานอย่างราบรื่นมากขึ้น

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	Neutral	16.00	16.5	7.2	22.7	14.7	11.9	(76)	55	23	2.4	2.2	2.0	16	16	18	4.3	4.1	4.4	14.5	18.3	16.7
BPP	Buy	27.00	31.0	17.0	20.1	14.1	12.2	(16)	42	16	2.2	1.9	1.7	17	15	15	0.9	2.2	3.0	41.2	47.3	36.7
CKP	Neutral	3.54	3.4	(2.3)	68.1	50.3	41.4	4	36	21	1.5	1.5	1.5	2	3	4	1.7	1.7	1.7	15.1	13.5	13.2
EA	Sell	38.75	24.0	(37.5)	43.1	31.0	24.2	25	39	28	12.7	9.3	7.0	34	35	33	0.4	0.5	0.6	31.2	23.3	19.3
EGCO	Buy	234.00	243.0	6.7	14.4	12.7	11.9	22	13	7	1.5	1.4	1.3	11	11	11	2.8	2.9	2.9	22.2	20.5	18.0
GLOW	Neutral	90.00	85.0	0.8	15.0	14.8	14.7	3	2	0	2.7	2.6	2.6	18	18	18	6.4	6.4	6.4	9.7	9.1	9.1
GPSC	Neutral	42.75	42.0	1.2	23.8	21.5	16.7	38	10	29	1.7	1.7	1.6	7	8	10	2.7	2.9	3.5	16.8	15.5	12.6
RATCH	Neutral	55.50	53.0	(0.3)	13.4	12.8	12.2	33	5	4	1.3	1.2	1.2	10	10	10	4.2	4.2	4.2	14.6	13.3	12.6
TTW	Buy	10.80	12.5	21.8	17.4	15.9	14.8	(8)	10	7	3.7	3.7	3.7	22	23	25	5.6	6.0	6.5	10.3	10.0	9.7
WHAUP	Buy	6.35	7.1	14.6	55.1	14.4	10.7	(53)	283	35	2.7	1.9	1.7	9	17	17	0.7	2.8	3.7	42.8	31.3	33.1
Average					29.3	20.2	17.1	(3)	49	17	3.2	2.7	2.4	15	16	16	3.0	3.4	3.7	21.8	20.2	18.1

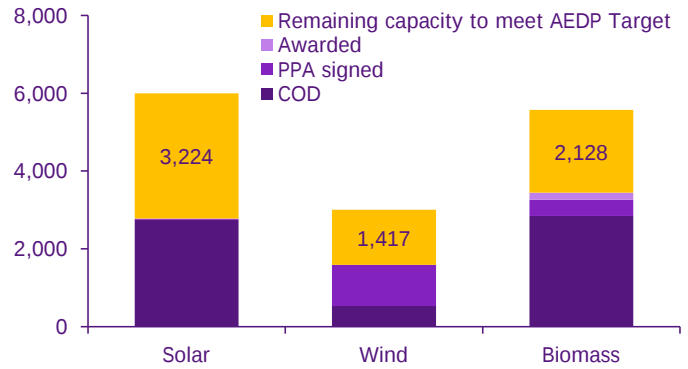
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: % Global renewable power capacity



Source: Company reports and SCBS Investment Research

Figure 2: AEDP 2015 and progress vs 2036 target



Source: ERC, EPPO

Figure 3: Companies' overseas investment

	Laos	The Philippines	Indonesia	Japan	China	Australia
BCPG		ü	ü	ü		
BPP				ü	ü	
CKP	ü					
EGCO	ü	ü	ü			ü
GPSC	ü			ü		
RATCH	ü					ü
WHAUP	ü					

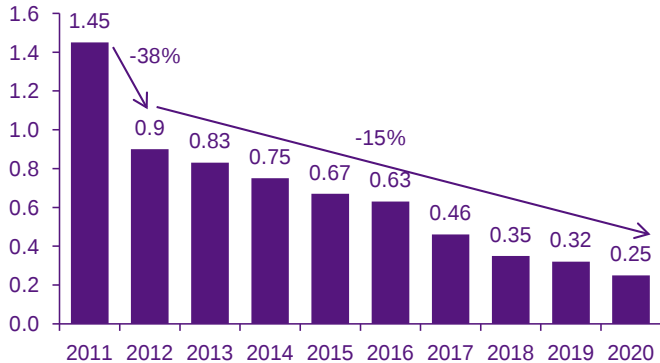
Source: Company reports and SCBS Investment Research

Figure 4: Portfolio in different fuel sources

	Gas	Coal	Hydro	Solar	Wind	Geothermal	Waste	Biomass	Nuclear
BCPG			ü	ü		ü			
BPP		ü		ü					
CKP	ü		ü	ü					
EA			ü	ü					
EGCO	ü	ü	ü	ü	ü		ü	ü	
GPSC	ü		ü	ü					
GLOW	ü	ü		ü			ü		
RATCH	ü	ü	ü	ü	ü			ü	ü
WHAUP	ü	ü		ü			ü		

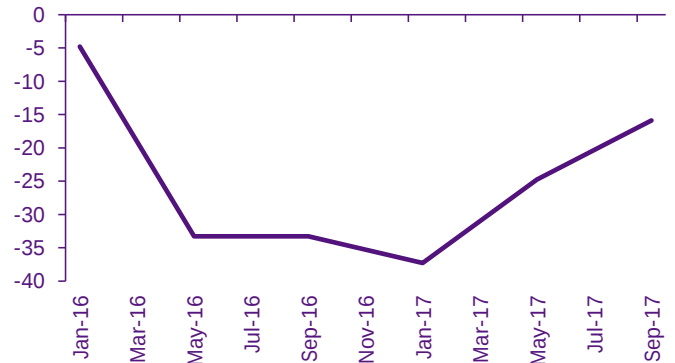
Source: ERC, EPPO

Figure 5: Average price of Solar panel (US\$/watt)



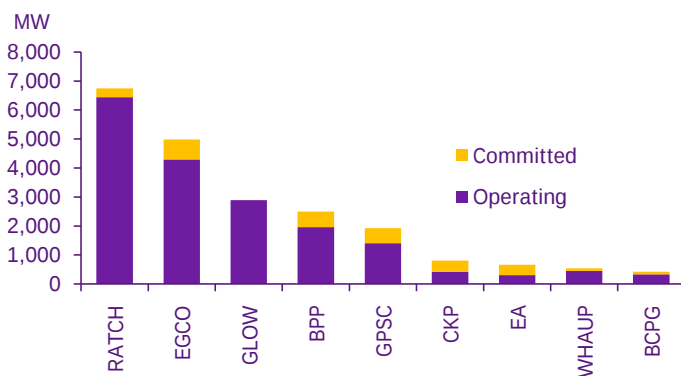
Source: SCB EIC, Solar Power Europe, PV-Tech, BNEF

Figure 6: Ft (satang/unit)



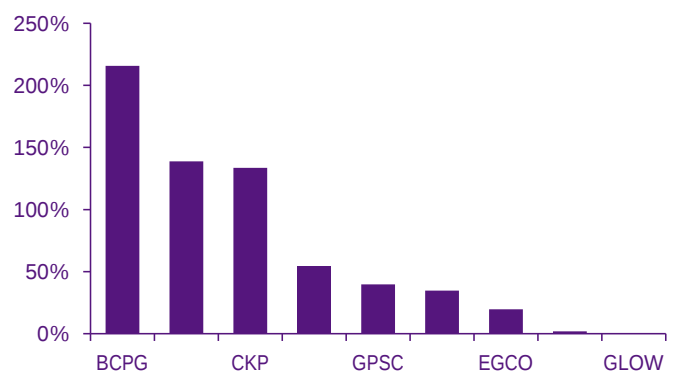
Source: ERC

Figure 7: Total electricity capacity by company



Source: Company reports

Figure 8: % rise in operating capacity over 2017-2019



Source: Company reports, Note * BCPG had acquisitions in 2017

Company	Rec.	Price (Bt)	Target Price	% Up/(Down)	12-mth BB-CON	Core Profit (Btm)			Core EPS (Bt)			Core EPS growth (%)			Core PER (x)			BVPS(Bt)			P/BV (x)			ROE (%)		
						16A	17F	18F	16A	17F	18F	16A	17F	18F	16A	17F	18F	16A	17F	18F	16A	17F	18F	16A	17F	18F
Agribusiness				13.9		1,594	1,917	2,135							15.9	13.2	11.9				2.35	2.05	1.80	16%	17%	16%
GFPT	Buy	20.20	23.00	13.9	20.9	1,594	1,917	2,135	1.27	1.53	1.70	34	20	11	15.9	13.2	11.9	8.6	9.9	11.2	2.35	2.05	1.80	16%	17%	16%
Automotive				21.2		2,779	3,662	4,299							17.0	12.1	10.3				1.48	1.38	1.28	9%	12%	13%
AH	Buy	24.80	29.00	16.9	27.9	543	859	1,076	1.68	2.66	3.33	73	58	25	14.7	9.3	7.4	19.3	22.0	25.3	1.28	1.13	0.98	9%	13%	14%
PCSGH	Buy	7.00	8.20	17.1	5.9	382	574	677	0.25	0.37	0.44	(28)	50	18	28.3	18.8	16.0	3.2	3.3	3.4	2.21	2.14	2.06	8%	12%	13%
SAT	Buy	16.20	24.00	48.1	18.3	604	780	918	1.42	1.84	2.16	(6)	29	18	11.4	8.8	7.5	13.8	14.9	16.2	1.17	1.08	1.00	11%	13%	14%
STANLY	Neutral	218.00	250.00	14.7	244.2	1,250	1,448	1,627	16.31	18.90	21.24	22	16	12	13.4	11.5	10.3	174.1	188.4	203.2	1.25	1.16	1.07	10%	10%	11%
Banking				17.3		200,777	206,531	241,035							11.1	11.1	9.8				1.33	1.22	1.14	13%	12%	12%
Large Banks																										
BBL	Buy	191.50	218.00	13.8	194.0	31,815	34,313	40,556	16.67	17.98	21.25	(7)	8	18	11.5	10.7	9.0	198.6	210.4	225.2	0.96	0.91	0.85	9%	9%	10%
KBANK	Buy	216.00	225.00	4.2	199.7	40,174	39,312	51,657	16.79	16.43	21.58	2	(2)	31	12.9	13.1	10.0	134.4	146.9	163.9	1.61	1.47	1.32	13%	12%	14%
KTB	Buy	19.10	22.00	15.2	20.2	32,283	29,111	33,319	2.31	2.08	2.38	13	(10)	14	8.3	9.2	8.0	19.6	20.8	22.4	0.97	0.92	0.85	12%	10%	11%
Mid/small banks																										
BAY	Buy	38.50	42.00	9.1	39.8	21,404	24,480	28,790	2.91	3.33	3.91	15	14	18	13.2	11.6	9.8	28.3	30.8	33.7	1.36	1.25	1.14	11%	11%	12%
KKP	Neutral	68.00	70.00	2.9	69.0	5,547	5,679	5,753	6.55	6.71	6.79	67	2	1	10.4	10.1	10.0	47.6	48.5	49.3	1.43	1.40	1.38	14%	14%	14%
LHBANK	Sell	1.81	1.70	(6.1)	1.8	2,696	2,590	2,966	0.20	0.12	0.14	63	(38)	15	9.2	14.8	12.9	1.5	1.8	1.9	1.22	1.00	0.96	14%	9%	8%
TCAP	Neutral	48.00	52.00	8.3	49.2	6,013	6,577	6,450	4.98	5.45	5.35	17	9	(2)	9.6	8.8	9.0	47.2	50.6	54.0	1.02	0.95	0.89	11%	11%	10%
TISCO	Neutral	73.00	77.00	5.5	78.0	5,006	6,003	6,202	6.25	7.50	7.75	18	20	3	11.7	9.7	9.4	39.0	43.1	46.7	1.87	1.69	1.56	17%	18%	17%
TMB	Buy	2.50	2.70	8.0	2.5	8,226	9,040	10,931	0.19	0.21	0.25	(12)	10	21	13.3	12.1	10.0	1.9	2.1	2.2	1.31	1.21	1.11	10%	10%	12%
Commerce				16.6		39,853	46,026	53,812							34.3	31.5	27.0				5.91	5.29	4.72	20%	19%	19%
BIGC	Neutral	211.00	225.00	6.6	214.0	6,568	6,717	7,529	7.96	8.14	9.13	5	2	12	26.5	25.9	23.1	61.0	67.3	74.3	3.46	3.14	2.84	14%	13%	13%
BJC	Neutral	52.50	54.00	2.9	50.2	3,150	5,226	6,132	1.21	1.31	1.54	(28)	8	17	43.2	40.1	34.2	43.1	27.9	28.0	1.22	1.88	1.87	5%	5%	5%
CPALL	Buy	65.00	78.00	20.0	72.1	16,599	19,024	22,713	1.84	2.05	2.42	21	11	18	35.2	31.7	26.9	6.6	8.9	10.3	9.80	7.33	6.29	33%	27%	26%
GLOBAL	Buy	16.00	19.00	18.8	16.2	1,486	1,600	1,927	0.39	0.42	0.50	71	8	20	41.4	38.4	31.9	4.2	4.5	4.9	3.78	3.57	3.29	10%	10%	11%
HMPRO	Buy	11.00	13.00	18.2	11.0	4,125	4,740	5,465	0.31	0.36	0.42	18	15	15	35.1	30.5	26.5	1.3	1.4	1.5	8.27	7.74	7.11	24%	26%	28%
MAKRO	Buy	34.50	44.00	27.5	39.0	5,412	6,082	6,963	1.13	1.27	1.45	1	12	14	30.6	27.2	23.8	3.3	3.7	4.3	10.52	9.33	7.98	36%	36%	36%
ROBINS	Buy	63.00	78.00	23.8	66.4	2,513	2,637	3,083	2.26	2.37	2.78	17	5	17	27.8	26.5	22.7	14.6	15.7	17.3	4.32	4.01	3.64	16%	16%	17%
Construction Materials				14.5		60,959	60,921	65,309							17.6	20.8	18.7				4.05	3.54	3.27	24%	20%	19%
Cement																										
SCC	Buy	512.00	600.00	17.2	569.2	54,314	55,496	58,967	45.26	46.25	49.14	25	2	6	11.3	11.1	10.4	234.7	263.2	292.5	2.18	1.94	1.75	21%	19%	18%
SCCC	Sell	291.00	260.00	(10.7)	290.3	3,811	2,537	3,066	16.57	9.28	10.29	(17)	(44)	11	17.6	31.3	28.3	96.3	142.5	134.6	3.02	2.04	2.16	17%	8%	8%
Others																										
DCC	Neutral	3.98	4.20	5.5	4.5	1,422	1,264	1,352	0.22	0.19	0.21	4	(11)	7	18.3	20.6	19.2	0.5	0.6	0.6	7.69	7.13	6.42	44%	36%	35%
EPG	Buy	11.70	16.00	36.8	14.3	1,412	1,625	1,924	0.50	0.58	0.69	9	15	18	23.2	20.2	17.0	3.5	3.9	4.3	3.30	3.02	2.74	15%	16%	17%
Construction Services				24.0		1,683	2,075	3,006							36.5	28.8	19.6				3.40	3.19	2.86	11%	12%	15%
STEC	Buy	26.25	32.50	23.8	31.5	800	1,077	1,817	0.52	0.71	1.19	(27)	35	69	50.0	37.2	22.0	6.9	7.3	8.2	3.78	3.60	3.20	8%	10%	15%
UNIQ	Buy	18.80	23.40	24.5	22.8	883	998	1,189	0.82	0.92	1.10	24	13	19	23.0	20.4	17.1	6.2	6.8	7.5	3.01	2.77	2.52	14%	14%	15%
Electronic Components				(7.5)		10,873	11,673	13,584							19.8	18.5	15.0				3.18	2.91	2.61	17%	16%	18%
DELTA	Sell	92.75	76.00	(18.1)	83.6	5,333	5,964	6,492	4.28	4.78	5.20	(17)	12	9	21.7	19.4	17.8	25.6	26.9	29.0	3.63	3.45	3.20	17%	18%	19%
HANA	Buy	46.75	49.00	4.8	52.8	2,027	2,458	2,790	2.52	3.05	3.47	(13)	21	14	18.6	15.3	13.5	24.8	26.2	27.7	1.89	1.78	1.69	10%	12%	13%
KCE	Buy	95.25	95.00	(0.3)	111.9	2,935	2,597	3,344	5.01	4.43	5.71	31	(12)	29	19.0	21.5	16.7	17.0	19.5	22.8	5.59	4.88	4.17	32%	24%	27%
SVI	Buy	5.10	6.30	23.5	6.3	578	654	959	0.26	0.29	0.42	(17)	13	47	20.0	17.7	12.1	3.1	3.4	3.7	1.63	1.52	1.39	9%	9%	12%
Energy & Utilities				5.9		206,019	226,269	248,015							21.9	16.4	14.2				2.52	2.17	1.94	16%	15%	15%
Oil & Gas and Coal																										
PTT	Buy	416.00	484.00	16.3	426.0	97,339	111,027	120,066	34.08	38.87	42.04	(1)	14	8	12.2	10.7	9.9	410.2	447.0	483.3	1.01	0.93	0.86	9%	9%	9%
PTTEP	Buy	90.00	100.00	11.1	97.3	17,873	21,155	25,801	4.50	5.33	6.50	15	18	22	20.0	16.9	13.8	1								

สรุปคำแนะนำการลงทุนของ SCBS

ราคา ณ วันที่ : 18 ก.ย. 60



Company	Rec.	Price (Bt)	Target Price	% Up/(Down)	12-mth BB-CON	Core Profit (Btm) 16A 17F 18F	Core EPS (Bt) 16A 17F 18F	Core EPS growth (%) 16A 17F 18F	Core PER (x) 16A 17F 18F	BVPS(Bt) 16A 17F 18F	P/BV (x) 16A 17F 18F	ROE (%) 16A 17F 18F
Finance & Securities						(7.5)	6,628 6,744 6,367		11.5 11.8 12.5		2.25 2.11 2.00	20% 19% 17%
Credit card												
AEONTS	Sell	104.00	92.00	(11.5)	115.3	2,403 2,402 2,212	9.61 9.61 8.85	(2) (0) (8)	10.8 10.8 11.8	54.7 60.9 66.1	1.90 1.71 1.57	19% 17% 14%
KTC	Sell	114.50	105.00	(8.3)	127.1	2,495 2,767 2,630	9.68 10.73 10.20	20 11 (5)	11.8 10.7 11.2	40.0 46.8 52.7	2.86 2.45 2.17	26% 25% 21%
Securities												
ASP	Buy	3.82	4.20	9.9	3.8	756 761 778	0.36 0.36 0.37	35 1 2	10.6 10.6 10.3	2.3 2.3 2.4	1.69 1.65 1.60	16% 16% 16%
MBKET	Neutral	21.80	20.00	(8.3)	22.0	974 814 747	1.71 1.43 1.31	(4) (17) (8)	12.8 15.3 16.7	8.6 8.3 8.2	2.53 2.63 2.66	20% 17% 16%
Food & Beverage						20.9	24,508 20,955 25,251		23.2 23.4 20.3		2.43 2.20 2.07	10% 9% 10%
CPF	Buy	27.50	35.00	27.3	32.1	14,748 10,283 13,102	2.00 1.33 1.59	479 (34) 20	13.8 20.7 17.3	26.2 32.8 31.5	1.05 0.84 0.87	8% 5% 5%
MINT	Buy	39.25	44.00	12.1	43.3	4,590 5,612 6,328	1.04 1.27 1.44	(1) 22 13	37.6 30.8 27.3	9.3 10.1 11.0	4.24 3.89 3.56	12% 13% 14%
TU	Buy	19.80	24.00	21.2	23.6	5,170 5,060 5,821	1.08 1.06 1.22	(14) (2) 15	18.3 18.7 16.2	9.9 10.5 11.1	1.99 1.89 1.78	11% 10% 11%
Health Care Services						18.7	13,099 12,955 15,349		45.6 43.9 35.9		7.95 7.42 6.65	18% 18% 20%
BDMS	Buy	20.90	27.50	31.6	20.9	8,178 7,759 9,278	0.53 0.50 0.60	5 (5) 20	39.6 41.7 34.9	3.8 3.8 4.1	5.55 5.46 5.05	14% 13% 15%
BH	Sell	211.00	190.00	(10.0)	185.8	3,604 3,775 4,248	4.95 5.18 5.83	6 5 13	42.7 40.7 36.2	20.3 22.4 25.6	10.40 9.43 8.25	26% 24% 24%
BCH	Buy	15.20	17.00	11.8	15.7	753 820 1,036	0.30 0.33 0.42	43 9 26	50.3 46.2 36.6	2.1 2.3 2.6	7.10 6.58 5.89	15% 15% 17%
CHG	Buy	2.56	3.50	36.7	2.8	564 601 787	0.05 0.05 0.07	5 7 31	49.9 46.8 35.8	0.3 0.3 0.3	8.74 8.21 7.41	18% 18% 22%
Information & Communication Technology						13.7	46,857 40,096 48,856		33.3 29.2 46.8		6.79 6.69 6.27	37% 28% 31%
Mobile												
ADVANC	Buy	194.00	230.00	18.6	184.7	31,268 30,958 33,340	10.52 10.41 11.21	(20) (1) 8	18.4 18.6 17.3	14.4 16.3 17.1	13.51 11.93 11.36	69% 68% 67%
DTAC	Neutral	57.75	55.00	(4.8)	50.2	1,528 2,205 2,804	0.65 0.93 1.18	(75) 44 27	89.5 62.0 48.8	11.5 11.5 11.5	5.04 5.04 5.04	6% 8% 10%
TRUE	Buy	6.35	8.00	26.0	6.6	-2,138 -3,041 1,206	-0.09 -0.12 0.05	n.m. (42) n.m.	n.m. n.m. 129.4	5.4 2.8 8.9	1.18 2.24 0.71	-2% -3% 1%
Internet												
THCOM	Sell	16.80	16.50	(1.8)	22.5	1,460 1,278 896	1.33 1.17 0.82	(46) (12) (30)	12.6 14.4 20.5	17.4 17.7 18.0	0.97 0.95 0.93	8% 7% 5%
Other												
INTUCH	Buy	59.00	59.00	-	62.0	14,739 8,695 10,610	4.60 2.71 3.31	(1) (41) 22	12.8 21.8 17.8	4.4 4.4 4.4	13.28 13.28 13.28	103% 61% 74%
Insurance						9.3	5,710 5,815 6,036		19.7 21.5 16.7		2.62 2.38 2.20	16% 17% 16%
BLA	Buy	44.75	50.00	11.7	51.7	5,110 5,159 5,260	3.00 3.02 3.08	24 1 2	14.9 14.8 14.5	19.5 21.8 24.1	2.29 2.05 1.86	17% 15% 13%
THRE	Sell	1.79	1.50	(16.2)	1.8	278 200 317	0.07 0.05 0.08	(53) (28) 59	27.2 37.8 23.8	1.3 1.2 1.2	1.40 1.52 1.46	5% 4% 6%
THREL	Buy	9.10	10.00	9.9	14.3	322 456 459	0.54 0.76 0.76	(17) 42 1	17.0 12.0 11.9	2.2 2.5 2.8	4.16 3.57 3.29	25% 32% 29%
Media & Publishing						1.8	2,255 4,298 5,328		72.8 41.5 33.9		8.27 7.53 6.88	7% 15% 19%
TV broadcasting												
BEC	Sell	17.20	14.00	(18.6)	16.4	1,237 1,003 744	0.62 0.50 0.37	(59) (19) (26)	27.8 34.3 46.3	3.6 3.5 3.4	4.84 4.96 5.08	16% 14% 11%
GRAMMY	Neutral	11.30	8.00	(29.2)	10.9	-216 -164 243	-0.26 -0.20 0.30	80 24 n.m.	n.m. n.m. 38.1	2.2 2.0 2.4	5.20 5.73 4.65	-11% -10% 13%
MCOT	Sell	13.30	6.00	(54.9)	7.4	-735 -525 -714	-1.07 -0.76 -1.04	n.m. 29 (36)	n.m. n.m. n.m.	9.6 9.6 9.5	1.39 1.39 1.40	-10% -8% -11%
RS	Neutral	17.80	14.00	(21.3)	14.4	-102 225 424	-0.10 0.22 0.42	n.m. n.m. 89	n.m. 80.1 42.4	1.7 1.7 1.9	10.73 10.18 9.28	-6% 13% 23%
WORK	Buy	84.00	110.00	31.0	69.8	199 1,224 1,531	0.45 2.78 3.48	17 516 25	186.2 30.2 24.2	7.0 11.5 14.1	12.02 7.27 5.94	7% 31% 27%
Cinema												
MAJOR	Sell	31.25	31.00	(0.8)	35.1	867 1,029 1,247	0.98 1.16 1.41	(12) 19 21	32.0 27.0 22.2	7.3 7.5 7.7	4.29 4.18 4.04	13% 16% 18%
Other												
PLANB	Buy	5.95	8.50	42.9	7.1	350 696 937	0.10 0.20 0.27	(14) 98 35	59.9 30.2 22.5	0.8 1.0 1.1	7.22 6.22 5.47	12% 22% 26%
VGI	Neutral	5.55	5.80	4.5	5.2	655 811 917	0.10 0.12 0.13	(21) 24 13	58.2 47.0 41.5	0.3 0.3 0.3	20.43 20.28 19.21	36% 43% 47%
Petrochemicals & Chemicals						5.5	37,045 45,797 50,157		15.8 14.4 13.8		1.73 1.55 1.44	11% 12% 11%
GGC	Neutral	15.60	15.40	(1.3)	15.8	897 996 1,025	1.21 0.97 1.00	24 (20) 3	12.9 16.0 15.6	10.7 11.4 12.1	1.46 1.36 1.29	11% 10% 9%
IVL	Buy	42.50	47.00	10.6	42.7	9,563 13,280 14,147	1.99 2.66 2.70	226 34 1	21.4 16.0 15.8	18.5 21.7 23.5	2.30 1.96 1.81	11% 13% 12%
PTTGC	Buy	78.00	80.00	2.6	79.3	26,584 31,521 34,985	5.90 6.99 7.76	17 19 11	13.2 11.2 10.1	54.6 59.0 63.3	1.43 1.32 1.23	11% 12% 13%
Property Development						22.0	34,819 38,558 43,902		20.2 12.9 9.8		1.62 1.45 1.34	14% 14% 15%
Industrial Estate												
AMATA	Buy	20.10	29.00	44.3	18.3	1,403 1,699 2,330	1.32 1.59 2.18	62 21 37	15.3 12.6 9.2	13.3 14.4 16.0	1.51 1.39 1.25	10% 11% 14%
AMATAV	Buy	7.80	10.50	34.6	10.1	50 443 728	0.31 0.51 0.78	105 66 51	25.2 15.2 10.0	3.2 3.5 4.1	2.47 2.25 1.92	10% 16% 21%
ROJNA	Neutral	5.70	6.00	5.3	6.7	117 353 663	0.06 0.17 0.33	(84) 203 88	98.8 32.6 17.4	5.8 6.3 6.3	0.98 0.91 0.91	1% 3% 5%
WHA	Buy	3.32	4.50	35.5	3.7	2,898 3,061 3,602	0.20 0.21 0.25	58 6 18	16.4 15.5 13.2	1.5 2.1 2.2	2.16 1.61 1.50	13% 12% 12%
Residential												
AP	Buy	7.90	8.50	7.6	8.6	2,619 3,049 3,498	0.83 0.97 1.11	5 16 15	9.5 8.2 7.1	6.2 6.8 7.6	1.28 1.15 1.04	14% 15% 15%
LH	Buy	9.80	12.00	22.4	11.2	8,115 9,388 9,542	0.69 0.79 0.80	21 14 2	14.2 12.5 12.3	4.0 4.2 4.2	2.46 2.34 2.34	18% 19% 19%
LPN	Buy	11.40	14.00	22.8	11.8	2,159 1,278 1,674	1.46 0.87 1.13	(11) (41) 31	7.8 13.2 10.1	8.4 8.4 9.0	1.36 1.36 1.27	18% 10% 13%
PSH	Neutral	24.20	23.50	(2.9)	24.5	5,940 6,397 7,087	2.72 2.93 3.24	(21) 8 11	8.9 8.3 7.5	16.2 17.7 19.5	1.49 1.37 1.24	17% 17% 17%
QH	Buy	2.66	3.80	42.9	2.9	3,312 3,580 3,945	0.31 0.33 0.37	7 8 10	8.6 8.0 7.2	2.1 2.3 2.5	1.24 1.14 1.05	15% 15% 15%
SIRI	Buy	2.26	2.50	10.6	2.1	3,319 3,517 3,812	0.23 0.25 0.27	16 6 8	9.7 9.2 8.5	2.0 2.1 2.2	1.15 1.08 1.01	12% 12% 12%
SPALI	Buy	22.90	30.00	31.0	27.4	4,887 5,793 7,023	2.85 3.37 4.09	12 19 21	8.0 6.8 5.6	13.4 16.7 19.3	1.71 1.37 1.19	23% 22% 23%



Company	Rec.	Price (Bt)	Target Price	% Up/(Down)	12-mth BB-CON	Core Profit (Btm)			Core EPS (Bt)			Core EPS growth (%)			Core PER (x)			BVPS(Bt)			P/BV (x)			ROE (%)		
						16A	17F	18F	16A	17F	18F	16A	17F	18F	16A	17F	18F	16A	17F	18F	16A	17F	18F	16A	17F	18F
Tourism & Leisure				15.2		2,195	2,537	3,061							36.3	29.2	24.5				4.00	3.66	3.32	12%	13%	15%
CENTEL	Buy	42.50	48.00	12.9	43.0	1,850	2,067	2,511	1.37	1.53	1.86	11	12	21	31.0	27.8	22.8	8.2	9.2	10.3	5.16	4.64	4.14	18%	18%	19%
ERW	Buy	5.80	7.20	24.1	5.9	346	470	550	0.14	0.19	0.22	77	36	17	41.5	30.6	26.1	2.0	2.2	2.3	2.83	2.67	2.51	7%	9%	10%
Transportation & Logistics				(13.2)		26,216	29,160	31,180							35.8	31.6	28.4				2.98	2.82	2.63	10%	10%	10%
Aviation																										
AAV	Buy	6.40	7.50	17.2	6.6	1,913	1,779	2,100	0.39	0.37	0.43	61	(7)	18	16.2	17.5	14.8	4.4	4.6	4.9	1.46	1.39	1.30	9%	8%	9%
AOT	Neutral	59.25	48.00	(19.0)	49.4	19,482	22,636	23,732	1.36	1.58	1.66	24	16	5	43.4	37.4	35.7	8.5	9.3	10.1	6.96	6.40	5.85	17%	18%	17%
THAI	Sell	19.10	15.50	(18.8)	18.7	3,385	2,962	3,324	1.55	1.36	1.52	n.m.	(12)	12	12.3	14.1	12.5	15.4	16.7	17.9	1.24	1.14	1.07	10%	8%	9%
Mass Transit																										
BTS	Buy	8.65	11.00	27.2	10.2	1,436	1,783	2,023	0.12	0.15	0.17	(22)	24	13	71.3	57.4	50.6	3.8	3.7	3.7	2.27	2.34	2.32	3%	4%	5%
SCBS Coverage		1670.65		10.5		723,868	765,989	866,682	90.54	95.81	108.40	11	6	13	18.5	17.4	15.4				1.97	1.81	1.65	12%	12%	12%

สรุปคำแนะนำการลงทุนของ SCBS

ราคา ณ วันที่ : 18 ก.ย. 60



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				13.9					1.49	1.74	1.94	10.77	9.13	8.51	26	14	3	3,496	2,398	1,299		25,327	0.15
GFPT	Buy	20.20	23.00	13.9	20.9	0.30	0.35	0.39	1.49	1.74	1.94	10.77	9.13	8.51	26	14	3	3,496	2,398	1,299	1,254	25,327	0.15
Automotive				21.2					2.59	3.77	4.48	7.24	6.24	5.05	-5	17	11	-3,569	-3,255	-7,122		42,407	0.26
AH	Buy	24.80	29.00	16.9	27.9	0.66	1.04	1.31	2.66	4.21	5.27	8.44	8.43	6.47	9	23	15	2,064	4,321	2,878	323	8,000	0.05
PCSGH	Buy	7.00	8.20	17.1	5.9	0.12	0.26	0.31	1.71	3.72	4.38	10.50	8.22	6.84	-18	22	14	(1,062)	(1,523)	(1,998)	1,545	10,815	0.07
SAT	Buy	16.20	24.00	48.1	18.3	0.60	0.73	0.86	3.70	4.53	5.33	4.95	4.06	3.33	-9	14	7	352	(106)	(922)	425	6,888	0.04
STANLY	Neutral	218.00	250.00	14.7	244.2	5.00	5.70	6.40	2.29	2.61	2.94	5.07	4.27	3.55	-4	8	8	(4,923)	(5,947)	(7,081)	77	16,704	0.10
Banking				17.3					3.83	3.97	4.32											2,279,095	13.73
Large Banks																							
BBL	Buy	191.50	218.00	13.8	194.0	6.00	6.47	7.65	3.13	3.38	3.99							-	-	-	1,909	365,543	2.20
KBANK	Buy	216.00	225.00	4.2	199.7	4.00	4.50	5.00	1.85	2.08	2.31							-	-	-	2,393	516,944	3.11
KTB	Buy	19.10	22.00	15.2	20.2	0.86	0.77	0.88	4.50	4.03	4.62							-	-	-	13,976	266,943	1.61
Mid/small banks																							
BAY	Buy	38.50	42.00	9.1	39.8	0.87	1.00	1.17	2.27	2.59	3.05							-	-	-	7,356	283,197	1.71
KKP	Neutral	68.00	70.00	2.9	69.0	6.00	6.04	6.11	8.82	8.88	8.99							-	-	-	847	57,579	0.35
LHBANK	Sell	1.81	1.70	(6.1)	1.8	0.05	0.05	0.06	2.87	2.70	3.09										21,184	38,342	0.23
TCAP	Neutral	48.00	52.00	8.3	49.2	2.00	2.00	2.00	4.17	4.17	4.17							-	-	-	1,206	57,910	0.35
TISCO	Neutral	73.00	77.00	5.5	78.0	3.50	4.12	4.26	4.79	5.65	5.84							-	-	-	801	58,447	0.35
TMB	Buy	2.50	2.70	8.0	2.5	0.06	0.06	0.07	2.25	2.48	2.99							-	-	-	43,840	109,600	0.66
Commerce				16.6					2.37	1.60	1.81	18.56	17.90	15.93	32	7	11	344,172	324,354	303,131		1,409,306	8.49
BIGC	Neutral	211.00	225.00	6.6	214.0	1.90	2.04	2.28	0.90	0.96	1.08	15.22	14.90	13.46	0	1	8	13,358	11,301	6,349	825	174,075	1.05
BJC	Neutral	52.50	54.00	2.9	50.2	0.50	0.50	0.58	0.95	0.95	1.11	18.32	19.41	18.05	149	18	8	149,201	148,328	148,561	3,993	209,632	1.26
CPALL	Buy	65.00	78.00	20.0	72.1	1.00	1.06	1.26	1.54	1.63	1.94	20.04	18.02	15.88	12	8	12	154,186	135,550	123,448	8,983	583,902	3.52
GLOBAL	Buy	16.00	19.00	18.8	16.2	1.04	0.12	0.15	6.52	0.78	0.94	24.49	24.37	20.73	45	1	17	7,650	7,716	7,138	3,841	61,463	0.37
HMPRO	Buy	11.00	13.00	18.2	11.0	0.27	0.29	0.33	2.45	2.62	3.02	18.56	16.84	15.28	11	10	10	13,147	12,375	12,199	13,151	144,663	0.87
MAKRO	Buy	34.50	44.00	27.5	39.0	0.85	0.82	0.83	2.46	2.39	2.40	18.76	16.89	14.61	2	12	13	5,617	7,656	4,379	4,800	165,600	1.00
ROBINS	Buy	63.00	78.00	23.8	66.4	1.12	1.17	1.39	1.77	1.86	2.20	14.54	14.89	13.50	9	-2	10	1,013	1,427	1,057	1,111	69,972	0.42
Construction Materials				14.5					3.77	3.04	3.40	12.62	12.45	11.57	5	4	7	179,352	179,492	164,774		759,859	4.58
Cement																							
SCC	Buy	512.00	600.00	17.2	569.2	19.00	19.63	20.15	3.71	3.83	3.93	7.42	7.06	6.56	18	5	6	153,191	151,903	140,059	1,200	614,400	3.70
SCCC	Sell	291.00	260.00	(10.7)	290.3	15.00	6.38	8.23	5.15	2.19	2.83	12.47	13.56	13.58	-2	7	6	23,845	26,033	24,879	298	86,718	0.52
Others																							
DCC	Neutral	3.98	4.20	5.5	4.5	0.16	0.15	0.16	4.10	3.65	3.90	12.79	14.03	12.81	4	-10	7	1,248	1,027	513	6,528	25,981	0.16
EPG	Buy	11.70	16.00	36.8	14.3	0.25	0.29	0.34	2.14	2.48	2.94	17.79	15.18	13.35	1	15	10	1,068	528	-676	2,800	32,760	0.20
Construction Services				24.0					1.56	1.51	2.07	16.74	13.26	9.71	2	11	27	2,895	-5,057	-6,762		60,357	0.36
STEC	Buy	26.25	32.50	23.8	31.5	0.36	0.28	0.47	1.38	1.06	1.80	23.12	18.70	11.71	-13	11	51	-1,390	-5,192	-7,088	1,525	40,034	0.24
UNIQ	Buy	18.80	23.40	24.5	22.8	0.33	0.37	0.44	1.74	1.96	2.34	10.35	7.81	7.70	17	10	2	4,285	135	326	1,081	20,323	0.12
Electronic Components				(7.5)					2.82	2.90	3.26	11.86	11.17	9.27	2	8	20	-29,085	-30,376	-33,325		220,732	1.33
DELTA	Sell	92.75	76.00	(18.1)	83.6	3.00	3.10	3.30	3.23	3.34	3.56	15.16	13.42	12.18	-16	13	9	-19,796	-20,098	-20,986	1,247	115,695	0.70
HANA	Buy	46.75	49.00	4.8	52.8	2.00	2.00	2.00	4.28	4.28	4.28	8.38	7.30	6.30	-6	13	13	-9,641	-10,145	-10,915	805	37,628	0.23
KCE	Buy	95.25	95.00	(0.3)	111.9	2.10	2.30	2.70	2.20	2.41	2.83	14.66	15.89	12.86	27	-8	22	3,615	3,149	2,168	586	55,854	0.34
SVI	Buy	5.10	6.30	23.5	6.3	0.08	0.08	0.12	1.57	1.57	2.35	9.25	8.08	5.74	4	14	35	-3,263	-3,282	-3,592	2,266	11,555	0.07
Energy & Utilities				5.9					3.63	3.92	4.22	15.27	14.16	12.71	21	8	8	512,087	417,189	314,860		2,784,910	16.77
Oil & Gas and Coal																							
PTT	Buy	416.00	484.00	16.3	426.0	16.00	17.00	18.00	3.85	4.09	4.33	4.51	3.90	3.54	3	7	4	221,470	121,313	49,157	2,856	1,188,221	7.16
PTTEP	Buy	90.00	100.00	11.1	97.3	3.25	3.50	4.08	3.61	3.89	4.53	2.88	3.38	3.01	-18	-6	12	-42,637	-10,117	-9,118	3,970	357,299	2.15
Refineries																							
BCP	Buy	38.00	42.00	10.5	38.9	2.00	1.90	2.20	5.26	5.00	5.79	6.28	5.03	4.23	-5	15	8	16,581	11,452	5,615	1,377	52,323	0.32
ESSO	Neutral	11.60	10.80	(6.9)	11.9	0.00	0.70	0.60	0.00	6.03	5.17	6.07	5.53	5.37	126	-5	-8	22,816	14,097	8,389	3,461	40,146	0.24
IRPC	Buy	6.35	6.00	(5.5)	6.0	0.19	0.22	0.27	2.99	3.46	4.25	9.30	8.78	6.94	28	1	17	60,544	51,355	38,209	20,434	129,759	0.78
SPRC	Neutral	17.50	15.00	(14.3)	14.6	2.00	1.00	1.00	11.43	5.71	5.71	6.12	5.94	6.53	4	-5							

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					
Finance & Securities			(7.5)						5.61	5.38	5.12											76,009	0.46		
Credit card																									
AEONTS	Sell	104.00	92.00	(11.5)	115.3	3.45	3.60	3.10	3.32	3.46	2.98										250	26,000	0.16		
KTC	Sell	114.50	105.00	(8.3)	127.1	4.00	4.29	4.08	3.49	3.75	3.56										258	29,522	0.18		
Securities																									
ASP	Buy	3.82	4.20	9.9	3.8	0.30	0.30	0.30	7.83	7.76	7.94										2,106	8,044	0.05		
MBKET	Neutral	21.80	20.00	(8.3)	22.0	1.70	1.43	1.31	7.80	6.54	6.00										571	12,444	0.07		
Food & Beverage			20.9						2.51	2.43	2.37	15.08	15.21	13.52	30	-5	13	382,149	332,010	329,170		504,635	3.04		
CPF	Buy	27.50	35.00	27.3	32.1	0.95	0.85	0.76	3.45	3.09	2.75	10.40	13.44	11.58	69	-29	20	271,871	223,233	224,917	8,611	236,809	1.43		
MINT	Buy	39.25	44.00	12.1	43.3	0.35	0.45	0.50	0.89	1.14	1.28	20.38	17.83	16.07	26	14	9	45,413	44,497	41,151	4,416	173,344	1.04		
TU	Buy	19.80	24.00	21.2	23.6	0.63	0.60	0.61	3.18	3.05	3.08	14.46	14.37	12.90	-5	0	11	64,865	64,280	63,103	4,772	94,482	0.57		
Health Care Services			18.7						1.27	1.32	1.48	26.12	24.63	20.66	10	6	19	28,805	38,617	32,970		543,579	3.27		
BDMS	Buy	20.90	27.50	31.6	20.9	0.29	0.32	0.30	1.39	1.54	1.43	23.70	24.02	20.52	4	1	16	26,982	36,996	33,503	15,491	323,761	1.95		
BH	Sell	211.00	190.00	(10.0)	185.8	2.50	2.60	2.93	1.18	1.23	1.39	26.59	24.94	22.22	5	6	11	(2,093)	(2,328)	(4,273)	729	153,753	0.93		
BCH	Buy	15.20	17.00	11.8	15.7	0.17	0.12	0.15	1.12	0.76	0.96	22.83	22.06	18.17	24	4	21	3,566	3,726	3,517	2,494	37,905	0.23		
CHG	Buy	2.56	3.50	36.7	2.8	0.04	0.04	0.05	1.41	1.74	2.14	31.38	27.50	21.74	9	14	26	351	224	223	11,000	28,160	0.17		
Information & Communication Technology			13.7						3.50	2.28	2.36	10.27	11.70	9.52	-4	-6	7	388,297	406,659	255,743		1,133,002	6.82		
Mobile																									
ADVANC	Buy	194.00	230.00	18.6	184.7	10.08	7.29	7.85	5.20	3.76	4.05	10.87	10.44	9.88	-21	5	6	86,774	89,714	92,742	2,973	576,780	3.47		
DTAC	Neutral	57.75	55.00	(4.8)	50.2	0.42	0.00	0.00	0.73	0.00	0.00	7.53	8.12	7.57	1	0	6	73,516	90,213	87,246	2,368	136,741	0.82		
TRUE	Buy	6.35	8.00	26.0	6.6	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	15.07	13.30	7.38	13	13	9	221,630	221,906	72,614	33,368	211,888	1.28		
Internet																									
THCOM	Sell	16.80	16.50	(1.8)	22.5	0.65	0.51	0.36	3.85	3.05	2.14	5.17	5.11	5.14	-15	-5	-7	8,320	6,796	5,106	1,096	18,414	0.11		
Other																									
INTUCH	Buy	59.00	59.00	-	62.0	4.57	2.71	3.31	7.75	4.60	5.61	12.70	21.51	17.63	-1	-41	22	-1,943	-1,970	-1,965	3,206	189,179	1.14		
Insurance			9.3						4.70	3.14	3.29													89,418	0.54
BLA	Buy	44.75	50.00	11.7	51.7	0.60	0.76	0.77	1.34	1.69	1.72										1,708	76,414	0.46		
THRE	Sell	1.79	1.50	(16.2)	1.8	0.15	0.03	0.04	8.38	1.72	2.10										4,215	7,545	0.05		
THREL	Buy	9.10	10.00	9.9	14.3	0.40	0.55	0.55	4.40	6.02	6.05										600	5,460	0.03		
Media & Publishing			1.8						1.14	1.48	1.98	73.45	6.59	7.98	77	41	23	8,401	10,734	8,917		193,139	1.16		
TV broadcasting																									
BEC	Sell	17.20	14.00	(18.6)	16.4	0.56	0.45	0.33	3.24	2.62	1.95	9.81	9.11	9.47	-38	-2	-9	1,219	-2,118	-3,782	2,000	34,400	0.21		
GRAMMY	Neutral	11.30	8.00	(29.2)	10.9	0.00	0.00	0.24	0.00	0.00	2.10	14.38	24.26	14.00	788	-33	95	4,451	6,328	8,256	820	9,265	0.06		
MCOT	Sell	13.30	6.00	(54.9)	7.4	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	431.14	-61.39	-28.85	-99	n.m.	n.m.	474	5,145	4,926	687	9,138	0.06		
RS	Neutral	17.80	14.00	(21.3)	14.4	0.00	0.14	0.26	0.00	0.76	1.44	20.92	12.62	13.01	-21	60	-3	200	-440	-439	1,010	17,977	0.11		
WORK	Buy	84.00	110.00	31.0	69.8	0.27	1.38	1.76	0.32	1.64	2.09	42.22	17.66	15.02	6	147	17	-139	286	-583	421	35,382	0.21		
Cinema																									
MAJOR	Sell	31.25	31.00	(0.8)	35.1	0.89	1.03	1.25	2.85	3.31	4.01	17.43	13.39	11.71	-22	29	13	3,722	3,464	3,104	895	27,958	0.17		
Other																									
PLANB	Buy	5.95	8.50	42.9	7.1	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	5.55	5.80	4.5	5.2	0.10	0.10	0.11	1.84	1.81	2.05	26.43	22.29	18.18	11	19	23	-52	20	15	6,864	38,097	0.23		
Petrochemicals & Chemicals			5.5						2.90	3.01	3.29	9.39	8.24	7.81	23	14	4	145,352	97,376	67,317		590,570	3.56		
GGC	Neutral	15.60	15.40	(1.3)	15.8	0.55	0.41	0.49	3.55	2.60	3.17	9.34	9.22	9.20	10	13	-1	2,087	-708	-878	1,024	15,969	0.10		
IVL	Buy	42.50	47.00	10.6	42.7	0.66	0.93	0.94	1.55	2.19	2.21	10.90	8.65	8.16	49	16	8	92,434	60,512	53,787	5,245	222,911	1.34		
PTTGC	Buy	78.00	80.00	2.6	79.3	2.80	3.30	3.50	3.59	4.23	4.49	7.92	6.84	6.08	11	12	6	50,831	37,573	14,408	4,509	351,690	2.12		
Property Development			22.0						4.57	4.36	5.19	12.33	12.63	10.75	5	5	19	215,927	218,722	224,305		399,605	2.41		
Industrial Estate																									
AMATA	Buy	20.10	29.00	44.3	18.3	0.44	0.60	0.85	2.18	2.98	4.24	12.17	11.69	9.07	13	18	33	4,546	7,963	8,968	1,067	21,447	0.13		
AMATAV	Buy	7.80	10.50	34.6	10.1	0.16	0.17	0.18	2.06	2.15	2.32	15.66	11.66	7.33	36	54	45	884	2,064	1,243	935	7,293	0.04		
ROJNA	Neutral	5.70	6.00	5.3	6.7	0.10	0.32	0.18	1.75	5.54	3.16	18.54	20.28	15.13	-40	-9	30	24,455	24,232	23,085	2,020	11,517	0.07		
WHA	Buy	3.32	4.50	35.5	3.7	0.15	0.09	0.10	4.63	2.58	3.03	14.20	20.82	18.45	49	-33	12	37,251	35,893	35,022	14,322	47,550	0.29		
Residential																									
AP	Buy	7.90	8.50	7.6	8.6	0.30	0.34	0.39	3.80	4.35	4.91	11.17	10.38	9.19	-2	13	15	13,654	15,628	16,412	3,146	24,853	0.15		
LH	Buy	9.80	12.00	22.4	11.2	0.65	0.80	0.72	6.63	8.21	7.33	14.51	12.46	14.01	9	17	-8	40,887	40,303	46,128	11,950	117,107	0.71		
LPN	Buy	11.40	14.00	22.8	11.8	0.90	0.53	0.69	7.89	4.63	6.07	7.38	13.31	10.84	-13	-40	30	3,675	5,251	6,578	1,476	16,823	0.10		
PSH	Neutral	24.20	23.50	(2.9)	24.5	1.40	1.49	1.65	5.79	6.15	6.81	8.68	8.23	7.49	-19	8	12	19,066	21,019	22,352	2,187	52,920	0.32		
QH	Buy	2.66	3.80	42.9	2.9	0.15	0.16	0.18	5.64	6.03	6.64	12.26	11.38	10.17	4	8	11								



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			
Tourism & Leisure				15.2					1.16	1.29	1.55	13.71	12.84	11.98	6	10	8	14,187	16,272	16,008		71,877	0.43
CENTEL	Buy	42.50	48.00	12.9	43.0	0.55	0.61	0.74	1.29	1.44	1.75	13.55	12.83	11.32	0	7	11	6,558	7,506	6,312	1,350	57,375	0.35
ERW	Buy	5.80	7.20	24.1	5.9	0.06	0.07	0.08	1.03	1.15	1.34	13.86	12.86	12.65	12	13	6	7,629	8,766	9,696	2,500	14,502	0.09
Transportation & Logistics				(13.2)					1.89	1.69	1.89	19.91	19.94	18.87	21	6	8	129,172	135,765	156,051		1,022,443	6.16
Aviation																							
AAV	Buy	6.40	7.50	17.2	6.6	0.15	0.13	0.15	2.34	2.09	2.37	7.72	7.31	6.30	28	8	16	7,449	8,277	8,202	4,850	31,040	0.19
AOT	Neutral	59.25	48.00	(19.0)	49.4	0.68	0.79	0.83	1.15	1.34	1.40	25.45	22.93	22.05	14	12	7	-29,034	-19,419	6,489	14,286	846,428	5.10
THAI	Sell	19.10	15.50	(18.8)	18.7	0.00	0.34	0.38	0.00	1.78	1.99	6.79	5.83	5.53	37	12	1	133,842	127,429	120,577	2,183	41,691	0.25
Mass Transit																							
BTS	Buy	8.65	11.00	27.2	10.2	0.35	0.14	0.15	4.08	1.57	1.78	39.67	43.70	41.62	6	-7	6	16,914	19,478	20,783	11,940	103,284	0.62
SCBS Coverage		1670.65		10.5					3.03	2.96	3.22	11.56	11.08	10.10	6	4	8	2,321,637	2,140,900	1,827,335		12,206,275	73.52

Disclaimer:

ข้อมูลในรายงานนี้เป็นข้อมูลที่มีการเปิดเผยต่อสาธารณะ ซึ่งนักลงทุนสามารถเข้าถึงได้ด้วยทั่วไป และเป็นข้อมูลที่เกี่ยวข้องบางส่วนหรือไม่ แต่ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ไทยพาณิชย์ จำกัด (“บริษัท”) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความถูกต้อง หรือสมบูรณ์ของข้อมูลดังกล่าวแต่อย่างใด ความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานนี้เป็นเพียงการนำเสนอในมุมมองของบริษัท และมีความคิดเห็น ณ วันที่ที่ปรากฏในรายงานเท่านั้น ซึ่งอาจเปลี่ยนแปลงได้ตามหลักจริงดังกล่าว โดยบริษัทไม่จำเป็นต้องแจ้งให้สาธารณชน หรือนักลงทุนทราบ รายงานนี้จัดทำขึ้นเพื่อเผยแพร่ข้อมูลให้นักลงทุนเท่านั้น บริษัทไม่รับผิดชอบต่อการนำข้อมูลหรือความคิดเห็นใดๆไปใช้ในทุกรณี ดังนั้นนักลงทุนซึ่งอาจใช้ข้อมูลเพื่อการตัดสินใจก่อนการลงทุน นอกจากนี้ บริษัท และ/หรือ บริษัทในเครือของบริษัทอาจมีผลเกี่ยวข้องหรือผลประโยชน์ต่อกับบริษัทใดๆที่กล่าวถึงในรายงานนี้ก็ได้

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

เอกสารฉบับนี้จัดทำโดย บริษัทหลักทรัพย์ไทยพาณิชย์ จำกัด (“SCBS”) ซึ่งธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) (“ธนาคาร”) เป็นผู้ออกให้ภายใต้เพียงผู้เดียว โดยธนาคารฯ ได้ทำหน้าที่เป็นที่ปรึกษาทางการเงินของ บริษัท สยามเน็คโคร จำกัด (มหาชน) SCBS ได้ทำหน้าที่เป็นผู้จัดการรวมการจำหน่ายและรับประกันการจำหน่ายของ บริษัท สยามเน็คโคร จำกัด (มหาชน) ความเห็น ว่า บริษัทฯ บริษัทฯ ราคาค่า ความ การคาดการณ์ การประเมิน และ/หรือ ข้อมูลอื่นที่ระบุในเอกสารฉบับนี้ (“ข้อมูล”) มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้เป็นข้อมูลทั่วไปเท่านั้น และไม่อาจตีความได้ว่าเป็นการให้คำแนะนำแก่บุคคลใดๆ หรือเป็นการเสนอซื้อ หรือเสนอขาย หรือชักชวนให้เสนอซื้อหรือเสนอขายหลักทรัพย์ โดย SCBS และ/หรือกรรมการ พนักงาน และลูกจ้างของ SCBS ย่อมไม่ต่อรับผิดต่อความเสียหายใดๆ ทั้งความเสียหายทางตรง ความเสียหายทางอ้อม ความเสียหายจากการตัดสินใจ ความเสียหายพิเศษ หรือความเสียหายที่เป็นผลสืบเนื่อง อันเป็นผลจากการใช้หรือการเชื่อถือต่อการให้ข้อมูล ทั้งนี้ รวมถึงแต่ไม่จำกัดเพียงการสูญเสียกำไร นักลงทุนพึงใช้ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ประกอบข้อมูลและความเห็นอื่นๆ รวมทั้งพิจารณาขนาดของเงินในการตัดสินใจลงทุน ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นจากแหล่งข้อมูล SCBS เห็นว่าน่าเชื่อถือ โดย SCBS ไม่รับรองถึงความถูกต้อง สมบูรณ์ และ/หรือ ครอบคลุมของข้อมูลดังกล่าว

SCBS ลงบนสิทธิในการใช้ข้อมูลเพื่อวัตถุประสงค์เพียงผู้เดียวในการเปิดเผยข้อมูลเป็นครั้งคราวโดยไม่ได้ออกกล่าว เอกสารฉบับนี้จัดส่งให้เฉพาะบุคคลที่กำหนดเท่านั้น และห้ามมิให้มีการทำซ้ำ ดัดแปลง เผยแพร่ ขาย จำหน่าย พิมพ์ซ้ำ ส่งต่อ หรือเผยแพร่บนช่องทางอื่นโดยไม่ได้รับอนุญาต เว้นแต่จะได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจาก SCBS ก่อน

บริษัทหลักทรัพย์ไทยพาณิชย์ จำกัด (“SCBS”) ทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลตลาดรอง (Market Maker) และผู้ออกให้หลักทรัพย์อนุพันธ์ (Derivative Warrants) ในบริษัทมหาชน AAV, ADVANC, AMATA, ANAN, AOT, AP, BA, BANPU, BBL, BCH, BCP, BCPG, BDMS, BEAUTY, BEC, BEM, BH, BIG, BJC, BIA, BLAND, BPP, BTS, CBG, CENTEL, CHG, CK, CKP, COM7, CPALL, CPF, CPN, DELTA, DTAC, EA, EGCO, EG, ERW, GFPT, GLOBAL, GLOW, GPSC, GUNKUL, HANA, HMPRO, ICHI, INTUCH, IRPC, ITD, IVL, KBANK, KCE, KKP, KTB, KTC, IH, IHBANK, IPN, MAJOR, MEGA, MINT, MTL, PLANB, PSH, PTG, PTL, PT, PTPE, PTTCG, QH, QTC, RATCH, ROBIN, S, SAMART, SAWAD, SCC, SCCC, SGP, SIRI, SPAL, SPCG, SPRC, STEC, STPI, SUPER, SVI, TASCO, TCAP, THAI, THANI, THCOM, TISCO, TKN, TMB, TOP, TPIPL, TRUE, TTA, TTCL, TU, TWO, UNIQ, VGI, WHA, WORK

นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของหลักทรัพย์แสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวอย่างรอบคอบก่อนตัดสินใจลงทุน ทั้งนี้ ความเห็น ว่า บริษัทฯ บริษัทฯ ราคาค่า ความ การคาดการณ์ การประเมิน และ/หรือ ข้อมูลอื่นที่ระบุในเอกสารฉบับนี้ (“ข้อมูล”) มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้เป็นข้อมูลทั่วไปเท่านั้น และไม่อาจนำเป็นได้ว่า เป็นการให้คำแนะนำแก่บุคคลใดๆ ๆ หรือเป็นการเสนอซื้อ หรือเสนอขาย หรือชักชวนให้เสนอซื้อหรือเสนอขายซึ่งหลักทรัพย์ โดย SCBS และ/หรือกรรมการ พนักงาน ลูกจ้าง และตัวแทนของ SCBS ไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใด ๆ ทั้งความเสียหายทางตรง ความเสียหายทางอ้อม ความเสียหายจากการตัดสินใจ ความเสียหายพิเศษ หรือความเสียหายที่เป็นผลสืบเนื่อง อันเป็นผลจากการใช้หรือการเชื่อถือต่อการให้ข้อมูลดังกล่าว ซึ่งรวมถึงแต่ไม่จำกัดเพียงการสูญเสียกำไร นักลงทุนพึงใช้ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ประกอบร่วมกับข้อมูลและความเห็นอื่นๆ ๆ รวมทั้งพิจารณาขนาดของเงินในการตัดสินใจลงทุน โดยข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ได้รับมาจากแหล่งข้อมูล SCBS เห็นว่าน่าเชื่อถือ ซึ่ง SCBS ไม่สามารถรับรองถึงความถูกต้อง ครอบคลุมสมบูรณ์ และ/หรือ ความครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าวได้

SCBS ลงบนสิทธิในการใช้ข้อมูลเพื่อวัตถุประสงค์เพียงผู้เดียวในการเปิดเผยข้อมูลเป็นครั้งคราวโดยไม่ได้ออกกล่าว ทั้งนี้ เอกสารฉบับนี้จัดส่งให้เฉพาะบุคคลที่กำหนดเท่านั้น และห้ามมิให้มีการทำซ้ำ ดัดแปลง เผยแพร่ ขาย จำหน่าย พิมพ์ซ้ำ ส่งต่อ หรือเผยแพร่บนช่องทางอื่นโดยไม่ได้รับอนุญาต เว้นแต่จะได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจาก SCBS ก่อน

CG Rating 2016 Companies with CG Rating

AMATA, AOT, BAFS, BAY, BCP, BIGC, BTS, BWG, CK, CPF, CPN, CSL, DELTA, DEMCO, DRT, 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, PTPE, PTTCG, QH, QTC, RATCH, SAMART, SAMTEL, SAT, SC, SCB, SCC, SCCC, SE-ED, SIM, SITHAI, SNC, SPALI, SSSC, STEC, SVI, TCAP, THCOM, TISCO, TKT, TMB, TNDT, TOP, TSC, TTCL, TU, UV, VGI, WACOAL, WAVE

2S, AAV, 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, CKP, 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, IRC, JSP, K, KSL, KTIS, L&E, LANNA, LH, LHK, LIT, LOXLEY, LRH, LST, M, MACO, MALEE, MBKET, MC, MEGA, MFC, MOONG, MSC, MTI, MTL, NCH, NOBLE, NSI, NTV, OCC, OGC, OISHI, ORI, PACE, PAP, PB, PCSGH, PDI, PE, PG, PJW, PLANB, PM, PPP, PR, PRANDA, PREB, PRG, PRINC, PT, PTG, PYLON, Q-CON, RICHY, ROBINS, RS, RWI, S & J, SABINA, SALEE, SAMCO, SCG, SEAFCO, SFP, SIAM, SINGER, SIS, SMK, SMPC, SMT, SNP, SPI, SPPT, SPRC, SR, SSF, SST, STA, SUSCO, SUTHA, SWC, SYMC, SYNTEC, TAE, TAKUNI, TASCO, TBS, TCC, TF, TFI, TGCI, THAI, THANA, THANI, 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, TWO, 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, CTW, DCON, DIMET, DNA, EARTH, EASON, ECL, EFOR, EPCO, EPG, ESS, FE, FER, FOCUS, FSMART, FSS, FVC, GEL, GIFT, GLAND, GOLD, GSTEL, GYT, HPT, HTC, HTECH, IFS, IHL, ILINK, INSURE, IRCP, IT, ITD, J, JMART, JMT, JUBILE, JWD, KASET, KBC, KCAR, KGI, KKC, KOOL, KWC, KVE, LALIN, LPH, MAJOR, MAKRO, MATCH, MATI, M-CHAI, MK, MODERN, MPG, NC, NCL, NDR, NEP, NOK, NUSA, PAT, PCA, PDG, PF, PICO, PIMO, PL, PLAT, PLE, PMTA, PPM, PRIN, PSTC, QLT, RCI, RCL, RICH, RML, RPC, SANKO, SAPPE, SAWAD, SCI, SCN, SCP, SEAOIL, SENA, SIRI, SKR, SLP, SMG, SMIT, SORKON, SPA, SPC, SPCG, SPVI, SSC, STANLY, STPI, SUC, TACC, TCCC, TCMC, TEAM, TFD, TFG, TIC, TIW, TKN, TLUXE, TMD, TNP, TOPP, TPA, TPAC, TPCH, TPIPL, TPOLY, TRITN, TRT, TTI, TVI, TWP, U, UBIS, UMI, UPOIC, UT, UWC, VIBHA, VPO, VTE, WICE, WIUK, WIN, XO

Corporate Governance Report

The disclosure of the survey result of the Thai Institute of Directors Association (“IOD”) regarding corporate governance is made pursuant to the policy of the Office of the Securities and Exchange Commission. The survey of the IOD is based on the information of a company listed on the Stock Exchange of Thailand and the Market for Alternative Investment disclosed to the public and able to be accessed by a general public investor. The result, therefore, is from the perspective of a third party. It is not an evaluation of operation and is not 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, AKP, AMANAH, AP, ASP, AYUD, BAFS, BANPU, BAY, BBL, BCP, BKI, BLA, BROOK, BTS, BWG, CENTEL, CFRESH, CIMBT, CM, CNS, CPI, CPN, CSL, DCC, DEMCO, DIMET, DRT, DTAC, DTC, EASTW, ECL, EGCO, FE, FNS, FSS, GBX, GCAP, GLOW, HANA, HMPRO, HTC, ICC, IFEC, INTUCH, IRPC, IVL, K, KBANK, KCE, KGI, KKP, KSL, KTB, KTC, LANNA, LHBANK, LHK, LPN, MBK, MBKET, MCOT, MFC, MINT, MONO, MOONG, MSC, MTI, NKI, NSI, OCC, OCEAN, PB, PDI, PE, PG, PHOL, PLAT, PM, PPP, PPS, PR, PRANDA, PREB, PRG, PSH, PSL, PT, PTG, PTT, PTPE, PTTCG, Q-CON, QH, QLT, RATCH, RML, ROBINS, S & J, SABINA, SAT, SCB, SCC, SCG, SGP, SINGER, SIS, SITHAI, SMIT, SMPC, SNC, SNP, SORKON, SPC, SPI, SSF, SSI, SSSC, SVI, SYNTEC, TAE, TCAP, TCMC, TF, TFG, TGCI, THANI, THCOM, THRE, THREL, TIPCO, TISCO, TKT, TMB, TMD, TNITY, TNL, TOG, TOP, TPCORP, TRU, TSC, TSTH, TTCL, TVI, UOBKH, WACOAL

Declared (ประกาศเจตนาแนบ)

2A, AI, AIE, AIRA, AJ, ALUCON, AMATAV, AOT, APCO, AQUA, ARROW, ASIA, ASK, AU, BCH, BJC, BJCHI, BLAND, BR, BROCK, BRR, CEN, CGH, CHEWA, CHG, CHOTI, CHOW, CIG, COL, COM7, CPALL, CPF, CPR, CSC, EKH, EPCO, FC, FER, FPI, FSMART, GEL, GFPT, GGC, GIFT, GJS, GLOBAL, GOLD, GPSC, GREEN, GSTEL, GUNKUL, HARN, IFS, ILINK, INET, IRC, J, JMART, JMT, JUBILE, JUTHA, KASET, KBS, KCAR, KTECH, KWC, KYE, L&E, LEE, LIT, LVT, MAKRO, MATCH, MATI, MBAX, MC, MPEC, MIDA, MILL, ML, MTL, NBC, NCL, NEP, NINE, NMG, NNCL, NTV, NUSA, NWR, OGC, PACE, PAF, PAP, PATO, PCSGH, PIMO, PK, PL, PLANB, POST, PRINC, PRO, PSTC, PYLON, QTC, ROH, ROJNA, RWI, SANKO, SAUCE, SC, SCCC, SCN, SEAOIL, SE-ED, SENA, SIRI, SMART, SPACK, SPPT, SPRC, SR, SRICHA, SST, STA, SUPER, SUSCO, SWC, SYMC, TAKUNI, TBSP, TFI, THE, TICON, TIP, TKN, TLUXE, TMILL, TMT, TNP, TPA, TRUE, TSE, TTI, TU, TVD, TWO, TVT, TWPC, U, UPA, UREKA, UWC, VGI, VIBHA, VIH, VNT, WAVE, WHA, WICE, WIUK

N/A

2S, AAV, ABICO, ACAP, ACC, ADAM, AEC, AEONTS, AF, AFC, AGE, AH, AHC, AIT, AJA, AKR, ALLA, ALT, AMA, AMARIN, AMATA, AMC, ANAN, APCS, APURE, APX, AQ, ARIP, AS, ASAP, ASEFA, ASIAN, ASIMAR, ASN, ATP30, AUCT, BA, BAT-3K, BCRP, BDMS, BEAUTY, BEC, BEM, BFIT, BGRIM, BGT, BH, BIG, BIGC, BIZ, BKD, BLISS, BM, BOL, BPP, BRG, BSBM, BSM, BTC, BTNC, BTW, BUI, CBG, CCET, CCP, CGD, CHARAN, CHO, CHUO, CI, CITY, CK, CKP, CMO, CMR, CNT, COLOR, COMAN, CPH, CPL, CRANE, CSP, CSR, CSS, CTW, CWT, D, DCON, DCONR, DELTA, DIGI, DNA, DTCL, EA, EARTH, EASON, ECF, EE, EFOR, EIC, EMC, EPG, ERW, ESSO, ESTAR, ETE, EVER, F&D, FANCY, FMT, FN, FOCUS, FORTH, FTE, FVC, GC, GENCO, GL, GLAND, GRAMMY, GRAND, GTB, GYT, HFT, HOTROT, HPT, HTECH, HYDRO, ICHI, ICN, IEC, IHL, III, INGRS, INOX, INSURE, IRCP, IT, ITD, ITCL, JAS, JCT, JSP, JTS, JWD, KAMART, KC, KCM, KDH, KIAT, KKC, KOOL, KTIS, KWG, LALIN, LDC, LH, LOXLEY, LPH, LRH, LST, LTX, M, MACO, MAJOR, MALEE, MANRIN, MAX, M-CHAI, MCS, MDX, MEGA, METCO, MGT, MJD, MK, MM, MODERN, MPG, MPIC, NC, NCH, NDR, NETBAY, NEW, NEWS, NFC, NOBLE, NOK, NPK, NPP, NVD, NYT, OHTL, OISHI, ORI, OTO, PAE, PLANET, PDG, PERM, PF, PICO, PIW, PLE, PMTA, POLAR, POMPUI, PPM, PRAKIT, PRECHA, PRIN, PRM, PTL, RAM, RCI, RCL, RICH, RICHY, RJH, ROCK, RP, RCP, RPH, RS, S, S11, SAFARI, SALEE, SAM, SAMART, SAMCO, SAMTEL, SAPPE, SAWAD, SAWANG, SCI, SCP, SE, SEAFCO, SELIC, SF, SFP, SCF, SHANG, SIAM, SIM, SIMAT, SKR, SKY, SLP, SMK, SMM, SMT, SOLAR, SPA, SPALI, SPCG, SPG, SPORT, SPVI, SQ, SSC, STANLY, STAR, STEC, STHAI, STPI, SUC, SUTHA, SVH, SVOA, SYNEX, T, TACC, TAPAC, TASCO, TC, TCB, TCC, TCCC, TCJ, TCOAT, TEAM, TFD, TGP, TH, THAI, THANA, THIP, THL, TIC, TIW, TK, TKS, TM, TMC, TMI, TMW, TNDT, TNH, TNPC, TNR, TOPP, TPAC, TPBI, TPCH, TPIPL, TPPIP, TPOLY, TPP, TR, TRC, TRITN, TRT, TRUBB, TSF, TSI, TSR, TSTE, TTA, TTL, TTTM, TTW, TUCC, TWZ, TYCN, UAC, UBIS, UEC, UKEM, UMI, UMS, UNIQ, UP, UPF, UPOIC, UT, UTP, UV, UVAN, VARO, VI, VNG, VPO, VTE, WG, WHAUP, WIN, WINNER, WORK, WORLD, WP, WR, XO, YCI, YNP, YUASA, ZIGA, ZMICO

Explanations

C Companies participating in Thailand's Private Sector Collective Action Coalition Against Corruption programme (Thai CAC) under Thai Institute of Directors (as of July 31, 2017) are categorised into: companies that have declared their intention to join CAC, and companies certified by CAC.

กรุงเทพฯ – สำนักงานใหญ่

เลขที่ 19 ชั้น 2, 20-21, อาคาร 3 ไทยพาณิชย์ ปาร์ค พลาซ่า,
ถนนรัชดาภิเษก แขวงจตุจักร เขตจตุจักร
กรุงเทพฯ 10900
โทรศัพท์: 0 2949 1000
โทรสาร: 0 2949 1001

กรุงเทพฯ – สาขารัษฎาภิเศก

9 ชั้น 1B ถนนรัชดาภิเษก แขวงจตุจักร เขตจตุจักร
กรุงเทพฯ 10900
โทรศัพท์: 0 2949 1351
โทรสาร: 0 2949 1344

กรุงเทพฯ – สาขาสันทร

130-132 อาคารสันทร ทาวเวอร์ 1 ชั้น G ถนนวิภาวดี
แขวงจตุจักร เขตจตุจักร
กรุงเทพฯ 10330
โทรศัพท์ : 0 2686 2068
โทรสาร: 0 2263 3822

กรุงเทพฯ – สาขาเฉลิมนคร

269 มุมถนนเจริญกรุง-วรจักร แขวงบ่อนผาประชา เขตบ่อนผาประชา
กรุงเทพฯ 10100
โทรศัพท์: 0 2688 9200
โทรสาร: 0 2688 9020

กรุงเทพฯ – สาขาเซ็นทรัลพลาซ่า เวสต์เกต

199, 199/1, 199/2 หมู่ 6 ชั้น 3
ตำบลเสาธงหิน อำเภอบางใหญ่
นนทบุรี 11140
โทร: 0 2949 1358
โทรสาร: 0 2194 2896

กรุงเทพฯ – สาขาเซ็นทรัลพลาซ่า ปิ่นเกล้า

7/222 ศูนย์การค้าเซ็นทรัลพลาซ่า ปิ่นเกล้า ห้องเลขที่ K414 ชั้น 4
ถนนบรมราชชนนี แขวงอรุณอมรินทร์ เขตบางกอกน้อย
กรุงเทพฯ 10700
โทร: 0 2949 1429
โทรสาร: 0 2884 7962

เชียงใหม่ – สาขาสี่แยกสนามบินเชียงใหม่

166 หมู่ 1 ชั้น 2 ถนนเชียงใหม่-ฮอด
ตำบลป่าแดด อำเภอเมืองเชียงใหม่
เชียงใหม่ 50000
โทรศัพท์: 0 5320 3505
โทรสาร: 0 5320 3750

เชียงใหม่ – สาขาท่าแพ

17 ชั้น 2 ถนนท่าแพ ตำบลช้างคลาน อำเภอเมืองเชียงใหม่
เชียงใหม่ 50000
โทรศัพท์: 0 5381 8422
โทรสาร : 0 5381 8433

เชียงใหม่ – สาขาคณะแพทยศาสตร์เชียงใหม่

110 ชั้น 2 อาคารจอดรถยนต์คณะแพทยศาสตร์เชียงใหม่
ถนนอินทวิโรจย์ ตำบลศรีภูมิ อำเภอเมืองเชียงใหม่
เชียงใหม่ 50000
โทรศัพท์: 0 5389 4094
โทรสาร : 0 5389 4090

หาดใหญ่ – สาขาก่อนราชบุรียันดี (หาดใหญ่)

16/4 ชั้น 2 ถนนราชบุรียันดี ตำบลหาดใหญ่ อำเภอหาดใหญ่
สงขลา 90110
โทรศัพท์: 0 7420 9788
โทรสาร: 0 7420 9737